



T.C.

**ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**EKONOMİK KRİZLERİN BİST ENDEKSLERİ ÜZERİNDE
KISA VE UZUN DÖNEMLİ ETKİLERİNİN ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ASLI ÇELİK

Tez Danışmanı

DR. ÖĞR. ÜYESİ NAZMİ YÜKSELEN YAĞANOĞLU

ÇANAKKALE – 2021



T.C.

ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

**EKONOMİK KRİZLERİN BİST ENDEKSLERİ ÜZERİNDE
KISA VE UZUN DÖNEMLİ ETKİLERİNİN ANALİZİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ASLI ÇELİK

Tez Danışmanı

DR. ÖĞR. ÜYESİ NAZMİ YÜKSELEN YAĞANOĞLU

ÇANAKKALE – 2021



T.C.
ÇANAKKALE ONSEKİZ MART ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ



Aslı ÇELİK tarafından Dr. Öğretim Üyesi Nazmi Yükselen YAĞANOĞLU yönetiminde hazırlanan ve **31/12/2021** tarihinde aşağıdaki jüri karşısında sunulan **“Ekonomik Krizlerin BİST Endeksleri Üzerinde Kısa ve Uzun Dönemli Etkilerinin Analizi”** başlıklı çalışma, Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü **İktisat Anabilim Dalı**’nda **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak oy birliği ile kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri

İmza

Dr. Öğretim Üyesi Nazmi Yükselen YAĞANOĞLU (Danışman)
Dr. Öğr. Üyesi Funda Hatice SEZGİN
Dr. Öğr. Üyesi Tuba TURGUT IŞIK

Tez No : 10438976

Tez Savunma Tarihi : 31/12/2021

.....
Doç. Dr. Yener PAZARCIK
Enstitü Müdürü

.././20..

ETİK BEYAN

Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Tez Yazım Kuralları'na uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi taahhüt ve beyan ederim.

(İmza)

Aslı ÇELİK

(Tarih) .././20..

TEŞEKKÜR

Bu tezin gerçekleŐtirilmesinde, çalışmam boyunca benden bir an olsun yardımlarını esirgemeyen saygı değer danışman hocam Dr. Öğretim Üyesi Nazmi Yükselen YAĞANOĞLU'na teşekkür ederim. Ayrıca alıŐma süresince tüm zorlukları benimle göğüsleyen, hayatımın her evresinde bana destek olan ve emekleri yalnızca bu teze sınırlı olmayan babam Mehmet ÇELİK, annem Mücella ÇELİK ve ablam Ahsen ÇELİK'e sonsuz teŐekkürlerimi sunarım.

Aslı ÇELİK
anakkale, Aralık 2021

ÖZET

EKONOMİK KRİZLERİN BİST ENDEKSLERİ ÜZERİNDE KISA VE UZUN DÖNEMLİ ETKİLERİNİN ANALİZİ

Aslı ÇELİK

Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi

Danışman: Dr. Öğretim Üyesi Nazmi Yükselen YAĞANOĞLU

31/12/2021, 160

Bu çalışmada Türkiye’de yaşanan belirli kriz dönemlerinin, BİST endeksi üzerindeki etkisi incelenmiştir. Öncelikle borsa endeksi değişimlerinin modellenmesi için GARCH modelden yararlanılmış ve serideki oynaklık modellenmiştir. Diğer yandan uzun dönem ilişkilerin belirlenmesine yönelik olarak Johansen Eşbütünleşme Analizi ve kısa dönem ilişkilerin belirlenmesi için ise Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır. Çalışmada borsa endeksi bağımlı değişken iken 1994, 2000, 2001 ve 2008 krizleri ise bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. Analiz sonuçlarına göre genel olarak her bir kriz dönemi BİST endeks değişimi üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Uzun dönem ilişkisi için yapılan analiz sonucunda 2008 krizi, BİST endeksi değişimi üzerinde en yüksek etkiye sahip olup, değişikliğe negatif bir etki ettiği görülmektedir. BİST endeksi değişimini etkilemesi açısından analiz sonucuna göre 2001, sonrasında 2000 en son 1994 krizi endeksi olumsuz yönde etkilemiştir. Kısa dönem ilişkisi için yapılan analiz sonucuna göre ise BİST endeksi değişimi üzerinde negatif ve en yüksek etkiye sahip kriz 2008 krizi olup aynı uzun dönemdeki gibi etki sırası 2001, 2000 ve 1994 krizleridir. Ancak kısa dönem analiz sonucuna göre etki katsayısı yükseldiği görülmektedir. Bu da kriz dönemlerinde kısa dönemde borsa endekslerinin yaşanan krizlerden daha fazla etkilediğini ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: BİST Endeksi, Kriz, GARCH Model, Johansen Eşbütünleşme Analizi, Hata Düzeltme Modeli

ABSTRACT

ANALYSIS OF THE SHORT AND LONG-TERM EFFECTS OF ECONOMIC CRISES ON BIST INDICES

Aslı ÇELİK

Çanakkale Onsekiz Mart University

School of Graduate Studies

Master of Science Thesis in Economy

Advisor: Asst. Prof. Nazmi Yükselen YAĞANOĞLU

31/12/2021, 160

In this study, the effect of certain crisis periods in Turkey on the BIST index was examined. First of all, the GARCH model was used to model the changes in the stock market index and the volatility in the series was modeled. On the other hand, Johansen Cointegration Analysis was used to determine long-term relationships and Error Correction Model was used to determine short-term relationships. While the stock market index was the dependent variable in the study, the 1994, 2000, 2001 and 2008 crises were considered as the independent variable. According to the results of the analysis, in general, each crisis period has a negative effect on the BIST index change. As a result of the analysis made for the long-term relationship, it is seen that the 2008 crisis has the highest effect on the BIST index change and has a negative effect on the change. According to the results of the analysis, in terms of affecting the change in the BIST index, 2001, then 2000, the last 1994 crisis affected the index negatively. According to the results of the analysis for the short-term relationship, the crisis with the highest negative impact on the BIST index change is the 2008 crisis, and the same order of impact is the 2001, 2000 and 1994 crises as in the long-term. However, according to the results of the short-term analysis, it is seen that the effect coefficient has increased. This reveals that stock market indices are affected more than the crises experienced in the short term during crisis periods.

Keywords: BIST Index, Crisis, GARCH Model, Johansen Cointegration Analysis, Error Correction Model

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
JÜRİ ONAY SAYFASI.....	i
ETİK BEYAN.....	ii
TEŞEKKÜR.....	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
SİMGELER ve KISALTMALAR.....	xii
TABLolar DİZİNİ.....	xv
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xvii

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

1.1. Giriş.....	1
-----------------	---

İKİNCİ BÖLÜM

KURAMSAL ÇERÇEVE/ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

2.1. Borsa Kavramı, Tanımı ve Tarihi.....	3
2.2. Dünya Borsa Tarihi.....	4
2.3. Türkiye Borsa Tarihi.....	8
2.4. Borsaların Gelişim Süreçleri.....	10
2.4.1. Kuruluş.....	10
2.4.2. Manipülasyon.....	10
2.4.3. Spekülasyon.....	11
2.4.4. Çöküş.....	11
2.4.5. Olgunluk.....	11
2.5. Borsaların Mülkiyet Şekilleri.....	12
2.5.1. Kamu ya da yarı Kamu Niteliğindeki Borsalar.....	12
2.5.2. Örgüt Şeklinde Organize Olan Borsalar.....	12

2.5.3. Özel Limited Şirket Türünde Borsalar.....	12
2.5.4. Hisseleri İşlem Görmeyen Şirketleşmiş Borsalar.....	13
2.5.5. Hisseleri İşlem Gören Borsalar.....	13
2.6. Borsa Kavramları.....	13
2.6.1. Seans	13
2.6.2. İşlem Miktarı.....	13
2.6.3. İşlem Hacmi.....	14
2.6.4. İşlem Birimi.....	14
2.6.5. Ağırlıklı Ortalama Fiyat.....	14
2.6.6. Baz Fiyat.....	14
2.6.7. Fiyat Adımları.....	14
2.6.8. Referans Fiyat.....	15
2.7. Borsa Emirleri.....	15
2.7.1. En İyi Fiyatla Emir.....	15
2.7.2. Limitli Emirler.....	15
2.7.3. Açılış Fiyatıyla Emirler.....	16
2.7.4. Kalanı Pasife Yaz.....	16
2.7.5. Gerçekleşmezse İptal Et.....	16
2.7.6. Kapanış Fiyatlı Emirler.....	16
2.7.7. Kalanı İptal Et.....	16
2.7.8. Özel Limit Değerli Emirler.....	17
2.8. Borsa İstanbul Dönemi.....	17
2.9. Borsa İstanbul Öncesi Dönem.....	17
2.10. Piyasa.....	18
2.10.1. Gerçek Piyasa.....	18
2.10.2. Finansal Piyasa.....	18
2.11. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması.....	20
2.11.1. Para Piyasası.....	20
2.11.2. Sermaye Piyasası.....	20
2.11.3. Birincil Piyasa.....	22
2.11.4. İkincil Piyasa.....	23
2.12. Sermaye Piyasası İle İlgili Kavramlar.....	24
2.12.1. Menkul Kıymet.....	24

2.12.2. Hisse Senedi.....	24
2.13. Halka Arz.....	27
2.14. Halka Arzın Avantajları.....	28
2.14.1. Finansman Kaynağı.....	28
2.14.2. Likidite.....	28
2.14.3. Yurt İçi ve Yurt Dışında Geniş Çapta Tanıtım.....	29
2.14.4. Kurumsallaşma.....	29
2.14.5. İkincil Halka Arz Fırsatı.....	30
2.14.6. Kredibilite.....	30
2.14.7. Küreselleşme.....	31
2.15. Halka Arzın Dezavantajları.....	31
2.15.1. Gizliliğin Kaybı.....	31
2.15.2. Ters Seçim.....	31
2.15.3. Kârın Paylaşımı.....	31
2.15.4. Halka Açılma Masrafları.....	32
2.16. Borsa İstanbul Piyasaları.....	32
2.16.1. Pay (Hisse Senedi) Piyasası.....	33
2.16.2. Borçlanma Araçları Piyasası.....	34
2.16.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası.....	34
2.16.4. Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası.....	34
2.17. Borsa Endeksi.....	35
2.18. Borsa İstanbul Endeksleri.....	36
2.18.1. BİST 100 Endeksi.....	36
2.18.2. BIST 50 Endeksi.....	36
2.18.3. BIST 30 Endeksi.....	36
2.18.4. BIST 50-30 Endeksi.....	37
2.18.5. BIST 100-30 Endeksi.....	37
2.18.6. BIST Likit Banka Endeksi.....	37
2.18.7. BIST Banka Dışı Likit 10 Endeksi.....	37
2.18.8. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi.....	37
2.18.9. BIST Tüm Endeksi.....	37
2.18.10. BIST Tüm-100 Endeksi.....	38
2.18.11. BIST Sektör ve BIST Alt Sektör Endeksleri.....	38

2.18.12. BIST Yıldız Endeksi.....	38
2.18.13. BIST Ana Endeksi.....	38
2.18.14. BIST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi.....	38
2.18.15. BIST Şehir Endeksleri.....	38
2.18.16. BIST Temettü Endeksi.....	39
2.18.17. BIST Temettü 25 Endeksi.....	39
2.18.18. BIST Halka Arz Endeksi.....	39
2.18.19. BIST KOBİ Sanayi Endeksi.....	39
2.19. Borsaların Ekonomik İşlevleri.....	39
2.20. Kriz Kavramı ve Tanımı.....	40
2.21. Ekonomik Kriz.....	42
2.22. Ekonomik Krizlerin Nedenleri.....	43
2.23. Ekonomik Kriz Çeşitleri.....	43
2.24. Reel Sektör Krizleri.....	44
2.25. Finansal Krizler.....	44
2.25.1. Döviz Krizi.....	45
2.25.2. Borsa Krizleri.....	45
2.26. 1980 Öncesi Yaşananlar.....	46
2.27. 24 Ocak 1980 Kararları.....	49
2.27.1. 24 Ocak Kararlarında Alınan Tedbirler.....	52
2.27.2. 24 Ocak İstikrar Programının Uygulanama Evreleri ve Sonuçları 1980-1983 Dönemi.....	56
2.28. 1984-1989 Dönemi.....	57
2.29. 24 Ocak 1980 İstikrar Kararlarının Genel Değerlendirilmesi.....	62
2.30. 1994 Krizi Öncesi Ekonomik Durum ve Krizin Nedenleri.....	63
2.31. 5 Nisan Kararları.....	70
2.31.1. 5 Nisan İstikrar Kararları Uygulama Sonuçları.....	73
2.32. 2000-2002 Stand-by Programı.....	77
2.33. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı.....	78
2.34. 2000-2001 Yıllarında Yaşanan Ekonomik Krizler.....	79
2.34.1. Kasım 2000 Krizi.....	80
2.34.2. Kasım 2000 Krizinin Nedenleri.....	81
2.34.3. Kasım Krizinin Etkileri.....	82

2.34.4. Kasım Krizinin Sonuçları.....	83
2.34.5. Şubat 2001 Krizi.....	83
2.34.6. 2001 Krizine Sebep Olan Gelişmeler.....	85
2.34.7. 2001 Krizinin Etkileri.....	86
2.34.8. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	89
2.34.9. 2001 Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinin Genel Durumu.....	90
2.34.10. Yeni Niyet Mektubu.....	92
2.35. 2008 Krizi.....	92
2.36. 2008 Krizinin Nedenleri.....	95
2.36.1. Likitide Bolluğu.....	96
2.36.2. Menkul Kıymetleştirme.....	96
2.36.3. Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar.....	97
2.36.4. Konut Sektöründe Oluşan Balon Artışlar.....	98
2.37. 2008 Krizinin Türkiye' ye Etkileri.....	98
2.38. 2008 Krizinin Sonuçları.....	102
2.39. COVID-19 ve Ekonomiye Etkileri.....	103
2.40. Önceki Çalışmalar.....	105

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA YÖNTEMİ/MATERYAL YÖNTEM

3.1. Değişkenlerin Birim Kök Analizi.....	111
3.1.1. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi.....	112
3.1.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi.....	113
3.2. Johansen Eşbütünleşme Analizi.....	114
3.3. Hata Düzeltme Modeli (VECM).....	116
3.4. Oynaklık Öngörü Modelleri.....	117
3.4.1. ARCH Model.....	118
3.4.2. GARCH Model.....	121
3.4.3. Üstel GARCH (EGARCH) Modeli.....	123
3.4.4. GJR-GARCH Modeli.....	124
3.5. Verilerin Tanıtımı.....	124
3.6. Araştırmanın Hipotezleri.....	126

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
ARAŞTIRMA BULGULARI

4.1.	BIST Oynaklığının Modellenmesi.....	127
4.2.	Johansen Eşbütünleşme Analizi Sonuçları ve Yorumlar.....	135
4.3.	Kısa Dönem Analizi: Hata Düzeltme Modeli.....	137

BEŞİNCİ BÖLÜM
SONUÇ ve ÖNERİLER

.		
5.1.	Sonuç.....	139
5.2.	Öneriler	141
	KAYNAKÇA.....	143

SİMGELER VE KISALTMALAR

İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
VAR	Vektör Otoregresyon
BİST	Borsa İstanbul
GARCH	Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
EGARCH	Üssel GARCH
ARCH	Otoregresif Koşullu Değişken Varyans
TDK	Türk Dil Kurumu
Yy	Yüzyıl
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
CAC	Cotation Assistée en Continu
KHK	Kanun Hükmünde Kararname
VIOP	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
FDP PD	Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
OPEC	Organization of Petroleum Exporting Countries
IMF	International Monetary Fund
GSMH	Gayri Safi Millî Hasıla
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
TC	Türkiye Cumhuriyeti
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
%	Yüzde
TL	Türk Lirası
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
\$	Dolar
AB	Avrupa Birliği
MB	Merkez Bankası

GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
USD	United States dollar
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
FED	Federal Reserve
TÜRMOB	Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
ADF	Genişletilmiş Dickey-Fuller
PP	Phillips-Perron
τ	tau
DF	Dickey Fuller testi
FPE	Akaike Final Prediction Error
AIC	Akaike Information Criterion
SC	Schwartz Criterion
BIC	Bayesian Information Criterion
HQ	Hannan – Quinn Criterion
VAR	Vektör Otoregresyon
VECM	Vektör Hata Düzeltme Modeli
ECT	Hata Düzeltme Terimi
ARMA	Otoregresif Hareketli Ortalamalar Modeli
AR	Otoregresif Model
AC	Otokorelasyon Değerleri
ARIMA	Birleştirilmiş Otoregresif Hareketli Ortalama Model
ARCH-LM	ARCH-Lagrange Multipler
LR	LR test istatistiği
FPE	Son Öngörü hata istatistiği

LM-test	Langrange Multipler test
JB	Jarque-Bera normallik testi
BIST-vol	BIST volatilitte değişkeni
MA	Hareketli Ortalama Süreci



TABLULAR DİZİNİ

Tablo No	Tablo Adı	Sayfa No
Tablo 1	Sermaye ve para piyasası arasındaki farklılıklar	22
Tablo 2	Hisse senedi piyasasındaki pazarlar	33
Tablo 3	1980 krizini kapsayan döneme ilişkin temel ekonomik göstergeler	48
Tablo 4	1980 ve 1989 yılları arasında çeşitli ekonomik göstergeler	60
Tablo 5	1980 yılı itibariyle ülkeye giren yabancı sermaye	61
Tablo 6	1990-1994 yılları arasında çeşitli ekonomik göstergeler	69
Tablo 7	5 Nisan kararları sonrası 1995-998 yılları arasındaki Türkiye'deki çeşitli ekonomik göstergeler	70
Tablo 8	2000-2003 Yılları arasında çeşitli ekonomik göstergeler	91
Tablo 9	2002 ve 2010 yılları arasında Türkiye'deki çeşitli ekonomik göstergeler	101
Tablo 10	Değişkenlerin tanımları	125
Tablo 11	Çalışmanın hipotezleri	126
Tablo 12	BIST serisi düzey değeri korelogram değerleri	128
Tablo 13	Durağanlık test sonuçları	129
Tablo 14	BIST serisi birinci mertebe fark korelogram değerleri	130
Tablo 15	BIST serisi için uygun modelin belirlenmesi	131
Tablo 16	BIST serisi için tahmin edilen uygun ARMA (1,3) modeli	131
Tablo 17	BIST serisi için ARCH-LM test sonuçları	132
Tablo 18	BIST için uygun oynaklık modelinin belirlenmesi	133
Tablo 19	BIST için GARCH (1,1) model tahmin sonuçları	134
Tablo 20	Gecikme Uzunluğu Kriterleri Sonuç Tablosu	135
Tablo 21	Johansen eşbütünleşme testi sonucu	136

Tablo 22	Normalize edilmiş eşbütünleşme denklem sonuçları	137
Tablo 23	Kısa dönem hata düzeltme modeli katsayı tahminleri	138



ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil No	Şekil Adı	Sayfa No
Şekil 1	Ekonomik kriz türleri	44
Şekil 2	BIST değişkeni için [1990.01-2021.08] dönemi grafiği	125
Şekil 3	GARCH (1,1) modeli hata payı grafiği	135



BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

1.1. Giriş

Ekonominin ilerlemesine sebep olan en kritik unsurların ilki finansal piyasaların ilerlemesidir. Finansal piyasaların ilerlemesi için ise borsanın gelişmesi gerekmektedir. Ekonomi ve borsa hassas ilişki içerisinde bulunmaktadır.

Borsalar ülkelerin ilerlemesi ve ekonomilerinin belirli seviyeye ulaşmasında önem arz eden kurumlardır. Yatırımcılar sahip oldukları fon fazlaları ile türlü ekonomik değeri olan varlıklar üzerinden gelir sahibi olmak isterler. İşletmeler ise az maliyetli yatırımlar bakımından gereksinimi olan kaynağı bu şekilde temin ederler. Yani borsalar fon fazlası olan yatırımcılarla kaynak ihtiyacı olan işletmeleri buluşturan kurumlardır. Borsalar sermayeyi arttırdığı için ülkelerin gelişmesinde önemli bir role sahiptir. Bu nedenle günümüzün en gelişmiş ülkeleri aynı zamanda en büyük borsalarının da sahibidir. Ayrıca borsa endekslerindeki pozitif yönlü değişimler sadece işletmelerin başarısı değil; genel anlamda ülkelerin ekonomik durumlarının yansımasıdır.

Ülkemiz kuruluşundan bugüne kadar ki sürede ekonomide önemli ölçüde problemlere sebep olan çok sayıda krizle mücadele etmiştir. Ekonomide öngörülemeyen ya da birden oluşan ve ekonominin gidişatını bozan aynı zamanda bunlara sebebiyet veren durum ekonomik krizlerdir. Krizleri farklı boyutlarda yorumlamak mümkündür. Bu anlamda krizlerin ülkelerde meydana gelişleri ve getirdikleri sonuçlar bakımından farklılıkları vardır. Buradan yola çıkarak oluşan krizler iki farklı boyutta değerlendirilebilir. Bunlardan ilki olası gerçekleşebilecek tehditleri önleyerek en az zararla krizi atlattık, diğeri ise krizleri fırsata çevirmektir. Kriz yaşanmadan önce kriz belirtilerinin fark edilmesi ve bu anlamda en doğru müdahalenin seçilmesi, sonrasında da gerekli önlemlerin alınması krizden daha az zararla çıkılmasını sağlayacaktır. Krizin yaşanmasıyla birlikte ülke ekonomisinde yer alan makroekonomik dengelerde de sıkıntılar oluşmaktadır. Değişen bu parametreler ülkenin borsa endekslerini de etkilemektedir.

Ülkemiz 1980 yılı itibariyle mali piyasalarda serbestleşmenin yaşanmasıyla beraber sermaye hareketlerinin hız kazanması neticesinde gerek içeriden gerekse dışarıdan maruz kalınan şoklarla birlikte daha hassas bir yapı içerisine girmiştir. Bu durum ülke ekonomisinin oluşan krizlerden çokça etkilenmesine sebebiyet vermiştir.

Bu çalışmada Türkiye’de yaşanmış ve etkisinin bir o kadar hissedildiği krizlerin borsa endeksi değişimi üzerine etkilerinden söz edilmiştir. Dolayısıyla Türkiye’de İMKB’nin kuruluş yılı olan 1985’ten sonra ülke ekonomisini derinden sarsan 1994, 2000, 2001 ve 2008 krizlerinin borsa endeksleri üzerine etkileri incelenerek ekonometrik analiz yapılmıştır.

Çalışmada ülkemizde borsanın kuruluşu ve gelişim süreçlerinden bahsedilmiş ve ardından ele alınan krizlerin ülkemizde meydana getirdiği sonuçlar doğrultusunda BİST endeksi değişimlerinden söz edilmiştir. Ayrıca üçüncü bölümde GARCH Analizi, kısa ve uzun dönem ilişkilerinin saptanması için ise Johansen Eşbütünleşme Analizi ve Hata Düzeltme Modellerinin açıklamaları ve bu analiz sonuçlarının elde edilmesi için kullanılan başka analizlerin açıklamalarına yer verilmiş ve kullanılan veriler tanımlanmıştır. Dördüncü bölümde ise adı geçen analizler uygulanmış ve bu analiz sonuçlarına göre önemli bulgular elde edilmiştir. Çalışmanın son olarak beşinci bölümünde ise kriz ve buna bağlı olarak borsa endeksi değişiminin sonuçlarından bahsedilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

KURAMSAL ÇERÇEVE VE ÖNCEKİ ÇALIŞMALAR

Bu bölümde borsa kavramı ile beraber İMKB'nin kuruluş yılı itibariyle ülkeyi derinden sarsan ekonomik krizler ele alınmıştır.

2.1. Borsa Kavramı, Tanımı ve Tarihi

Borsa fon arzı ve fon talebinde bulunanların menkul kıymet, emtia vb. türden varlıkların alışverişini yapmak üzere belli kurallar doğrultusunda bir araya gelerek; arz ve talep dengesini oluşturmak suretiyle bu denge üzerinden piyasa fiyatını meydana getiren finansal kuruluşlardır (Karlı, 1994).

Birincil ve ikincil piyasalar şeklinde sermaye piyasaları ikiye ayrılmaktadır. Birincil piyasalar menkul kıymetleri ihraç eden işletmeler ile tasarrufa sahip olanların direkt bir araya geldikleri piyasalar olarak ifade edilmektedir. Birincil piyasada işletmeler menkul değerlerin ihracını ilk kez gerçekleştirmektedir. İkincil piyasalara ise menkul değerleri satın alanlar bu değerleri nakde çevirmek istediklerinde başvururlar. Şöyle ki bu menkul kıymetlerin satımı sağlanarak nakde çevrilme olanağı sağlanmış olur. Yani borsa, fon alanlar ile fon satanların hızlı ve belirli bir zaman aralığında kendi çıkarları açısından en iyi şartları pazarlık konusu yapabilecekleri bir piyasa kuruluşudur (Nazlıgöl, 2006).

Borsa terimi Türk Dil Kurumu sözlüklerinde şu şekilde tanımlanmaktadır: Bazı tacirlerin ve özellikle altın ile uğraşanların değerli kâğıt ve tahvil alım satımıyla ilgilenenlerin alışveriş ve değişim amacıyla devlet kontrolü altında çalıştıkları yer (TDK, 2021).

İktisat terimleri sözlüğünde yer alan tanıma göre mal, altın, döviz ve taşınır değerlerin belirli kurallar içinde el değişiminin yapıldığı kurumlar, piyasa şeklinde tanımlanmıştır (TDK, 2021).

Genel anlamda borsanın terimsel açıklaması, türlü birçok kıymetin halka açık bir şekilde alışverişi için ilgilenenlerin bir araya geldiği belli bir yer veya topluluktur. Bahsedilen bu kıymetler; nakit para, yabancı para, tarım ürünleri, maden, enerji kaynakları, hayvancılık ürünleri, menkul kıymet olabilmektedir.

Borsa açık bir ifadeyle, ticaret ya da finansal faaliyetlerle ilgilenenlerin bir araya gelerek bütün alım satım işlemlerinin göz önünde olduğu pazarlardır. Sermaye piyasası araçlarının faaliyet göstereceği borsalar, belirli yasalarında var olan kurallar etrafında organize olarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güvenli bir ortamda süreklilik içinde, serbest rekabet koşullarıyla kolay bir şekilde el değişiminin gerçekleşmesi, fiyatların belirlenmesi ve bunların ilanını gerçekleştirmekle yetkili olan kamu tüzel kişiliğine sahip kuruluşlardır (Ünal, 2005: 955).

2.2. Dünya Borsa Tarihi

Borsa kurumu, aslında insan ihtiyaçlarının var olduğu günden bu yana mal alışverişinin başlamasıyla beraber günümüze kadar süregelen ve gelişim göstermiştir. Borsa sadece ismi ile ilgili bugün bir farkındalığını ortaya çıkarmaktadır. Bu anlamda borsa, geçmişe dayanan ekonomik varlık olarak alışveriş gereksinimi ile beraber ortaya çıkmıştır.

Borsaların ilk kuruluşu çok eski dönemlerde ortaya çıkmış olup bu dönemlerde kurulan örgütlü olmayan düzensiz pazarlardır. İşte bu basit seviyedeki pazarlarda çeşitli mallar ve kıymetli madenler (altın, gümüş vs.) alınmış ve satılmıştır. İlerleyen süreçte bu pazarlar devamlılık göstererek aynı yerlerde kurulmalarının aksine sonrasında başka belirli merkezlerde kurulmaya başlamıştır. Buralarda ticari anlamda hareketlilik başlamış ve bu açıdan uzmanlaşma söz konusu olmuştur. Zaman içerisinde emtia borsaları ile birlikte para, altın, ticari evrak borsaları da ortaya çıkmıştır (Gülmez, 2010). Ticari hareketliliğin değişimini basit hale getiren birtakım yeni buluşlarla beraber, Avrupa'da; İngiltere, İtalya, Belçika ve Hollanda gibi deniz ülkelerinde çok daha kapsamlı büyük ticaret merkezleri ortaya çıkmıştır. İşte bu büyük ticaret merkezlerinin oluşumunun sonucu olarak aracı kavramı benimsenmiş ve değer kazanmış; bunun yanı sıra ticari senetler ve kredi fikirleri de anlam kazanmaya başlamıştır. İşte bu olaylar sonucunda 15.yüzyılda takas, kredi ve senetlerle ilgili birtakım kurallar ortaya çıkmıştır. Süreç içerisinde bu kurallarla birlikte para

da belli kişiler aracılığı ile alımı ve satımı yapılan ticari bir mal olarak kabul edilmeye başlanmıştır (Aydın, 2012).

Borsanın tarihi açısından baktığımızda ilk söylendiğinde oldukça güncel bir sözcük gibi görünse de oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. Roma İmparatorluğu'nun bir hayli güçlü olduğu dönemde kazandığı savaşlar sonucu hazinesini çoğaltmış ve bu sayede dönemin en geniş kapsamlı ticaret merkezi olmuş, oldukça iddialı ihalelerin yapıldığı ve tacirlerin bu ihalelere katılabilmek amacıyla gereken sermayeyi bir araya getirebilmek için senetli şirketlerin kurulduğu bu zamanlarda şirketler çokça ilgi toplamış, bütün bunların sonucunda milattan önce 180 tarihinde Roma'da ilk menkul kıymetler borsası ortaya çıkmıştır. Ortaçağ'da Avrupa'nın birçok merkezinde kurulan pazarlarda, malların alışverişinde kıymetli madenlerin değişim aracı olarak kullanılmaya başlamasıyla beraber kuyumculuk ortaya çıkmıştır. Bu pazarlara zaman içine ilginin artması ve ticaretin ilerlemesiyle beraber fazla miktardaki malların el değiştirmesinde kredi mektuplarına benzer ticari senetlerin kullanımı artmıştır; işte bu gelişmelerle birlikte 13. yüzyılda ticaretinde poliçe kullanılmaya bu şekilde başlanılmıştır. 15. yüzyılda ise poliçelerin hazırlanması ve ticaret ile ilgilenen ve kurtiye olarak bilinen bir aracı türü meydana gelmiş ve aynı meslekten olanların toplanarak oluşturduğu loncalar ve bu loncaların oluşturduğu birtakım kurallar oluşturulmuştur. Borsa kelimesinin kökenine bakıldığında ise, Belçika'nın Bruges şehrinde ve Anvers şehrinde 1531 yılında ilk kez devamlılığı olan fuarı kuran "Van der Beurs" ailesinin isminden geldiği düşünülmektedir (Fertekligil, 2000: 3; Köse; 2001:229).

Avrupa'da ilk borsa oluşumu 15. yüzyılda dönemin kralı tarafından onun emri ile "Pariste Seine" nehri üzerindeki "Pont-au-change" köprüsünde başlamıştır. Yerleşik anlamda ilk borsa kavramı ise 1460 yılında Belçika da Anvers şehrinde başlamıştır. Bunun yanında Amsterdam'da ortaya çıkan borsa 1530 da bu anlamda kurulan ilk borsa sınıfına girmektedir (Yasin, 2002). Yine İngiltere'de 1554 yılında "Royal Exchange" ve 1773 te "Stock Exchange" yeni adıyla faaliyetine devam eden kesin anlamda ilk menkul kıymetler borsasıdır denilebilir (Tanör, 2000).

Önceden belirli kişilerce yapılan mikro borsacılık çalışmaları zaman içerisinde organize hale gelmiş borsaların oluşmasını sağlamıştır. İlk borsanın 1487 yılında Anvers'te ortaya

çıkmasıyla birlikte; 16. yüzyılda borsada en önde gelen Hollanda'nın Amsterdam borsası bunun yerini almıştır. 16. yüzyılın sonlarına doğru ve ilerleyen süreçte Avrupa'nın farklı ülkelerinde de borsalar kurulmuş ve şu anki borsalar o dönemde oluşmaya başlamıştır. Günümüzde kendi karakterlerini 19. yüzyılda sermaye hareketliğinin artmasıyla beraber, anonim şirketlerin büyümeye başlamasıyla birlikte, deniz ötesi yatırımların ve deniz ticaretinin büyüyerek ilerlemesi neticesinde kazanmışlardır. Gelişmeye başlayan borsalarda birtakım kanuni düzenlemeler ve mesleki uzmanlaşmayı da mecburi hale getirmiştir. Bu sebeple borsa üyeleri arasında uzmanlaşma, şaibe ve dolandırıcılığı önleyen kanuni yaptırımlar, yatırımlara güvence temin eden devlet müdahalesi, kanuni düzenlemeler ve teşkilatlanma gibi etmenler bugünkü borsaların ortaya çıkmasını sağlamıştır (Karlı, 2004: 221-223).

Günümüz borsaları en iyi dönemi 19. yüzyılın bitiminde başlayıp, 20. yüzyılın başlarına kadar devam etmiştir. Yükselme süreci ise 1929'daki büyük buhran ile birlikte bir süre devamlılığında aksaklığa sebebiyet vermiştir. Borsaların ekonomideki canlılığını yeni baştan sağlamasıysa ancak 1960'ların sonrasında olmuştur (Yıldırım, 1990: 10).

Günümüz borsası sermaye birikiminin meydana gelmesi olarak 16. ve 17. yüzyıllardaki oluşum kabul edilse bile borsanın doğuşu olarak ele alınması gereken süreç en basit ekonomik alışverişlerin başladığı zamanlar kabul edilerek; borsanın temelini bu dönemlere dayandığını söyleyebiliriz.

Geçmişten günümüze tüm dünyada önemli bir yer edinmiş ve köklü borsaların kısaca tarihine bakacak olursak:

New York borsasının kuruluşu 1792 tarihine kadar geriye gitmektedir. Bu yıllarda dört aracı kurumun bir araya gelerek bir anlaşma etrafında toplanıp bu borsanın kurulması sağlanmıştır. Bu borsanın içinde işlem gören hisse senetleri piyasa değeri bakımından diğer borsalara kıyasla dünyanın en geniş çaplı menkul kıymet borsasıdır. Bu borsada faaliyet gösteren hisse senetlerinin piyasa bedeli ortalama olarak 19.3 trilyon dolarıdır (QNBFİNANSİNVEST, 2021).

Nasdaq borsası, bünyesinde faaliyet gösteren hisse senetlerinin piyasa değeri bakımından en büyük borsalar sıralamasında ikinci sırada yer almaktadır. 1971 yılında işlem göstermeye başlamıştır. Bu borsada gerçekleştirilen faaliyetler elektronik şekilde yerine getirilmekte ve genel merkez olarak New York'ta yer almakta olan özel bir borsadır. Geniş çaplı şirketlerin hisse senetlerinin yanında daha dar çaplı şirketlerin de hisseleri faaliyet göstermektedir. Bu borsada neredeyse üç bini aşkın hisse senetleri faaliyet göstermektedir. Nasdaq 100'de Nasdaq endeksinin bünyesinde yer alan en büyük yüz firmanın hisse senetleri içermektedir. Tüm dünyada en ünlü firmaların hisse senetleri Nasdaq borsasında faaliyet göstermektedir (QNBFINANSINVEST, 2021).

Almanya borsası en büyük borsalar arasında yer almaktadır. hem işlem hacmi hem de faaliyet gösteren hisse senetleri bakımından epeyce zengindir. Amerika borsalarında faaliyette olan bazı şirketlerin hisseleri aynı zamanda Almanya borsasında da faaliyet göstermektedir. Literatürde bu duruma çift listeleme adı verilmektedir. Kimi yabancı firmalar, dünyaki geniş kapasiteye sahip borsalar ile eş anlı bir şekilde kote olmaktadır. Ülkelerin borsaları yerel paraları üzerinden işlemlerini sürdürdüklerinden çifte listeleme durumu yatırımcılara birtakım kazançlar sağlamaktadır. Söz konusu olan iki borsada iki farklı çeşit para cinsinden faaliyet gösterdiği için hisse senetleri arbitraj imkanını sağlamaktadır. Örneğin; Alibaba hissesi AHLA koduyla almanya borsasında faaliyette iken BABA koduyla da Amerika borsasında faaliyet göstermektedir. Almanya'da Euro, ABD borsalarında ise USD üzerinden işlemde bulunmaktadır (QNBFINANSINVEST, 2021).

Önceki ismiyle Amsterdam borsası, 2000 yılında Euronexte katılarak şimdiki ismiyle Euronext Amsterdam 1602 yılında kurulmuş olup hisse senetleri ve bonoların faaliyette olduğu, dünyanın en eski borsaları arasındadır. O zamanlarda hisse senedi çılgınlığının baş göstermesi ile birlikte Doğu Hindistan Şirketi bu borsada faaliyette olan ilk hisse senedidir. Sonrasında bu şirketin hisseleri bütün dünyada hisse senetlerine talebi arttırmış fakat ardından da şirket iflasını vermiştir. Şu an Euronext Amsterdam borsasında neredeyse 200'den fazla firma faaliyet göstermektedir (QNBFINANSINVEST, 2021).

Londra borsası 1801 yılında kurulmuştur ve şu an faaliyetlerini sürdürmektedir. İşlem hacmi açısından dünyanın en büyük üçüncü borsasıdır. Londra borsası para türü olarak İngiliz Sterlinini kullanmaktadır. Dünya'nın en büyük borsaları içinde bulunduğundan

yabancı şirketler çifte listeleme ile beraber Londra borsasına da kote olmaktadır. Bu borsa 2004'de Hong Kong'a açılarak Asyalı firmaların da borsaya kotesini gerçekleştirmişlerdir. En büyük çaptaki halka arzını 2011'de Glencore hissesi ile gerçekleştirmişlerdir. Londra borsası bünyesinde çok sayıda alt borsa yer almaktadır. Şu an binin üstünde ve altmıştan fazla ülkenin firmalarının hisse senetleri bu borsada faaliyettedir (QNBFİNANSİNVEST, 2021).

Paris borsası ilk 1304 yılında kurulmuş ancak gerçek anlamda işleyişi 1724 yılında başlamıştır. Paris borsası CAC 40 olarak tanınmaktadır ve hisse senetleri ile birlikte çeşitli ürünlerle de faaliyet göstermektedir. Euronext'e katılmasıyla beraber Euronext Paris olarak tanınmakta olan borsa Avrupa'daki borsalar içinde ikinci büyük borsa endeksidir (QNBFİNANSİNVEST, 2021).

Shanghai borsası 1990 yılında Çin'in Şanghai şehrinde kurulmuştur. 2015 Şubat itibarıyla piyasa değeri 3.5 trilyon dolardır. Bu bakımdan dünyanın en büyük altıncı borsasıdır. Tokyo borsası 1878 yılında kurulmuş ve Asya kıtasının piyasa değeri bakımından en büyük borsası halindedir. Haziran 2020 itibarıyla toplam piyasa değeri 5,6 trilyon dolardan fazla olan borsa üç bin yedi yüzden fazla şirketi içinde barındırmaktadır. Nasdaq Borsası ile beraber dünyadaki borsalar arasında en büyük ikinci borsadır (VİKİPEDİ, 2021)

2.3. Türkiye Borsa Tarihi

Hem Osmanlı hem cumhuriyet dönemi borsaları biraz o dönemin gereklilikleri birazda diğer ülkelere uyum sağlamak amacıyla süregelen durumların getirdiği oluşumlardır. Osmanlı da borsacılık girişimi; Avrupa'nın gelişimine her anlamda yetişememiş olması, savaşlarda edinilen yenilgi sonucu oluşan dış borçlar ve iyi yönetilemeyen ekonomi sonucu başlamıştır. Osmanlı'nın bu dönemde tahvil çıkarması ile birlikte ekonominin merkezi olan İstanbul'da az bir sürede olsa ikincil piyasa ortamı oluşmuştur. Bu pazarda yapılan faaliyetler çoğunlukla Galata bölgesinde yaşayan bankerler aracılığıyla gerçekleşmiştir. Osmanlı'nın borcu olduğu Avrupa ülkeleri ve bankerler sayesinde Dersaadet Tahvilat Borsası kurulmuştur ve bu borsa Osmanlı'nın resmi anlamda ilk borsası olmuştur. Alınan dış borçlar sonucunda Osmanlı devletinin tahvilleri yerel borsalarda galata bankerleri tarafından gerçekleştirilmiş ve Avrupa'da alım satımı yapılmıştır. İşte yerel borsalar olarak

adlandırdığımız galata bankerlerinin belli pazar ve ticaret alanlarında yaptığı bu borsacılık işlemleri sonrasında devletin el koymasıyla sabit yerlerde ve devlet denetimi ile yürütülmeye başlamıştır (Kazgan, 1991).

1904 yılı itibariyle kapsamlı bir borsa kanunu hazırlama çalışmaları başlamıştır. Osmanlı Borsasını yenileme gayretleri; 1906 yılına kadar sürmüş ve yine bu yıl hazırlanan bir kanun ile Dersaadet Tahvilât Borsası, Esham ve Tahvilat Borsası şeklinde değişime uğramıştır. Daha sonra başlayan Birinci Dünya Savaşı ve Osmanlı Devleti'nin sona ermesiyle birlikte Esham ve Tahvilat Borsası da işlevini kaybetmiş ve kapanmıştır (Çapanoğlu, 1993).

Cumhuriyet dönemi ve bu dönemin getirdikleriyle birlikte ve sürekli değişime uğrayan borsa; savaşların bitimi ve birtakım borsa faaliyetleri sonucu ortaya çıkan olaylar neticesinde sistemli, belli kurallarla yürütülen bir borsanın olması gerektiği fikri ortaya çıkmıştır.

1929'da çıkarılan kanunla birlikte İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası adıyla yeniden borsada düzenlemelere gidilmiş. Tekrar yine bu yıl çıkarılan bir başka kanun ile borsa tekrardan organize olmuş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası adı altında faaliyetlerini sürdürmeye devam etmiştir. 1938 yılında yayınlanan bir kararname ile İstanbul Borsası kapatılmış ve Ankara'ya nakli sağlanarak Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası ismiyle yeniden açılarak görevini yerine getirmeye başlamıştır. Daha sonra borsa 1941'de tekrardan İstanbul'a taşınmıştır (Kazgan, 1995: 141).

Bu döneme kadar borsa ile ilgili yapılan işlemler ise 1929 krizi ve ikinci dünya savaşı sonucu korumacı politikalara gidilmiş ve bundan ötürü hiçbir gelişme sağlayamamıştır. 1950li yıllarda ise gerek 1953 devalüasyonu olsun gerekse borsacılık faaliyetleri adına pek bir şey yapılmaması bu yıllar ve devamında elle tutulur bir gelişmenin oluşmasını engellemiştir. Kurallı bir sermaye piyasasının olmayışının sonucu olarak belli kurallar çerçevesinde ve belirli disiplinlerle yürütülen bir sermaye piyasasının oluşturulması gerekliliği fikri oluşmuş ve bu doğrultuda 1981 yılında sermaye piyasası kanunu çıkarılmıştır. Çıkarılan bu kanunla birlikte daha güvenli bir piyasada şirket sermayelerinin halka açılması sağlanmıştır. Sermaye piyasası kanunu çıkarılması sonrasında borsanın en

baştan düzenlenmesi sağlanmış ve 1983 yılında borsanın yeniden yapılandırılması için bir KHK çıkarılmıştır. Böylece menkul kıymetlerin çalışma prensipleri oluşturulmuş ve 1929 da çıkarılan menkul kıymetler ve kambiyo borsası kanunu da son bulmuştur. Nihayetinde 1984 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ismiyle kurulma kararı alınan borsa 18.12.1985 tarihinde yürürlüğe girerek resmen kurulmuş ve 1986 da yılı itibariyle alım satım faaliyetlerine başlamıştır. 5 Nisan 2013'te yapılan en son değişiklikle beraber Borsa İstanbul A.Ş. adıyla borsacılık işlemlerini yerine getirmek için yeniden oluşturulmuştur. Sermaye piyasalarında işlem gören bütün borsalar en son yapılan güncelleme ile hepsini bir arada kapsayacak şekilde birleştirilmiştir.

2.4. Borsaların Gelişim Süreçleri

Borsaların hayat eğrilerindeki gelişim süreci buldukları ülkelerin ekonomi düzeyleriyle fazlasıyla alakalıdır. Tüm ülkelerde borsa kuruluş evresinden olgunluk evresine kadar geçen sürede birçok gelişim sürecinden geçer. İşte bu gelişim süreçleri ülkeler arasında değişim gösterse bile borsaların bu süreçte belli başlı evreleri vardır. Bunlar, kuruluş, manipülasyon, spekülasyon, çöküş ve olgunluk evreleridir ve aşağıda açıklamaları yer almaktadır (Çetkin, 2016: 26-27):

2.4.1. Kuruluş

Borsalar bu evrede daha yavaş bir ilerleyiş ve gelişim süreci içerisindedir. Halka tanınma gereksinimi içerisinde olduklarından işlem hacim ve miktarları en düşük seviyededir. Bu sebepten ötürü yüksek performansta çalışmazlar.

2.4.2. Manipülasyon

Borsaya karşı olan merakın belirli bir seviyeye ulaşması sonrasında işlem hacmi de genişleyecektir. Ancak ilk başta gerçekleşen işlem sayısı ve hacmi limitlerdedir. Borsa da hisse senetlerine yatırımda bulunanlar, uzun süreçte başka yatırım araçlarının daha fazla kar getirdiğini fark edince, yatırımlarını yükseltirler. Ayrıca, yatırımda bulunmayanlar bu karlılığı başka yollardan öğrenince, borsada talep artmaya başlayacaktır. Talebin artması

hisse senetlerinin fiyatlarını arttırır, kazanç sağlanmış olur ve dolayısıyla tekrar talep artışı süreci başlamış olur.

2.4.3. Spekülasyon

Borsaya yatırımda bulunanların kazanç sağladığını görenler borsaya giriş yapmaya başlamaları ile talep artışı gösterir. Başta hisse senedi arzı az olduğu için, arzın talebe cevap vermemesi fiyatları daha da yükseltir. Buna karşın, hisse senetleri sahibi fiyatların daha da yükselmesini bekleyerek hisse senetlerini satmazlar. Bu durumda arz açığı büyüdükçe fiyat yükselişleri ivme kazanır ve tasarrufların borsadaki verimi alternatif yollara oranla çekici duruma gelir.

2.4.4. Çöküş

Spekülasyon döneminde meydana gelen artış süreci, piyasadaki alıcı ve satıcıların menkul kıymetlere olan isteğini azaltacak kadar sürer. İşte menkul kıymet talebinde azalma olması ile birlikte tüm alıcı ve satıcılar borsadan zarar etmeden ayrılmak isterler ve satış taleplerindeki yükselme fiyatlarda azalmaya neden olur.

Artan fiyat seviyelerini yeterli bulan portföy sahibinin hisse senetlerini satması, başkalarını da etkiler ve borsada arzın birden çoğalması çöküş sürecini başlatır. Borsada yatırımcıları etkileyecek söylenti veya haberlerin çıkması da, arzın talebe geçmesine neden olur.

2.4.5. Olgunluk

Edinilen deneyimler ve çöküşlerin sonucundaki tecrübeler borsanın olgunlaşma sürecidir. Menkul kıymet fiyatlarının devamlı artmayacağı ve tamamen azalmayacağı kazanıp kaybederek öğrenilmiştir. Olgunlaşma gerçekleşmiş bir borsada dış etkiler bir önceki dönemlerdeki büyüklükte olmayacağından büyük kayıplar da söz konusu olmayacaktır.

Spekülasyon ve çöküş borsaya zarar vermekle birlikte yatırımcıları olgunlaştırmaya yardımcı olur. Hisse senedi sahipleri fiyatların devamlı artmayacağını ve azalırken de sifıra kadar düşmeyeceğini artık bilir duruma gelirler. Benzer sebeplerle oluşan azalış ve artışlar yumuşak dalgalanmalar şeklinde kendini gösterir. Endeksteki küçük oynamalar alım satım kararları için yeterli olur. Ekonomik konjonktürün değişmesine neden olan bir olay olmadıkça fiyatlarda önemli değişiklikler ortaya çıkmaz.

2.5. Borsaların Mülkiyet Şekilleri

Çeşitli kültürel yapılara ve konumlara göre resmi veya özel kuruluşlar olarak farklılık göstermektedirler. Bu anlamıyla beş farklı gruba ayrılmışlardır ve beş farklı şekilde değerlendirilirler. Bunlar aşağıdaki gibidir (Çetkin, 2016: 10-11):

2.5.1. Kamu ya da yarı Kamu Niteliğindeki Borsalar

Kamu veya yarı kamu özelliğini taşıyan borsaların bulunduğu grup olarak nitelendirilebilir. Bu tip borsalar içinde Borsa İstanbul da vardır. Diğer örnekleri ise; Kıbrıs Borsası, Mısır Borsası, Amman Borsası, Moskova Borsası.

2.5.2. Örgüt Şeklinde Organize Olan Borsalar

Örgütlenmiş durumda olan, öz sermayesi bulunmayan ve üyeliğe sınır konulmuş borsalardır. Şangay ve Buenos Aires Borsaları örnek olarak verilebilir.

2.5.3. Özel Limited Şirket Türünde Borsalar

Sermayesi ödenmiş durumda olan özel şirketlerdir. Tayvan, Endonezya, borsaları örnek olarak gösterilebilir.

2.5.4. Hisseleri İşlem Görmeyen Şirketleşmiş Borsalar

Şirketleşmiş durumda olan ve hissesi kote olmamış özel şirketlerdir. Bombay, Kore, Budapeşte, Tokyo, Tayvan borsaları örnektir.

2.5.5. Hisseleri İşlem Gören Borsalar

Hisseleri halka açık şirketlerdir. Atina, Chicago Board Options Borsası, Hong Kong Exchange and Clearing, London Stock Exchange Group, Nasdaq OMX örnek olarak gösterilebilir.

2.6. Borsa Kavramları

Ekonominin durumunun en açık ve iyi ifadesi borsalardır. Bu durumda yatırım yapmak isteyenlerin ya da bu iş ile ilgilenenlerin borsa kavramlarını iyi bilmeleri gerekmektedir. Bu kavramlar ise seans, işlem miktarı, hacmi, birimi, ağırlıklı ortalama fiyat, baz fiyat, fiyat adımları, referans fiyattır. Bunlar aşağıdaki gibidir (Çetkin, 2016: 14-15):

2.6.1. Seans

Menkul kıymetin faaliyet gösterdiği piyasada, işlemin başladığı an ile bittiği an arasında geçen zamana seans denilmektedir.

2.6.2. İşlem Miktarı

Piyasa, seans veya sabit bir zamanda el değiştiren menkul kıymet miktarıdır. Birbirinden farklı pazarlarda işlemleri gerçekleşen menkul kıymetlerin işlem miktarları bir araya getirildiğinde pay piyasasının o gün içerisindeki işlem miktarı belirlenmiş olur.

2.6.3. İşlem Hacmi

Menkul kıymetlerin alınıp satılması sonucu ortaya çıkan işlem miktarı ile işlem fiyatının çarpılması ile elde edilen miktardır.

2.6.4. İşlem Birimi

Menkul kıymetin alınıp satıldığı pazarda bu el değiştirmenin nasıl yapıldığı ve hangi değer tarafından işlem görerek el değişimini sağlayan sistemdir.

2.6.5. Ağırlıklı Ortalama Fiyat

İleriki seansta işleme konulacak olan başlıca fiyatın hesaplanmasını sağlayan payın oransal ağırlıklı fiyatıdır. Paylar için seanstan önce; daha önceki seansta gerçekleşen faaliyetler ele alınarak ağırlıklı ortalama fiyat belirlenir.

2.6.6. Baz Fiyat

Pay senedinin bir seans içerisinde el değiştirebileceği en yüksek ve en düşük fiyatlarının oluşturulmasını sağlayan fiyattır diyebiliriz. Belirlenen bu fiyat; işlem gören menkul kıymetin son olarak faaliyet gösterdiği seanstaki ağırlıklı ortalama fiyattaki adım kuralını sağlamıyorsa bu durumda altındaki ve üstündeki uygun ve yakın olan fiyatlara bakılarak, yakın olana yuvarlanmasıyla ortaya çıkan sonuçtur.

2.6.7. Fiyat Adımları

Her bir pay senedi fiyatı için bir kerede oluşabilecek en az miktardaki fiyat farklılaşmasıdır. Pay senetlerinin fiyat adımları belirlenirken, baz fiyatlarına bakılır ve ona göre belirlenir. Emir girilirken fiyat adımları doğrultusunda hareket etmek gerekir.

2.6.8. Referans Fiyat

Faaliyette bulunulabilecek en yüksek ve en alçak fiyat sınırlamalarının tespit edilmesinde esas teşkili olmayan, rüçhan hakkı kuponlarının ilk kez faaliyet gösterdiği seans işlemin baz fiyatla açılmaması sebebiyle, yatırımcılar tarafından kuponun ortalama değeriyle ilgili olarak bir referans şeklinde değerlendirilmek üzere, hissenin paylaşılmasından evvelki en son işlemin yapıldığı seanstaki ağırlıklı ortalama fiyat ve değeri artırım oranı kullanarak bulunan bir fiyat çeşididir.

2.7. Borsa Emirleri

Tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlerin alışverişi için aracı durumunda olan borsa üyelerine verdikleri emirlerdir. Yazılı, sözlü veya bir iletişim aracı aracılığıyla olabilmektedir. Bizim borsamızda ve birtakım diğer borsalarda bu emirler iki aşamalı olarak hazırlanmıştır. İlki müşteri emirleri, bir diğeri ise borsa emirleridir. Bunlar aşağıdaki gibidir (Çetkin, 2016: 16-19):

2.7.1. En İyi Fiyatla Emir

Bu emir gerçekleştirilirken belli bir fiyattan kaydı uygulanmamaktadır. Seans başlamadan bu emir gerçekleştirilmişse ilk kez kayıt olunan fiyatla ya da açılış fiyatı ile emir gerçekleştirilir. Ancak seans başladıktan sonra gelen emir bu andan itibaren meydana gelen olanaklar dâhilinde yürütülür ve gerçekleşmiş olur.

2.7.2. Limitli Emirler

Limitli emirlerde yapılan işlemin fiyatı yatırım yapanlar aracılığıyla ortaya konmaktadır. Belirlenen fiyat, alımda en üst, satımda ise en alt fiyat anlamına gelmektedir. Yapılan işlem belirlenen fiyat dâhilinin dışında bir fiyattan gerçekleştirilememektedir. Yani, alırken saptanan en üst fiyattan yüksek, satarken ise saptanan en alt fiyatın altında bir fiyattan işlemin meydana gelmesinin imkânı yoktur

2.7.3. Açılış Fiyatıyla Emirler

Açılış fiyatında işlem söz konusudur. Öncelik bakımından açılış fiyatına eş değer ve daha iyi limit fiyatlı emirlerin arkasından gelmektedirler, kendi içlerindeyse zaman önceliğine göre bir dizim vardır.

2.7.4. Kalanı Pasife Yaz

Emir başlar başlamaz tümünün gerçekleşmesi ele alınarak, tümünün gerçekleşmemesiyle geri kalan kısmın en yüksek pasif emir kısmına kadar olan miktarın sınırlı fiyatında veya gerçekleştiği en son fiyat üstünden pasif kısma limit emir olarak kaydedilen emirdir.

2.7.5. Gerçekleşmezse İptal Et

Emirin oluşturulduğu an itibariyle pasif kısımda beklemekte olan emirlerin vaziyetine göre emirin tümünün gerçekleşmesi, tersi durumda hepsinin iptal olması için kullanılan emirdir.

2.7.6. Kapanış Fiyatlı Emirler

Kapanış seansı sürecinde sadece oran göstererek fiyat olmadan işlemi gerçekleştirilen emir çeşididir. Kapanış fiyatı üzerinden işlem görürler. Öncelik bakımından kapanış fiyatına eş değer ve daha iyi limit fiyatlı emirlerin arkasından gelmektedir ve kendi içlerinde zaman önceliğine göre bir dizim söz konusudur.

2.7.7. Kalanı İptal Et

Emirin oluşturulduğu anda pasif kısımda beklemede olan emirlerin vaziyetine göre emrin tümünün ya da bir bölümünün gerçekleşmesi tersi durumda gerçekleşmeyen bölümün iptal olması için kullanılan emirdir.

2.7.8. Özel Limit Değerli Emirler

Belli tutar limiti getirilmiş halidir. Özel limit fiyatlı emre ilave en yüksek işlem bedeli yazılmaktadır. Sistem, açıklanan meblağdan yüksek olmaması koşuluyla, açıklanan fiyat düzeyine kadar, en iyi fiyatlı emirlerden başlamak üzere bütün fiyat düzeylerinde işlem gerçekleştirilmesine imkân verecektir. Eğer açıklanan fiyat düzeyine erişmeden girilen miktar karşılandıysa, karşılanan miktardan daha çok işlem olması onaylanmayacaktır.

2.8. Borsa İstanbul Dönemi

Borsa İstanbul sermaye piyasasındaki yetersizlikleri gidermek için Türkiye'deki tüm sermaye işlemlerini bir araya getirerek İstanbul'un Uluslararası Finans Merkezi olmasını sağlamak amacıyla 2013 yılı itibariyle kurulmuştur Borsa İstanbul'un resmen kurulmasıyla birlikte İstanbul Altın Borsası, İMKB ve Vadeli Opsiyon Borsası tek bir çatı altında bir araya gelmesi sağlanmıştır. Önceden yönetim kurulu üye sayısı yedi iken Borsa İstanbul ile beraber dokuza yükselmiştir. İşlemler 9:45 te açılmaya başlamış ve endeks olarak İMKB'nin yerini BIST-100 almıştır. Böylelikle uluslararası faaliyetlerin daha basite indirgenmesi hedeflenmiştir. Borsa İstanbul'un kurulmasıyla birlikte Türk Sermaye Piyasası'nda temeli esas alan değişimler meydana gelmiştir. Bunlardan en önemlisi tüm işlemlerin bir araya getirilmesi ve faaliyetlerin tek çatı altında toplanmasının sağlanmasıdır. Ayrıca dünya borsalarıyla da uyumu sağlanmıştır.

2.9. Borsa İstanbul Öncesi Dönem

Türkiye'de sermaye piyasası geçmişi 1873 Dersaadet Tahvilat ve Esham borsasına kadar geriye gitmektedir. Kurallı bir sermaye piyasasının olmayışının sonucu olarak belli kurallar çerçevesinde ve belirli disiplinlerle yürütülen bir sermaye piyasasının oluşturulması fikri ortaya çıkmış ve bu doğrultuda 1981 yılında çıkarılan sermaye piyasası kanunu ile bu durum ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Çıkarılan bu kanunla birlikte daha güvenli bir piyasada şirket sermayelerinin halka açılması sağlanmıştır. Sermaye piyasası kanunu çıkarılması sonrasında borsanın en baştan düzenlenmesi sağlanmış ve 1983 yılında borsanın yeniden yapılandırılması için bir KHK çıkarılmıştır. Böylece menkul kıymetlerin çalışma prensipleri oluşturulmuş ve 1929 da çıkarılan menkul kıymetler ve kambiyo borsası kanunu

da son bulmuştur. Nihayetinde 1984 yılında İstanbul menkul kıymetler borsası (İMKB) ismiyle kurulma kararı alınan borsa 18.12.1985 tarihinde yürürlüğe girerek resmen kurulmuş ve 1986 da yılı itibariyle alım satım faaliyetlerine başlamıştır.

2.10. Piyasa

Piyasa; belirli mal veya hizmetlerin alışverişinin yapıldığı yerdir. Pazardaki bir mal veya hizmetin fiyatı arz ya da talebe göre tespit edilmektedir. Piyasadaki istikrar; arz ile talebin bir araya geldiği durumda meydana gelmektedir. Burada sözü edilen mal veya hizmetler denge miktar ve fiyatına ulaşmıştır (Eğilmez, 2013: 24-25). Gerçek piyasa ve finansal piyasa olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

2.10.1 Gerçek Piyasa

Gerçek Piyasa; arz ve talep koşullarına göre, ticareti içerisinde bulunduğu araçlar ve bu araçların oluşumunun sağlanması ile alım satımının yapıldığı piyasadır (Kutlu, 2013: 8).

2.10.2 Finansal Piyasa

Borsalar finansal piyasaların bir üyesidir. Bu açıdan fon arz ve talep edenlerin bir araya geldiği mali kaynakların alım satımının yapıldığı piyasalarda yer almaktadır. Girişimcilerin fonlardan yararlanması fona sahip olmak isteyen birikim sahipleri ile aradaki iletişimi sağlayan kuruluşlar, bu iletişimi oluşturan yatırım ve finansman vasıtalarıyla bunları bir araya getiren hukuki ve yönetsel kurallardan oluşan yapıya finansal piyasa adı verilmektedir.

Finans piyasası, ekonomi içindeki fon arzlarının, taleplerinin istikrarını sağlayan; fonları süre, oran, dönem ve şahıslar açısından değerlendirilebilir kılan ve bu işlevi yerine getiren bir düzendir (Akdiş, 2000: 5).

Ülkelerin büyümelerini ve endüstrileşmelerini sağlayabilmeleri için ihtiyaçları olan kritik durumlardan biri yatırımların yükseltilmesi ve böylelikle de bu yatırımlardan yararlanılacak fonların yeteri kadar seviyede ve kalitede elde edilebilmesidir. Bu sebeple, finans piyasalarının önemli işlevleri vardır. Şöyle ki, ülkelerin sanayileşip gelişebilmesi için

ileri finans piyasalarına ihtiyaçları duyarlar. Finans piyasalarının ise araç ve kuruluş çeşitliliği ve bu anlamda temeli sağlam, nitelikli olan bir piyasa olmaları mühimdir (Oksay, 2001: 1).

Finansal piyasalar için bir başka kritik işlev ise işletmelerin yeni sermaye yatırımları uygulayabilmelerine katkı sağlamak için fiyatların gerçek değeri aktarmasıyla doğrudan ilgilidir. şayet fiyatlar doğru değeri göstermiyorsa toplumsal anlamda istenilen yatırım yapılmasına karşın, fiyatların kendi değerinde değişiklik göstermesi durumunda şimdiye kadar ki en az veya en fazla maliyetlerle fon bulma olanağına erişen firmalar sosyal anlamda istenilenden daha yüksek veya daha düşük yatırıma dönebilirler. Sermayenin yükseltilmesi işlevi aynı anda değişim işleviyle de ilgilidir. Kişiler, nakde gereksinim duyduklarında az maliyetlerle basitçe satabileceklerini düşündükleri zaman finansal anlamda zenginleşebilmek için bu finansal mallardan satın alma arzusu içine girerler, aksi takdirdeyse finansal varlıkları almakta gnlszdrler. İşte bu yönden değişimi negatif yönde etkileyen her etken, piyasanın sermaye çoğaltma işlevini de olumsuz yönde tesir etmiş olacaktır (Balseven, 2008: 41).

Finansal piyasaların var olabilmesi için, bir ülkede bir kısım bireylerin, tüketimlerinin üstünde gelir elde etmeleri, diğer bir ifadeyle tasarrufta bulunmaları ve bu tasarruflarla biriken fonları doğrudan reel varlıklara yatırmayıp ya da başka amaçla kullanmayıp finansal piyasalara sunmaları, bir kısım bireylerin ise tüketim ve yatırım amaçları ile gelirlerinin üstünde harcama gerçekleştirme ve gelir açıklarını finansal piyasalardan karşılama isteğinde olmaları gerekir (Sarıkamış, 2000: 3).

Genel anlamda finansal piyasalar; fon fazlası ve fon açığı olan ekonomik sistemin içinde finansal olayların sürdürüldüğü ve finansal piyasadaki varlıkların alım satımının yapıldığı yer olarak da tabir edilebilir. Finansal piyasalar; fon arzı ve fon talebini karşı karşıya getirerek bu açıdan büyük ölçüde önem taşıyan bir görevi sırtlanmış durumdadır. İşte bu serbest pazarda alım ve satımın bu derece etkili işleyiş durumu ekonomik anlamda ilerleyişi de beraberinde getirmektedir.

Finansal piyasalar birbirleri ile bağlantılı çeşitli alt piyasalardan meydana gelmektedirler. Dolayısıyla farklı kriterlere göre farklı finansal piyasa türlerinden söz

edilebilir. Ekonomik birimler tasarruflarını değerlendirirken farklı piyasalar arasında karşılaştırma yaparak karar verirler. Finansal piyasalar; finansal varlığın vadesine göre, ihraç durumuna göre, ödeme ve teslimatlarına göre, örgütlenme durumuna göre gruplara ayrılabilir.

2.11. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasa; fon gereksiniminde bulunanlarla bu fonları sağlayanları bir araya getirerek fon akışını sağlamaktadır. Para ve sermaye piyasası olarak ayrılmaktadır.

2.11.1. Para Piyasası

Kısa vadedeki fon arzı ve fon talebinin bir araya geldiği; kısa vade fon gereksiniminin giderildiği piyasalardır. Bu durumda para piyasasında bir seneden az vadesi bulunan fon arz ve talebi karşılanır. Para piyasasındaki fonların vadeleri kısa olduğu için riskleri de daha azdır.

Para piyasası kuruluşları daha çok ticaret bankaları ve devlet kuruluşlarıdır. Firmalar büyük bir çoğunlukla temin ettikleri kısa vadeli krediler sayesinde işletme sermayesi gereksinimlerini giderirler. Devlet ise hazine bonosu, devlet tahvillerini kullanarak kısa vadede finansal araçların ihracını yaparak elde ettiği fonlar ile kısa dönemli gereksinimlerini karşılarlar (Bolak, 2001: 8).

Para piyasalarının önemli ölçüde fon talebinde bulunan kısmı; kamu kurumlarıdır. Devlet bilhassa bütçe açıklarını giderebilmek için kısa vade seçimiyle piyasada kendini gösterir. İşletmelerde bütçe açıklarını kapayabilmek için bu piyasayı seçerler.

2.11.2. Sermaye Piyasası

Sermaye piyasası yatırım kısmına kaynak oluşturmaktadır. Bu sayede ekonomi açısından son derece önemlidir. Dolayısıyla finansal olarak aracılığa da bu anlamda son vermiştir. Böylelikle tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlamıştır.

İşletmelerin orta ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarının giderildiği, birikimlerinde artış olan kişisel ve kurumsal anlamda finansal yatırımcıların da tasarruflarını kıymetli hale getirmek için, içinde buldukları piyasa türüdür. (Çapanoğlu, 1993: 1) Bu piyasada fonlar genel olarak hisse senedi, tahvil gibi devamlılığı olan finansal varlıklara karşılık olarak değişimi yapılır (Bolak, 2001: 8).

Birikimlerin ve birikime sahip olanların oranındaki düşüklük, ekonomik istikrarsızlık sebebiyle piyasaya sunulan menkul kıymet sayısında yetersizliğin olması, ilerleyememiş ya da büyümekte olan ülkelerdeki pazarların işlevlerini aktif bir şekilde yürütmelerini engellemektedir. Pozitif anlamda uygulanacak ekonomik gelişmeler ile birikim ve birikim sahiplerinin değerinde yükselmeler söz konusu olacak, bu gelişmeler doğrultusunda piyasanın işlem hacminde yükselme görülecek ve piyasalara hareketlilik gelecektir. Ekonomide elde edilen istikrar, birikimlerin çoğalmasına ve şirketin büyüyüp gelişmesini sağlayacaktır. Bu ilerleme ve büyüme için gereken fonlar, az maliyetle ya da sıfır maliyetle finansal pazarlar dahilinde olan sermaye piyasalarından sağlanır (Kondak, 1999: 24).

Riskin doğru dağılımı ve yatırımların karlı kullanılması bakımından sermaye piyasaları önem taşır. Fakat bu piyasadaki en önemli tehlike, ekonomik şartlardaki tutarsızlık ve güven sorunu paranın ortadan kaybolmasına neden olmaktadır. Ekonomik nedenlerle var olan dengenin yitilmesi ile risk, güvensizlik ve istikrarsızlık oluştuğundan, düşük oranda faiz ile fon satımı gerçekleşse bile girişimciler yatırım yapmamayı seçerler (Okay, 2003: 226).

İşlevleri açısından sermaye piyasaları iki kısımda incelenebilir. Bu piyasanın en kritik işlevi, birikimlerin işletmelere aktarımını gerçekleştirmektir. İşletmeler, mal ve hizmetlere istek fazlalaştıkça kapasitesini yükseltirler ya da yeni yatırımlara dönerler. Bundan dolayı işletmelerin sermaye ihtiyaçları da artmış düzeyde söz konusudur. Genel olarak mal ve hizmetlerinde talep yükselişinden söz edilemeyen işletmeler için ek sermaye ihtiyacı da gerekmeyecektir. İkinci işlevi ise işletmelerde verimli çalışan bir idarenin olması gerekliliğidir. Şayet işletme düzgün idare edilemiyor ve dönem sonlarında verimli neticelere ulaşamıyorsa, işletmenin hisse senedi piyasa fiyatı düşüşe geçecektir. Piyasa fiyatı azalan işletmelerin hisse senetlerini satın alan yatırımcılar ise çoğu kez yeni baştan bir yönetim ile yoluna devam ederler (Başoğlu vd., 2009: 14).

Sonuç olarak uzun süreli fon arzı veya fon talebinin bir araya geldiği ve uzun vadeli fon gereksinimlerinin karşılandığı piyasadır. Sermaye piyasası kısaca tahvil ve hisse senetlerinin alım satım yapıldığı piyasalar olarak da bilinmektedir.

Sermaye ve para piyasası arasındaki bir takım farklılıklar Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1

Sermaye ve para piyasası arasındaki farklılıklar

Farklılık Sebebi	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Süre	Kısa	Uzun
Kullanım Açısından	Geçici durumdaki likidiye probleminin ortadan kaldırılması	Uzun dönemli fon gereksiniminin karşılanması
Fon Kaynağı Açısından	Devamlılığı olmayan ticari, resmi, vadesiz mevduatlar	Devamlılığı olan tasarruflar
Finansal Araçlar Açısından	Kısa vadeli	Uzun vadeli
Getiri Açısından	Kısa vadede gerçekleştiğinden düşük getirili	Uzun vadede gerçekleştiğinden yüksek getirili
Ekonomik Olayların Gelişimi	Hızlı	Uzun vadede olduğundan yavaş adapte

Kaynak: Aksoy ve Tanrıöven, 2007

2.11.3. Birincil Piyasa

Finansal varlıkların ilk olarak piyasaya ihraç edildiği ve menkul kıymetlerin ilk defa işlem gördüğü piyasalardır. Birincil piyasalar; menkul kıymetin ihracı sonucu ortaya çıkan piyasalardır. Bu piyasada pazara ilk kez çıkan hisse senedi ve tahvilin alım satımı

yapılmaktadır. Fon ihtiyacında bulunan işletmeler fonlarını birincil piyasa yoluyla elde ederler (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 428).

Birincil piyasalarda asıl önemli durum; menkul kıymeti ihraçtan satın almaktır. Banka ya da aracı kuruluşun söz konusu olması alım durumunun birincil piyasa olmasını engellemez (Karşlı, 2005: 31).

Birincil piyasalar genel olarak fon arz ve talebinde bulunanların bir arada toplandıkları ve bu fonların birbirleri arasında aktarımının sağlanması açısından önemlidir. Bu piyasalarda ilk kez ihraç olan menkul kıymetler bulunmaktadır. İlk ihraç sebebiyle direkt karşı karşıya geldikleri piyasadır. Birincil piyasalarda; aynı piyasadaki fon arzı ve talebi gerçekleşmektedir. Bu açıdan birincil piyasada fon; temel unsurdur. Fon ihtiyacının sağlanması bu piyasada gerçekleştiğinden gerçek finansal ve sermaye piyasaları olarak değerlendirilmektedir.

2.11.4. İkincil Piyasa

İkincil piyasa daha evvel birincil piyasada ihraç edilen menkul kıymetin yeniden alım satımının yapıldığı yerdir (Dağlı, 2009: 19).

Bu piyasanın esas sağladığı amaç; menkul kıymetin nakde çevrilmesini kolaylaştırarak birincil piyasaya talep oluşturmak ve böylece birincil piyasanın ilerleyip büyümesini sağlamaktır. Bu piyasadaki faaliyetlerin işletmeler ile bir bağı yoktur. Yalnızca ticari malın alışverişinin sağlandığı bir faaliyet özelliği göstermektedir (Kondak, 1999: 26).

İki sebepten ötürü yatırımcılar ikincil piyasada faaliyet gösterirler. İlki; bilgi bir değeriye likiditedir. Menkul kıymetlerin durumuna ilişkin bilgi ikincil piyasalardan daha iyi ve güvenilir biçimde alınır (Civan, 2007: 7).

Büyük pazarlarda ikincil piyasa kapasitesi birincil piyasaya göre çok gelişmiştir. Bu piyasanın en iyi örgütlenmiş kesimi menkul kıymet borsalarıdır. İkincil piyasa menkul kıymeti elden çıkarmak isteyenlere ve satın almak isteyenlere büyük kolaylık sağlamaktadır. Sadece birincil piyasa var olmuş olsaydı birikim sahipleri ellerindeki nakdi ihraç etmek istediklerinde yalnızca hangi kurumun menkul kıymetleri var ise onu ihraç etmek zorunda

kalacaktı. Buna karşılık ikincil piyasada ihraç edilmiş neredeyse bütün tahvil ve hisse senetleri mevcut durumdadır (Karşlı, 2005: 34).

2.12. Sermaye Piyasası İle İlgili Kavramlar

Bu çalışmanın temel analiz konusu ikincil piyasalardaki hisse senedi fiyatları ve bunlara bağlı düzenlenen endeksler olduğu için diğer menkul kıymetlerle ilgili detaylı bilgi verilmeyecektir.

2.12.1. Menkul Kıymet

İşlem sonucunda hissedar olma ya da alacaklılık oluşturan, belirli bir tutarı gösteren, belirli periyotlarda gelir sağlayan, yatırım aracı olarak işlev gören koşulları belli bir kurul tarafından ortaya konulan kıymetli evraktır.

Hisse Senedi, Tahvil, Bono, Gelir Ortaklığı Senetleri, Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri, Varlık ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Gayrimenkul Sertifikaları, Varantlar bunlardan bazılarıdır.

2.12.2. Hisse Senedi

Hisse senetleri, uzun vadeli fon gereksinimi oluşan işletmelerce ihracı yapılan, işletmelerin varlıkları ve gelirleri üstündeki alacakları ortaya koyan bir menkul kıymettir. Bu menkul kıymeti kullanan yatırımcı, payını almış olduğu işletmenin ortağıdır (Günel, 2010: 29). Ayrıca hisse senetleri işletmenin sermayesinin belli bir bölümünü temsil eder ve hisse senedine sahip yatırımcının bütün ortaklık haklarından yararlanmasını sağlar (Sevil, 2012: 115).

Hisse senedi şirkete ortak olma hakkını sağlayan bir menkul kıymet olmasıyla beraber şirket sermayesine ortaklık sağlayarak şirket çalışmalarını sonucu sağlanan kazançta ya da faaliyetler sonucunda meydana gelen kayba da ortak olma gibi sorumlulukları da beraberinde getirmektedir. Hisse senedini satın alan, şirket hakkında bilgi sahibi olma hakkına da erişmektedir. Böylece hisse senedine sahip olan tarafından bağımsız denetim ile şirket ile ilgili inceleme yapma hakkını elde etmiş olur. Hisse senedi sahibinin kar payına

sahip olmasıyla şirketin kapanması, batması gibi durumlar sonucunda geriye kalan kazançtan da payını almaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 421).

Hem ülke çapında hem de işletmeler açısından hisse senetleri ciddi katkılar sağlamaktadır. Hisse senedi ihraç eden işletme kendisine yeni ortaklar sağlamaktadır. Bunun sonucu olarak işletme finansman ve öz sermayeyi elde etmiş olur ve böylece borcun ortaya çıkardığı faiz veya anapara geri ödemesi gibi risklerden de uzaklaşmaktadır.

Diğer taraftan uluslararası sermayenin ülkeye girmesini sağlayan hisse senetleri, dengeli bir ekonomik görüntü ile beraber sıcak paranın getirdiği avantajları sağlamak için bir araç olarak kullanılmaktadır. Hisse senetleri, halkın küçük çaptaki birikimleriyle yatırım yapmasına imkan sağlayan ve sonuç olarak kalkınmanın sağlanması için gereken birikimlerin yatırıma dönüşmesi de gerçekleştirmektedir. Dolayısıyla ekonomik refahın en alt düzeye kadar inmesinde kritik bir unsur olarak kendini gösteren bu yatırım aracı enflasyonla eş yönde seyreden fiyat yapısıyla da kendi kendini korumayı da başarmaktadır (Karan, 2018: 318 - 319).

Hisse senedi sahibinin kazandığı haklar (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 380)

- 1.Hisse senetleri işletmenin sermayelerinin bir kısmını meydana getirdiğinden oranı karşılığında kar payı elde etmesi.
2. Yönetime katılım oy kullanma hakkını kazanması.
3. Sermayenin büyümesinde pay sahibinin artan sermayeden aldığı hissesi oranında yeni hisse senedi alma hakkı kazanması.

Hisse senetlerinin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir: (Civan, 2007: 91-92)

- 1.İşletmelere öz kaynak boyutunda finansman kazandırır.
2. Hisse senedi kazançlarının iki avantajı vardır;
 - Kar payı kazancı,
 - Sürecin ilerlemesiyle beraber hisse senedinin değerinin yükselmesi.
3. Hisse senetleri hak temsili sağlayan belgelerdir. Bu yüzden üçüncü kişilere aktarımı, sahip olduğu hakları ve değerini de aktarılması anlamındadır.
4. Belirli risk altında olan hisse senedi sahibine, yatırım ve payı aldığı zamana bağlı sabit getirili araçlara kıyasla yüzde yüzün üstünde bir kazanç sağlayabilir.

5.Hisse senedinin kanunen bölünmesi mümkün değildir. Hisse senedini satın alanlar birden fazlaysa ortak bir temsilci ile işletmeye karşı olan haklarını kullanabilirler.

6. Hisse senedi fiyatları, firmaların yönetimine, ekonomik şartlarına, arz ve talebine göre farklılık gösterir.

7. Hisse senetlerinin üç türlü fiyatı bulunmaktadır;

- Nominal Fiyatı: Hisse senedinin üstünde yazılı olarak bulunan fiyattır.
- İhraç Fiyatı: Senedin, firma tarafından piyasaya sunulması esnasında satışa çıkardığı fiyattır. Türkiye’de borsa değeri artan senetler dışında, genel anlamda firmaların satışa sunduğu yeni hisseler nominal fiyatla satılmaktadır.
- Borsa Fiyatı: Borsadaki arz ve talebe bağlı olarak, borsalarda faaliyet göstermeye başlayan hisse senetlerinin fiyatlarıdır. Buradaki fiyatlar günlük olarak saptanmakta ve açılış, kapanış, ortalama, en yüksek ve en düşük fiyat olarak çeşitlendirilmektedir.

Hisse senetlerinin ülke ekonomisindeki payı oldukça etkili olup, ekonomik işlevleri aşağıdaki gibidir (Parasız, 1997: 64).

1.Yatırımcının az miktarlardaki birikimlerinin büyük şirketlere devredilmesini sağlayarak, şirketlerin süratli bir şekilde ilerlemesi için gerekli olan sermaye birikimini meydana getirirler.

2. Şirketlerin paylarının yatırımcılara ihraç edilmesiyle, ekonomik refahın geniş bir zemine yayılmasına ve bunun sonucu olarak daha istikrarlı bir gelir dağılımı oluşmasını sağlarlar.

3. Şahısların ekonomik kararlarda söz hakkına sahip olmasını sağlayarak demokrasinin ekonomik yanını meydana getirirler.

4. Enflasyon karşısında güçlü olması ve enflasyon ile beraber değeri artan bir yatırım aracı olması sebebiyle, yatırım sahiplerini enflasyona karşı korur ve birikimlerine ilave kazanç oluştururlar.

2.13. Halka Arz

Halka arz, sermaye piyasası araçlarının ihracı için çeşitli yollarla halkın davet edilmesi, halkın bir anonim şirkete katılması, kurucu olması için çağrıda bulunulması, hisse senetlerinin borsalar veya organize hale gelmiş başka piyasalarda sürekli faaliyet göstermesi ya da Sermaye Piyasası Kanunu gereği halka açık anonim şirketlerin sermaye artırımları sonucu paylarının satışı şeklinde açıklanabilir (Sayılğan, 2013: 119).

Şirketlerin halka arz ve halka açılması ifadeleri eş anlamda kullanılmamalıdır. Halka açılma, şirketin pay senedini ilk defa hisse senedi piyasasında yani birincil piyasada satışa çıkarmasıdır. Halka arz ise; daha önceden hisse senedi piyasasında halka açılmış şirketin mevcut piyasa koşulları sebebiyle meydana gelen sermaye gereksinimini karşılamak için yeniden satışa çıkmasıdır (Gökalp, 2014: 49).

Halka arz ve halka açılma ifadeleri çokta uzak olmayan bir ilişki içerisindedir (Elmas, 2012: 9). Bu durumda halka açılma ifadesi halka açık olmayan anonim ortaklıkların ilk kez halka arzının yapılması şeklinde ikincil halka arz ifadesiyse önceden paylarının halka arzını yapmış olan anonim ortaklıkların paylarını yeniden halka arzının söz konusu olması şeklinde açıklanır (SPK, 2016: 1).

İlk halka arz hisse senetlerinin ilk kez arz edilmesine, ikincil halka arz ise ilk halka arzın ardından bütün halka arzlar için kullanılmaktadır. Paylarının halka arzının gerçekleştiği şirketlere de halka açık şirket adı verilmektedir. Bu şirketlerin hisselerini satın alan yatırımcılar, daha önceki performanslarının güçlü olduğu ve büyümeye elverişli olan firmaya ortaklık etmek isteyerek kar payı geliri almayı amaçlayan firma değerindeki beklenen yükselişten kazanç elde etmeyi hedeflemektedir (Güngör vd., 2009: 37).

Halka arz kavramı ile yapılan, şirketlerin sermaye arayışında oldukları zamanlarda menkul kıymet piyasalarına başvurarak sermaye ihtiyaçlarını karşılamalarıdır (Tükel, 2010: 107). Şirketlerin ihtiyacı olan sermayeyi sağlayamama ve sermaye kıtlığı mikro anlamda şirketin faaliyetlerine negatif yönde etki ederken makro çerçevede ülke ekonomisinde de sıkıntı yaşatabilmektedir. Şirketlerin ihtiyacı olan fonları sağlayabilmesi için iki yol izlenmektedir; bunlar kendi öz kaynakları ve dış fonlardır. Öz kaynak tarafından fon temin

etmek; ya sermayenin yükselişle ya da oto finansman ile sağlanmaktadır. Şirketler gereksinim duydukları fonları az miktardaki maliyetle sağlamaya çalışmaktadırlar. Bu hedefle fon rezervlerinin sermaye maliyetini azaltarak en uygun kararları almayı amaçlamaktadırlar. (Akkılıç ve Yıldırım, 2017: 38).

Mikro açıdan firmaların borca gerek duymadan finansman sağlayabilmesi, hisse senedi arzı ile olmaktadır. Firmalar hem verimli bir şekilde hem de finansman ihtiyacı için borçlanmadan ve itibar kazanarak gelişimini sağlamaktadırlar (Otlı ve Ölmez, 2011: 15).

2.14. Halka Arzın Avantajları

İşletmeleri halka arz etmeye yönlendiren çok sayıda neden söz konusudur ve işletmelerin avantajına sonuçlar yaratmaktadır. İşte bu sonuçlar aşağıdaki gibidir (Borsa İstanbul, 2021).

2.14.1. Finansman Kaynağı

Hisselerini primli fiyatla halka arz ederek firmalar, diğer finansman yöntemlerine göre daha az maliyetle borçlanmadan bir kaynaktan yararlanmaktadırlar. Halka arz ile firmalara organize, şeffaf, prensipli çalışan, güvenli bir piyasa üstünden sermaye kazancı sağlama fırsatı sunmaktadır. Alternatif finans kaynağı olan borçlanmaya göre halka arz firmaların nakit akışını zora sokacak anapara ve faiz gibi geri ödeme mecburiyeti olmayan bir kaynaktır. İşletmenin borçlanma oranı yükseldikçe daha çok borç kaynağı bulması zorlaşır ancak sermaye yapısı güçlenen işletmenin borçlanabilme imkanı artar, finansman sağlaması hem daha kolay hale gelir hem de daha da ucuzlaşır. İşletmeler halka açılıp hisselerinin borsada faaliyet göstermesi sonrasında hisselerini teminat göstererek kredi sağlayabilirler ve borç senedi satarak finansman yaratabilmektedirler.

2.14.2. Likidite

Halka arzı yapılan hisselerin organize bir piyasada istenen zamanda, piyasanın arz ve talebi doğrultusunda ortaya çıkan fiyatlardan, şeffaflıkla alışverişinin yapılmasıyla hisselerle likidite sağlamakta ve ortaklara imkan kazandırmaktadır. Bununla beraber ortaklar borsada faaliyet gösteren hisseleri kredi işlemlerine teminat sağlayabilmekte, etkisiz varlığı

finansman yaratma aracına çevirebilmektedirler. Piyasada firmaların hisse fiyatının meydana gelmesi, birleşme, satın alma ya da ikincil arz faaliyetlerinde firma değerinin belirlenmesinde bir referans oluşturmaktadır.

2.14.3. Yurt İçi ve Yurt Dışında Geniş Çapta Tanıtım

Hisseleri borsada faaliyet gösteren işletmeler ile ilgili türlü bilgiler, borsanın şeffaflık ve kamuyu aydınlatma faaliyeti etrafında veri yayın kurumları, basın ve yayın kurumlarıyla başka görsel yayın kurumları aracılığıyla yurt içi ve yurt dışı yatırımcılar devamlı olarak erişimi sağlanmaktadır.

Bahsi edilen bilgi aktarımı işletmelerin ve işletme ürünlerinin hem yurtiçinde hem de yurt dışında tanıtımını sağlamaktadır. Geniş çapta tanınmanın sağladığı getiri etrafında yurt içi ve yurt dışında yer alan ve aynı piyasada işlem durumunda olan işletmelerle işbirliğinde bulunarak çalışmalar sürdürülür.

2.14.4. Kurumsallaşma

Ülkedeki ortaklıkların çoğunluğu aile şirketi kimliğindedir. Bu durum genel anlamda şirket yaşamının kurucu veya yönetimde söz hakkı olan aile üyelerinin varlığı ile kısıtlı kalmaya mecbur bırakmaktadır.

İşletmelerin hisselerini halka arzı ve borsada faaliyet göstermeye başlaması Sermaye Piyasası Kurulu ve BİST'in analizi ile gerçekleştirilmektedir. İşletmelerin faaliyet göstermeye başlaması sonrasında finansal tablolarını belli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşları tarafından kontrolleri sağlanarak, ortaklarına ve kamuya düzgün bir şekilde bilgi vererek, Sermaye Piyasası Kurulu ve BİST'in devamlı kontrolü söz konusudur.

Söyle ki halka açılarak hisselerinin BİST'de faaliyet göstermesi ile işletmeler, sermaye piyasası disiplini dahilinde finansal ve başka önemli bilgilerini kamuya açık ederek, düzenli ve vaktinde raporlama sağlayarak, hem yatırımcıların hem de ortaklarının ilgi ve himayesine maruz kalarak, daha süratli bir biçimde kurumsallaşabilmekte ve kurumsal yönetim şartlarını daha az bir zamanda kabullenebilmektedir. İşletmeler kurumsallaşarak

daha sağlam bir alt yapıya sahip olarak daha başarılı ve devamlılığı sağlanmış bir sisteme oturtulacaktır.

2.14.5. İkincil Halka Arz Fırsatı

İşletmeler yalnızca birincil halka arz ile değil sonrasında hisseleri faaliyetleyken yatırım ve bununla ilgili gereksinimleri sebebiyle meydana gelen kaynak ihtiyaçlarını ortakların rüçhan haklarını sınırlandırarak yapacakları ikincil halka arzlar ile karşılayarak tekrardan finansman imkanı sağlayabilirler.

Gelişen ülkelerde sermaye birikiminin yeterli olmaması sebebiyle ülkelerin ekonomik yönde ilerlemesini negatif etkilemektedir. Bu nedenle işletmelerin büyümesi, gelişmesi, yatırım yapması ve küreselleşen dünyada diğer işletmeler ile rekabet edebilmesi için ihtiyacı olan sermayeyi bulmakta zorluk çekmektedirler. Son yıllarda ise bu bakımdan borsa şirketlerinin sermaye piyasasından sağladığı kaynağı şirketlerin finans sıkıntısını ortadan kaldırmak için sağladığı katkı ciddi anlamda önem taşımaktadır.

2.14.6. Kredibilite

İşletmelerin hisselerinin borsada faaliyet göstermesi bankacılık ve para piyasasında kredibilitelerini yükseltmekte daha erişilebilir ve kolay kredi sağlama fırsatı kazanmalarını sağlamaktadır.

Borsada faaliyetini sürdüren işletmenin medyada ve analizlerde geçmesi, aracı kuruluşlar tarafından kendi ile ilgili yatırım raporları yazılmasını sağlar. Borsanın şeffaf olması gereği ve kamuyu aydınlatma fonksiyonu sayesinde borsa şirketleri hakkındaki çoğu bilgi yayın kuruluşları ile yurt içi ve yurt dışı yatırımcılarına aktarılır. İşletmelerin finansal ve diğer başka önemli verileri yatırımcılarla beraber kreditorleri, tedarik ediciler ve iş ortakları tarafından takibi sağlanabilir. İşletme ile ilgili güvenli, düzenli ve sürekliliği olan bilginin olması hem finans sektöründe hem kendisinin içinde olduğu piyasada tanınırlılığını genişletir. Sonuç olarak finans kaynağı bulma, ortaya çıkan ürünler ve hizmetlerin satımının sağlanmasında nitelikli ortaklıklar ve insan kaynağı bulunmasında önemli fayda sağlar.

2.14.7. Küreselleşme

Hisselerin Borsada faaliyete geçmesiyle beraber işletmeler yurt dışında da basitçe sermaye piyasası aracı satabilir ve o ülkedeki sermaye piyasası araçlarını kote ettirebilirler. Bu durumda yurt dışı piyasalara ulaşım sağlanmış olur.

2.15. Halka Arzın Dezavantajları

Halka arzın birtakım dezavantajları aşağıdaki gibi sıralanmıştır.

2.15.1. Gizliliğin Kaybı

Firmalar diğer rakip firmalara göre daha avantajlı olan taraflarını ve kaynaklarını paylaşmaktan çekinirler. Fakat halka arzı olan bir işletme hem yasal sorumlulukları hem de yatırımcıları çekebilmek için kendine avantaj sağlayan taraflarını açık edebilirler. Dolayısıyla elde olan avantajın yitilmesiyle karşı karşıya kalabilirler (Başpınar, 2008: 7).

2.15.2. Ters Seçim

Halka arzı gerçekleştirilecek firma yöneticileri firmanın değeri ile ilgili yatırımcılara göre fazla bilgiye sahip olmaktadır. İşte taraflar arasındaki bu asimetrik bilginin ortadan kaldırılması için firma, halka arzda düşük fiyatlama söz konusu olacağını savunmuştur. O halde halka arzı yapılan firma amaçladığı ve firmanın gerçek değerini önemseyen yatırımcıları seçemeyebilir (Rock, 1986:205).

2.15.3. Kârın Paylaşımı

Hisselerini halka açarak borsada faaliyet göstermeye başlayan şirketler kazanacakları dönem kârından belirli bir miktarı hisse sahiplerine paylaşımını sağlamaktadırlar (Mhagama, 2014: 12).

2.15.4. Halka Açılma Masrafları

Halka arzı yapılan şirketlerin birtakım sorumlulukları vardır. Bunlar, belirli dönemlerde finansal raporlar oluşturmak, bunları kamuoyuna açıklamak, şirket ile ilgili haberleri cevaplamak, yatırımcılara belirli zaman aralıklarında bilgi vermek gibi sorumluluklardır. Bunların yanında halka açılma sırasında Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa İstanbul ile olan faaliyetler sürerken gereken yasal harçları vermek, aracı kuruluş için aracılık komisyonunu yatırmak, sektöre halka arz ile ilgili bilgi vermek için tanıtım çalışmaları yapmak halk arzın maliyetini yükseltmektedir.

Ülkemizdeki beş yüz büyük sanayi firmasının halka arz olma imkanlarının araştırıldığı çalışmasından çıkardığı sonuçlar aşağıdaki gibidir. Hisse senetleri Borsa İstanbul'da faaliyet göstermeyen firmaların halka arzdan kaçınma sebepleri ağırlık sırasına göre şöyle sıralanmıştır: (Sancak,1999: 8)

- Firma yönetim ve kontrolünün kısmen de olsa farklı kişilere verilmemesi isteği,
- Menkul kıymet çıkarmak için prosedürünün fazla olması,
- Halka arz olma faaliyeti maliyetinin fazla olması ve halka arz sonrasında harcamaların genişlemesi,
- Piyasada yeterli fon kaynağının bulunamaması fikri,
- Finansman bakımından elverişli olduğunun düşünülmemesi,
- Borsada oluşacak fiyatın doğruyu yansıtmayacağı düşüncesi.

2.16. Borsa İstanbul Piyasaları

Borsa İstanbul, ilerlemiş teknolojik altyapısıyla elektronik ortamda, uluslararası şartlarda, güvenilir ve şeffaf bir piyasada hukuki düzenlemelerle beraber menkul kıymet alışverişini sağlamaktadır. Tüm bunlar sayesinde ortaya çıkan işlemler ve piyasa bilgileri kamuoyu ile paylaşılmaktadır. BİST'in yapısında bulunan piyasalar aşağıdaki gibidir:

2.16.1. Pay (Hisse Senedi) Piyasası

BİST hisse senedi piyasasında çeşitli sektörlerden işletmelerin payları faaliyet içerisinde. Hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için işlemler şeffaf, güvenli, likit bir yatırım ortamında gerçekleşmektedir (Borsa İstanbul, 2021).

Tablo 2

Hisse senedi piyasasındaki pazarlar

PAZAR	AÇIKLAMA
Yıldız Pazar	İlk kotasyonda halka arzı sağlanan bölümünün piyasa değeri 300 milyon Türk lirası ve bunun üstünde olan payların faaliyet içinde bulunacağı pazardır.
Ana Pazar	İlk kotasyonda halka arzı söz konusu olan bölümünün piyasa değeri 300 – 75 Milyon TL arasındaki payların faaliyet içinde bulunacağı pazardır.
Alt Pazar	İlk kotasyonda halka arzı sağlanan bölümünün piyasa değeri 75 – 40 Milyon TL arasındaki payların faaliyet içinde bulunacağı pazardır.
Yakın İzleme Pazarı	Kotasyon yönergesi doğrultusunda Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazarın dışına çıkması ile sonuçlanacak gelişmelerin ortaya çıktığı ortaklıkların hisselerinin faaliyet içinde bulunacağı pazardır.
Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı	Borsa yatırım fonu katılma belgeleri, varantlar, sertifikalar, sahipliğe dayalı kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonlarının faaliyet içinde bulunacağı pazardır.
Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı	Halka arzı olmaksızın nitelikli yatırımcılara satılmak için ihracı yapılan ortaklık hisselerinin ve Yönetim Kurulu tarafından seçilen sermaye piyasası araçlarının sadece nitelikli yatırımcılarca işlem görebilmesi için oluşturulmuştur. Nitelikli yatırımcı sınıfında bulunmayanlar bu pazar içerisinde işlemde bulunamazlar.
Piyasa Öncesi İşlem Platformu	Halka açık durumda olan, hisseleri borsada işlemde olmayan firmalardan, borsa tarafınca bu sistemde işlemde olabilme kararı alınan hisseleri piyasa öncesi işlem platformunda işlemde olabilecektir.

Kaynak: (Borsa İstanbul, 2021)

2.16.2. Borçlanma Araçları Piyasası

Nitelikli Yatırımcı şeklinde açıklanan yatırımcılarca satın alımı gerçekleştirecek sermaye piyasası araçlarının ihraç faaliyetlerinin yerine getirildiği Borçlanma Araçları Piyasasında yer alan pazarlar ile Hisse Senedi Piyasası'nda faaliyette olan, BIST 30 Endeksi'ne dâhil paylardan meydana gelmektedir. Bu piyasada, TL ve döviz ödemeli ihracı yapılmış; borçlanma araçları, menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları, kira sertifikaları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca ihracı yapılan likidite senetleri ile Borsa Yönetim Kurulu tarafından faaliyet göstermesi kararı alınan başka sermaye piyasası araçları işlem içerisinde olabilmektedir. (Borsa İstanbul, 2021)

Borçlanma Araçları Piyasası yer alan pazarlar; kesin alım satım, repo-ters repo, uluslararası tahvil, nitelikli yatırımcıya ihraç, menkul kıymet tercihli repo, pay senedi repo, gözaltı, taahhütlü işlemler, para ve swap (Borsa İstanbul, 2021).

2.16.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası

Bu piyasada faaliyet gösteren vadeli işlem anlaşmalarıyla muhataplara bugünden günümüzde belirlenmiş sonraki bir tarihe, karşılıklı uzlaşılan fiyatta, belirli miktar ve nitelikteki bir malı, kıymet ya da finansal göstergenin alışverişini yapma zorunluluğu oluşturan sözleşmelerdir VİOP hem yerli ve hem yabancı yatırımcılar için şeffaf ve güvenli yatırım zemini meydana getirerek, yatırımcılara riskten korunma, portföy çeşitlendirme, kaldıraç etkisinden yararlanma, etkin fiyat oluşturma ve yüksek likiditeye çıkma gibi olanaklar sunmaktadır. İçerisinde yer alan pazarlar; döviz türev, elektrik türev, emtia türev, endeks türev, kıymetli madenler türev, pay türev, yabancı endeksler türev, metal türev, faiz türev, BFY türev pazarlarıdır (Borsa İstanbul, 2021).

2.16.4. Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası

1993'de Türk Parası Kıymetini Koruma ile 32 Sayılı Karar'da gerçekleştirilen değişimlerle altının fiyatının saptanması ile ithalatı ve ihracatı serbest hale getirilmiştir. Altın ticaretinin serbestleşmesi ile ilgili verilen kararlarla, altının ithali ve ihracı adımlarında kolaylıklar sağlanmıştır. Yaşanan değişimler ile piyasada da büyüme yaşanmış ve ekonomik

anlamda fazlasıyla potansiyeli olan altın ile ilgili de yeni birtakım kararların alınması hız kazanmıştır. Bunların sonucu olarak altın piyasasının tekrardan yapılandırılması hedeflenmiştir. 1995 yılında İstanbul Altın Borsası faaliyetine başlamıştır. İstanbul Altın Borsasının kurulmasının sebebi; son yıllardaki yükseliş ile hızlı bir şekilde büyüyen altın piyasası ile finans sektörü arasında bir köprü görevi üstlenmesi, piyasanın kurumsal hale gelmesine, uluslararası anlamda rekabet edebilmesine ve altının ihracatta önemli bir yere gelmesini sağlamak, dünya piyasalarıyla paralel koşullarda faaliyette olan bir piyasa oluşturmak, likidite sağlamak, referans fiyatı saptamak, başta altın piyasası olmak üzere buna dayalı finansal ürün çeşitlendirilmesini oluşturmak. Yurt içi ve yurt dışındaki piyasalarda entegrasyonu sağlamak ve kıymetli taş işlemleri ile de piyasada gerek duyulan alanlarda organize piyasa koşullarını oluşturmayı hedeflemiştir BİST içerisinde; Kıymetli Madenler Piyasası, ödünç ve sertifika işlemlerinin yerine getirildiği Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası ile elmas ve kıymetli taşların faaliyet gösterdiği Elmas ve Kıymetli Taş Piyasası bulunmaktadır (Borsa İstanbul, 2021).

2.17. Borsa Endeksi

Endeks birden fazla parametrenin yer, zaman veya diğer birçok özelliğe göre farklılığını ortaya koyan sonuçtur. Endeks bu noktada menkul kıymet çözümlerinde önemli bir tamamlayıcıdır. Endeksler son derece kompleks çalışmaların tekli hanelere inmesine yardım etmektedir. Bu sayede endeksler bir araya gelmiş birçok hisse senedinin fiyatındaki değişmeyi yalnızca bir rakamla ifade etmeye yarar.

Borsa endeksi, kapsamında sadece belli hisse senetlerini barındıran, bu hisse senetlerinin çeşitli ağırlıklarla hesaplanmasıyla elde edilen değerlerdir. Her bir hisselerin endeks değeri içindeki ağırlıkları değişiklik göstermektedir. Borsa İstanbul içerisinde birçok endeks vardır. Borsa İstanbul'da en yoğun işlemin meydana geldiği endeks türleri; BİST 100, BİST 30 ve BİST Bankacılık endeksidir (QNBINVEST, 2021). Borsa İstanbul'da yatırım yapanların burada meydana gelen değişimleri izleyebilmeleri için piyasalarla alakalı çeşitli vasıfta endeks hesaplamaları yapılmaktadır.

2.18. Borsa İstanbul Endeksleri

Piyasada meydana gelen faaliyetlerin takibinin sağlanması, satışı yapılan finansal ürünlerde dayanak varlık halinde olması, yatırım araçları için karşılaştırmayı sağlaması sebebiyle Borsa İstanbul'da çeşitli nitelikte endeksler hesaplanmaktadır. Bu endeksler aşağıdaki gibidir (Borsa İstanbul, 2021):

2.18.1. BİST 100 Endeksi

Borsa İstanbul Pay Piyasası için temel endeks olarak faaliyet göstermektedir. Yıldız Pazar'da faaliyet gösteren işletmeler içinden seçilen yüz paydan meydana gelmekte olup BIST 30 ve BIST 50 endekslerine dahil payları da içine almaktadır. Bu endeks farklı ölçütlere göre hesaplanan ve borsa İstanbul bünyesi içinde işlem gören şirketlerden en kıymetli 100 şirketin hisselerinden hesaplanan endekstir diyebiliriz. BİST 100 endeksi durağan olmayıp farklı zaman dilimlerinde tekrardan hesaplanarak ilk 100 şirketin değişimini göstermektedir.

2.18.2. BIST 50 Endeksi

Yıldız Pazar'da faaliyet gösteren işletmeler arasından seçilen elli paydan meydana gelmekte olup BIST 30 endeksine dâhil payları da içine almaktadır. Bir başka ifadeyle BİST 100 ün içinde olan hisse senetleri içerisinde birtakım farklı ölçütlere göre hesaplanan en değerli 50 hisse senedine göre hesaplanan endekstir denilebilir.

2.18.3. BIST 30 Endeksi

Yıldız Pazar'da faaliyet gösteren işletmeler arasından seçilen otuz paydan meydana gelir. BİST 30; BİST 100 endeksi içinde yer alan farklı ölçütlere göre saptanan en değerli 30 hisse senedine göre hesaplanan hisse endekstir. Yurt dışında fazlasıyla dikkat çeken ve takip edilen endeksler arasındadır. Meydana gelen fiyat farklılıkları piyasanın finansal akıbetini göstermekte olduğundan özenle takip edilmektedir.

2.18.4. BIST 50-30 Endeksi

BIST 50 endeksinin içinde yer alıp BIST 30 endeksinde bulunmayan yirmi paydan meydana gelir.

2.18.5. BIST 100-30 Endeksi

BIST 100 endeksinin içinde yer alıp BIST 30 Endeksinde bulunmayan yetmiş paydan meydana gelir.

2.18.6. BIST Likit Banka Endeksi

Yıldız Pazar'da faaliyet gösteren işletmeler içinden seçilen, ortalama FDP PD ve günlük ortalama işlem hacmi yüksek banka paylarından meydana gelmektedir.

2.18.7. BIST Banka Dışı Likit 10 Endeksi

Yıldız Pazar'da, faaliyet gösteren işletmeler içinden seçilen ortalama FDP PD ve günlük ortalama işlem hacmi yüksek, banka olmayan on şirket payından meydana gelmektedir.

2.18.8. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi

Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyet gösteren ve saptanan asgari kurumsal yönetim derecelendirme notu olan işletmelerin paylarından meydana gelir.

2.18.9. BIST Tüm Endeksi

Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyet gösteren işletmelerin paylarından meydana gelmektedir.

2.18.10. BIST Tüm-100 Endeksi

BIST Tüm Endeksinin içinde yer alıp BIST 100 Endeksinde dâhil olmayan paylardan meydana gelmektedir.

2.18.11. BIST Sektör ve BIST Alt Sektör Endeksleri

Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyet gösteren işletmelerin paylarından meydana gelmektedir.

2.18.12. BIST Yıldız Endeksi

Yıldız Pazar'da faaliyet gösteren işletmelerin paylarından meydana gelmektedir.

2.18.13. BIST Ana Endeksi

Ana Pazar'da faaliyet gösteren işletmelerin paylarından meydana gelmektedir.

2.18.14. BIST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Endeksi

Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyette bulunan menkul kıymet yatırım ortaklıklarının paylarından meydana gelmektedir.

2.18.15. BIST Şehir Endeksleri

Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyet gösteren ve ana üretim/hizmet faaliyetlerinin yapıldığı veya şirket merkezinin yer aldığı şehre göre gruplandırılmış paylardan meydana gelir. Holdingler dışında mali sektörde işlev gösteren işletmeler ile perakende ticaret piyasasında işlevde olan işletmelerin payları kapsam dışındadır.

2.18.16. BIST Temettü Endeksi

Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyet gösteren ve son üç yılda nakit temettü dağıtan işletmelerin paylarından meydana gelir.

2.18.17. BIST Temettü 25 Endeksi

BIST Temettü Endeksinde bulunan ve değerlendirme gününden itibaren temettü verimlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralama yapıldığında ilk 2/3'lük kısımda olan ve ortalama FDP PD'si en büyük olan yirmi beş paydan meydana gelir.

2.18.18. BIST Halka Arz Endeksi

Halka arzı yapılarak, Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyet göstermeye başlayan işletmelerin paylarından meydana gelir.

2.18.19. BIST KOBİ Sanayi Endeksi

Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da faaliyet gösteren sanayi işletmelerinden, 'Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik'te belirtilen çalışan sayısı dışında, yıllık net satış kazancı ya da finansal bilanço büyüklüğü koşullarından birisini sağlayanların paylarından meydana gelir.

2.19. Borsaların Ekonomik İşlevleri

Ekonomi dâhilinde bulunan fon alanlar ile fon satışında bulunanlar arasındaki bağlantıyı sağlayan ve düzenleme fonksiyonunu yerine getiren en önemli finansal kurumlar borsalardır. Ayrıca borsalar finansal piyasalara işlerlik kazandırmakta oldukça başarılıdır. Borsalar piyasalarda faaliyette bulunan varlıkların çeşidine göre adlandırılmaktadır. Hisse senetleri, tahviller ve bonolar gibi finansal varlıkların faaliyetlerinin gerçekleştiği piyasalara menkul kıymetler borsaları; döviz alışverişinin olduğu piyasalar döviz borsaları; mal ticaretinin söz konusu olduğu piyasalar ise emtia borsaları; altın, gümüş, platin gibi değerli madenlerin faaliyet gösterdiği piyasalar ise kıymetli maden borsalarıdır (Konuralp, 2005:

15-17) Özellikle Menkul Kıymet borsalarının ülkede yer alan ekonomik, sosyal, siyasal süreçlerin içinde çok önemli bir işlevi söz konusudur. Şöyle ki bu borsanın amacı serbest rekabetin ekonomiye dahil olup ekonomik düzen içinde kurumsallaşmayı sağlayıp bu yönde verilen kararların hayata geçirilmesini destekleyerek toplumu bilgilendirip şeffaf bir şekilde hizmet sunmaktır (Yılmaz ve Mirahmetoğlu, 2005: 82-83).

Borsalar ülkede oluşan ekonomik durumların en iyi takibinin yapıldığı yerlerdir. Borsaların hedeflerinin yanı sıra ülke ekonomisine de ciddi anlamda katkıları söz konusudur. Piyasa ekonomisi için bir kilit noktası olmalarıyla beraber borsalar ekonomiye; likitide sağlama, piyasada tek fiyat oluşturma, güven ortamı sağlama, ekonomide barometre olma, mülkiyeti tabana yayma, sermayeye hareketlilik getirme, sanayide yapısal değişikliği daha kolay hale getirme sağladığı büyük katkılardandır (Apak & Demirel, 2013: 29).

Bazı dönemlerde birtakım saptırıcı olaylardan ötürü, spekülatif durumlara yol açması sebebiyle borsa kimi zaman kötü değerlendirilmekle birlikte günümüzde tüm ülke ekonomileri tarafından yok sayılmaz önem taşıyan kuruluşlar arasındadır. Sermayenin en alt tabana kadar inip işlev görmesi açısından borsaların çok kıymetli bir yeri vardır. Bu durumun sonucu olarak fazla sayıda yatırımcının menkul kıymete yönelmesi ve bu yönde yatırım yapması ülke ekonomisinin temelini de güçlendirir.

2.20. Kriz Kavramı ve Tanımı

Bu bölümde krizin ne anlama geldiği farklı tanımlarla incelenerek ele alınacaktır. Kriz ile ilgili birçok farklı alanda çeşitli anlatımlar söz konusudur. Ancak bir genelleme yapacak olursak; korkulan durum ile başa çıkamama ya da ani gelişen durumla ilgili mücadele etme ve üstesinden gelme durumudur diyebiliriz.

Kriz sözcüğü köken bakımından Yunan ve Latince'den gelen krosis kelimesine dayanmaktadır ve bu kavram karar verme olarak tanımlanmıştır (Kaya vd., 2009: 288). Kriz kavramının ilk defa 17. yüzyıl başlarında ortaya çıktığı düşünülmektedir. Önceleri bir şeyin gelişmesinde son derece kritik nokta anlamındayken daha sonra anlamca farklılaşarak sıkıntı ve gerilim süreçlerini anlatmak için kullanılmıştır (Baltaş, 2003: 42-43). Sosyal bilimler

alanında kriz; birden ortaya çıkan kötüye gidiş, büyük sıkıntı, buhran ve bunalım anlamlarında kullanılmaktadır (Eğilmez, 2009: 48).

Kriz beklenmedik bir durumda ortaya çıkan ve oluşan duruma en acil şekilde cevap verilmesi gereken, önlenemez ve tedbir alınamaz olması durumuna karşılık; var olan değerleri, amaçları ve varsayımları tehdit eden endişe halidir (Tağraf ve Arslan, 2003: 150). Krizler belirsizliğin olduğu durumlarda meydana gelmektedir. İşte bu belirsizlik durumu kriz ortamında oluşan tablonun doğuracağı sonuçların daha önce tahmin edilememesi durumudur. Şöyle ki krizler, meydana geldikleri dönemde tesir ettikleri alanlar bakımından bir tehlike faktörü olmasına rağmen yeni fırsatları da meydana getirebilir. Bu bakımdan belirsizdir denebilir ve bu yüzden de tümüyle negatif bir kavram şeklinde değerlendirilmemek gerekir (Akman, 2010: 37-39).

Meydana gelen herhangi bir duruma kriz diyebilmek için aşağıdaki özellikleri taşıması gerekir:

Kriz; tahmin edilemeyen birtakım gelişmelerin geniş kapsamda devletleri, dar kapsamda ise işletmeleri gerçek anlamda etkileyerek buna karşılık sonuçlar ortaya çıkarmasıdır.

Ortaya çıkan sonuçlar açısından ele alındığında bunlar tehlike ve tehdit olmasına karşın aynı zamanda yeni pozitif yönlü kazanımlar da olabilir.

Kriz süreci kısa ya da uzun olabilir. Bu sürecin ne kadar süreceği krize karşı alınan önlemlerin ne derece iyi alınıp alınmadığına ve bu önlemlerin uygulanıp uygulanmadığına göre değişmektedir.

Genel anlamda kriz, daha önceden tahmini yapılamayan bir durumda meydana gelmesi ve bu durumun şiddetle ve çabuk tesir eden bir yapıya sahip olarak doğurduğu sonuçlar bakımından tehdit ve tehlike oluşturmasının yanında duruma göre yeni birtakım fırsatları da beraberinde getirmesidir.

Kriz tür bakımından farklı birçok açıdan incelenip değerlendirilebilir. Bunlar sosyal, kültürel, ekonomik vb. türden olabilir. Ancak tezin konusu bakımından ekonomik kriz türü ilerleyen süreçte ele alınıp tartışılacaktır.

2.21. Ekonomik Kriz

Ekonomide birdenbire, beklenmeden meydana gelen durumların hem ekonomiye hem de işletmelere ciddi anlamda zarar veren olaylarla sonuçlanmasıdır (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004: 45-46). Şöyle ki var olan makroekonomik istikrarı sarsarak ekonominin mikro birimlerinde de bozukluklara sebebiyet vermektedir. Ekonominin istikrarında ortaya çıkan dengesiz durumlar ortadan kaldırılmadan kendi kendine meydana gelen sarsıntılardır (Gürel, 2006: 40).

Ekonomik krizler; mal, hizmet, üretim faktörü ya da döviz, para piyasası ve sermaye piyasalarında, bankacılık piyasasında küçük değişimlerden başka ortaya çıkan şiddetli dalgalanmalardır (Kibritçioğlu, 2001: 174). Şirketlerin yatırımlarında ve tüketici taleplerinde önemli ölçüde düşüşlerin meydana geldiği, işsizlik oranlarının arttığı ve bunların sonucu olarak yaşam standartlarının kötü bir hal alması şeklinde kendini gösterebilmektedir. Bazı zaman krizler reel sektörde oluşup, finans sektörünü etkisi altına alabileceği gibi aksi durumla da karşılaşılabilir. Yani direkt finans sektöründe de çıkabilir. Ağır bir ekonomik kriz yaşanıyorsa, sonuç olarak durgunluk ve borçlanma durumu söz konusu olmaktadır (Eğilmez, 2009: 48).

Ortaya çıkan duruma ekonomik kriz diyebilmek için ekonomik süreçlerin hepsinin etkilemesi ve geniş kapsamlı olması gerekmektedir. Krizlerde gelecekle ilgili belirsizlik söz konusudur. Çünkü ekonomik göstergeler belirsiz durumdadır. Bu belirsizlikler sebebiyle ekonomi araçları görevlerini yapamaz hale gelirler ve ekonomide daralma durumu ile karşı karşıya kalınır. Söz konusu durum devamlılık gösterirse ekonomi çöküş sürecine girer ve temel ihtiyaçlar karşılanamaz duruma gelir. Ekonomik krizler büyüme ve gelişme üstünde olumsuz etkiler oluşturmaktadır. Ayrıca ülkelerde gerek ekonomik gerekse sosyal maliyetlere sebep olurlar ve uluslararası anlamda parasal sistemin dengesini bozabilirler. Günümüzde ortaya çıkan krizler bankacılık ve finans sektörü krizleri olması sebebiyle sıklıkla yinelenen ve süratle oluşabilmektedir. Bunun sebebi ise ekonomilerde para

ve mali piyasaların her türlü gelişmeye çok çabuk tepki vermesinden ileri gelmektedir (Emirkadı, 2005: 37).

2.22. Ekonomik Krizlerin Nedenleri

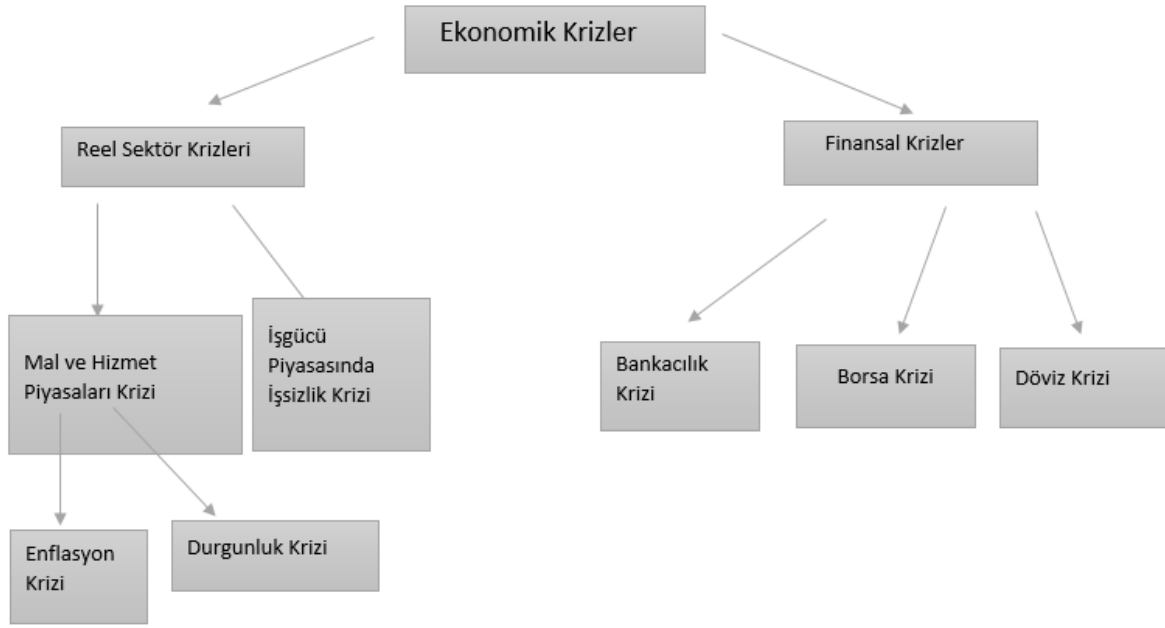
Krizlerin nedenlerini şöyle ifade edersek; likitide probleminin yaşanması yani nakit finansman sıkıntısının olması. Denetimde aksaklıkların yaşanması, finansal bilançolardaki dengesizlik. Üretim ve hizmetlerde sıkıntıların ortaya çıkması, aşırı büyüme, merkeziyetçi yapı, hiyerarşik düzen.

Küreselleşme, uluslararası ve bölgesel anlamda bütünleşme, dış ticarete serbestleşme, ortaya çıkan yeni pazarlar ve piyasa ekonomisine geçen ülkelerdeki ekonomik farklılaşma gerek risk gerekse fırsat şeklinde krizlere neden olmaktadır.

Ekonomik krizin çok sayıda sebebi olmasıyla beraber kompleks bir yapıya sahiptir. Krizin bilinen nedenleri olarak kabul edeceğimiz piyasanın kötü çalışmasının haricinde çok iyi çalışması gibi aksaklıklara bağlanmayan sıkıntılar da oluşabilmektedir.

2.23. Ekonomik Kriz Çeşitleri

Krizleri kendini gösterdiği sektörler olarak ele alacak olursak finansal ve reel sektör krizleri olarak ikiye ayırabiliriz. Finansal krizler piyasanın etkin olarak çalışmasına engel olacak, reel sektörde ciddi sıkıntılara sebebiyet verecek kriz iken reel sektör krizleri üretimin çeşitli bölümlerinde ya da her yerinde ve ayrıca istihdamda daralmalar oluşturan krizlerdir. (Delice, 2003: 58).



Şekil 1. Ekonomik kriz türleri (Kibritçioğlu, 2001: 41)

2.24. Reel sektör krizleri

Üretimde, işgücü piyasasında meydana gelerek önemli oranda oluşan, sonuç olarak durgunluk ya da işsizlik krizi olarak karşımıza çıkan kriz türüdür. Bu kriz tipinde yaşanan problemlerin başında kaynak sorunu vardır. Likidite sıkıntısı sonucu piyasada karşılığı olmayan ve güvensiz çek ve senetlerin çok fazla olması sebebiyle ekonomi çıkmaza girmektedir. Reel sektörde oluşan kriz neticesinde işgücü piyasalarında kriz söz konusu olacak ve enflasyonist kriz de kendini gösterecektir. Bu sektörde yaşanan bir diğer kriz ise işsizlik krizidir ve hem enflasyon hem de işsizlik krizi beraberinde durgunluk krizini getirmektedir (Kibritçioğlu, 2001: 2).

2.25. Finansal Krizler

Finansal krizler; finansal piyasalarda faaliyet gösteren finans araçlarının fiyat ya da oranlarında birden gerçekleşen düşüşler şeklinde açıklanabilir (Kibritçioğlu, 2001:1). Finansal piyasaların faaliyetlerini gerçekleştirememesi finansal kriz olarak değerlendirilebilir. Finansal piyasaların temel fonksiyonu oluşan kaynaklarla beraber kişi ya da şirketleri verimli yatırım alanlarına yöneltmektir. İşte bu düzeni ortaya koyan sistem

finansal sistemdir. Dolayısıyla finansal sistem bu düzeni tutturamadığında, finansal kriz meydana gelmektedir (Eren, 2010:4).

Finansal krizlerde; krizin oluşacağı zamanın bilinmesi durumunda gereken önlemler alınır ve bu durumda ya hafif atlatılır ya da kriz yaşanmaz. Finansal krize neden olan sebepleri sıralayacak olursak; likitide azlığı, ekonomik ve siyasi dengesizlik, yüksek derecede borçlanma, uluslararası piyasalara bağımlılık. Finans piyasalarında; belirsizliğin söz konusu olmasıyla, faiz ve enflasyonda hızlı bir artış, döviz de ortaya çıkan dalgalanmalar öngörülemeyen finansal krizin habercisidir. Finansal düzene olan güvensizlik neticesinde birikime sahip olan kesimin mevduatlarını bankadan çekmek için bankaya hücum etmeleriyle oluşur. Bankaların ise bu talepleri gerçekleştirememeleriyle finansal panik, krize dönüşür. Bir veya daha çok bankaya karşı olan güvenin kaybolmasıyla, halkın aniden ve geniş çapta yatırımlarını almak için bankalara yüklenmesi sonucu meydana gelmektedir (Seyidoğlu, 2003: 583).

2.25.1. Döviz Krizi

Döviz/para krizleri genel olarak spekülasyon durumlarının neticesinde ülke parasında birdenbire ciddi anlamda değer kaybının yaşanmasıyla oluşmaktadır. Ulusal para değerini korusa bile uluslararası kaynakların harcanması, faiz oranlarının artması gibi tedbirlerle ulusal paranın değer kaybı önlenemez. Para krizleri yalnızca sabit döviz kurunun uygulandığı ülkelerde değil, ulusal paranın saptanan sınırların dışında spekülasyon etkileri neticesinde daha ciddi etkilerden korunması için alınan tedbirleri de kapsamaktadır. Para krizlerinin en önemli belirleyicilerinden biri döviz kurlarında birdenbire oluşan dalgalanmalar ve sermayenin ani yer değiştirmesidir (Gür ve Tosuner, 2002: 12).

2.25.2. Borsa Krizleri

Ülke borsalarında sermaye payında yabancı değerlerin artması ortaya çıkacak sıkıntılı bir süreçte paranın yurttan çıkışına sebebiyet verecektir. Para krizinde ortaya konan döviz krizine neden olan etkenler borsa krizi için de söz konusudur. Ayrıca borsada faaliyet gösteren önemli şirketlerin iflas etmeleri ya da kar sağlayamama durumları sonucu oluşacak olumsuzluklar borsa krizini ortaya çıkaracaktır.

Borsa krizi, borsada faaliyet gösteren menkul kıymetlerde görülen ani ve aşırı düşüşler şeklinde açıklanabilir. Menkul kıymetin çeşidine göre ya da genel bileşik endeksteeki azalmalar şeklinde kendini göstermektedir (Durmuş, 2009: 11).

Piyasalardaki durumlarda birden azalmaların söz konusu olması beklentilerin yön değiştirmesine neden olur. Bu krizi daha iyi anlayabilmek için 1987'de ABD'de meydana gelmiş krize bakmak gerekir. Bu borsa krizi o dönemde çok sayıda ülkeyi etkisi altına almış; hisse senetlerinde çok yüksek oranda azalma görülmüş ve piyasa aşırı zarara uğramıştır. Yaşanan olay sonucundan en çok etkilenen kuruluş ABD'deki Dow Jones Borsası olmuştur; en büyük düşüş oranıyla karşılaşmıştır (Akyüz, 2002:8-9).

Borsada düşüşlerin ortaya çıkması savaşlar veya zarara sebep olan doğal afetlerden de kaynaklanmaktadır. Borsa krizine neden olan faktörler şöyledir: (Turgut, 2007: 37-39)

- Ülkedeki siyasal bunalımlar, devlete güvensizlik ve devletin görevini devam ettiremeyeceğine ait belirsiz durumlar,
- Borsada faaliyet gösteren işletmelerin iflas etmeleri ya da kar edememeleri,
- Ülkenin mali dengesinde iç ve dış piyasada farklı faktörlere ilişkin sıkıntılar yaşanması ve yurtdışı piyasalarındaki bozukluklar.

Çalışmam doğrultusunda İMKB'nin 1986 yılı itibariyle kurulması sebebiyle 1986 sonrası Türkiye'de meydana gelmiş krizler ele alınacaktır. Ancak 1986 yılına gelinceye kadar seksenli yıllarda Türkiye'nin ekonomik durumu da ele alınıp bu süreçte oluşan krizlerin sebepleri ile sonuçlarının getirdikleri de kısaca incelenecektir.

2.26. 1980 Öncesi Yaşananlar

Türkiye ekonomisi 1970'li yıllar itibariyle hem dünyada meydana gelen olayların hem ülkedeki ekonomik buhranın etkisiyle önemli ölçüde sıkıntılar yaşamıştır. Ülkede gerçekleşen ekonomik çöküntünün sonuçları enflasyonu yüzde yüzün üzerinde rakamlara iletmiş, ekonomide büyüme durmuş, birinci petrol krizi nedeniyle tüm dünyada üretim maliyetlerinin yükselmesinden dolayı ithal mal fiyatları son derece artmıştır. Bu yüzden ülke

dışına döviz çıkışı artmış ekonomide durgunluk ortaya çıkmıştır. Ülkedeki döviz kaynaklarının azalması dış borç dengesinde de sıkıntıya sebebiyet vererek ülkenin dışarıdan kredi sağlamadaki güvenini düşürmüştür. Genel anlamda bu yaşananların sonucu olarak gelir dağılımında dengesizlikler baş göstermiş ve ülkenin büyük bir kesiminin sosyoekonomik anlamda seviyesi azalmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2000: 182-191). 1979 ve 1980 yıllarında OPEC petrol fiyatlarını ikinci defa %150 arttırmıştır. Bu durum ülkemizde işsizliği %20'lere, enflasyonu ise %63,9'a kadar yükseltmiştir. Türlü temel tüketim maddesi piyasada bulunamaz hale gelmiş ve Türk lirası %48,6 devalüasyona uğramıştır (Uygur, 2001: 167).

Bu dönemde tüm dünyada petrol fiyatları artarken en başta Türkiye bu artışı tüketici fiyatlarına aktarmayarak fiyatlar yükseltilmemiş ve devlet desteği ile petrol tüketimi teşvik edilmiş. İşte bu yanlış alınan kararlar kriz oluşumunu daha da hızlandırmıştır. Ancak kriz kısa vadeli borçlanma ile bir bakıma atlatıldıysa da Türkiye'nin içinde bulunduğu durumdan dolayı dışarıdan borç alması güçleşmiş diğer yandan borç para bulması bir yana dış borçlarını bile ödeyemez hale gelmiştir (Parasız, 1998: 196).

Bu durumda olan ülkeler IMF'den borç para alma yolunu seçerler. Türkiye de petrol krizlerinin etkisiyle 1978 yılında IMF ile stand-by anlaşması imzalamıştır. Bu anlaşma sonucunda daraltıcı maliye politikaları kullanılmaya başlanmış ve Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ileriki tarihlere ertelenmiştir. Genel olarak bu kalkınma planının içeriği geciken sanayileşmenin tamamlanmasıydı. Böylelikle Türkiye pek çok ihtiyacını kendisi sağlayacak ve dış ülkelere ihracat yapacak durumda olacaktı. Ancak IMF tarafından fazla iddialı bulunan bu planın hayata geçirilmesi ertelenmiştir (DPT, 1979: 3). Daha sonrasında bu plan uygulanamamıştır.

1979 yılına gelindiğinde IMF'den alınan borç paraya rağmen döviz, hammadde, finansman gibi çeşitli varlıkların belirli bir düzeyin altına düşmesinden dolayı ekonomi sıkıntılı bir sürece girmiştir. Enflasyon aynı yılda yüzde yetmişlerin üzerine çıkmış ve büyüme hızı düşmüştür. Merkez bankasındaki döviz rezervleri son derece azalmış, üretim ve yatırım yapılamaz haldedir. Cari açık artmış ve ihracat gelirleri yok denecek kadar az durumdadır. 1978 ve 1979 yılları arasında birtakım önlemler alınsa da tam anlamda bir iyileşme sağlanamamıştır. Yaşananların sonucu olarak kriz meydana gelmiştir.

Tablo 3

1980 krizini kapsayan döneme ilişkin temel ekonomik göstergeler (yüzde)

	1979	1980	1981
GSMH Büyüme Hızı	-0.5	-2,8	4.8
GSMH Deflatörü	75.6	89.6	44.3
TÜFE Yıl Sonu	---	---	25.6
TÜFE Yıllık Ortalama	63.9	107.2	37.6
İşsizlik Oranı	9.7	11.6	11.6
Cari İşlem Dengesi/GSMH	-1.8	-4.9	-2.6
İhracat	-13.0	12.0	40.0
İthalat	-4.0	28.0	5.0
KKBG/GSMH Toplam	7.2	8.8	4.0
KKBG/GSMH Faiz Dışı	6.6	8.2	3.0

Kaynak: TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı Yıllık Veriler, 2021

Yaşanan krizin nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir; (Başol, 2001: 53)

- Enflasyonun artması
- Döviz dar boğazı
- Temel tüketim maddelerinin bulunamaması
- Artan işsizlik ve azalan üretim
- Enerji yokluğu, ulaşım faaliyetlerinin düzgün çalışmaması
- İşçi işveren arasındaki gerginlik, grevler
- Gelir dağılımının adaletli olmaması
- Anarşinin fazlalaşması
- Vergi sisteminde aksaklık
- Kamu iktisadi teşebbüslerinin zarar etmesi
- Petrol sıkıntısı yaşanması

Yukarıda sıralanan sebepler ile 1978 ve 1980 yılları arasında yaşanan ekonomik, sosyal ve siyasal kargaşalar sebebiyle ortaya çıkan krizi ortadan kaldırmak amacıyla 24 Ocak 1980 tarihinde IMF'nin de yoğun isteği üzerine yapılan anlaşma sonucu ekonomik istikrar programı yürürlüğe girmiştir.

1980 yılından itibaren Türkiye; IMF ile stand by anlaşması ve Dünya Bankası tarafından hazırlanmış programlarla büyüme ve kalkınmayı sağlamaya çalışmıştır. 1980'den

sonraki beş yıllık sürede hem IMF hem de Dünya Bankası'nın düzenlemeleri uygulanırken 1980 ile 2008 arasında on yedi yıl doğrudan IMF ve Dünya Bankası kontrolünde diğer on bir yıl ise bu kurumların himayesinde ekonomi planlarını gerçekleştirmiştir (Soral, 2009: 36-37).

Bu dönemde Türkiye'nin içine düştüğü krizden çıkmak için 24 Ocak 1980'de yürürlüğe konulan istikrar programının esas amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

Kısa vadede; enflasyonun kontrol altına alınması ve ödemeler dengesinde meydana gelen açıkların kapatılması.

Uzun vadede ise; dış ticareti serbestleştirmek, döviz kuru rejiminin esnekleştirilmesi, kamu işletmelerinin özelleştirilmesi ve finansal yeniliklerin sağlanmasıdır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 16).

Genel anlamda 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar programıyla yapılmak istenen; sıkı para politikası kullanılarak enflasyonu alt seviyelere düşürmek, döviz gelirini yükselterek ödemeler bilançosundaki dengesizliği gidermek, tasarrufları yükselterek sermaye birikimini gerçekleştirmek ve tüm bunlara yatırım sağlamak, kullanım dışı olan kapasiteleri kullanır duruma getirerek ekonominin içinde bulunduğu dar boğazdan çıkarmak hedeflenmiştir. Diğer taraftan özel sektörün girişimci gücü kullanılarak serbest piyasa ekonomisinin çalışmasının sağlanması amaçlanmıştır (Başol, 1996: 49).

2.27. 24 Ocak 1980 Kararları

Ülkemizin kuruluşundan 1980'li yılların başına gelinceye kadar Türkiye ekonomisinde devletçi politikalar kullanılmıştır. 24 Ocak ekonomik istikrar programının yürürlüğe girmesine kadar sanayide yer alan dayanıklı ve dayanıksız tüketim malları ile ara ve yatırım mallarının üretimi devlet tarafından karşılanmıştır. Fakat 1980 yılı ve sonrasında devletçi politikaların sağladığı büyüme ve kalkınma modellerinin artık çözüm getirmediği ve sistemin sonuç üretmediği anlaşıldıktan sonra uluslararası anlamda serbest mal ve hizmet değişimi ile finansal kalkınmanın sağlanabileceği tüm dünyada kabul görür olmuştur (Kayarkaya, 2006: 73). 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar programı ile beraber dünya

ekonomileriyle etkileşim sağlanarak sanayi politikalarında yenilikler ile ihracatın artırılması sağlanmaya çalışılmıştır (Tuncer, 2002: 31).

Uygulamaya konulan ekonomik istikrar politikasının en büyük önem taşıdığı konulardan ilki hem mal ve hizmet hem de emek ve sermaye fiyatlarının piyasa mekanizması şartlarında saptanmasıdır. Bir diğer önemli konu ise ithal ikameye yönelik sanayileşme politikalarına karşılık ihracata yönelik sanayileşme politikasının uygulanmasıdır. Diğer başka özellikleri ise kamunun baskınlığını azaltıp yabancı sermayeye olan ilginin artırılmasıdır (Acar, 1997: 18). Alınan kararların asıl amacı; ihracata dönük serbest piyasaya dayanan ekonomik bir sistem meydana getirmektir. Ekonomik istikrar programıyla yalnızca kısa vade de istikrarın sağlanmasıyla değil ekonomik yapıyı özel sektöre ve piyasa güçlerine yönlendirerek yeni bir ekonomik düzeni hedeflemektir (Yeldan, 2003: 42). 24 Ocak kararları mevcut sistemde köklü değişikliklere gidilerek daha önce uygulanan istikrar programlarından farklı olarak uzun dönemli amaçlara yönelik tedbirleri kapsamaktadır.

İstikrar programının asıl amacı alınan kısa ve uzun dönemli kararların sonuca ulaşmasının serbest piyasa mekanizmasının işleyişi ile oluşmasını sağlamaktır. Bu amaç serbest piyasa güçlerine dayalı ekonominin dışa açılmasına dayanıyordu. Ekonominin işleyişinde kamu kesiminin aldığı kararların yerine serbest piyasa hakim olacaktı ve özel girişimciliğe destek verilecekti. İthalatta serbesti sağlanacak yabancı sermayeye destek verilerek fiyat rekabeti oluşturulacaktı. Mal fiyatlarıyla beraber döviz kuru ve faiz haddi gibi faktör fiyatlarının da serbest piyasa koşullarında belirlenmesi hedeflenmiştir (Şahin, 2002: 193).

Bu hedeflerin gerçekleşebilmesi için dönemin hükümeti 1980 yılına kadar uygulanan ithal ikameci sanayileşme politikasından vazgeçerek iç piyasada serbestleşmeyi sağladı ve fiyat kontrollerini ortadan kaldırarak dış ticareti serbestleştiren ekonomik programı hazırlamış ve uygulamıştır (Coşkun, 2004: 48).

Ülkenin kriz ortamında olmasından dolayı böylesine kritik bir durumda yeni bir ekonomik program hazırlanması gerekiyordu. IMF, OECD VE Dünya Bankası'nın arkasında olduğu yabancı sermaye sahiplerinin desteği ile ekonomik önlemleri içeren 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar programı uygulanmaya konmuştur.

Ülkemiz Dünya Bankası'na aşağıdaki taahhütlerde bulunmuştu (Kazgan,1985: 385-386):

Dış Ticaret Politikaları:

- Türk lirasının dışarıdaki değeri, iç ve dış enflasyon değişimi doğrultusunda vaktinde ve farkı kapatacak biçimde azaltılacak.
- İthalat serbestleştirilecek, sanayi yasalar ve kotalarla koruma altına alınmayacak.
- İhracat desteklenecek ve özel sektör ve yabancı sermaye ön planda tutulacaktır.

Üretim Kesimi Politikaları:

- Üretim kesimlerine sunulan fiyat desteklemeleri feshedilecek.
- Tüm üretim yapanlar yabancı sermayeye açık hale getirilecek.
- Kurumsal anlamda yeni düzenlemeler oluşturulacak.

Kamusal Yatırım Programı:

- Enerji üretimine öncelik sağlanacak ve bu doğrultuda kar getirmeyen projeler hayata geçirilmeyecek.
- KİT'lerin karlı çalışmasına imkan sağlanacak çalışmalar devletçilikten uzak şekilde gerçekleştirilecek böylece KİT'ler bütçeye yük olmayacak.

Kaynak Seferberliği:

- Bütçede harcamalar hükümet tarafından düzenlenecek, faiz politikası da tasarrufları teşvik etmek için ayarlanacak
- Borç yönetimi kurallarına uyularak kurumsal ilerleme sağlanacaktır.

1980 yılı itibariyle Türk ekonomisinin içinde bulunduğu durumdan ötürü uluslararası finans kurumlarına karşı güvenilirliği yok olmuş durumdaydı. Ülkenin kaynağa ihtiyacı vardı ve bu kaynak IMF'den sağlanacaktı. IMF'nin ise kaynağı sağlamak için sunduğu politikaları Türkiye'nin uygulaması gerekiyordu. Ekonomik anlamda tıkanma noktasına gelen Türkiye'nin pazarlık etme şansı olmadığından ötürü finans kuruluşlarının politikalarını kabul etmek zorundaydı. Bu yüzden Türkiye IMF'ye iletilen niyet mektubunda aşağıdakileri taahhüt etmekteydi (Kazgan,1985: 386-387):

- Ekonomide serbest piyasa ekonomisi hakim olacak.
- Fiyat istikrarının sağlanabilmesi için sıkı para politikası sağlanacak olup bu nedenden dolayı kredi limitleri getirilecektir.
- KİT, petrol, tarım ürünü taban fiyatları enflasyonu kontrol altında tutacak şekilde biçimlendirilecek.
- Kamu harcamaları azaltılacak ancak enerji yatırımları bu durumdan etkilenmeyecek.
- Faiz oranları yükseltilecek ve fon piyasasında rekabet sağlanacaktır.
- Ücret ayrılıklarının yürürlüğe girecek istikrar programı etrafında çözümlenmesi sağlanacaktır.
- Türkiye'nin rekabet gücünü sağlayacak şekilde döviz kuru oynak olacak; ekonomik yardım geldikten sonra liberasyon sistemine geçilecektir.
- Borç yönetimi dikkate alınacak, süresi dolmuş borç miktarının yükselmemesi için çaba gösterilecektir.
- Devlet aldığı ekonomik kararlar hakkında devamlı IMF'ye danışmak zorundadır.

Yukarıdaki taahhütleri kabul etmesi karşılığında 1980'de 2.6, 1981'de 2.26, 1982'de 1.76, 1983'te 1.87 milyar dolar proje ve program kredisi sağlayabilmiştir.

2.27.1. 24 Ocak Kararlarında Alınan Tedbirler

24 Ocak kararları gereğince alınan tedbirler ve kararlar şu şekildedir (Kazgan,1994: 186-188):

-Dış ticarete ilerleme ve serbestleşme:

Devalüasyonlar ve finansal desteklerle ihracatı teşvik ve çeşitlendirilmesiyle ilgili düzenlemeler yapıldı. Böylelikle ekonomi dışı açılacak ve iç piyasada rekabetin büyümesi sağlanacaktı. Rekabet maliyetleri azaltacak ve mal kalitesinin iyi duruma getirileceği düşünülüyordu.

İhracat teşvik edilmiş ve devlet kontrolü ortadan kaldırılmıştı.

İthalat üstündeki dolaysız kontroller ortadan kaldırılarak ithalattaki serbestleşme artırılmış ve %90'ın üzerine çıkmıştır.

İhracat ve ithalatta serbestleşme sağlanarak uluslararası sermayenin güvenini sağlayıp yeniden dış piyasalardan borçlanabilmek hedeflenmişti.

-Fiyatların hükümet tarafından belirlenmesi durumunun ortadan kaldırılması:

Ekonomik istikrar programı beraber fiyatlar üstündeki denetim ve kontrollerin yapılmaması ve fiyatın oluşması piyasaya bırakılmıştır. Alınan bu karar ile alakalı uygulamalardan biri KİT'lerin ürünlerinin fiyatlarını belirlemesidir. İç piyasadaki fiyatların bir bölümündeki kontroller ve finansal destekler yavaş yavaş yok edilmiştir.

1980 yılından sonra KİT'lerin kendi ürünlerinin fiyatlarını belirlemesi ile hedeflenen serbest piyasa ekonomisi ve karma ekonomi modelini yaymaktı. Alınan istikrar kararı ile KİT'lerin daha fazla kar edebilmesi amaçlanmış ve KİT politikalarıyla kamunun bu kurumlar ile piyasa koşullarına ayak uydurması sağlanmıştır (Kazgan, 1988: 138-139).

Fiyat Politikası;

Fiyat istikrarını sağlamak için alınan önlemler 1980 ekonomik istikrar programının bir kısmını oluşturmaktadır. Bu dönemden önce fiyatlarda tam istikrar sağlanamamış üstelik kimi malların fiyatlarında çifte fiyat durumu söz konusu olmuştu. Bu durumdan ötürü ülkenin ekonomik istikrarı ağır bir şekilde sarsılmıştır. 1980 itibariyle serbest piyasa ekonomisine geçildi ve fiyatların serbest bir şekilde meydana gelmesi sağlandı (Akgüç, 1997: 344).

Fiyat mekanizmasının bütünüyle çalışması için ithalat önlemleri kalkmış, üretimde yükselmeye gidilmiştir. Alınan bu tedbirler neticesinde piyasadaki mal kıtlığı ortadan kalkmış, mal ve hizmetlerde ikili fiyat probleminin yaşanması önlenmiştir. Serbest piyasa ekonomisinin eksiksiz çalışabilmesi için devletin ekonomiye müdahalesi en az seviyeye düşürülmüştür. Üretimde dış piyasada rekabet içinde olabilecek kalite ve fiyat yapısına ulaşmak amaçlanmıştır (Uras, 1993: 30).

-Döviz piyasası ve sermaye girişlerinin serbest hale getirilmesi:

Alınan tedbirler dış ticarete liberasyonun sağlanması ve yabancı sermaye yatırımlarının desteklenmesi için yapılmıştı. Ekonomik istikrar programı ile beraber Türk lirası 1 dolar 47.1 TL' den 70 TL' ye indirilmiştir. Döviz kuru ile serbest piyasa kuru arasında oluşan farklar kaldırılmış, ihracat ve yabancı yatırımın ülkeye girişine destek vermek hedeflenmiştir. Döviz fiyatı kararları hükümet tarafından alınmayıp merkez bankası tarafından belirlenmeye ve günlük kur kullanılmaya başlanmıştır. Sermaye girişinin fazlalaşması için yatırımlar üzerindeki kontroller azaltılmıştır.

Döviz kuru politikası;

İstikrar kararlarından önce Türkiye'nin en ciddi ekonomik problemlerinden biri ödemeler bilançosu açıkları idi. Bununla bağlantılı olarak da diğer bir sorun dış borç krizidir. Bu sorunların çözümü için ise istikrar programı kapsamında yeni döviz kuru politikası hazırlanmıştır.

Dışarıdan borç almak isteyen Türkiye devamlı olarak kısa vadede Türk lirasının resmi fiyatı ile kara borsa fiyatı arasındaki farkı düşürmek istemiştir (Kepenek ve Yentürk, 2000: 192). Küçük oranda devalüasyonlar kullanılarak kur ayarlaması 1 Mayıs 1981'e kadar sürmüştür. Fakat bu tarih itibariyle günlük kur belirleme yetkisi Maliye Bakanlığı'ndan Merkez Bankasına verilmiştir. Yapılan bu değişiklikler ve uygulamalar ile Türk lirasının aşırı değer kazanması engellenmeye çalışılmış oldu (Apak, 1993: 34).

Yabancı sermaye ile ilgili politikalar;

24 Ocak istikrar kararı ile beraber liberalleşen ekonomi ile beraber yabancı sermayenin artması yönünde de birtakım politikalar uygulanmıştır. Bu politikalar ile tasarruf artırım ve ödemeler dengesi açığını kapamak hedeflenmiştir. Dışarıdan gelen dolaylı yabancı sermayenin ülkede ihracatı artırmak için üretilen malların bir kısmının ihraç edilmesi şartı vardır. Diğer yandan faizleri artırarak yurt dışından ülkeye yabancı sermaye girişinin hızlanması sağlanmıştır.

-Sıkı para politikası ve vergi kanunlarında değişimler:

1985 yılına kadar devam eden IMF kontrolü enflasyonu azaltmak için para miktarının saptanmasıyla alakalı bir durumdu ve kamu kesiminin merkez bankasından temin edebileceği kredilerin sınırlandırılmasına dayanmaktaydı.

Bu dönemde sıkı para politikasının uygulanmasının sebebi iç dengenin sağlanıp yüksek enflasyon oranını azaltarak ve zaman içinde enflasyonu kontrol altına alarak istikrarın sağlanmasını amaçlamaktır (Akat, 1992: 15-17).

-Faiz hadlerinin serbest hale gelmesi ve reel faiz uygulaması:

Faizlerin artmasıyla beraber birikimler yükselecek, sermaye piyasası vasıtasıyla fonlar yeni yatırımlara finansman olanağı oluşturacak ve ekonomi büyüyecekti.

1980'li yıllara gelinceye kadar az gelişmiş diğer başka ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de devlet eliyle faiz oranları düşük seviyelere indirilerek yabancı sermayenin ilgisi çekilmek istenmiş ve ülkeye yatırım yapılması amaçlanmıştır. Ancak 1970'li yıllar itibarıyla enflasyonist süreç içinde olduğundan tasarruf sahipleri büyük miktarda zararlar karşı karşıya kalmışlardır. 24 Ocak kararlarının alınmasından sonra faizler üstündeki müdahaleler kademeli bir şekilde kaldırılmış ve faizler gerçekçi bir düzeye getirilmiş ve böylece tasarrufların artırılması sağlanmıştır (Uras, 1993: 32).

-Devletin ekonomideki hakimiyetinin azaltılması:

Ekonomideki hakimiyetin azaltılması ve piyasaya direkt müdahalenin hafifletilmesi için alınan önlemlerle ekonominin serbest piyasa koşulları dahilinde çalışması ve ilerlemesi istenmişti.

-Reel ücretlerin azaltılması ve tarım ürünü fiyatlarının baskılanması:

Dünya bankası ve IMF gibi kredi kuruluşlarından finansal destek alınması karşılığında; ücretlerin kontrol edileceği geçmiş enflasyon yerine beklenen enflasyona göre düzenleneceği ve bu politikaların tarım ürünlerinde de kullanılacağı kabul edilmişti. Uygulanan bu politika sonucu reel ücretler devamlı olarak düştü ve 1988'de dibe vurdu.

1988’de genel reel ücretler on yıl öncesine göre yüzde elli beş değer kaybına uğramıştı. Yine 1988’de tarım ürünü iç ticaret hadleri on yıl öncesine göre yüzde elli düşmüştür.

-Kimi yatırım projelerinin gerçekleştirilmeme kararının alınması:

Acele sonuç göstermeyecek yatırım projelerinden vazgeçilmesiyle birlikte 1980’den sonra gerçekleşen hem kamu hem de özel kesim sanayi yatırımlarının düşmesine sebebiyet vermiştir.

2.27.2. 24 Ocak İstikrar Programının Uygulanama Evreleri ve Sonuçları 1980-1983 Dönemi

Bu dönemde işleme konan daraltıcı maliye politikaları neticesinde, kamu harcamalarında azalma söz konusudur. Toplam kamu harcamalarının GSMH’ye oranı 1980’de %33,1’den 1982 yılında %24,4’e azalarak 1983’de ise %29,1 oranında seyretmiştir (Akçair, 2011: 196).

Faiz oranlarının artmasıyla bankadaki yatırımlar da artmış, yatırımlarda pozitif faiz dönemine adım atılmıştır. Bu durumun sonucu olarak da yabancı sermaye girişi yükselmiştir. Ayrıca faizlerdeki yükselişle beraber fonlama maliyeti yükselmiş, fonlama maliyetlerindeki yükselişte çok sayıda şirketi batma sürecine sokmuştur. Devlet işsizliği azaltmak için kötü vaziyetteki şirketleri kamulaştırarak ve kamu bankalarından kredi temini için fırsat yaratarak onları bu durum içerisinden çıkarmayı başarmıştır. 1978’de 2,3 milyar dolar olan ihracat 1983’de 5,72 milyar dolar değerine ulaşmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranı 1978 ve 1979 yılındaki %45 iken %60 düzeylerine yükselmiştir. Uluslararası piyasalardan elde edilen krediler tarafından dış finansman sıkıntıları aşılmış, ülkenin dış borçlarının vade yapısı büyük çapta olumlu süreçle sonlanmış, kısa vadeli borçların toplam borçlardaki payı %13’e düşmüş ve azalan bu oran 1983 yılının bitimine kadar değişmemiştir. Cari işlemler açığı ise 1980 yılında 3,4 milyar dolardan, 1,6 milyar dolara gerilemiştir. 1980 ve 1983 dönemini kapsamak üzere toplamda 7,2 milyar dolar tutarında yeni dış borç temin edilmiştir. Yıllık olarak dış borçlanma 1980 yılında 2.517 milyar dolar, 1981 yılında 1.206 milyar dolar, 1982 yılında 1.599 milyar dolar ve 1983’te 1.862 milyar dolardır. 1980 ve devamındaki

yıllarda dış borçlanma hızlanarak süreklilik göstermiştir. Maliye politikası etrafında 1980-1983 bu dönemdeki yeniliklerden biri de KİT'lerin finansmanıdır. KİT'lerin zarar etmesini önlemek için 1980 İstikrar Programı Kararıyla KİT fiyatları serbestleştirilmiş 1984 yılından itibaren de özelleştirme yapılması istenmiştir (Kuran,2006: 35-36).

Makroekonomik göstergelerin olumlu sonuç vermesinin en önemli sebebi uygulamaya konan sıkı maliye politikalarıdır. Bu politikaların hedefi Türkiye'yi neoliberal hale getirmektir. IMF ve Dünya Bankası Türkiye'yi bir deney örneği olarak seçmiştir. Türkiye bu kurumlar tarafından düzenlenip geliştirilmeye çalışılan Yapısal Uyumlama Stratejisi'nin uygulanma bölgesi haline gelmiştir. Böylelikle Türkiye, 1970'li yılların sonunda artık uluslararası kurumlarca tamamıyla vazgeçilmeye hazırlanan kalkınma iktisadi yapısından piyasa sürecine geçişin bir çalışma alanı haline gelmiştir. Bundan böyle ithal ikameci politikaların yerine dışa açık ve ihracata dayanan politikalar yürütülmeye başlanmıştır. (Wolff, 1987: 45-51.)

Bu dönemde piyasalarda; ödemeler bilançosu açıkları azaldı, enflasyon düşmeye başladı, arz talep dengesi oluştu, döviz darboğazından çıkıldı ve dış ödemelerde rahat bir sürece girildi. Ancak tüm bu pozitif yönlü gelişmelere rağmen işsizlik arttı, GSMH büyüme oranları yükselmedi, para piyasası istikrarsızlıkları devam etti. Devletin ekonomi üzerindeki yeri azalma göstermemiştir (Şahin, 2002: 198).

2.28. 1984-1989 Dönemi

1984 yılı itibariyle IMF'nin kontrolü ve kredi alımı son bulmuştur. IMF'nin denetimini sonlandırması ekonomide üç değişikliğe sebep olmuştur. İlki; ülkenin kredi güvenilirliği artmış bu sayede dış finansman piyasalarından borçlanabilme fırsatı yakalanmıştır. Bir diğeri ise; para arzı üstündeki IMF kontrolü azaldığından para arzının genişletilmesi sağlanmıştır. Son olarak; dış kredi güvenilirliğini devam ettirebilmek için dış borç faizlerinin çoğunluğunu kendi fonlarından karşılamak ve cari işlem açıkları azaltılmak zorunda kalmıştır (Kazgan,1994: 192)

Bu dönemde borsa ve sermaye piyasasında işlem gören bütün kuruluş ve firmaları denetlemek ile görevlendirilmiş olan sermaye piyasasının yasası yenilenmiş ve İstanbul

Menkul Kıymetler Borsası kurulmuştur. Merkez Bankası da açık piyasa işlemlerine yine bu dönemde başlamıştır. 1984 itibariyle de serbestleşme faaliyetleri hızlandırılmış ve uygulamaya konmuştur. Yabancı sermaye, döviz kuru, faiz haddi ve dış ticaret politikalarında kısa zamanda kapsamlı değişiklikler meydana getirilmiştir. Büyüme artırmak ve ekonomide canlanmayı sağlayabilmek için gevşek para ve maliye politikaları uygulanmış ve bunların sonucu olarak GSMH büyümesi artarak yıllık yaklaşık %6,7 seviyesine gelmiştir. Ancak fiyat istikrarında dengesizlikler oluşmuştur.

Para piyasası ve para politikası araçlarının kullanılıp daha etkin hale getirilmesi için yapılan çalışmalar 1984 yılından sonra hızlandırılmıştır. Devlet bütçede oluşan açıklarını kapamak için Merkez Bankası rezervlerini kullanmak yerine iç borçlanma yolunu seçmiştir (Şahin,2002: 199).

Cari işlemler açığının GSMH'ye oranı 1981 ve 1983 yılları arasında yüzde 3 iken 1984 ve 1987 arasında %2,2'ye gerilemiş, ihracat ise 1983 yılında 5,7 milyardan 1987'de 10,2 milyar dolar olarak artış göstermiştir. 1985 yılına kadar enflasyonun önlemesi için çabalansa da 1986 itibariyle büyüme hızını artırmak seçilmiştir. 1988'de enflasyon oranı yüzde 68,3'e kadar çıkmıştır. Hızlı devalüasyonlar maliyetleri ve fiyatları artırdığından yeniden devalüasyona gidiliyor, bu da ekonomiyi enflasyon devalüasyon tekrarına düşürüyor. Bu dönemde ekonomide liberalizasyon etkin hale geliyor ve bununla ilişkili olarak pozitif yönlü ilerlemeler ve neticeler yaşanırken gerek yapısal gerekse ekonomik istikrarsızlıklar artmıştır (Kazgan, 1994:198).

Cumhuriyet ile birlikte devam ettirilen devlet eliyle sanayileşme süreci bu dönemde uygulanmamaya başlamıştır. Yine bu dönemde devlet sanayileşme ve ekonomik büyümede müdahaleyi terk etmiş ve tamamen özel sektöre devretmiştir (Şahin,2002:200).

Hem yapısal hem de finansal değişkenlikler 1988 ve 1989 yıllarında stagflasyona sebep oldu. Büyümenin artırılması istenirken diğer yandan enflasyonun artması, gelir bölüşümünün gitgide kötüleşmesi, Türk lirasının dış reel efektif değerinin çökmesi, kısa vadeli borçların birikmesi, para ikamesinin hızlanması, dövizin Merkez Bankası ile serbest piyasa fiyat farkının artması gibi sonuçlar doğurdu. Bu sebeplerden ötürü 4 Şubat 1988 istikrar kararları alındı (Kazgan,1994:199)

4 Şubat 1988 kararlarının alınmasındaki amaç Türk lirasına olan talebi çoğaltmak, ithalatı düşürerek ihracatı artırmak ve kamu harcamalarını azaltmaktır. Devamlı olarak değer kaybı yaşayan ve negatif faiz oranları neticesinde yatırım aracı olmaktan vazgeçilen TL'ye olan talebin artırılması hedeflenmiştir. Kredi kullanımı, artan faizler yüzünden duraksamıştır ve kamu borçlanma ihtiyacını en aza çekmek için yatırım ve transfer harcamalarında düşüş görülmüştür (Karaçor ve Atabey, 2014: 117-148). 4 Şubat kararlarıyla beraber sıkı para politikasına geçilmiştir. 1989 ve 1993 yılları arasında devam etmiş, 1994 yılında kriz ile sonuçlanan bir süreçtir. Bu sürece ve getirdiklerine bakarsak; GSMH'nin büyüme hızı yüzde 1'in altında seyrederken enflasyon yüzde 70'e yaklaşmış durumdaydı. Bunlara çözüm olarak kısa vadeli dış kaynak kullanımı gerçekleştirildi. İhracata dönük büyüme yerine sermaye ithali ile ithalata dönük büyüme tercih edildi. Ekonomi; faiz, enflasyon, döviz sarmalında kalmıştır. Ekonominin temeli olan büyüme, yapısal dönüşüm, gelir bölüşümü ve ihracatı artırma göz ardı edilmiştir (Kazgan,1994: 201).

Tablo 4

1980 ve 1989 yılları arasında çeşitli ekonomik göstergeler

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Enflasyon oranı (TEFE %)	107.2	36.8	27.0	30.5	50.3	43.2	29.6	32.0	68.3	64.0
GSMH Reel Büyüme Hızı %	-1.1	4.1	4.5	3.3	5.9	5.1	8.1	7.4	3.7	1.9
Kişi Başına GSMH (cari fiyatlarla \$)	1.570	1.598	1.412	1.299	1.238	1.356	1.487	1.668	1.693	1.979
Cari İşlemler Dengesi (milyon\$)	-3.408	-1.936	-952	-1.923	-1.493	-1.013	-1.465	-806	4.596	961
İç Borç Stoku (milyar TL)	721	991	1.341	3.173	4.634	6.972	10.514	17.218	28.458	41.934
Dış Borç Stoku (milyon \$)	16.227	17.041	17.619	18.385	20.659	25.476	32.101	40.428	40.722	41.751
İşsizlik Oranı %	8.3	7.3	7.2	7.9	7.8	7.3	8.1	8.5	8.7	8.9
İhracat (milyar \$)	2.9	4.7	5.7	5.7	7.1	7.9	7.5	10.2	11.6	11.6
İthalat (milyar \$)	7.9	8.9	8.8	9.2	10.7	11.3	11.1	14.2	14.3	15.7

Kaynak: Doğan, 2015: 216-217

1980’li yıllar itibariyle ihracatta meydana gelen bu yükselişte, döviz darboğazının aşılması, enflasyonun azalma göstermesi, devalüasyonlar ve esnek döviz kuru politikası, yurtiçi talebin küçültülmesiyle ihracata yarar veren getirinin söz konusu olması, destekleme tedbirleri, yurt içi piyasaya ilginin kaybolması, dışa açılma mecburiyeti gibi faktörler oldukça etkili olmuştur. 1980 yılında yüzde 11,6 olan işsizlik oranı, 1983’de yüzde 12,1 olarak artış göstermiştir. 1984-1989 arasında meydana gelen ekonomik büyüme, istihdamı artırmakla beraber çoğalan işgücünün tümünün istihdamını oluşturamamıştır. 1984’de ise

yüzde 11,8 olan işsizlik oranı, 1987 yılında yüzde 9,5 olarak azalma göstermiştir. 1980’li yıllarda 1988 ve 1989 haricinde cari işlemler dengesi devamlı açık vermiştir. 1980’de 3.408 milyon dolar olan cari işlemler açığı 1982 yılında 952 milyon dolar olarak azalmıştır fakat 1983 yılında 1.923 milyon dolar olarak artış göstermiştir. 1981-1983 yılları arasında cari işlemler açığının GSMH’ye oranı dış kredilerden ötürü yüksek bir düzeyde devamlılık göstermiştir. 1988 ve 1989’da cari işlemler dengesi fazla vermiş ve bu fazla 1988’de GSMH’nin yüzde 2,3’ü, 1989 yılında ise yüzde 1,2’si kadar olmuştur. Bu yıllarda, ülkenin sosyoekonomik alt yapısı ile uyum göstermeyen serbest piyasa koşullarının, uygulamada yerini monopolleşmeye ve oligopolleşmeye bırakması, faktör dolaşımında sıkıntıların olması sebebiyle kaynakların kamu kesiminden özel kesime aktarımının durdurulması gibi negatif sonuçlar ortaya çıkarmıştır (Doğan, 2015: 220-223).

1980 yılı itibariyle Türkiye’de uygulamaya konan 24 Ocak 1980 İstikrar Kararları sonucu sağlanan başarı 1988 yılı ile beraber tıkanma sürecine girmiştir. Bu süreç içerisinde finansal serbestleşme politikasına geçilmiş ve 1989 yılında 32 sayılı kanun ile uygulamaya konmuştur. Finansal serbestleşme genel anlamda hükümet politikalarınca uygulanan gelişmiş ülkelerin finansal hareketliliğini kendi ülkesine çekmek amacıyla ekonomik alanda devlet düzenlemelerinin kaldırılması ya da en az seviyeye çekilmesidir.

24 Ocak Kararları ile başlayan ekonomik serbestleşmenin devamı olan ve finansal piyasaların da serbestleşmesine zemin hazırlayan 32 sayılı karar 1989’da yürürlüğe girmiştir. Bu kararlar beraber yurtiçi piyasalar yasal sınırlama olmadan yabancı sermaye girişine açılmıştır (Ünsal, 2003: 191)

Tablo 5: 1980 yılı itibariyle ülkeye giren yabancı sermaye

	İzin Verilen Yabancı Sermaye (milyon \$)	Yabancı Sermayeli Firma Sayısı (kümülatif)	Fiili Giriş (milyon \$)
1980	97,00	78	35
1981	337,51	109	141
1982	167,00	147	103
1983	102,74	166	87
1984	271,36	235	162
1985	234,49	408	158
1986	364,00	619	170
1987	655,24	836	239
1988	820,52	1.172	488
1989	1.511,77	1.525	855

Kaynak: Doğan, 2015: 224

1989 yılı ile beraber uygulamaya konan dış finansal serbestliğin sonucu olarak başka gelişmekte olan ülkeler gibi ülkemizde de yüksek yabancı sermaye girişi görülmüştür. Bunun nedeni ise gelişmiş ülkelerde meydana gelen ekonomik konjonktür sebebiyle faiz oranlarının azalması ve buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarından yüksek olmasıdır (Kepenek ve Yenitürk, 2000: 2119).

Bu kararname ile beraber sermaye hareketleri üstündeki tüm sınırlamalar kaldırılmıştır. Fakat finansal serbestleşmenin uygulanması ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın etkin hale gelmesi mali piyasaların faaliyet alanını çeşitlendirmiş olsa bile bu süreçte finansal derinlikte kalıcı bir artış olmamıştır. Kurumsal zeminin tam olarak oluşturulamaması finansal anlamda sıkıntılara sebep olmuştur. Türkiye'de meydana gelen krizler de finansal istikrarın önemini ortaya koymuştur (Altunç, 2008: 114).

2.29. 24 Ocak 1980 İstikrar Kararlarının Genel Değerlendirilmesi

Ülkemiz 1980 yılından itibaren uygulanan iktisat politikalarının ekonomik yapıda sebep olduğu değişme düzeyi şöyledir (Kılıçbay, 1992: 273-274):

- Kamu yatırımları direkt üretken yatırımlardan üretken durumda bulunmayan alt yapı yatırımlarına yönelmiştir. Yatırımların ticaretle ilgisi olmayan sektörlerle kaymasıyla beraber üretim sanayine dönük yatırımlarda görece bir duraksamaya neden olmuştur.
- Milli gelirden ve ihracatta tarımın payı azalırken sanayinin payı artmıştır. Fakat üretim sanayinde yatırım mallarının üretim değerindeki payı istenilen seviyeye erişememiştir.
- Dış ticaret hacmi büyürken ihracatın ithalatı karşılama oranı da yükselmiştir. Fakat ihracat için sağlam bir temel oluşturulamamıştır.
- Teknolojik, büyüklük ve üretkenlik bakımından sanayileşmede bir ivme yakalanamamış ve yeni teknoloji üretimi de yetersiz kalmıştır.
- Yasal zemini tam anlamıyla oluşturulamasa da, serbest piyasa modeli kısmen kurulmuştur.
- Serbest piyasa modeli kısmen uygulanmış tam anlamda kendini gösterememiştir.
- Ekonomik rekabette istenilen ilerleme sağlanamamıştır.

İthal ikameci politikanın yerini liberalleşen ve dışa açık bir ekonomik sisteme bırakması alınan 24 Ocak kararlarıyla olmuş ve 1970 yılından bu yana yaşanan ödeme güçlüğü ve döviz dar boğazı aşılmıştır (Kazgan, 1999: 136). Alınan istikrar kararları ülke ekonomisi için liberalleşme açısından bir dönüm noktasıdır denebilir. 24 Ocak 1980 kararları itibariyle ekonomide kısmen serbestleşme sürecine girilmiş ve 1983 yılından itibaren de serbest piyasa ekonomisinin temelleri atılmıştır. Türk ekonomisinin dünya piyasasına açılarak yer alması sağlanmış ve neoliberal ekonomi politikaları hayata geçirilmiştir.

2.30. 1994 Krizi Öncesi Ekonomik Durum ve Krizin Nedenleri

1980 krizi sonrasında liberal ekonominin Türkiye’de uygulanması için köklü stratejik değişiklikler yapılmıştır. Yapılan değişiklikler ile uygulamaya konan serbest piyasa ekonomisi sayesinde dünya ile bütünleşme hedeflenmiştir. 1989’da serbestleşmeye geçilmesi ile beraber ekonomik göstergelerde meydana gelen olumsuzluklarla birlikte 1990’lı yılların ilk dönemlerinde faaliyete geçirilen kuralsız maliye politikaları 1994 ekonomik krizinin temellerinin atılmasına sebep olmuştur. Uygulamaya konan strateji ile birlikte krizlere sebep olan faktörlerin ortadan kaldırılması amaçlanmış; faiz ve TL’nin değerinin yükselmemesi sağlanmaya çalışılmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle beraber ülkeye giriş yapan yabancı sermaye Türk Lirasının değeri ve cari açığın yükselmesine sebep olmuştur. İç talepteki yükselme cari açığı daha da artırmış ve kamu kesimi harcamalarındaki yükselmeyle beraber enflasyon oranı %60–70’lere ulaşmıştır. Enflasyonun yüksek seviyelerde olması, kurların ağır bir oranda artması, yurtiçinde reel faizlerin yüksek seyretmesi fiyatlar arasındaki istikrarın bozulmasına neden olmuştur (Ertuna, 2001: 494).

1990 yılı itibariyle finansal serbestleşme politikasının uygulanması Türkiye ekonomisi için avantaj ve tehditleri beraberinde getirmiştir. Kamu finansmanı açığı ve cari işlemler açığı olmak üzere kur, faiz, enflasyon, dış ticaret, iç ve dış finansman alanlarında devamlı çeşitli düzeyde problemler ile karşı karşıya kalınmıştır. İşte böyle dönemlerde Türkiye ekonomisi bu sıkıntılı süreçleri ne zaman yönetemeyecek duruma gelmiştir o zaman döviz krizi ve ekonomik kriz ile karşılaşmıştır. Ekonomik kalkınma sıkıntıları, finansal açıklara sebebiyet verirken, finansal açıkların kontrolünün sağlanamaması öncelikle finansal krizler olmakla beraber iktisadi krizlere neden olmaktadır. 1990 yılından sonra meydana

gelen finansal krizlerde kamu kesimi finansman açığı ve cari işlemler açığı belirleyici etmenlerdir (Oktar ve Dalyancı, 2010: 12).

1989 yılında konvertibiliteye geçiş ile birlikte ülke kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin hedefi haline gelmiştir. Bunun yanında ülkedeki şirket ve bankaların yurt dışında yabancı para cinsinden borçlanmaları da kabul edilebilir duruma olduğundan gitgide kısa vadeli dış borçlar yükselmiş, banka ve firmalar döviz üstünden pozisyonlarını açık duruma getirerek riskin boyutunu genişletmişlerdir. Meydana gelen bu durumun en ciddi sıkıntısı sıcak paranın ülkeye girişi devam ettikçe kurların kendi kendine dengeye dönmemesi, sıcak paranın uzaklaşması durumunda da krizin patlak vermesidir. Böyle dönemlerde sıcak paranın yurda girişi Merkez Bankası döviz kaynaklarının da hızlı bir şekilde çoğalmasına sebebiyet vermiş, kaynakları biriktirmek için piyasaya giriş yapan para da enflasyonun artmasına neden olmuştur (Cura, 1998: 139).

1980 – 1990 yılları arasında sıcak para hareketlerini hızlanmasına neden olan politikalar 1994 yılının ilk ayları itibariyle krizi işaret etmekteydi. 1994 yılında parasal krizi etkileyen ve krizin temellerini oluşturan; makroekonomik dengelerdeki bozukluklar, finans sektöründeki sıkıntılar ve bütçe finansmanı unsurları bu krizin meydana gelmesinde rol oynamışlardır. Bunlarla beraber aynı yıllarda Körfez Savaşı'nın olması ve Avrupa Para Krizi riskli dış finansman şartlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ayrıca yine aynı dönemde kamu kesiminde ki borç yönetiminin doğru planlanmaması kamu finansmanı açığını ortaya çıkarmıştır ve tüm bu yaşananlar 1994 krizinin çıkmasının sebepleri arasındadır (Kol ve Karaçor, 2012: 384).

Kamu, Merkez Bankası tarafından iç ve dış borçlanma ile açıklarını finanse etmekteyken borçlanmayı durduramaz duruma gelmiş, gün geçtikçe büyüyen finansman gereksinimi sonucunda faiz oranları da yükselmiş; 1989 yılında 42 trilyon olan iç borçlanma 1994'de 400 trilyona ulaşmıştır (Alkinoğlu, 1999: 313).

1988-1993 yılları arasında kamu çalışanlarının maaş ve ücretlerinin büyük oranda artması sonucunda kamudaki açık süratle artmıştır. Bundan dolayı kamu kesimi yüksek oranda borçlanmış üstelik borcu borçla öder hale gelmiştir. Vergiler aracılığıyla karşılanan personel harcamaları 1998'de %36'dan 1993'de %64 düzeyinde artmış, iç borçların anapara

ve faiz ödemelerinin vergi gelirlerine oranı 1989'de %58'den 1993'de %104 oranına artış göstererek gelirlerin giderleri karşılayamadığı bir durum söz konusu olmuştur (Çetinkaya ve Altınok, 2004: 151).

Ülkeye kısa vadeli yabancı sermaye girişini sağlamak için döviz kurunun düşürülmesiyle birlikte ihracatın artışı yavaşlamış ithalatın ise artışı gitgide hızlanmıştır. 1980'li yıllar süresince 3-4 milyar dolar seviyesinde olan dış ticaret açığı, 1992'de 8,2 milyar dolara ulaşmış 1993'de ise 14,1 milyar dolar açık vermiştir. Dış ticaret açığının yükselmesiyle beraber 1989'da 41,7 milyar dolar olan toplam dış borç stoku 1993 yılında 67,4 milyar dolar olarak artış göstermiştir. Kısa vadeli dış borç stoku ise 5,7 milyar dolardan iken 18,5 milyar dolar olmuştur (Çevik, 2006: 74).

Kamunun faiz yükünü düşürmek için ekonomiye likidite sağlanmaya başlanmasıyla iç tepki; döviz talebinin hızlı bir şekilde yükselmesi olarak kendini göstermiştir. Bu nedenle ki artan likidite ve azalması umulan faiz oranları döviz talebini süratle yükseltmeye başlamıştır. Diğer taraftan artan cari açık da devalüasyon beklentilerini artırmış dolayısıyla döviz talebini artırıcı fonksiyon görmüştür. Hükümet ise dövize olan talebi artan döviz kaynaklarını satarak sınırlamanın muhtemel olması böylelikle piyasada var olan paranın İMKB'ye çevrilebileceği düşüncesiyle yola çıktılar. Bu durum iki sebepten dolayı gerçekleşmedi. İlki büyük bankaların yüksek devalüasyon beklentisi bilgisi içinde olmasıdır. İkincisi ise İMKB o zamanlarda 52 milyon dolarlık küçük ölçekte bir işlem hacmini elinde bulunduruyordu ve piyasada gezinen spekülasyon sermayeyi mas etme imkanı içerisinde değildi. Neticede Ocak 1994 yılında döviz kuru 19.000 TL / dolar Merkez Bankası kaynakları 7 milyar dolarken Nisan 1994 yılında döviz kuru 38.000 TL/ dolara yükselirken uluslararası kaynaklar 3 milyar dolara geriledi (Ekodiolog, 2021).

Türk Lirasının daha çok değer kaybetmemesi için Merkez Bankası Ocak 1994 yılı itibatıyla müdahalede bulunmadığı bankalar arası para piyasalarına müdahalede bulunarak gecelik banka faizlerini aşırı derecede artırmıştır. İki nominal çapa elde etme amacı (faiz ve kur), iki nominal çapadan da vazgeçilmesi ile sonuçlanmıştır. 1994 Nisan ayında Türk Lirasının değeri önceki aya göre yabancı paralar karşısında ortalama yüzde 14 değer kaybına uğramıştır. Bu da iç borçlanma faizlerinin artmasına sebep olmuş ve dolayısıyla krizin ekonomik anlamdaki maliyetleri de yükselmiştir (Bahçeci, 1997: 83-84).

1994 yılının başlamasıyla birlikte Nisan ayına kadar geçen zamanda Türk Lirası dolar karşısında ciddi anlamda değer kaybetti. Dolayısıyla kurlarda yükseliş yaşandı ve Merkez Bankası da bu durumun önüne geçebilmek için yüksek miktarda döviz satarak döviz kaynaklarının yarısından daha fazlasını kaybetmiş oldu. Yüzde 70'ler seviyesinde olan gecelik faiz yüzde 700'lere çıkmıştır. Hazine 1993 yılının ilk altı ayında kamu açığını finanse etmek için borçlanmada sıkıntıya düşmemiş ancak 1993'ün son aylarına doğru borçlanmama görülmüş. Yani teknik anlamda 'borçlanma piyasası kurudu' şeklinde tabir edilmiştir (Özatay, 2014: 68-69).

Yurtdışından yabancı para türünden borçlanan bankalar bunu düşük kurdan Türk Lirasına döndürerek devlet tahvili hazine bonosu satın alınması ile devlete borç para verip artan düzeyde kazanım sağladılar. Kredilerin süresi bittiğindeyse ellerinde bulunan Türk Liralarnı düşük kurdan Merkez Bankasına dolara çevirtip daha da yüksek miktarda dolar kazanımı sağladılar. Dolayısıyla hem yerli hem de yabancı taraftan spekülâtif saldırılar sonucunda döviz kaynakları eridi ve bunun üzerine Merkez Bankası devalüasyon kararı aldı. 1994'ün Ocak ayında yüzde 17 gibi bir devalüasyon yapmak zorunda kaldı (Kınaytürk, 2006: 44-45).

1989 – 1993 aralığında gerçekleştirilen politikaların tam olarak yerine getirilemediği anlaşılmıştır. Bu yıllar arasında enflasyon yüzde 60 - 70 seviyelerine yükselmiş, ihracatın yükselmesi beklenirken ithalatın yükseldiği görülmüştür. İhracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 50 seviyesinin altına inmiştir. O dönemin koşulları ortaya çıkan duruma zemin hazırlamıştır. Dönemin dış faktörlerine bakacak olursak ilki Körfez Krizi / Savaşı ve Irak Ambargosunun Türkiye ekonomisindeki etkileridir. İkinci ise 1990'lar itibariyle serbestleşmeye başlayan siyasal ortamda işçi ücretleri, memur maaşları ve tarım desteklemeleri süratle yükselmiştir. İşte bu durumda enflasyonu tetiklemiş, maliyetlerin artışı dolayısıyla ihracatta negatif yönde etkilenmiştir. Bu gelişmelerin finansmanı da devlet tarafından karşılanmıştır. Bu yüzden ötürü kamu borçlanması da yükselmiştir. Ayrıca Türk Lirasının yabancı paralar karşısında kıymetlenmesi ve devalüasyon oranından alt seviyede tutulmasına ile beraber cari işlemler açığı yükselmiştir. Cari işlemler açığının artmasının sebebi ise sermaye girişlerinin serbest hale getirilmesiydi (Yay, 2002: 5-6).

Krizе sebep olan rakamların olumsuz yönde ilerlemesi ve dolayısıyla ekonominin de bundan negatif etkilenmesi 14 Ocak 1994 günü uluslararası kredi derecelendirme kurumlarının kredi derecelendirme notunu düşürmüştür. Bu durum da piyasalardan paranın çekilmesine neden olmuş, kur aşırı seviyede yükselmiş ve ekonomik kriz meydana gelmiştir. Ülkede döviz talebi yükselmiş, Merkez Bankası uzun bir süre döviz piyasasına müdahale etmemeyi tercih etmiştir. Faiz yükseltme politikası uygulanmış, likidite bu araçlarla yönetilmeye başlanmıştır. Uygulanan politikalar sonucu kamu borçlanma faizleri yüzde yüzün üzerine çıkmış, kaybedilen zamandan ötürü de ekonominin daha kötü duruma gelmesi üzerine 26 Ocak 1994 günü siyasal otorite tarafından dövize müdahale edilmiş ve kur ayarlanması sağlanmış döviz fiyatları yüzde 12,6 oranında artırılmıştır (Hatipoğlu ve Aysan, 1994:51).

1994 krizi zorlayıcı geçmiş ancak bir o kadar da kısa sürmüştür. 1992 ve 1993'ün yaz aylarından itibaren Avrupa'daki para piyasalarında karmaşa ve diğer ülkelerdeki devalüasyonlar ile yeniden sıcak parayı çekme politikası gündeme gelmiştir. Bu iki durum sonuç olarak Türkiye'nin dış piyasalardaki rekabet gücünü yitirmekte olduğu beklentisini doğurmuştur. Türk Lirasının devalüe edilmesi beklentisinin de etkisiyle cari işlemler bilançosu açıklarının 1993 sonu itibarıyla 6,5 milyar dolarlık değer görülmüştür. Ayrıca bu duruma hükümetin faiz haddini düşürme politikası dahil olmuştur. Devalüasyon beklentisinin harekete geçirdiği 4.2 milyar dolarlık sermayenin ülkeden çıkışı Türkiye'nin para piyasasını ve borsasını harap etmiştir denebilir (Oktar ve Dalyancı, 2010: 13).

1994 krizinin asıl sebebi bütçe açıklarıdır. Yurtiçinde tasarrufların yeteri kadar yapılamamasından dolayı bütçe açıkları meydana gelmiş, finansal serbestleşmenin neticesinde sermaye hareketleriyle ortadan kaldırılmıştır. Bu politika hem sermaye hareketlerinin girişini daha hızlı hale getirmiş; öte yandan da piyasa aktörlerinin uygulamaya konan politikaların güvenilirliği üzerindeki şüpheleri finansal krizin oluşmasına zemin hazırlamıştır. 1994 krizinin ortaya çıkmasında sonuç olarak ikiz açık denen bütçe açıkları ve dış açıkların etkisi çok fazladır (Işık vd., 2004: 51).

Para ikame olgusu; halkın portföyünde yabancı ve yerli para bulundurmasıdır. Ülkede döviz tutmanın serbestleştirilmesinin ardından para ikamesi kavramı gündeme

gelmiştir. Döviz ve sermaye piyasalarında serbestleşme çalışmaları hız kazanmıştır (Ertürk, 1991: 36).

Borç yönetim politikasının uygulanması; bu dönemde ihracatı teşvik etmek ve bunun içinde ihracata yönelik sanayileşmeye destek vermek ve daha güçlü özel sektör için gelir vergisi kaldırılmış, kurumlar vergisi ise türlü sebeplerle azaltılmıştır. Vergi geliri kayıpları hem yurtiçi hem yurtdışı piyasalardan sağlanmıştır. Aynı dönemde borç yönetimine fazlasıyla yer verilmiştir. Hazine bonosu ve devlet tahvili gibi türlü finansal kullanımların artan gelir edinimi sağlaması yabancı fonların ülkeye girişini sağlamıştır.

Aşırı değerlenmiş TL politikasının benimsenmesi; ülkemizde 1989 yılından sonra kamu otoriteleri döviz karşısında değer kaybını önlemek için enflasyon oranının aşağısında kalmasını sağlayarak yeni bir iktisat politikası kullanılmaya başlanmıştır. 1991 yılı sonrasında kamu iç borçlanma faiz oranları aşırı artarak yüzde 90'lara çıkmıştır. Ülkede faiz oranlarının artması sebebiyle ülke içindeki hazine bono ve tahvillerine yatırım artmıştır. Yine aynı yıl sonrasında Türk Lirasındaki değer kaybı enflasyon oranına yakın hale gelince kısa vadeli dış borçlar için faizin çekiciliği kaybolmuş ve yurt dışından gelen fon kaynakları ise azalma eğilimine girmiştir (Parasız, 1994: 15).

İç borçların yükselmesi; 5 Nisan'da alınan önlemlerin içeriğinde kamu gelirlerini genişletici köklü önlemlerin olmayışı kamu finansman gereğinin borçlanma yoluyla kapatılmasına sebebiyet vermiş ve kamunun borç yükü büyümüştür.

1994'e kadar kamu borçlanmasında çok hızlı bir yükseliş yaşanmış, artan faiz oranları sebebiyle iç borç stokunda sıkıntı oluşmuştur. Halkın ve bankaların yurtdışından borçlanabilme olanağı sonucunda yabancı borçlar yükselişe geçmiştir. Böylece hükümet yükselen kamu harcamalarının enflasyona sebebiyet vermeden finanse etme ve bu harcamaları sürdürme şansını yakalamıştır (Parasız, 1994: 123).

Uluslararası piyasaların etkileri; Çin, Meksika, Arjantin ve Türkiye gibi ülkelerin 1988 yılında Wall Street'te meydana gelen kriz sonrasında, bu piyasaların kısa vadeli borçlarının olması ve bu borçlarının yükünden ötürü etkilenmişlerdir. Sermayenin yüksek faiz ve değerli kuru izlemesi piyasada oluşan minik bir harekette kaçması, sermaye

piyasalarını tehlikeli veya güvenli olarak ayırma uğratmıştır. 1990 yılına kadar süren sermaye hareketleri, zamanla ülkeler arasında çok sayıda krizin meydana gelmesine sebep olmuştur (IMF, 1996: 32).

1989' da İran-Irak Savaşı'nın ardından Türkiye'nin önemli pazarlarından birini kaybetme noktasına gelmiştir. Ayrıca 1990'daki Körfez Krizi ve Irak'a gelen engelleme ticaret etkilenmiş, devamında ise 20,30 milyar dolarlık bir zararı karşılama zorunluluğuyla karşılaşmıştır (Kazgan, 1994: 23).

İşte meydana gelen bu durumlar ile beraber döviz kaynakları azalmış, ekonomik şartların müsait olmaması sebebiyle dış borçlanma yapılamamış bu sebeple hazine açıkları Merkez Bankası rezervlerinden karşılanmaya çalışılmış ve kamuya kullanılan krediler önemli ölçüde oranda artmıştır. Oluşan tüm bu durumlar sonucu ülke kriz noktasına gelmiş ve ekonomide yeniden canlanma sağlamak için bir istikrar programının faaliyete geçirilmesi sağlanmıştır (Çapraz, 2001:175).

Tablo 6

1990-1994 yılları arasında çeşitli ekonomik göstergeler

	1990	1991	1992	1993	1994
İhracat (%)	11.5	4.9	8.2	4.3	18.0
İthalat (%)	41.2	-5.6	8.7	28.7	-20.9
GSMH (%)	9.4	0.3	6.4	8.1	-6.1
Kişi Başına Düşen GSMH (\$)	1.760,0	1.732,0	1.808,0	1.919,0	1.769,0
Enflasyon Oranı (%)	50.0	52.6	67.1	55.2	120.5
İşsizlik Oranı (%)	8.0	8.0	9.0	9.0	9.0
Cari İşlemler Dengesi/GSMH (%)	-1.7	0.2	-0.6	-3.5	2.0
Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)	-9555	-7340	-8190	-14160	-4216
Yabancı Sermaye (Milyon \$)	684.0	810.0	844.0	636.0	608.0
Dış Borç (Milyon \$)	49.035,0	50.489,0	55.592,0	67.356,0	65.601,0
İç Borç Stoku	57.201	97.668	194.257	357.367	799.329
Dış Borç Stoku	14.078	13.986	13.950	14.519	17.731
İnterbank Gecelik Faiz Oranı (%)	62,72	59,87	67,77	69,93	92,05

Kaynak: TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı Yıllık Veriler, 2021, Meral, 2011: 174, Sönmezay, 2007: 56, Durmuş, 2011: 126

1993 itibariyle makroekonomik dengelerdeki sıkıntı çok ciddi durumlara gelmiş enflasyon artışı yüksek olanın dışında yükselme eğilimi göstermiştir, üretim artışı zoraki devam etmiştir. (Durmuş, 2011:126).

2.31. 5 Nisan Kararları

1994 krizi sonrası hükümet bir süre müdahale etmemiş ve ardından 5 Nisan 1994 yılında istikrar programını yayımlamıştır. Bu programla birlikte amaçlanan; ekonominin dengeye ulaştırılması ve istikrarın devamlılığının sağlanması için yapısal reformlar oluşturulmasıdır. Sağlanan dengenin kalıcı hale gelmesi, süreklilik kazanabilmesi için büyüme ortamının sağlanması, kamunun rolünün tekrardan oluşturulması ve kamunun bu anlamda yeniden teşkilatlanması sağlanmalıdır (Alparlan ve Erdönmez, 2000: 59).

1994 krizinin ardından uygulamaya konulan 5 Nisan 1994 İstikrar Programı, IMF'den destek almış bir tedbir programıdır. IMF ile stand-by anlaşması da yine bu dönemde yapılmıştır. Bu anlaşma ile beraber 742 milyon dolarlık kredinin beş taksit şeklinde kullanılması sağlanmıştır. IMF desteğinin sürekliliğinin sağlanması için ortaya konulan performans kriterlerinin içinde bütçe ve kamu açıklarının en aza indirilmesi ilk sırada yerini almıştır (Toprak, 1996:156-157).

5 Nisan kararlarının asıl hedefi kısa vadede altüst olan dış dengeyi ve döviz piyasalarını tekrardan istikrara ulaştırmaktır. Bu kararların temelinde; orta vadede mali piyasaların dengesini sağlamak, dengesizliğin asıl sebebi olan kamu açıklarını düşürmek, uzun vadedeyse sürdürülebilir bir büyüme oluşturmaktır (Karaçor ve Alptekin, 2006: 311).

Tablo 7

5 Nisan kararları sonrası 1995-998 yılları arasındaki Türkiye'deki çeşitli ekonomik göstergeler

	1995	1996	1997	1998
İhracat (%)	19,5	7,3	13,1	2,7
İthalat (%)	53,3	22,2	11,3	-5,4
Enflasyon Oranı (%)	88,0	71,6	78,4	68,8
İşsizlik Oranı (%)	8,0	7,0	7,0	7,0
GSMH (%)	8,0	7,1	8,3	3,9
Kişi Başı Düşen GSMH (\$)	1.875	1.972	2.097	2.140
Cari İşlemler Dengesi/GSMH (%)	-1,4	-1,3	-1,4	1,0
Yabancı Sermaye (Milyon \$)	885	722	805	940
Dış Borç (Milyon \$)	73.278	24.966	27.138	29.499
İnterbank Gecelik Faiz Oranı (%)	106,31	74,33	77,93	79,00
İç Borç Stoku	1.361.026	3.149.004	6.283.446	11.612.906

Kaynak: TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı Yıllık Veriler, 2021, Sönmezay, 2007: 96.

Krizin devamında iç borç stoku yükselmiştir. 1994 krizinden önce yaşanan tablonun bir benzeri şeklinde krizden sonrada devamlılık göstermiştir. Kararlar sonrasında da GSMH’da azalma sürmüştür. Bilhassa 1997 Asya Krizi ve 1998 Rusya Krizi’nin de tesiriyle uluslararası sermayenin gelişmekte olan piyasalardan ayrılmasıyla 1998’de GSMH yüzde 3,9 oranına azalmıştır. Enflasyon da oldukça artmış düzeylerde ve işsizlik ise yüzde 7’dir. (Sönmezay, 2007: 95).

5 Nisan istikrar programının amaçları şu şekildedir (Kaya, 2013: 18-19):

- Ek vergi sağlanarak kamu gelirlerinin yükseltilmesi ve ücret yükselişlerinin enflasyonun aşağısında bırakılması gibi türlü durumlarda bütçe sınırlamaları yapılarak kamu harcamalarının azaltılması, bütçe açığının ve kamu kesiminin borçlanma gereğini azaltılması.
- Türk Lirasının dolara karşı değer kazanmasını önlenmek ve bu şekilde dış ticaret açıklarının kontrolünün sağlanması.
- Hazine borçlanmasını cazip duruma getirmek için en başta enflasyonun fazlasıyla üzerinde bir faizle kâğıt satılması ve zamanla bu faizin azaltılması.
- Enflasyonun aşağı çekilmesi, Türk lirasında istikrar sağlanması, ihracat yükselişine hız kazandırılması, ekonomik ve sosyal kalkınmanın gerçekleştirilmesi, sosyal istikrarın da sağlanarak sürdürülebilir bir zeminin meydana gelmesi.
- Ekonominin hızla istikrara ulaştırılması ve istikrarın devamlılığını sağlayacak yapısal reformların hazırlanması.
- Gelirlerin, ekonominin rekabet gücü göz önüne alınarak verimli istihdama destek veren bir yapıya kavuşturulması.
- Dengelerin kalıcı hale gelmesi, devamlılığı sağlanan bir büyüme ivmesinin kazandırılması, kamunun ekonomideki rolünün tekrardan açıklanması ve istihdamı destekleyen bir yapıda geliştirilmesi.
- 5 Nisan kararlar iki bölümden meydana gelmektedir. İlk bölüm konjonktürel kararları kapsamaktadır. Döviz kuru, ücret politikaları, fiyat politikaları, Merkez Bankası ve bankacılık sektörü, sermaye piyasası ile kamu sektörüne dönük tedbirler, tarımsal destekleme politikaları, toplumsal mali dayanışma ve yeni vergilerle alakalı bulunmaktadır. Kamu sektörüne ilişkin tedbirler kamu sektörü, kamu sektörü borçlanma gereği ve finansmanına yöneliktir. Yapısal düzenlemeler kısmında ise özelleştirme, KİT’lerin daha iyi hale getirilmesi, kamu sektöründe istihdamın

rasyonalizasyonu, yerel yönetimlere dair idari ve finansal düzenlemeler ile sosyal güvenlik kurumları ile ilgili yenilikler oluşturulmuştur (Yeldan, 2001: 44).

5 Nisan kararları ve sonrasında faaliyete geçirilen başlıca önlemler daha detaylı bir şekilde aşağıdaki gibi açıklanabilir: (Parasız, 1995: 174-186; Karakayalı, 2003: 191-198; Apak ve Aytaç, 2009: 111-116)

Kamu Gelirlerini Genişletici ve KİT'ler ile İlgili Düzenlemeler: Vergilerini ödemeyenlerin vergilerini ödeme zorunluluğu getirilmiştir. 5 Nisan itibariyle vergi denetimleri kamuoyunun yakından takip edeceği biçimde yaygınlaştırılması sağlanmıştır.

Kamu maliyesi ile alakalı kararların temel özelliği kamu gelirlerinin yükseltilmesi ve giderlerinin düşürülmesi şeklindedir. Bu doğrultuda vergi kontrollerinin sıklaştırılması ve vergilerini vermeyenlerin vergi ödemesi ve herkese bir vergi numarası verilmesi kararı alınmıştır. KİT'lerin ve belediyelerin hazineye olan borçlarının ödenmesi ve bunlarla ilgili düzenlemelerin oluşturulması kararlaştırılmıştır. KİT fiyatlarının, döviz kuru ve piyasa koşullarına göre sil baştan saptanması sağlanmıştır. Ayrıca KİT zamlarından sağlanan getirilerin belirli kısmının hazineye devredilmiştir (Fırat,2006:172)

Kamu Harcamalarının Düşürülmesi ile İlgili Önlemler: Devlet bütçesinde bütün harcamaları içine alacak biçimde sıkı tasarruf önlemleri alınmıştır. Özellikle cari harcamalarda küçültülme söz konusudur. Kamu hizmetlerinin gerçekleştirilebilmesi için gereken mal ve hizmet alımlarında tasarruf uygulanmıştır. Kamu yatırım projelerinin geciktirilmesi ve alt yapı projelerinin yap-işlet-devret şeklinde gerçekleştirilmesi sağlanmıştır. Alınan kararlar doğrultusunda 1994'de memur maaş artımı, var olan bütçe ödenekleriyle kısıtlı hale getirilecektir. KİT'lerdeki sözleşmeli personel ücretlerinin aynı statüdeki memur maaşlarından daha fazla olması üzerine ücret dengesizliğinin giderilmesi kararlaştırılmıştır. Kamuda personel alımı durdurulmuştur. Kesinlikle açıktan atama olmayacak, yeni kadro ve sözleşmeliler dâhil olmak üzere personel gereksinimi kurumlar arası nakil şeklinde gerçekleştirilecektir.

İhracatın Yükseltilmesi ile İlgili Önlemler: 5 Nisan kararlarına uyarınca ihracat öncelikli olmak üzere, turizm, dış müteahhitlik ve getiri temin eden bütün hizmetler

ekonomimizi ileriye götüren faktörlerdir. Yurtiçi talep yurtdışı talebin yükseltilmesi ile istikrarı sağlanacak bu şekilde istihdam ve döviz gelirleri artmış olacaktır. İhracatımız için ciddi anlamda önemli olan Türk Eximbank kredi ve sigorta yatırımlarının 1994 yılında kapsamı büyütülerek faaliyetleri sürdürülecek; Eximbank'a ek 1 milyar dolar verilecektir. AB ile yapılacak gümrük birliği çerçevesinde AB ve diğer dış piyasada rekabet gücü olan sektörlerde üretimin desteklenmesi bu açıdan önemlidir.

İstikrar programının faaliyete geçmesi ile yeni koşullar ortamında döviz kurunun istenilen enflasyon oranıyla beraber ilerlemesini sağlayan bir kur politikası uygulanacak, spekülasyon davranışlarına yer verilmeyecektir (Parasız, 2002:397).

Tarımsal Destekleme Politikaları: Tarımsal destekleme ile ilgili; hedef gruba direkt ödeme sağlanması ve kredi kolaylıkları oluşturmak gibi fiyat desteği haricindeki konuların üzerinde durulacaktır.

Artışa geçen kamu açıklarının Merkez Bankası ve finansal piyasalar üstündeki etkisi para politikalarının aktif bir biçimde kullanımını sıkıntıya sokmuştur. İstikrar programı sayesinde kamu açıkları azalmış, Merkez Bankası'nın parasal büyüklükler üstündeki denetimi artmış ve mali piyasalarda istikrar kalıcı bir hal almıştır. Kamu kuruluşlarının ve hazinenin Merkez Bankasından kredi alımlarına kısıtlama konarak Merkez Bankası özerk bir hal alacaktır.

2.31.1. 5 Nisan İstikrar Kararları Uygulama Sonuçları

Kamuda meydana gelen yapısal sorunlar neticesinde 5 Nisan kararları öncesinde bir kriz yaşanmıştır. Ekonomide dengelerin sağlanması için 5 Nisan kararları alındı. Bu kararlar ile genel anlamda yapılmak istenen artan kamu açıklarını düşürmek, ihracatı artırıp Türk Lirasına istikrar sağlamaktı ve büyümenin sürdürülebilir hale gelmesi amaçlanmıştı.

5 Nisan Kararlarının karma tedbirlerden meydana gelen bir istikrar paketidir. Alınan kararlarda döviz kuru çapa olarak kabul edilmiştir. Bunun sebebi ise halkın döviz kurundaki ciddi bir artışı ve hareketlenmeyi enflasyonun göstergesi olarak algılamasıdır. Kararların faaliyete geçirilmesiyle birlikte ekonominin gidişatı kısmen de olsa iyi yöne kaymış ve

ekonomide birtakım pozitif yönlü gelişmeler söz konusu olmuştur; TL talep artışı ile beraber dengeye girmiştir. Hazine ise iç borçlanma yolunu seçerek açıklarını kapatmış, iç borç faizleri azalmış, para piyasaları tekrardan kullanılabilir duruma gelmiştir. Yapılan zamlar neticesinde KİT'lerin mali yapıları düzene girmiştir. MB döviz rezervleri yükselmiş, kamu harcamalarındaki tasarruflar ve konulan ek vergilerin sonucu olarak KKBG'nin GSMH'ye oranı 1993'de %11.7'den 1994 yılında %7.9' a düşmüştür. Diğer yandan OECD ülkelerinin Türk ekonomisi ile ilgili görüşü iyimser bir hal almıştır. Böylelikle dış kredilerle ilgili olumlu sonuçlar ortaya çıkmıştır. Ayrıca 1994'de 5.4 milyar dolar anapara 3.9 milyar dolar dış borç ödemesi yapılmıştır (Karakayalı, 2003: 197; Karluk, 2005: 416).

Kararların uygulanması neticesinde 1994 yılında dış ticaret açıkları önceki yıla göre %36,6 oranında düşüş göstermiş, ihracat ise %18'lik bir yükseliş yaşamış, ithalatta bir önceki yıla göre % 21 düşerek 23.270 milyar dolar olarak kayıtlara geçmiştir. 1994 yılında Türk Lirası 1993 yılına göre dolar karşısında % 165,7 oranında değer kaybı yaşamıştır. İhracatın GSMH'ye oranı %8,4 iken %13,8 olarak artış göstermiştir. Konsolide bütçe açığının GSMH'ye oranı % 6,63 iken %3,91'e gerilemiştir.1994 yılındaki kısmi olumlu gelişmelere karşı, 1994'den sonraki ilerleyen yıllarda bu gelişmeler sürdürülememiştir (Uysal, 2004: 92).

5 Nisan kararlarının hedeflerinden biri de enflasyonist baskıyı ortadan kaldırarak ekonomik istikrarı sağlamaktır. Ancak kararların bu hedefi gerçekleştirebildiğini söylemek imkansızdır. 1994'de enflasyon tarihin en yüksek değerlerini gördü. TEFE ile %149,6, TÜFE'de ise %125, 5 şeklinde yükselmiştir. TÜFE'deki yükseliş 1995 ve 1996 yılında %80'lere çıkmıştır. Sonuç olarak 1994 yılında alınan kararların ardından devamındaki yıllarda da ekonomide fiyat istikrarı oluşturulamadı, halk ortalama %70-80 arasında bir enflasyon ile yaşamaya alıştı (Şahin,2006:238).

Para politikasının tek başına faaliyette bulunması, hazinenin Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanmaya devam etmesi, Merkez Bankasının bankalara dönük kredilerinin yükselmesi, kısa sürede artan faizli hazine kâğıtlarını alarak hazineye borç verilmesi gevşek para politikasının olduğunu göstermektedir. Bu kararlarla sadece maliye politikasının uygulamada olması söz konusudur. Piyasadaki para bolluğunun önüne geçilmeye çalışılmıştır. Programın faaliyete geçmesiyle konsolidasyona gidilerek Merkez

Bankasının borç yükü düşürülmüştür. Politika sonucu kısa süreli başarı sağlansa da uzun vadede başarılı sonuçlara ulaşılamamıştır. Ekonomideki bu belirsizlikler gelecekteki krizlerin habercisi olmuştur (Kaya, 2013: 19-20).

5 Nisan Kararlarının istenilen amaçların elde edilmesine ilişkin kısmi başarısına karşı, ekonomide istikrara ulaşılamadığı ve yapısal değişikliği meydana getiremediği için başarılı olarak değerlendirilmesinin mümkün olmadığı görülmektedir. Alınan kararlar sonucunda işçi ve memur maaşları az oranda zam görmüş ve gelir dağılımındaki sabit gelirliler aleyhinde olan durumu daha da kötü hale getirmiştir. Bankalar mevduat faizlerini, hazine bono faizlerindeki yükselişe bağlı olarak arttırdıkları için rantiyeye kesiminin gelirleri yükselmiştir. Reel faizlerdeki artış sanayicileri imalat sanayine yatırım yapmayı devlet tahvili almaya yöneltmiştir. 1995-1997 yılları arasında 500 büyük sanayinin faaliyet dışındaki kazançları %50'yi geçmiştir. Çalışan kesim zamlar ile beraber derhal yükün altına girmişler, ticaret ve sanayiciler ise yükü ek vergileri ödedikten sonra anlamışlardır. 1987 yılı gelir dağılımı verilerinde nüfusun en alt gelir seviyesindeki %20'lik kısmın milli gelirden elde ettikleri pay %5.2 iken 1994'de %4.9 olarak azalma göstermiştir, 1987 yılında en üst gelir seviyesindeki %20'lik kısmın milli gelirden elde ettiği pay %49.9 iken 1994'de %54.9 olarak artış göstermiştir (Başol, 2001: 120).

İstikrar programının uygulamaya konmasıyla beraber, iç talepte meydana gelen daralmaya sebebiyle bazı sektörlerde aşırı stok artışları ortaya çıkmıştır. Bu sektörlerde üretim ve kapasite kullanım oranlarının önemli derecede azalması sonucunda 1994'ün ilk çeyreğinde %6 oranında yükselen imalat sanayi üretimi, aynı yılın ikinci çeyreğinde %12 oranında ve yıl sonunda %8'lik gerileme meydana gelmiştir. Üretimdeki bu düşme milli gelire de yansımıştır. 1993'deki %8,1'lik büyümenin karşısında, 1994'de ekonomi 6.1'lik bir daralma yaşamıştır (Çevik,2006: 69).

Uygulanan istikrar programının başarılı olabilmesi için ilk şart programın halkın çoğunluğunca desteklenmesi gerekmektedir. İstikrar programı doğrultusunda ulaşılmak istenen hedefler doğru bir şekilde belirlenmelidir. Bu çerçevede para arzı belli bir düzeyde tutulmalı, Merkez Bankasına özerklik sağlanmalı ve para arzı devletten ayrı olacak şekilde düşük ve sabit bir seviyede yükseltilmelidir. Ancak 5 Nisan Kararlarında bu şartların yerine getirildiğini söylemek güçtür. Kararların alınmasında gecikme yaşanmış bu da

spekülasyonlara neden olmuştur. Programının dahilinde olan tasarruf önlemleri yerine getirilmemiştir. Özelleştirme, tarım ve vergi reformu hususunda istenilen yol kat edilememiştir.

Sosyal tesislerin satımı yapılamamış, sosyal güvenlik sisteminde gerçekleştirilmesi gereken reformlar yerine getirilememiştir. İstenilen kamu kesimi gelir-gider dengesi sağlanamamış, kamu kesiminde tasarruf önlemleri de alınamamıştır. 1994'de ekonomideki büyüme % 4 gerilemiş, sanayi üretimi % 8,1 düşmüştür. Bu dönemde çalışma hayatında olanların % 7'si işsiz duruma düşmüştür (Özguven, 2001: 60; Şahin, 2002: 235-239).

Bu kararlarının en kritik neticelerinden biri de ülkemizin tekrardan IMF'ye muhtaç hale düşmesidir. Ülkede 1985 yılının ardından IMF olmadan ekonominin devamlılığını sağlarken, 1994 yılı itibariyle tekrardan IMF ile bir destekleme programı oluşturmak zorunda kalmıştır. Alınan bütün tedbirler dövize talebi durduramamış, bankacılık sektörünün durumu kötüye sürüklenmiş, faizleri azaltmaya çalışan hükümet cumhuriyet tarihinin vermek zorunda kalmadığı faizlerle borç alma durumuna düşmüştür. Hükümet üç ay vadeli hazine bonolarını dönemsel net getirisi % 50 olacak biçimde ihraç etmek durumunda kalmıştır (Karluk, 2005: 417).

5 Nisan İstikrar kararları, istenilen hedeflere ulaşmak açısından eksik bir uygulama ile gerçekleştirilmiş olup, kamuoyu güvenirliliğini kaybeden bir siyasal iktidar tarafından, kurumsal düzenlemeler yapılmaksızın ve ayrıca var olan düzenin de bozulmasıyla beraber uygulanmaya çalışılmış kararlardır. 5 Nisan 1994 yılında uygulanmaya başlanan önlemler ile beraber, ekonomide tam anlamıyla bir stagflasyon meydana gelmiştir (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, 1995: 9-10).

Stagflasyon durumunun oluşmasıyla birlikte enflasyon ve işsizlik oranı artmıştır. Bu durum sonucunda ekonomide yer alan bütün sektörler olumsuz yönde etkilenmiştir. Durgunluk ve işsizlikle kendini gösteren sürecin etkisi halkın refah düzeyinde oluşan olumsuzluklarla beraber daha açıkça görülmeye başlanmıştır. Yine bu dönemde faiz oranları üç haneli rakamları görmüş ve bankacılık sektöründe bir krizin oluşmaması için devlet, banka mevduatlarını yüzde yüz güvence altına almak zorunluluğunu hissetmiş ve bunu uygulamıştır. Uygulamaya konan istikrar kararlarıyla hedeflenenlerden biri de fiyat

istikrarının oluşturulmasıydı. Bu hedefte gerçekleştirilememiş, insanlar yüksek enflasyonla yaşamak zorunda bırakılmıştır. 1994 krizi cumhuriyetin ilan edilmesinden 1994 yılına kadar geçen süreçte Türkiye'nin gördüğü en büyük krizdir (Kazgan, 2008: 20).

1990 yılından sonra devlet ekonomiye yön verme fonksiyonunu büyük ölçüde kaybetmiş ve tümünden bir yenilenmeyle makroekonomik dengeyi tekrardan sağlamak yerine ekonominin bazı önceliklerini direkt kısa vadeli dış sermaye girişlerinin cazip hale gelmesine dayandırarak kısa süreli ve yapay büyüme kazançları üstüne kurmayı seçmiştir. Yapılan bu seçim ekonomiyi tümünden konjonktürel ve dışsal olgulara bağlı hale sokmuş ve ekonominin kısa çevrimli, mini büyüme -kriz -istikrar çıkmazına girmesine sebep olmuştur. Bu durumda kamu kesimi borç servisi yükü devam ettirilemez duruma gelmiş kamu kesimi birikim oluşturamaz duruma sürüklenmiştir (Yeldan, 2003: 159–160).

Krizin yavaş yavaş tüm dünyada etkisini gösterdiği ve Türkiye'ye de ulaşmasıyla hükümet enflasyonu denetleme programı oluşturdu, 1998'de uygulamaya konan bu program sonrasında yılın ortasında IMF ile yakın izleme anlaşması gerçekleşti. Program ile gerçekleştirilmek istenen maliye politikaları ve doğrudan para arzının kontrol edilmesiyle 1998'de beklenen enflasyonun yüzde elli olacağı amacı ile yürürlüğe girdi. Yılın başı itibariyle kararlı uygulama ile yılın fiyat yükselişleri 1997 yılının çok az altına düşmüştü (Kazgan, 2005: 234).

1999 yılının sonu itibariye ekonomide tümünden bir yenilenme süreci amaçlanmıştır.9 Aralık 1999'da IMF'ye sunulan niyet mektubu ekonomideki yenilenme için atılan ilk adımdır. Bu adım enflasyonu düşürme amaçlı birtakım yapısal dönüşümü içinde barındıran bir niyet mektubudur ve 2000'li yıllar itibariyle Türkiye ekonomisinin büyüme ve birikim açısından gelecekle ilgili durumunu oluşturmaktadır.

2.32. 2000-2002 Stand-by Programı

Enflasyonu belli değerler arasında tutabilmek ve makroekonomik istikrarı kararlı bir yola sokmak amacıyla 1999 senesinin ortasında IMF ile toplantılar gerçekleştirilmiş ve devam eden Yakın İzleme Anlaşması ile mali parasal yardım içeren bir stand by anlaşması

yapılması kararlaştırılmış ve ana tasarının 2000-2002 seneleri arasında hayata geçirilmesi kararlaştırılmıştır.

Bu dönemdeki Stand-by Anlaşması'nın asıl hedefi aşağıdaki şekilde oluşmuştur (Doğan, 2015 s:300):

- Tüketici enflasyonunu 2000 yılı bitiminde %25'e, 2001 yılı bitiminde %12'ye ve 2002 yılında %7'ye düşürmek.
- Reel faiz oranlarını uygun seviyelere indirmek.
- Ekonominin büyüme gücünü yükseltmek.
- Ekonomideki rezervlerin kullanılabilir ve adaletli dağılımını sağlamak.

2.33. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı

Asıl hedefi 2002 yılından itibaren enflasyonu tek haneli rakama indirmektir. İstenen amaca ulaşmak için döviz kurunun çapa olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Öncelikle döviz kurunun dalgalanma oranını dikkate alarak mali dengeye kadar pek çok boyutta amaçlar oluşturulmuştur. Programın en kıymetli özelliği ise amaçların zamanları ile beraber daha evvel açıklanması ve açıklanan amaçların uygulanmasının IMF için performans ölçütü şeklinde kullandırılmasıydı. Böylelikle ekonomide pek çok durum daha önceden tespit edilecek ve belirsizlik durumu olmayacaktı. IMF ile sağlanan stand-by anlaşmasında finansal olarak desteklenilmesi kararı alınmıştır. Üç ay ara ile faydalandırılmak adına toplamda dört milyar dolar kredi tahsil edilecektir (Doğan, 2000: 7).

IMF'nin stand-by anlaşması ile dahil olduğu programın temelleri (Eğilmez ve Kumcu, 2004: 384):

1. Amaçlanan faiz dışı fazlanın oluşturulması için kamu harcamalarında düzenin yerine getirilmesi,
2. daha önceden oluşturulan sürede sabit kur yürütümü ile döviz kurlarının tespit edilmesi,
3. Yapısal reformların ve özelleştirmenin yerine getirilmesiydi.

Uygulamadaki programın öncelikli hedefi enflasyonun aşağı çekilmesiydi ve bu amaçla döviz kuru çapa kullanılmıştır. Temenni edilen 2000 yılı bitiminde %80 oranlarında

ilerleyen enflasyonun TEFE'ye göre %20, TÜFE'ye göre ise %25 olarak oluşmasıydı. 2001 yılıyla bu yüzdeler %10 ve %12, 2002 yılından itibaren de %5 ve %7'ye inmesiydi. Bu amaçların gerçekleştirilmesi için, çapa olarak saptanan döviz kurunun değerini açıklayan kur sepeti meydana getirilmiştir.

İstikrar programından sonra, bileşik faiz oranlarının hızla düşerek enflasyonun altında seyrettiği görülmektedir. Faiz oranlarının düşüşe geçmesi, programın ilk seyrinde yabancı sermayenin geri ödenme riskini düşürdüğünden, önce doğru karşılanmış; ama zamanla daha fazla düşen faiz oranları, faiz arbitrajı elde etmek isteyen kısa vadeli dış sermaye için aksilik oluşturmaya başlamıştır. Böylelikle 2000 başında yurt dışından yurt içine gelen sermaye akışı tam tersi bir hal alarak sermaye çıkışını hızlandırmıştır. Bu durum istikrar programı başlangıcında yurt dışından büyük oranlarda borçlanarak hazine bonusu satın alan bankaların, geri ödeme riskini artırmış ve ekonomik açıdan güçsüz olan bankalar borçlarını ödeyememişlerdir. Başta yabancı sermaye olan bankalar ve elinde devlet tahvili olanlar, bunları hızla elden çıkarmışlardır. Finansal varlıkların değerleri gerilemeye başlayınca teminat oranları da azalmış, sermaye yapısı kuvvetli olan bankalar zor durumda olan bankalara sırtını dönmüşlerdir. Yabancı sermayenin ülkeden uzaklaşması, yurt içinde beklenen devalüasyon etkisi, yurt içi fonların dövize ve yurt dışına kaçışına yol açmıştır. Bununla birlikte bankaların hızla açık pozisyonlarını kapatma telaşı MB döviz rezervlerinin azalmasına neden olmuştur (Demirci, 2005: 174,175).

Esasen uygulamaya konduğu ilk dönemlerde bile nominal çapa uygulamasına bağlı enflasyon ile mücadele programı bazı tehlikeler barındırmaktaydı. Döviz kurunun belirli bir seviyede tutulabilmesinin şartı, dış kaynak akılına bağlanmıştı. Bu olay ekonomi dışı bağımlı hale getirmektedir. Diğer tehlike ise sabit döviz kurunun neticesinde yerli paranın değerinin yükselmesidir. Bu durum ihracatı azaltır ve ithalat da yükselerek dış ticaret açığına sebep olur. Bahsedilen tehlikeler Türkiye'de olmuş ve program krizle sonuçlanmıştır (İnan, 2002: 53).

2.34. 2000-2001 Yıllarında Yaşanan Ekonomik Krizler

1999'un sonuna doğru gelindiğinde Türkiye'nin ekonomisi oldukça kötü bir görüntü sergiliyordu. Ekonomi %6,1 oranında daralmış, enflasyon (TEFE) %70'e ulaşmıştı. Bütçe

açıkları ise sürdürülemez duruma gelmişti. Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik faiz oranı %106'ya erişmişti. Neredeyse otuz yıl boyunca çift haneli enflasyonla boğuşan ülkemizin hiperenflasyona geçmesi umuluyordu (Eğilmez ve Kumcu, 2016: 273).

Kırılgan bankacılık anlayışı ve sıcak para girdilerine bağımlılık, güvensizliklerin oluşmasına ve ülkenin krizlere karşı ekonomisini savunamaz hale gelmesine neden olmuştur. Krizde uygulamaya konan kur çapasının işe yaramaması, ekonomiye müdahalenin devalüasyonla sonuçlanmasına sebep olmuştur. Enflasyonun tek hanelerde tutulamamasıyla birlikte yaşanan faiz şokları, piyasanın mali olarak strese girmesiyle sonuçlanmıştır. Bu durum pek çok bankanın bilançosunun zarara uğramasına neden olmuştur (Bibbee, 2001: 225).

2.34.1. Kasım 2000 Krizi

Türkiye 2000'li yıllara girerken sorunlu bir resim çizmekteydi; kamu dengeleri bozulmuş, kamu açıkları artmış, borç yükü artmış, faizler ve enflasyon yükselmişti. Buna istinaden ekonominin böyle devam etmemesi için hükümet üç yıl sürecek bir istikrar programı açıklamıştı. Bu istikrar programı ilk senenin bitiminde enflasyonu yüzde 60'lardan yüzde 20 düzeyine düşürmeyi amaçlamıştır. İkinci senenin bitiminde ise yüzde 10'a kadar ve üçüncü senenin bitişinde ise tek haneli rakamlara düşmeyi amaçlamıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2016: 273-274).

Kasımda patlak veren kriz, 2000 Enflasyonu Düşürme Programı'nın ilk ekonomik buhran tecrübesidir. Onay süren başarılı yürütüm sonunda, mali piyasaların tahmin edilmediği bir anda karşı karşıya kaldığı bir para krizine doğru sürüklenmesi ve faiz amaçlarının aniden yerle bir olması, programın gelecekte devamı konusunda şüphe uyandırmıştır. 2000 yılında başlayan istikrar programının uygulanmasına karşın krizin belirtileri daha Temmuz'dan hissedilmeye başlanmıştır. Programın merkezinde enflasyon beklentilerini azaltmaya yarayan sıkı para ve döviz kuru işleyişleri ve enflasyonun temel kaynağı kamu finansman açıklarını azaltma durumuna dönük para politikalarının gerçekleştirilmesi bulunmaktadır. Fakat özellikle 2000 yılı haziran sonrasında daha belirgin hale gelen ve Kasımda en fazla hazine elemanları müşterisi olan bankanın (Egebank) fona aktarılmasıyla patlak veren bir finansal kriz atlatılmıştır (Arslan,2001: 18).

Enflasyonu Düşürme Programı uygulanırken yaşanan ilk kriz 22 Kasım 2000 tarihindedir. Kasım 2000 krizinin merkezinde finansal pazardan birden ve fazla miktarda sermaye çıkışının olduğu görülmektedir. Sermaye çıkışı para krizi yaratmış ve para piyasalarında başlayan panik hali menkul kıymetler borsasını da etkisi altına almıştır. Borsa göstergesi kısa sürede yüzde 50'ye yakın değer kaybı yaşamıştır (Keskin, 2004: 132).

Türkiye'de görülen ekonomide Kasım 2000 krizi finansal sistemin yapısal bozukluğundan oluşmuş bir krizdir ve bu krizin en önemli aktörü bankacılık sektörüdür. Finans piyasalarının durdurulamaması banka sektörünü de tetikleyerek krize dönüştürmüştür. Bankacılıktaki açık pozisyonları kapatma faaliyetleri kamu ve özel bankaların daha çok borçlanmasına sebebiyet vermiştir. Ülkenin dış piyasada borçlanma faizindeki risk primlerinin artış göstermesi, bankaların dışa borçlanmasını zor hale getirmiştir (Karaçor, 2006: 387).

2000 yılının kasımında faizler ciddi boyutta yükseldi ve güvensiz ortam sebebiyle ülke dışına fazla miktarda sermaye çıkışı görüldü, Merkez Bankası kaynakları süratle eridi ve hisse setlerinde ani belirgin bir düşüş yaşanmıştı (BDDK, 2009).

2.34.2. Kasım 2000 Krizinin Nedenleri

- Hükümetin hızlı değişmeyen durumu
- Yolsuzluk ve rüşvet
- Özelleştirme
- Banklardaki açık pozisyonlar
- Tüketici kredilerinin artması
- Faiz oranları ve enflasyon
- Yapısal yeniliklerde geç kalınması
- Kamu gelirlerinin yetersiz olması
- Türk lirasının değerinin bir hayli artması
- Cari işlem açıkları

Buna ek olarak krize sebep olan birkaç faktöre de değinelim; banka görev zararının 21 milyar doları bulması, 99 depremi sonucunun 12 milyar dolar olması ve Dünya

Bankasından alınmak istenen 780 milyon dolarlık kredinin durdurulmasından da bahsedilebilir (Çarıkçı, 2001: 475-476).

TL talebinin son derece fazla olması Türk ekonomisini likidite sıkışıklığına sokmuştur. Krizi önlemek için yetkili kişilere başvurulmuş ancak yetkililer krizin durumunu çözemeyince kriz daha da ilerlemiştir. Yurt dışındaki bilirkişiler ise döviz kuru çapasının cari açığı olumsuz etkilemesi böylelikle dövize talebin artmasını krizin sebebi olarak görmüşlerdir. Yine bu süreçte menkul kıymetler piyasası banka sektörünün desteğine rağmen fazlasıyla değer kaybetmiştir. Bankalara ait öz kaynaklar, görülen bu kötü neticeler sebebiyle son derece hassas hale gelmişlerdir. Tüm bu olanlar gerçekleşirken kamu bankalarının sektörü bırakacağı söylentileri yayılmaya başlamıştır. Gerçekleşen krizle IMF'ye iyi niyet mektubu gönderilmiştir (Orhan, 2013: 127).

22 Kasım'da ortaya çıkan krizin merkezinde yatan nedenlerden biri; döviz isteğinde artma ve bununla oluşan TL talebi artışı, bir diğeri ise güven verici unsurlardır. Bankaların açık pozisyonları günden güne artarken yılbaşına doğru bunu kapatmak için döviz isteklerini, döviz satın alabilmek için ise TL isteğini artırdılar, bunu devalüasyon beklentilerindeki artma dolayısıyla yabancı yatırımcıların spekülatif döviz talebi etkiledi. (Kazgan, 2002:455)

2.34.3. Kasım Krizinin Etkileri

Kasım krizinin ilk iki günü, Merkez Bankası'ndan 3 milyar dolar çekilmiştir. Piyasalarda Türk lirası bulunması zorlaşmış, bankalar arasındaki para piyasasında gecelik repo faizi %200'e çıkmış, yükselen faizden faydalanmak için hisse senetlerinin satımı hızlanmış ve İMKB'de endeks yılın en alt değerine inmiştir. Ama döviz kurlarında önemli dalgalanma gerçekleşmemiştir. Kasım krizi tamamıyla kötü bankacılık işleyişi ve zayıf yapısı nedeniyle meydana gelmiştir. Kriz daha da ilerleyerek Aralık ayına kadar gelmiştir. Merkez Bankası'nın krize el atması sorunu çözmemiş ve 1 Aralık Cuma mali tarihimizde ilk kez gecelik repo faizi %1700'e çıkmıştır. İMKB bu durum karşısında endeksi %26 oranında düşerek 7977'e inmiştir. O hafta süresince sistemden döviz çıkışı sürmüş, orta ölçekli bankalar önemli derecede Türk lirası sorunu yaşamıştır. Bankalar bünyelerindeki kamu kâğıtlarını satmaya devam edince iç faizler büyük bir hızda artmıştır. Merkez Bankası TL

vermesinin tek yolunun karşılığını döviz olarak alması gerekliliğini açıklamış ve döviz darboğazını atlatabilmek için IMF'den destek talep etmişlerdir. Fakat destek zamanında ulaşmamıştır. IMF'nin yardım etmedeki yavaşlığı ve yeteneksizliği Türk özel sermayeli dev bankalar arasından beşincisi sırada yer alan Demirbank fon yetersizliği sebebiyle sorumluluklarını yapamaz olmuş ve BDDK tarafından 6 Aralık'ta TMSF'ye devri yapılmıştır (Arslan, 2001:18).

2.34.4. Kasım Krizinin Sonuçları

2000 yılı Kasım ayındaki krizi çözebilmek amacıyla IMF ile yapılan anlaşma neticesinde aşağıdaki koruyucu maddeler yer alınmıştır (Bastı, 2006: 118):

- Faizlerin arttırılmasına olur verilmiştir,
- Devlet İç Borçlanma Senedi piyasası batınca aynı anda döviz hedef gösteren spekülatif bir saldırı başlamıştır. Bu saldırı, faiz oranlarının epeyce yükselmesi, döviz kaynak kaybının 5.5 milyar dolar civarına çıkması ve IMF'den alınan 10.4 milyar dolar miktarındaki ek krediyle aşılabılmıştır.

Neticede kasım krizi atlatılmış gibi görünse de IMF ile oluşturulan programa ilk zamanlardaki gibi güven kalmamıştır. Faiz hadleri iç ve dış borçlanma açısından bakıldığında yükselmiş, borç olaylarındaki vade süreleri kısaltılmıştır. Yüksek faiz hadlerinin etkisi reel kesimde hissedilmiştir. 2001 yılı için büyüme tahminleri olan %4- 4.5 iken %1.5-2 olarak şeklinde olmuştur (Eroğlu vd., 2002: 212-213).

Kasım 2000'de başlayan bu kriz Şubat 2001'e kadar ertelenebilmiştir. 19 Şubat 2001'de ülke tarihinin en travmatik ekonomik krizlerinden biri metdana gelmiştir (Şahin, 2002:253).

2.34.5. Şubat 2001 Krizi

Kaynaklarda 'Kara Çarşamba' denilen Şubat 2001 krizi Türkiye Cumhuriyeti tarihinin bilinen en önemli krizlerinden biridir (Zabcı, 2003:216).

2001 Şubat krizi, 2000 Kasım krizinin "Döviz Krizi" olarak devamı niteliğindedir. Çünkü bu krizler birbirleriyle yakın zamanlıdır ve henüz Kasım krizinin izleri geçmeden Şubat 2001 krizinin gerçekleşmesi iki krizi birbirine bağlamıştır. 2001 senesiyle Kasım krizinde yurt dışına giden para akışının geri gelmesiyle, kamu maliyesi hesaplarındaki pozitif durum, fonda bulunan on bir bankanın kapanmamak adına yeni rezervlere ihtiyacı olması, kamu bankalarının güçsüz durumda olması, özelleştirmelerin duraksaması, düzeltmelerin ağırlaşması ve 2000 yılındaki net sermaye çıkışındaki cari işlemler açığı da ülkeyi krize sürüklemiştir (Çarıkçı, 2001: 477).

Siyasal anlamdaki bunalım ve istikrar paketine karşı yaşanan güven problemi sonucunda gerek yurt içi gerekse de yurt dışında dövizde dönük spekülasyon atak meydana gelmiştir. Merkez Bankası buna karşın başta uygulamaya konan kur rejimini ve rezerv kaybının önüne geçmek için piyasaya soktuğu Türk lirasıyla likiditeyi kısıtlama amacı gütmüştür. Fakat uygulamayla gecelik faiz yüzde binler seviyesine ulaşmıştır. Kara Çarşamba ismiyle bilinen 21 Şubat 2001'de Merkez Bankası'nın mali politikası ve likidite idaresinin gücü yok olmuştur. Bu tarihte birlikte bankacılık sektörü son derece ciddi likidite, faiz ve kur riskleriyle karşılaşmıştır. Sonrasında bahsedildiği gibi dalgalı kur rejimine gerçekleştirilmiştir. Kamu bankalarının mali piyasalarında sorumluluklarının üstesinden gelemeyince ödeme sistemi dağılmış menkul kıymet ve para piyasaları işlemleri çalışamaz hale gelmiştir. 2001 Şubat krizi döviz kriziyle başlamış sonrasında sistematik bir bankacılık krizine dönüşmüştür. Krizin oluşma süreci aşağıdaki gibidir (BDDK, 2010: 26):

Hem iç ve hem dış şartlarda söz konusu olan durumlar;

- Siyasi risklerin artışı
- Yabancı piyasa talebinin artışı
- Sermaye hareketlerinin tersine dönüşü
- İç borç devamlılığında risk olması
- Uygulanan ekonomik programın kredibilitesinin yitirilmesi

Makroekonomik etkileri;

- Faizlerin yükselmesi
- Türk Lirasının büyük ölçüde değer kaybetmesi
- Enflasyonun tekrar artmaya başlaması
- Reel ekonominin küçülmesi

Şubat 2001 krizi ekonomik tarihimizin en geniş çaplı ve kritik istikrar programını sona erdirmiştir. 21 Şubat 2001’de döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığı yani, serbest dalgalı kurun uygulanmaya başlandığı duyurulmuştur. Türk lirası 22 Şubat’da %40 civarında değer kaybına uğrarken, dış borçlarda Türk lirası türünden 29 katrilyon artış olmuştur. Dalgalı kur sistemine geçilince döviz çapasına bağlantılı “Enflasyonu Düşürme Programı” sonlanırken IMF ile yapılan program da kullanılamaz hale gelmiştir. Yılın ilk altı aylık diliminde on sekiz banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredildi ve bu durum reel kesime olumsuzluk olarak dönmüştür. Ödenmeyen krediler ve bankaların döviz borçlarının yükselmesi bankaları batıya sürüklemiş, çalışmaya devam eden bankalar kurtulma telaşına girmiş ve bankacılık sektöründeki bu deprem neredeyse on sekiz bin kişinin işsiz kalmasıyla sonuçlanmıştır (Kazgan, 2002;459).

2.34.6. 2001 Krizine Sebep Olan Gelişmeler

Türkiye ekonomisinde, yükselen iç borç miktarının artması, düşmek bilmeyen enflasyon ve TL’nin aşırı değerlenmesi kur çapasının devamlılığının şüpheli olması gibi uzun zaman içinde biriken ciddi yapısal sorunlar, ekonomik krizin tetiklenmesine sebep olmuştur (Arslan, 2001:19).

Ekonomideki belirsizlik süreci, iç ve dış borcun ödenmesinde sorun yaşanması, devletin yüksek faiz vermesine rağmen, halkın aşırı döviz talebi içerisinde bulunmasına sebebiyet vermiştir. 19 Şubat’ta bono birleşik faizleri %85’i aşmıştır. 20 Şubat’ta Hazine %144.2 ile borçlanmıştır. Gecelik faiz oranlarının %5,000 gibi bir değer olarak artması dahi Türk lirasından kaçışı önleyemedi ve dövize olan talebi durduramadı. Bu, döviz rezervlerinin hızlı bir şekilde erimesine neden oldu. 2000 Kasım krizinden etkilenen piyasalar, 2001 Şubat kriziyle daha da kötü bir hale gelmiş ve döviz krizi başlamıştır. Kasım 2000 krizinde TL

stoklayan kişilerin, 2001 kriziyle döviz talepleri sonucu, döviz üzerindeki baskı artmış, döviz kaynakları azalsa da Merkez Bankası piyasalara müdahale etmiştir. Döviz yapılan saldırı karşısında Merkez Bankası'nın direnme gücü kalmayınca, 21 Şubat gecesini kur dalgalanmaya bırakılmış ve %40 oranında devalüasyon gerçekleşmiştir. 22 Şubat 2001'de, döviz kuru çapası yürürlükten kaldırılıp, dalgalı kura geçildiğini duyurmuştur (Uygur, 2001: 127).

21 Şubat 2001 gecesinde doların %40 artmış, 1 dolar 680.000 TL'den 960.000'e yükselmiştir, repo faizi %7.500'e ulaşmıştır. 22 Şubat'ın devamında iki hafta süresince piyasada dolar 1.200.000 TL'na çıktı. Şubat krizinden sonra ekonomi %8.5-9 daralmış, milli gelir ve kişi başına gelir azalmış, neredeyse 1.5 milyon kişi işsiz kalmış, Hazine'nin faiz ödemeleri %101 artmış, iç borç stoku 2000 yılının dört katına çıkmıştır. Fazlasıyla artan döviz kuru ve faizler, firmaları ve bankaları darboğaza sokmuştur. Firmalar finansman darboğazı sebebiyle üretim yapamamış ve kredi borçlarını ödeyememiştir. Hızlıca azalan yatırım ile tüketim harcamaları sebebiyle Türk ekonomisinde toplam talep büyük ölçüde daralmış ve 2001'in Şubatında başlamış olan döviz krizi büyük bir ekonomik krize evrilmiştir. Şubat krizinin başında 4.9 milyar dolarlık kısa süreli sermaye yurtdışına çıkmıştır. Mayıs ayında ise güçlü ekonomiye geçiş programı ilan edilmiştir (Yıldırım, 2003: 476)

Şubat kriziyle beraber enflasyonla mücadele programı da sona ermiştir. Bu krizle faizle kuru kontrol etmenin yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Eğer ülkenin finansal dengesi ve döviz kaynakları yeterli değil ise, iç ve dış yatırımcıların güveni sarsılmış ise, ne kadar yüksek faiz önerilse de yatırımcılar döviz yöneltmektedirler. Bu durumlarda faizin kur politikasındaki düzenleyiciliği kaybolmaktadır. Cari işlemler açığının büyümesi ve ülkenin büyük miktarda borç itfaları yapma zorunluluğu ile bu açıkların portföy yatırımları (sıcak para) ile finansmanı, şeklindeki uygulamalar sonucu ortaya çıkması kesin olan krizi, ne ülkenin büyük döviz rezervleri ne de kullanılacak faiz silahı durduramamaktadır (Arslan, 2001: 19).

2.34.7. 2001 Krizinin Etkileri

Finansal düzene güvenin ortadan kalkması, ekonomide dolar etkinliğinin yükselmesi, ödemeler bilançosunun açıkları ve firmaların batmaları Şubat krizinin ekonomiye etkisinin büyüklüğünü ortaya koymaktadır. Kasım krizinde de olan ve istikrar

programında kararı alınan yapısal reformların önemsenmemesi güvensizlik durumunu ortaya çıkarmıştır. Bu durumlar, IMF'nin ve devlet ile Merkez Bankası'nın döviz kaynaklarının korunmasındaki ciddi müdahalesi bir araya gelerek kriz oluşmuştur. İki krizde de Merkez Bankası eleştirilerin odağı haline gelmiştir. Güveni sağlamak için esneklikten vazgeçilmesi önemli sorunları oluşturmuştur. Yaşanan koşullarda kuralları uygulamak güvenlik bakımından önemli olsa da, kısa süreçte olağanüstü koşullarda duruma elverişli politikaların uygulanmasının gerekli olduğu anlaşılmıştır. Maalesef bu tip kriz koşullarında güvensizlik nedeniyle Merkez Bankası son başvuru mercii olma yetisini kaybetmiştir (Yay vd., 2001: 48-49).

21 Şubat 2001 kriziyle Merkez Bankası 6 milyar dolar satmıştır. Gecelik repo faizleri %1500'ten %7000'lere yükselmiş, İMKB 100 endeksi 17000'lerden 7000'lere gerilemiştir. Bankalara 4 milyar dolar satılmış ve bunun karşılığında 3 katrilyon TL istenmiş olmasına karşın likidite krizi önlenememiş TCMB'nin döviz rezervleri düşmüştür ve döviz kuru artmıştır (Güloğlu, 2001: 526).

Şubat krizi sadece mali piyasaları daraltmakla kalmadı, tarımı %6.5, sanayiye %7.5, ticareti, %9.4, inşaatı %5.5 küçülttü. İkinci dünya savaşının son yılındaki düşüş dışında GSYİH rekor bir düşüşle %7.5 geriledi. Bununla beraber banka çöküşleri de arttı. TMSF'ye devredilen banka sayısı 18'e yükseldi. Döviz fiyatlarındaki ani artışlar, faiz oranlarında gerçekleşen hızlı artışlar, borsadaki hisse fiyatlarının düşmesi ile birleşince farklı sektördeki çok sayıdaki yerli firmalar kelepir fiyatlarla el değiştirerek yabancılara geçti. Krizin en kötü sonuçlarından biri de hızla artan işsizlik ve gündün güne artan yoksullaşma oldu. İşsizlik oranı %6.6'dan %8.5'e çıktı. Bu oran atıl işgücü ile birleşince % 14.5'e çıktı ve en az 1 milyon kişinin işsiz kalmasına neden oldu (Gürel, 2006: 44).

Krizin sonuçlarından biri kabul edilen kredibilitedeki düşme, tahmin edilebilen kur rejimi seçeneğinin kaybına neden olmuştur. Kontrol edilemez bir şekilde sermaye hareketliliği yaşanan bir ülkede, faiz ve döviz unsurlarını gelişim odaklı değerlendirmek pek mümkün olmamaktadır. Serbest dalgalı kur sistemine geçiş ve devamında yaşanan yüksek oranlı devalüasyonlar yüksek faizlerden dolayı zarara uğramış ve bilançoları zedelenmiş finans sektörlerini vurmuş, daha çok açık döviz pozisyonlarıyla krizi yaşayan firmaları ciddi

anlamda sıkıntıya sokmuş ve bu durum öz sermaye kaynaklarının azalma sürecini başlatmıştır (Celasun, 2003: 17).

2001 Şubat krizi Cumhuriyet tarihinin en büyük ekonomik krizi olmuştur ve ekonomi İkinci Dünya Savaşı'ndaki küçülmeden sonra en büyük daralmayı yaşamış, Türkiye'nin GSMH'si kriz yılında 50 milyar dolar kayıp vermiştir. Yaşanan hızlı devalüasyonun da tesiriyle enflasyon hızla yükselmiş, iç-dış borç yükü ağırlaşmıştır. Ülkemiz, 2001 yılında meydana gelen bu büyük ekonomik krizin sonucunda 2002 yılına ciddi yoksulluk ve yüksek iç dış borç yükü ile giriş yapmıştır. 2001 sadece uygulanmakta olan ekonomik program farklılaştığı için değil, bütün düzenin bozulduğu için Cumhuriyet tarihinin en ciddi kriz yılı halini almıştır (Karluk, 2004: 479-480).

Şubat 2001 krizi, ülke ekonomisinin biriken ve alışlagelen tüm problemlerinin belirlediği, iktisat politikalarının amaçlarının ulaşılabilirliğinin de toplumsal destek ve piyasalar bakımından mühim bir nokta olarak kendini gösteren bir krizdir (Akdiş, 2004: 82). Yirmi yıldan fazladır süregelen enflasyonun birkaç yıllık politikalarla çözülemeyeceği, ekonomide çoğalan zayıflıkların sıkıntıları daha da çok derinleştirdiği ve çözümlerini zor duruma soktuğu anlaşılmıştır. 1980 yılı ve devamında meydana gelen göreceli büyümeye rağmen 1990'lı yılların ekonomik olarak kararsızlık içinde olması sebeplerin sonuçlarıyla beraber kendini tekrarlayarak dengesizliği kanıtlanmasıyla sona ermiştir (Ural ve Balaylar, 2007: 56). Ekonomik istikrarsızlık 2001 krizinden sonra alınan önlemler ve ortaya konulan politikalar Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı olarak adlandırılmış ve revize edilen ekonomi politikalarıyla uygulanmaya konulmuştur (Toprak, 2001: 170-171).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizini derinleştiren sorunları gözden geçirmek gerekirse; değeri artan TL'nin, cari işlemler açığının riskli seviyenin üzerinde olması, açık sektörler sermayeden mahrum finansal piyasa, kamu bankalarının zararlarının menkul kıymetleştirilmesinde ve yapılandırılmalarında ağır hareket edilmesi, finansal piyasanın üstlendiği faiz ve kur tehlikesinin yükselmesi, özelleştirmelerde gecikme ve engellemeler, devlet ortaklarının arasındaki görüş farklılıkları ve gittikçe artan siyasi gerginlik, bankalar arasındaki rekabet Merkez Bankası'nın erken müdahale edememesi, kapsamsız vergi sistemi, kamu kesiminin güçsüzlüğü gibi yapısal yeniliklerdeki gecikmelerin süregelen sorunları daha ileri götürmesi, TSMF'deki bankalara çözüm yolu gösterilmemesi ile bu

bankaların devlet üstünde gittikçe fazlaşan ağırlıkları bu gecikmeler sebebiyle fondaki bankaların zararlarının yükselmesi şeklinde açıklanabilir (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002: 25-29).

Atlatılan bu ikiz krizlerden sonraki ekonomik durumu incelersek; ekonominin yüzde 8.5–9 oranında küçüldüğünü, milli gelirin 51 milyar USD azaldığını, kişi başına gelirin 725 USD düşmüş olduğunu, 19 bankanın kapandığını, 1,5 milyon kişinin işsiz kaldığını, yüzde 30'lara düşen enflasyon yüzde 70'i aştığını, hazinenin faiz ödemelerinin yüzde 101 arttığını, iç borç stoğunun 2000 yılının 4 katına ulaştığını tespit edebiliriz (Karluk, 2005: 428).

2001 Şubat krizini 2000 Kasım krizinden en önemli farkı dövizle olan ilginin Kasım 2000 krizindeki gibi yalnızca yabancı yatırımcılarla sınırlı olmayıp bankaların ve yerli yatırımcıların da döviz talepleridir. Krizden sonraki üç gün içinde İMKB' deki değer kaybı % 28,4'ü, on gün içinde kur yükselişindeki değer kaybı % 40'a varmıştır (Özdemir, 2013:174).

Yaşanan bu ikiz krizler Cumhuriyet tarihinin en ciddi boyuttaki krizi halindedir. 2001 krizinden sonra ekonomi %9.5 oranında daralmıştır.

2.34.8. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Ekonomide art arda meydana gelen iki krizden sonra IMF ile yeni bir anlaşma yapılmasına karar verilmiştir. 14 Nisan ve 15 Mayıs tarihleri arasında iki kademe şeklinde yeni bir istikrar programı faaliyete geçirilmiştir. İlk önce ismi 'ulusal program' iken sonrasında ismi güncellenerek 'güçlü ekonomiye geçiş programı' şeklinde açıklanmıştır. Program 3 aşamalıdır. İlk aşama olarak finansal kesimin kontrol altına alınacağı, ikinci aşamada dış açığın kapatılması ve enflasyonun aşağı çekilmesi için oluşturulan amaçların ilan edileceği, üçüncü aşamadaysa oluşturulması planlanan yapısal oluşumlar ile büyüme hızının arttırılacağı düşünceleri ortaya atılmıştır (Uygur, 2001: 36).

Bu programda ekonomide gelişme ortamının sürekliliği sağlanarak kaynak yönetimi konusunda verimliliği çoğaltarak, dışa açık bir yaklaşım prensibiyle piyasa şartlarında rekabet şansımızı yükseltmek ve böylelikle ekonomik olarak büyümeyi, yatırımı ve

istihdamı arttırarak ülkede yaşayanların yarına umutla yaklaşmasını sağlamak ve halkın refah seviyesini kalıcı bir şekilde arttırarak değişmez bir amaç olarak vurgulanmıştır (Akdiş, 2002; 33).

Programda kısa sürede mali planlar oluşturularak, enflasyonun kontrolde tutulması öngörülmüştür. Orta vadede ise enflasyon düzenlemesi uygulanarak fiyat kararlılığı oluşturulması amaçlanmıştır. Belirlenen bu kısa dönemde toplam talep ve döviz kuru tarafından gelen enflasyonist zorlamanın düşürülmesi maksadıyla kısa vadeli faiz oranlarının yükseltilmesi ve Türk lirasının kıymetinin arttırılması hedeflenmiştir. Uzun dönemde ise yapısal yenilikler ve bankacılık düzeninin yenilenerek düzeltilmesiyle, beklentilerin pozitif yönde olması suretiyle nominal ve reel faizlerde azalma planlanmıştır. Döviz kurunun uzun dönemdeki dengesinin bozulmaması asıl hedef olarak kanıksanmış, yalnızca döviz kurunun enflasyonist baskıyı fazla yükselttiği pozisyonlarda, döviz arz ve talebini saptayan noktaların artan faizlerle etkilenmesi amaçlanmıştır. Normal şartlarda döviz arz ve talebinin piyasa koşullarında saptanması planlanmıştır. Eğer döviz kurunda fazla dalgalanma olursa, Merkez Bankası'nın döviz müdahalesinin daha çok ihale yöntemiyle gerçekleştirmesi karara bağlanmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin sonrasında meydana gelen stagflasyonist durumda işleme koyulan güçlü ekonomiye geçiş programı açık anlamda makroekonomik amaçları ortaya koymadığı için, kriz nedenli belirsizlik durumundan kolayca çıkılamamıştır (Güloğlu, 2001: 532-533).

2.34.9. 2001 Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinin Genel Durumu

2000 ve 2001 yıllarında art arda yaşanan mali krizlerden sonra hayata geçen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile 2003 yılı itibariyle büyük bir iyileşme durumu ortaya çıkmıştır. Programda planlandığı gibi, rekabet gücü genişletilerek ve finansal düzen oluşturularak ayrıca uzlaşmaya dayalı gelir politikası uygulanarak büyüme hızlandırılmış enflasyonda kontrol altına alınmıştır. 2001'de yaşanan %9.5'lik daralmanın sonrasında, ekonomi 2002'de %7.9, 2003'de %5.9, 2004'de %9.9 ve 2005'de %7.6 büyümüştür. 2001 yılında faaliyete geçen bu istikrar programıyla, dört yıl boyunca kesintisiz büyüme sağlanmış, bunun yanı sıra yüksek enflasyon kontrol altına alınmıştır. 2001'de % 54.4 olan enflasyon oranı, 2002'de 45.0, 2003'de % 25.3, 2004'de % 8.6 ve 2005'de %8.2, 2006'da ise % 9.6 olarak gerçekleşmiştir (Aksoy, 2010: 68)

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonucunda toplam on altı banka tasfiye edilmiş ve TMSF'ye geçirilmiştir. Fondaki bankaların 2001 Kasım sonundan itibaren zararı 5.759 milyon dolara çıkmıştır.

2002 programı 11 Eylül olaylarıyla daha da belirsizleştirdiği bir siyasi ortam, kamu borçlanması ile ilgili endişelerin daha çok arttığı bir atmosfer ortamında uygulamaya başlanmıştır. Önceliklerini mali sistemin iyileştirilmesi ve yapısal reformların hızlandırılması üzerine kurmuş, bunlara destek vermek amacı ile de faiz dışı fazla hedeflere ulaşma planlanmıştır. Program, faiz dışı fazla hedefi planlarıyla kamuoyunda ilgi görmüştür. Son stand-by programının Türkiye'nin yaşadığı en büyük krizle sonlanması, gerek Türk kamuoyuna, gerek küresel çevrede IMF'yi zor durumda bırakmıştır. Bu nedenle, yeni stand-by için IMF Türkiye'nin kendi programına dışarıdan destek verir şekilde dahil olmuştur (Emil ve Yılmaz, 2003: 46).

2000 yılında büyüme yükseklerde seyrederken, enflasyon istenilen düzeye indirilememiştir. 2001 yılında ise Türkiye ekonomisi daralırken, enflasyon ve işsizlik artmıştır. 2001 krizi ile birlikte ülkemiz ilk defa modern sektör işsizliği ile tanışmıştır. Şimdiye kadar süregelen işsizlikten ziyade formel sektörde işgücüne katılanlarında işsiz duruma düşmesi Türkiye'de ciddi bir problem haline gelmiştir (Kılıç, 2002: 222).

Tablo 8

2000-2003 Yılları arasında çeşitli ekonomik göstergeler

	2000	2001	2002	2003
İhracat (Milyon \$)	27,775	31,334	36,059	47,253
İthalat (Milyon \$)	54,503	41,399	51,554	69,340
İşsizlik Oranı (%)	6,5	8,4	10,3	10,5
Dış Borç Stoku (Milyon \$)	118,503	-	129,671	144,266
İç Borç Stoku (Trilyon TL)	36,421	122,157	149,870	194,387
İç Borç Faiz Oranı (Ort. Bileşik-%)	38,0	96,2	63,8	45,0
Kamu Net Borç Stoku (Milyon YTL)	71,681	159,575	215,680	250,841
GSMH Reel Büyüme Hızı (%)	6,1	-9,4	7,9	5,9
Kişi Başına GSMH (\$)	2,965	2,123	2,598	3,383
Enflasyon TÜFE (Y.sonu-%) TEFEE-ÜFE	39,0	68,5	29,7	18,4
(Y.sonu-%)	37,7	88,6	30,8	13,9

Kaynak: (Doğan 2015: 33)

2.34.10. Yeni Niyet Mektubu

Yeni Niyet Mektubu IMF'ye 18 Ocak 2002'de verilip 4 Şubat'ta imzalanmıştır. Program düzenli gözden geçirmeler ön koşullar, performans kriterleri ile yapısal kriterler aracılığıyla izlenecektir. 18 Ocak 2002 tarihinde verilen Niyet Mektubu'nda program, ekonomiyi olası krizlere karşı güvende tutmayı ve enflasyona dayanmadan sürdürülebilir bir büyümenin temellerini atmayı amaçlamaktadır. Öncelikle, program ekonominin şoklara karşı dayanıklılığını arttıracak ve olabilecek krizlere karşı güçlü kılacaktır. Bunun için dalgalı döviz kuru rejimi devam edecek ve enflasyonu düşürebilmek için sağlanması için enflasyon hedefleri uygulamaya konulacaktır. Buna ek olarak bankaların yeniden yapılandırılmalarına hız verilecek ve sağlıklı bir kamu borç durumu oluşturulacaktır. Programdaki süreçte 2002 yılı için öncelik verilecek olan, mali ve makroekonomik dengeyi oluşturmak ve yapısal reformlarda ilerleme sağlamak olarak belirtilmiştir. 2003-2004 yılları ve sonrasında öncelikli amaçlar devamlılık sağlayan bir büyüme ile birlikte enflasyonla mücadele ve sağlık borç pozisyonudur. Hazırlanan yeni ekonomik program için IMF'den 16 milyar dolar ek dış kaynak sağlanmıştır (Yeldan, 2002: 72-73).

Ülkenin güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde olan, ekonominin hızlı biçimde karalı bir yapıya ulaştırılması, devamlılık sağlayan büyümenin sağlanmasını amaçlayan tanı ve tedbirlerin bütünü, devlet tarafından tespit edilmiştir. Saptanan konular, IMF ile imzalanan anlaşmada da geçmiş ve IMF'ye verilen "Niyet Mektubu" ile uluslararası kamuoyuna duyurulmuştur (Gövdere, 2009: 54-55).

2.35. 2008 Krizi

Küresel anlamda kendini gösteren 2008 krizi; merkezi ABD olmak üzere finansal bir krizdir ve ABD'den tüm dünya ülkelerine sıçramıştır. 2007 yılının ilk yarısından sonra ABD'de ortaya çıkan krizin etkisi büyüyerek 2008 yılının sonunda küresel anlamda bir kriz haline gelmiş ve hem gelişmiş ülkelerin hem de dünya ekonomilerini hakimiyeti altına almıştır (Engin ve Göllüce, 2016: 28).

2000 ve 2006 yılları itibariyle ABD piyasalarında çoğalan likiditeden daha çok kar elde etme amacı kredilerin dikkatsiz bir şekilde verilmesine sebep olmuş ve bu durum gelecekte bankacılık sisteminin en önemli sıkıntısı haline gelmiştir. Konut kredileri bankalar

tarafından en çok dağıtılan kredi çeşididir. Bu dönemde ABD’de bu konut kredileri maddi anlamda yetersiz olan kişiler tarafından kullanılabilir hale gelmiştir. Bunların neticesi olarak da konut fiyatları süratle artmıştır. Kredi kullananların kredi borçlarını ödeyememesinden dolayı hacizli ev sayısı yükselmiş ve bankaların bu evleri yeniden piyasada satışa sunması üzerine ev fiyatlarında azalma yaşanmıştır. Yaşanan bu durum o an itibariyle kredisini ödeyenlerin ellerindeki mevcut konutların değerlerinin azalmasına sebep olmuştur. Bu kişiler de geriye kalan kredi borçlarından vazgeçmişlerdir. Sonrasında vazgeçilen kredi ödemelerinin sonucu olarak konutların bankalarca başka finansal kuruluşlara satılması ile bu konutları geri alan sermaye piyasası araçlarının fazlalığı piyasayı sarsan en kritik durumdur. Bu sebeple krizin tesir alanı mali kuruluşlar arasında birbirlerine geçerek mali sistemin merkezinde bulunan kuruluşların çökmesine neden olmuştur (Alantar, 2011: 2-3).

2000 ve 2004 arasında FED’in genişlemeci para politikası uygulamasıyla beraber politika faizleri devamlı bir şekilde azaltması 2008 krizinin oluşmasında etkili olmuştur. Politika faizlerinde meydana gelen azalmalar, bankaların FED’den makul şartlarda kaynak elde etmesine ve böylelikle piyasa faiz oranlarının da azalmasına sebebiyet vermiştir. Bu şartlarda bankalar faiz oranlarının düşük olduğu mortgage kredisi dağıtmaya başlamıştır. FED’ in bu politikası neticesinde piyasa faiz oranlarını azalması hem mortgage talebini yükseltmiş hem de tüketim harcamalarının yükselmesine ve 2000’li yılların üçüncü çeyreği itibariyle enflasyonun artış seyrine girmesine neden olmuştur (Çetinkaya, 2011: 14).

Bu kriz ile ilgili diğer başka krizlerden farklı olarak iki durumdan söz edilebilir. İlki krizin sebebi olarak diğer krizlerin tersine likitide bolluğundan oluşmuş olmasıdır. Likitide piyasada boldur ancak parayı elinde bulunduranlar, parayı geri ödeme hususunda belirsizlik olanlara aktarma konusunda şüphelidirler. İkincisi ise talebi gelir yerine borcun tetiklemesidir (Pareman, 2008: 30-31).

Mortgage piyasasının hacminin on trilyon dolara dayanması ile beraber bu piyasanın faizlerinin de düşük seviyelerde olması, geliri az olan kişilerce değişen faizli krediler tercih sebebi olmuştur. FED’ in ise faizleri yükseltmesi ve ev fiyatlarındaki azalma geliri az olan kişilerin kredi borçlarını ödeyememesine sebep olmuştur. Şöyle ki konut fiyatlarının şişkinliği krize sebebiyet verse de aslında krizin nedeninin kredilere dayanak oluşturularak meydana getirilen türevlerin oluşturduğu kredi krizidir denilebilir. Aslına bakıldığında her

ne kadar emlak fiyatlarının şişkinliği krizi tetiklese de krizin altında yatan sorunun kredilere dayanak oluşturularak üretilen türevlerin yarattığı bir bakıma kredi krizi denebilmektedir (Eğilmez, 2010: 66-67).

2008 krizinin ortaya çıkışında en yaygın fikir, krizin finansal piyasalarda başlayıp reel piyasalara sirayet etmesidir. Bu fikri savunanlara göre, kriz yatırım bankalarının sağlıklı yönetilememesi ile ilgilidir (Akgüç, 2009: 6).

Krizin bir başka nedeni ise menkul yatırım araçlarıdır. Mortgage kredilerine dayanarak ihracı yapılan menkul kıymet piyasasının ana fon kaynağı olan mortgage kredileri borçlarının ödenememesi sebebiyle ikincil piyasanın fonlanmasında problemler ortaya çıkmıştır. Bilhassa Amerika'daki subprime mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, sermaye piyasalarının güçlendirmek yerine var olan işleyişte gerçek anlamda sıkıntılar yaşanmasına sebep olmuştur. 1996 yılından itibaren Amerika'da mortgage kredilerine dayalı toplam 492,6 milyar dolar menkul kıymet ihracı sağlanmış ve bu rakam 2007'de 2.050,1 milyar dolar olarak artış göstermiştir. İkincil piyasada böylesine büyük hacimli bir piyasa oluşturulmuş ve bu piyasaya fon sağlayan mortgage kredileri geri dönmeyince de tahvil ödemeleri yapılamamıştır. Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetler ile riskini azaltma girişiminde bulunan fakat risklerini bir türlü ortadan kaldıramayan finans kuruluşları zarar açıklamalarında bulunmuşlardır. Sonuç olarak piyasalar paniğe kapılmış ve bankalarda bulunan paraların çekilerek, sermaye hareketlerinin ağırlaşması ve likitide problemi meydana getirmiştir (BBDK, 2008: 53).

FED ve Avrupa merkez bankaları 2008 krizine karşı 2,5 trilyon dolar likiditideyi piyasaya sürmüştür ve 1,5 trilyon dolar doğrudan hisse senedi yatırımı taahhüdünde bulunarak piyasalara dünya tarihinde görülen en geniş çapta parasal müdahalesinde bulunmuşlardır (Karabulut, 2009: 408).

Piyasa ve devlet arasında istikrarın sağlanması gerektiği küresel kriz ile ortaya çıkmıştır. Ülkelerin birbirlerine bağımlı halde olduğu yine 2008 krizi bizlere göstermiştir. Amerikan emlak bankasında meydana gelen kriz önce Avrupa'da kendini göstermiş sonrasında ise tüm dünyada görülmüştür. Dolayısıyla ülkeler kendi mevcut ekonomisine

göre tedbirler almıştır. Bu tedbirler uluslararası seviyede süre gelmiş ve ülkeler kendi aralarında belli bir düzen ve uyum içerisinde çalışmışlardır (Hepaktan ve Çınar, 2001: 162).

Krizlerin negatif sonuçları önce finansal anlamda kendini gösteren alanlardaki fiyatların değişimiyle ortaya çıkmıştır. İleriki süreçte kriz küresel hale gelerek ülke piyasalarında ayrı ayrı çöküntülere neden olmuştur. Krizin meydana gelmesiyle beraber fon akımları daralmış, ülkeler arası ticaret azalmış ve ülkelerde var olan talep düşmüştür. Ayrıca krizin merkezi olarak nitelendirilen ülkelere yeni gelişmekte olan ülkelere de kayması süreçte ortaya çıkan zaman içerisinde kendini gösteren bir olaylar bütünü olarak nitelendirilebilir (Altuntepe, 2009: 136).

Şöyle ki ABD’de 2007’nin ilk altı ayından sonra baş gösteren konut piyasasındaki dengesizlikler, 2008 yılının sonunda tüm dünyada varlığını göstermiş ve 2009 yılının ilk aylarında ise olağanüstü seviyede bir ekonomik krizin oluşmasına neden olmuş, ve tüm dünya ülkelerini etkisi altına almıştır. Devamında hem Amerika’da hem başka ülkelerde üretim ve refah düzeylerinde azalmalar söz konusu olmuştur. 2007 ve 2009 yılları arasında işsizlik ciddi anlamda yükselmiş ve durgun bir dönemden geçilmiştir. AB ülkelerinde kriz daha çabuk yayılmış ve etkisini göstermiştir. İlerleyen süreçte, gelişmekte olan devletler gelişmiş devletlere göre daha az zarar ile bu krizi atlattımlardır. Özellikle Türkiye ve başka gelişmekte olan devletlere riskli ticari faaliyetler ile sızramıştır.

Krizin küresel hale gelmesi ve ülke durumlarına göre kendini göstermesiyle beraber kredi faktörleri ve talepleri azaldığından, iflaslar artmış, üretim durma noktasına gelmiş ve işsizlik had safhaya ulaşmıştır (Kaderli ve Küçükaya, 2012: 2).

2.36. 2008 Krizinin Nedenleri

2008 krizinin görünürdeki sebebi dikkatli dağıtılmayan konut kredileridir. Bu kredilerin sürece bağlı olarak yayılıp birçok alana ve sektöre sızması ise menkul kıymetleştirme uygulamalarıdır. Finansal sistemin dışında yer alan kişi ve kuruluşların, finansal sistem içinde yer alan kurumların değerlendirilmesini gerçekleştiren derecelendirme kuruluşları da 2008 krizi öncesi tam olarak işlevlerini yerine getirememişlerdir. Özensiz kredi dağıtılması ve yüksek oranda menkul kıymetleştirilmeye gidilmesinin yanında

denetlemelerin yerine getirilmesinden sorumlu kamu kurumları görevlerini tam anlamıyla uygulamamışlardır. Bunlar gibi ortaya konulan yanlış uygulamaları sonucu olarak 2008 krizi meydana gelmiştir. Başka bir ifade ile bu yıllarda finansal sistem reel sistemden ayrılarak kendi kendine bir düzen yaratmıştır. Krizden önce işçilerin alım gücünün azalması, faiz oranlarının alçak seyretmesinde faydalanılarak, kredilerle alım gücü yükseltilmiştir. Fakat o zamana kadar, kredi yayılımı hiçbir zaman geliri az olan kesime kadar inmemiştir. Kredilerin ödemesi yapılamayınca da kriz baş göstermiştir. Finansal sistemin içerisinde bu krediler geniş yer kapladığından krizin yayılımı hızla gerçekleşmiştir (Durmuş, 2010: 130- 133-134). Küresel krizin nedenleri aşağıdaki gibidir;

2.36.1. Likitide Bolluğu

Bu dönemde belirli gelire sahip olmayan kişilere kredi sunmuşlardır. NINJA kredileri olarak tanınan krediler 2000 yılından başlayarak 2006 yılına kadar dağıtılmış ve piyasada likitide bolluğuna sebep olmuştur. Bu kredileri alanlar konut piyasasına yüklenmiş ve dolayısıyla konut fiyatları yükselme göstermiştir. Sonrasında kredileri geri ödeme konusunda sıkıntılar yaşanmaya başlanmış bankalar da haciz işlemi başlatıp evleri almışlardır. Bu evler bankalar tarafından tekrardan piyasaya sürülmüş ve ev fiyatları aşağı çekilmeye başlamıştır. Kredilerini ödemekte olan şahısların sahip oldukları konutların değeri geri kalan ödemelerinin net bugünkü değerinin altına düşmüştür. Dolayısıyla bu kredilerden faydalananlar evlerinden vazgeçip bankalara bu evleri bankalara vermişlerdir ve bunun karşılığında da kalan ödemelerinden vazgeçmişlerdir. Banklar da kredi geri ödemelerini başka finansal kuruluşlara satarak zararların diğer başka kurumlara bulaşmasına neden olmuş ve finansal sistemin temelindeki kurumların çökmesine neden olmuştur (Alantar, 2011: 2).

2.36.2.Menkul Kıymetleştirme

Birincil piyasa ürünü olan mortgage kredilerinin ikincil piyasada faaliyet görmesi olan menkul kıymetleştirme, gayrimenkul üstüne ipotek getirilmesinin ardından bankalarca gayrimenkul değeri karşılığında menkul kıymet ihracının sağlanmasıdır. Sistem; mortgage kredisi alanların faizlerini, menkul kıymeti olan tarafa faiz geliri şeklinde transfer etmektedir (Gövdere ve Öztürk, 2010: 384).

2.36.3.Kredi Derecelendirme Sürecindeki Sorunlar

Derecelendirme kurumları kazançlarını tahvil ihracı yapan kuruluşlardan elde etmeleri ve faaliyetleri karşılığında fazla miktarda ücretler almaları, bu ücretler karşılığındaki hizmet kalitesinin çokta iyi olmadığı görülmeye başlanmıştır. Derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymetlerin sıkıntısız krediler olarak değerlendirilmesi yatırımcıları heveslendirmiş riskin bulaşmasına neden olmuştur. Sonuç olarak bireysel yatırımcıdan serbest fonlara kadar uzanan doğrultuda çok sayıda yatırımcı aktifine mortgage kredilerine dayanan finansal araçları katmıştır (Gövdere ve Öztürk, 2010: 385).

Dağıtılan kredilerin riski, alınan kredilerin borcunun ödenmemesi ya da gecikmeli bir şekilde ödenmesi şeklinde açıklanmaktadır. Bunun sebebi ise faiz oranı riskinin komple borçlunun üzerine bırakılması, sahip olunan gayrimenkulün kendi fiyatının oldukça altında seyretmesi ya da mevcut borcun devamlı yükselmesi olabilir. 2008 krizinde mortgage krizi ile borçlananlar, kredilerini ödemede konusunda sıkıntılar yaşamışlar ve bir süre yükselen; devamında ise süratle azalan konut fiyatlarının birden değer kaybına uğramasıyla bu kredilerde var olan risk ortaya çıkmıştır. Bunlara ilaveten konut kredi taleplerinin ve konut fiyatlarının yükselişine neden olan azalan faizler karşısında oluşan dalgalanmaların riski de kesin bir şekilde hesaplanamamıştır. Kredi riski, sadece borçlananın üstlendiği bir risk değildir; sigorta şirketleri, fon ihracatçıları gibi farklı birtakım finansal kurumu da ilgilendirmektedir (Vardareri ve Dursun, 2010: 138).

ABD'deki derecelendirme kurumlarının mortgage kredileri için yüksek notlar vermesi kişileri konut kredisi almak için heveslendirmiştir. Fakat, ev fiyatlarının azalması sonucu sahip oldukları evleri satmaya çalışanların yaşadığı problemler kredi derecelendirme kuruluşlarına olan güveni bitirmiştir. Standard & Poor's, Moody's ve Fitch gibi önemli kredi derecelendirme kuruluşlarının krizin başlamasından sonra mortgage kredilerinin notunu düşürmeleri de asla iflas etmeyecek gözüyle bakılan finansal kurumların batmasıyla sonuçlanmıştır. Kredi derecelendirme kurumlarının, mortgage kredilerinin riskini hatalı bir şekilde hesaplaması sonucunda çok sayıda kişi ve kurumun faaliyetlerinin zararlı sonuçlanmasına sebebiyet vermiştir (Akbulut, 2010: 46).

2.36.4.Konut Sektöründe Oluşan Balon Artışlar

Mortgage kredilerine olan talebin yükselmesiyle beraber çok sayıda kişi, yalnızca ev satın almak için değil; yatırım sağlamak için de gayrimenkul satın almıştır. Mortgage kredilerinin yaygınlaşmasıyla artan konut kredisi balonunu git gide genişlemiştir. Düşük faize sahip ve uzun vadeli mortgage kredileri, kreditorlerin sahip oldukları fonların kullanılması için piyasaya konulmuş ve piyasada talep yaratmıştır. Bu sürecin devamında bankacılık sektörü, gerçekçi olmayan bir büyüme içerisine girmiştir. Fakat Amerikan hükümeti, büyümenin gerçek sebeplerini görmezden gelerek düşük faiz politikasını sürdürmüştür. Dolayısıyla da konut fiyatlarındaki yükselişin devam edeceğini düşünen kişi ve kuruluşlar risk almaya devam etmişlerdir (Öztürk ve Gövdere, 2010: 379).

2.37. 2008 Krizinin Türkiye' ye Etkileri

Krizin başladığı yer olan Amerika dünyanın en güçlü ekonomisi, en büyük ithalatçısı, Euro kesiminden sonra dünyanın ikinci en büyük ihracatçısı olması ve dünyanın en büyük finansal piyasalarını bünyesinde bulundurması sebebiyle Amerika'nın dünya üretimini peşinden getirmesi ile ilgili bir sıkıntının gerek Avrupa'nın gerekse Çin gibi Asya'nın büyük ihracatçı ekonomilerinde gerileme yaratarak büyük problemlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ayrıca bu ülkeler ile Türkiye arasında ticari etkileşimler olduğundan ötürü Türkiye'ye de bu durumun etkileri yansımıştır (Durmuş, 2009: 112).

2007'de Amerika'da konut piyasasında oluşan kriz küresel kriz haline gelmiş tüm dünyada kendini hissettirmiştir. Türkiye'de kriz 2008 yılının sonunda yavaş yavaş hissedilmeye başlanmış 2009'da ise güçlü bir şekilde kendini göstermiş ve ekonomimize oldukça zarar vermiştir. Ekonomimizde meydana gelen 1994 ve 2000 – 2001 krizleri mali sektörü etkisi altına almıştır. Ancak küresel kriz reel piyasayı direkt etkilemiştir. Meydana gelen küresel kriz likidite ve güven sıkıntılarını, doğrudan yabancı sermaye girişleri ve portföy yatırımları gibi kısa vadeli para hareketleri kaybına sebebiyet vermiştir. Bu dönemde özel sektörün yüksek dış borcunun olması ve süregelen cari işlemler açığı sorunumuzdan dolayı 2009 yılında dış finansmanı oluşturmakta sıkıntılar yaşanmıştır. Bu sebeplerden ötürü reel sektör küresel krizden gerçek anlamda etkilenen kesim haline gelmiştir. Ayrıca 2001 krizi sonrasında yeni baştan oluşturulan bankacılık sisteminin küresel

krize karşı daha güçlü olmasını sağlamıştır. 2008 krizi ülkeyi en fazla yabancı kaynak ve dış borçların finansmanını sağlamada sıkıntıya düşürmüş borçlanma maliyetlerinin yükselmesine neden olmuştur (Engin ve Yeşiltepe, 2009: 17).

Çoğu ülkede gerek finansal gerekse reel sektörü etkisi altına alan 2008 krizinin Türkiye ekonomisinde reel sektörde meydana getirdiği etkiler daha fazladır. Finans sektörü bu krizi reel sektöre göre daha az zararlı atlatmıştır. Küresel kriz finansal piyasada üzerinde düşük düzeyde etkiler meydana getirmiş; bankaların iflas etmemesi, borsanın batmaması bu krizin etkisinin 2001 krizi seviyesinde olmadığını göstermiştir. Fakat krizden dolayı güvensizliğin oluşması ve bunun sonucu olarak iç ve dış kredi olanaklarının küçülmesi, bankaların krizi reel sektöre devretmesine neden olmuştur (Çetinkaya, 2011: 188-189).

Türkiye’de de krizin etkilerin en düşük seviyeye indirmek için Merkez Bankası, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu ve Hükümet tarafınca türlü tedbirler alınmıştır. Bunlar özetle aşağıdaki gibidir (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 62).

Merkez Bankası;

- Döviz depo piyasasında faaliyet sınırlarını 5,4 milyar dolardan 10,8 milyara yükseltmiştir.
- Döviz depo piyasasında Merkez Bankasından alınacak borçlanmaların süresi bir haftayken bir ay olarak değiştirilmiştir.
- İlave likidite elde edilmesi için bankaların zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu;

- 2008’de elde edilen karların banka içinde kalmasını yani kar dağıtımını sağlamamaları istenmiştir.
- Bankalarda mevcut olan menkul değerleri yeni baştan sınıflandırabilmelerine bir kereliğine müsaade edilmiştir.

Hükümet;

- Hükümet tarafınca reel piyasanın gerçekleşen vergi borçları ertelenerek 18 takside bölünerek ödenme kararı alınmıştır.

- 2008 yılının Ekim ayında gerçek ve tüzel kişilerin yurt dışında olan döviz, altın gibi yatırımlarını ülkeye getirilmesi sağlanarak bir defalığına yüzde 2 vergi alınması bedelinde kayda alınması kararı alınmıştır.
- Emekli ücretlerine haciz uygulanamayacağı kararı alınmıştır.

Türkiye'nin etkisi altında olduğu kriz 2008 krizinden tamamıyla ayrı olduğu düşünülemez. Şu yüzdendir ki Türkiye, 2002 yılından bu yana faaliyette bulundurduğu düşük kur ve yüksek faiz politikası aracılığıyla, ekonomik istikrarını bir bütün halinde dış piyasalarla bağdaşık bir hale getirmiştir. Üretimini, ekonomideki denge ve büyümeyi bu şekilde düzenleyen ülkemiz bu durum sayesinde 2008 krizinden farklı etkilenmiştir. Ülkeye yabancı sermaye girişindeki azalma Türkiye'nin ödemeler dengesinde problemlere neden olurken, ihracatındaki azalma ise üretiminde düşüşe sebep olmuştur. Ancak bu durum uygulanan istihdam oluşturmayan yüksek faiz ve düşük kur politikası ile yüksek düzeylerde olan işsizlik oranlarını daha da arttırmıştır (Durusoy, 2009: 365).

Dünya'da finans krizi olarak mali kesimde başlayıp, tüketici kesimine, reel sektöre ve devlete tesir ederken sağlanan ekonomik politikalarla, Türkiye'de kriz reel sektörde başlayıp tüketici kesimine geçmiştir. Bu geçişin mali kısım olacağı endişesi temel anlamda reel sektör ile tüketici kesiminin kredilerinin ödenmemesi ihtimalinin yükselmesi ile ilgilidir. Ayrıca ülkemizin küresel krizden etkileneceğine dair fikirlerin asıl sebebi, ekonominin artmış seviyedeki dış borç stoku ve ciddi anlamda cari açık vermesidir. 2008 krizinden etkilenen kesimlerden biride ithalata dayalı ihracat yapan reel kesimdir. Çünkü kredi olanakları küçültülüp döviz fiyatları artacağı için bu sektör krizin etkisi altına girecektir. Türkiye finans sektörlerinde borç alan olduğundan dış borçlarının önemli bir kısmı özel sektöre aittir. Ülkenin yüksek düzeydeki dış borçlarından ötürü finans piyasalarında küçülme meydana gelmiştir (Susam ve Bakkal, 2008: 75-76).

Küresel krizin ülkeyi bu yönden tesiri altına almasının bir başka nedeni de sağlanan ihracatın yüzde 72'lik bölümü Amerika ve Avrupa ülkeleriyle yapılmasıdır. Küresel kriz ile beraber Avrupa ve Amerika'da meydana gelen talep küçülmesi, ülke dahilindeki üretimi etkiler hale getirmiştir. Bu ülkelerde oluşan talepteki küçülme onların ithalatını dolaylı yoldan da Türkiye ihracatına tesir etmiştir. Dolayısıyla imal edilen ürünler satılamaz duruma düşmüş üretimler durmuş, işsizlik düzeyleri yükselmiştir (Göçeri, 2012: 23).

Küresel anlamda en büyük sıkıntı olan talep daralmasından Türkiye’de etkilenmiştir. Beraberinde gerek üretim gerekse de işsizlikle ilgili sıkıntıları çok yüksek düzeylere taşımıştır (Kazgan, 2013: 288). Aslında genel olarak küresel kriz ekonomide daralma yaşanması 2008’in sonunda istihdam ile ilgili krize sebep olarak kendini göstermiştir (Darıcan, 2013: 44).

Dışarıya olan kredi borçlarının ödenmesinde yaşaması, yurt içi kredilerimde düşme beklentisi, ihracat hacminde oluşan süratli azalma, özel sektör yatırımlarının yapılamaması, GSYİH’nin yükseliş hızında duraksamanın meydana gelmesi Türk ekonomisinin 2008 krizinden olası etkilenme durumlarıdır (Parasız, 2009: 145).

Küresel kriz Türkiye’yi; dış talepte, dış kredide, iç kredide, ekonomiye duyulan güvende azalma olmak üzere dört kanaldan etkilemiştir ve bu etkilerin sonucunda ekonomi küçülmüş, işsizlik artmıştır (Özatay, 2010: 142-148).

Tablo 9

2002 ve 2010 yılları arasında Türkiye’deki çeşitli ekonomik göstergeler

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Büyüme (%)	66,4	5,6	9,6	9,0	7,1	5,0	0,8	-4,7	8,5
İşsizlik (%)	10,3	10,5	10,3	9,5	9,0	9,2	10,0	13,1	11,1
Enflasyon (%)	29,7	18,4	9,4	7,7	9,7	8,4	10,1	6,5	6,4
İhracat (Milyar \$)	40,7	52,4	68,8	78,5	93,7	115,3	140,9	109,7	120,9
İthalat(Milyar \$)	47,1	65,8	91,2	111,4	134,6	162,2	193,8	134,4	177,3
Dış Ticaret Açığı (Milyar \$)	-6,4	-13,4	-22,4	-32,9	-40,8	-46,8	-52,9	-24,7	-56,3
Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	-0,6	-7,5	14,1	-20,9	-31,1	-36,9	-39,4	-11,3	-44,6

Kaynak: Dinçer, 2019: 352

2001 krizinin ardından epeyce yüksek bir büyüme başarısı elde edilmiş bu başarı 2007’ye kadar devam etmiştir. Fakat 2008’in sonunda Amerika’da patlak veren ve sonrasında tüm dünyayı etkisi altına alan küresel kriz ile beraber 2008’de az bir oranda bir büyüme gösterdikten sonra 2009’da yüzde 4,7 oranında küçülmüştür. 2010 yılında ise 2008 krizinin bittiğine ilişkin durumların söz konusu olması sonucu yüzde 8,5 büyüme elde edilmiştir (Dinçer, 2019: 352-353).

Küresel kriz Türkiye’de reel sektörü ağırlıkla etkilemiştir. Uzun süredir devam eden ekonomik büyümedeki olumlu ivme 2009 yılına gelindiğinde yüzde 4,7’lik daralma

yaşayarak işsizliği de olumsuz etkilemiş 2008’de yüzde 10,0’lardan 2009 yılına gelindiğinde yüzde 13,1’lere çıkmıştır.

2.38. 2008 Krizinin Sonuçları

Küresel kriz sonrasında birçok banka ve finansal piyasada yer alan kurumların iflas açıklaması veya iflas etmek üzere olmaları ya da çok büyük zarar içinde olmaları söz konusudur. Meydana gelen her ciddi iflasla kriz daha da genişlemiş iflasa uğrayan kuruluşlarla temasta bulunan kuruluşlar da iflasa sürüklenmiş ya da iflas etmek üzere olmaları sonucu finansal piyasalarda birbirine bulaşan bu durum sonucu ve bu da krizin uzamasına sebep olmuştur. Amerika’da konut piyasasında mortgage krizi olarak kendini gösteren kriz, az bir zaman içerisinde likidite krizine dönüşerek Amerika’da yatırım bankaları ile iştirakte bulunan bütün küresel bankaları da ciddi anlamda etkilemiştir. Küresel kriz, hem büyümenin kaynağı için yabancı sermayeye ihtiyacı olan, hem de hammadde ve ara girdi ihracatçısı halinde olan gelişmekte olan ülkelerin gereksinimleri giderilemediğinden bütün dünyayı etkilemiştir. Finans piyasalarında meydana gelen krizin etkileri reel piyasayı da etkisi altına almıştır. Reel piyasanın gereksinimi olan kredileri; finans piyasasında oluşan aksaklıklar, bankalara karşı olan güvenin sona ermesi gibi sebeplerle istenilen şekilde kullanılamama söz konusu olmuştur (Özsoylu, 2010: 55-56).

Finansal sektörler arasında güvensizlik ortamı oluşmuş bu da belirsizliğin artmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak da ülkelerin birbirleri arasındaki sermaye akışı ciddi bir şekilde azalış göstermiştir (Özatay, 2010: 144-145).

İşsizlik ve yoksulluğun süratle yükselmesi, büyümenin hızının azalması ya da ekonomik küçülme, dış ticaret dengesi, ödemeler dengesi ve yabancı rezervleri negatif yönde etkilemesi, doğrudan yabancı yatırımlarda düşme, döviz kurlarındaki önemli ve sürekli değişen hareketler, bütçe açıklarının artması ve vergi gelirlerinin azalması, dünya ticaretinde ciddi düşüş, ihracattaki ciddi küçülme, temel malların fiyatlarının azalması, gelişmekte olan ülkelere yardımların neredeyse duracak hale gelmesi, turizm gelirlerindeki azalma, gelişmekte olan ülkelerde fon sıkıntısının yaşanması, finans piyasalarda güvensizlik probleminin yaşanması ve kredilerden yararlanmada ve ticaret için kaynak bulmada düşüşlerin yaşanması 2008 küresel krizinin ekonomiler üstündeki farklı seviyelerdeki başlıca olumsuz etkileridir (Ergün ve Gökdemir, 2010: 2110-2111).

2008 ve 2009 yıllarında küresel anlamda söz konusu olan bu krizin etkileri oldukça sarsıcıdır ve hızla tüm dünya ekonomilerinde çeşitli problemlere sebebiyet vererek kendini göstermiştir.

2.39. COVID-19 ve Ekonomiye Etkileri

Covid-19, ilk kez 1 Aralık 2019'da Çin'in Vuhan Eyaleti'nde solunum yolu rahatsızlıklarıyla baş göstermiştir ve sonu ölüme kadar gidebilen bulaşıcılığı olan bir salgındır. Bulaşıcılığının fazla olması nedeniyle hızla önce Çin'e ardından tüm dünyada kendini göstermiştir. Covid-19 vakalarının olduğu ülkelerde ölüm sayılarının süratle artmasıyla beraber Dünya Sağlık Örgütü tarafından 11 Mart 2020'de pandemi ilan edilmiştir. 13 Haziran 2020 tarihi itibari ile de dünyada 7,765,922 onaylanmış vaka, 3,983,757 sağlığına kavuşan kişi varken virüs sebebiyle 428,753 hasta hayatını kaybetmiştir (Balcı ve Çetin,2020: 41).

Salgın sebebiyle meydana gelen kriz ilk başta sağlık krizi olarak nitelenmiş ancak çok süratli bir şekilde büyümesi sebebiyle küresel anlamda bir ekonomik kriz haline gelmiştir. Krizin etkileri süreçte kısa ve uzun dönemli etkiler şeklinde etkisini gösterip kritik faktör olarak da ekonomi üzerinde çok yönlü bir şekilde kendini göstermesidir. Bu yüzden salgın için oluşturulacak politikaların, yüksek frekanslı veriler ile değerlendirilmesi ve faaliyete geçirilmesi son derece önemlidir (Akçığıt ve Akgündüz, 2020:1).

Küresel anlamda bir sağlık problemi olmanın yanında covid-19'un, dünya ekonomisi ile ilgili kritik neticeleri olduğu ortadadır. Küreselleşen dünya ile birlikte ve topluluğun bir bölümünde oluşan herhangi bir sıkıntının tüm dünyayı etkileyeceği de aşıkardır. Bu durumla beraber uzmanlar, covid-19'un küresel gayri safi yurtiçi hâsıla büyümesini, 2020 yılı için 1,5 puan azaltacağını tahmininde bulunmuşlardır. Petrol fiyatlarında ve küresel endüstriyel üretimdeki azalma, küresel borsalarda kısa zamanda yüzde yirmiden fazla azalmaya sebebiyet vermiştir ve 2008 yılındaki küresel krize benzeyen küresel durgunluk riski artarak kendini göstermektedir (Gupta vd., 2020: 1).

Salgın sonucunda meydana gelen kriz daha önceki krizlerden farklı özellikler taşımakla beraber bu dönemde hem arz hem de talep tarafı durma noktasındadır. Salgının tesirinin düşürülmesi için insanlardan evde kalmaları talep edilmekte, bunun sonucu olarak talep düşmektedir. Düşen talep ile birlikte çalışan kesimin evde kalma mecburiyeti üretiminde durmasına sebep olmuştur. Meydana gelen gelir kayıpları ise ekonominin yeniden küçülmesine neden olmaktadır. Bu durumun ilk etkileri hizmet sektöründe görülmüş tüm dünyada başta restoranlar olarak oteller ve yerel hizmette bulunan işletmeler iflas etmiştir. Salgın ile beraber tüketim alışkanları da ciddi anlamda değişime uğramıştır (TÜRMOB, 2020: 61).

Dünyada krizi atlatabilmek için esas olarak salgınla mücadeledeki etkinlikleri son derece önemlidir. Meydana gelme sebebi insan kaynaklı olması nedeniyle kriz, yine biz insanları en fazla ilgilendiren ekonomik değişken olan istihdamı yüksek düzeyde etkilemektedir.

Tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de hane halkları, iş alemi ve mali kesime dönük önlemler alınmaktadır. Kamu ve özel sektör borçlarının ertelenmesi, karşılıksız gelir ödenekleri ve işsizlik sigortası gibi desteklerle krizin etkilerinin minimum seviyeye çekilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. İş dünyasına dair önlemler de imalat ve istihdam alanlarında meydana gelebilecek kayıpları düşürmek hedeflenmekte ve bu boyutta firma borçlarının ertelenmesi ya da yapılandırılması gibi önlemler söz konusudur. Yarı zamanlı istihdam ödeneklerine ve ücretli izin ödeneklerine devletin yaptığı destekler iş dünyasına sağlanan desteklerdendir. Mali kesime dair destekler ise kamu bankaları yoluyla, kredi kolaylıkları ve finansal kesimin likidite gereksinimini dikkate alan faaliyetlerde bulunmak bu açıdan önem arz etmektedir (Bayar vd., 2020: 17-18).

Salgın krizi ile mücadelede hükümetimiz, 2020 Mart ayı itibariyle 15.4 milyar dolarlık ekonomik destek paketi yayımladı ve vergi indirimleri, ödeme ertelemeleri ve artan emekli maaşları ile yurttaşlara ve şirketlere yardım eli uzatmak için türlü uygulamalar ortaya koymuştur (Açıkgöz ve Günay Gürcün, 2020: 524).

Dolayısıyla ülkemizde bu salgın krizi sürecinden etkilenmiştir. TÜİK verileri ışığında 2020 Mart ayı itibariyle ülkemizde genel işsizlik oranı yüzde 13,8'dir. Avrupa'da

da işsizlik oranı 2020 yılı için yüzde 9,6 oranında gerçekleşeceğini 2021 yılında ise yüzde 8.6 oranında olacağı öngörülmüştür. (European Economic Forecast Spring, 2020: 1-5- 147).

Bu dönemde genel anlamda ekonominin, özel anlamda ise piyasaların ve istihdamın salgından bu kadar negatif etkilenmesinin esas nedenlerinden biri de gerek dünyada gerekse ülkemizde fazlaca şirketlerin dijitalleşme dâhilinde yeterli durumda olmamasıdır. Şirketlerin büyük bir kısmının iş akışlarını dijital ortamlara taşıyamayarak, çalışmalarını durma noktasına getirmesi ve istihdamın sıkıntı içinde olması gerek arz gerekse de talep taraflı küçülmeyi beraberinde getirmiştir. Bütün bunlarla birlikte ise dünyanın şu ana kadar şahit olduğu krizlerden çok farklı ve aşılması çok zor bir krizin ortaya çıkmasına sebebiyet vermiştir (Balcı ve Çetin,2020: 54) .

Bu salgın daha önce pekte rastlamadığımız küresel boyutlara ulaşan sağlık krizi haline gelmiştir. Krizin sebep olduğu kötü sonuçları minimuma indirebilmek istihdamın dolayısıyla da iş hayatının en az hasarla bu süreci geçirmesi, hatta bu olumsuz durumu üretim faaliyetleriyle olumlu hale çevirmesi hem dünya hem de ülkemiz adına izleyeceği tedbir ve telafi yollarıyla mümkündür.

2.40. Önceki Çalışmalar

Gençtürk (2009), hisse senedi kazançlarıyla makroekonomik dengeler arasındaki bağlantıyı iki başka dönem şeklinde incelemiştir. Araştırma neticesinde, kriz dönemlerinde tüketici fiyat endeksi ve para arzı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir bağlantı gerçekleştiği sonucuna ulaşmıştır. Krizin olmadığı zamanlardaysa İMKB 100 endeksi ile altın fiyatları, tüketici fiyat endeksi ve para arzı arasında olumlu, sanayi üretim endeksi, dolar ve hazine bonosu faiz oranı arasında olumsuz istikamette anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Gökçe (2002), günlük endekslerle işlem hacmi değerlerini ele alarak gerçekleştirdiği araştırmasında fiyat farklılıkları işlem hacmindeki farklılıkların, ilişkinin istikametinin fiyattan işlem hacmine doğru olduğunu tespit etmiştir.

Gençtürk (2009), 1992 2006 yılları arasında hisse senedi fiyatları ile makroekonomik dengeler arasındaki bağlantıyı krizin meydana geldiği ve gelmediği dönemler olarak ele

almıştır. Araştırmada bağımlı değişken olarak İMKB-100 endeksi, bağımsız değişkenler olarak da; hazine bonusu faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, para arzı, sanayi üretim endeksi, dolar ve altın fiyatları seçilmiştir. Araştırmaya göre krizin yaşandığı tarihlerde tüketici fiyat endeksi ve para arzı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Krizin olmadığı tarihlerde İMKB100 endeksi ile altın fiyatları, tüketici fiyat endeksi ve para arzı arasında olumlu seyreden, sanayi üretim endeksi, dolar ve hazine bonusu faiz oranı arasında olumsuz seyreden anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Delice (2003), finansal krizi 1990 sonrası itibariyle ele almış ve bu da küreselleşme kavramının ortaya çıktığı döneme denk gelmesiyle bu dönem ve sonrasında yaşanan krizlerin incelemesi yapılarak literatürde yer alan çözüm önerileri tartışılmıştır. Çalışma neticesinde para ya da bankacılık sistemindeki birden meydana gelen güvensizlik ortamı, finansal varlıklarda ani fiyat değişimleri ve dış finansman akımlarının kötüleşmesi krizin patlak vermesine neden olabilmektedir. 1990 yılından sonra meydana gelen krizlerin çoğunluğuna bulaşma etkisi vardır ve ülke ekonomilerinde ani sıkıntılara neden olabilmektedirler.

Tutar vd. (2011), yatırımda bulunmak isteyenlerin kredi notunun iyi olduğu ülkelere yatırımda bulduklarını belirtmiştir. Fakat meydana gelen finansal kriz sonrasında bu ülkelerdeki önemli firmalar iflas edince güve problemi oluşmuştur.

Işık vd. (2004), ülkemizde yaşanan 1994 ve 2001 krizlerinin ana sebepleri ele alınmış. Faktör Analizi tekniğiyle ülkemizdeki krizleri ortaya koyan üç faktör saptanmıştır. Bu etmenler, para ikamesi, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ve yükselen konjonktür şeklinde açıklanmıştır.

Sarak (2006), ülkemizde meydana gelen Kasın 2000 ve Şubat 2001 krizleri öncesinde uygulamaya konan istikrar politikaları ve krizden önce ülkemizde ve dünyadaki gelişmelerden bahsedilmiştir. Bu iki kriz sonrasında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programıyla, ekonomideki sıkıntılar incelenmiş bu sıkıntıların tamamen ortadan kaldırılması için tedbirler alınmış güçlü ekonomiye geçiş programı bankacılık piyasasını kurtarma programına çevrilmiş ve bununla ilgili ciddi kararlara yer verilmiştir.

Karamustafa ve Küçükkale (2002), 2000 Kasım ve 2001 Şubat yılları arasındaki dönemi kapsayan süreçte döviz kurları, faiz oranları ve hisse senedi kazançları arasındaki ilişkiyi Granger Nedensellik Testi ile ele almıştır. Yapılan analiz sonucunda kriz öncesinde dolar değişkeni Borsa İstanbul içerisinde bulunan hisse senedi fiyatlarına etki göstermişse de oluşan etki kriz ile beraber ortadan kalkmış ve bu etki kriz sonrasında yeniden oluşturulamamıştır. Borsa İstanbul'daki hisse fiyatları da doları kriz dönemi, öncesi ve sonrasında etkilemiştir.

Ekşi (2007), 2000 Kasım krizi öncesi ve sonrasını içine alan 1999-2003 yılları arasında gerçekleştirilen çalışmada Gaziantep de faaliyette bulunan 87 firmanın finansal tabloları ele alınarak oluşturulan analiz neticesinde KOBİ'lerin krizin yaşandığı dönemde borçlanma eğiliminde, kriz sonrasında ise finansal yapılarının kısmen yoluna girdiği sonucuna ulaşmıştır. Kriz sonrasında firmaların likiditeye önem verdikleri ve kriz döneminde firmaların karlılıklarında azalma gerçekleştiği saptanan başka bir sonuçtur. Araştırmanın bir başka sonucu ise başarılı firmaların krizin gerçekleştiği dönemde daha az stokla faaliyette bulunduğu, likidite düzeyini yüksek seviyelerde bulduklarını ve öz kaynaklarının da yüksek olduğu görülmüştür.

Aşıkoğlu ve Ögel (2006), 2001 ekonomik krizinin üretim sanayi piyasaları üstündeki etki ile ilgili çalışma yapılmıştır. Çalışma bulgularının ışığında kriz dönemlerinde firmaların kısa vadeli borç yükümlülükleri yükseldiği ve sermayelerinin toplam kaynaklar içerisinde yer alan kısmının azaldığı sonucuna ulaşmıştır.

Kavcıoğlu (2012), ülkemizde meydana gelen krizler sonrasında bankacılık sektörü kredilerinin sektörel dağılımlarının ve sektörlerin büyümeye etkilerinin analizleri gerçekleştirilmiştir. Çalışmada belirgin olarak 2001 krizi sonrasında bankacılık sektöründeki gerçekleşen yenilenme ve düzenlemelerin 2008 krizinin etkilerinin son derece azalması yönünde etkiler sağladığı sonucuna varılmıştır.

Öztürk ve Gövdere (2011), 2008 krizinin nedenlerini, sonuçlarını ve ülke ekonomimize getirdiklerini ele aldığı çalışmasında bu krizin diğer başka krizlerle aynı olmadığı, diğer krizlerden farklı olarak likidite sıkışıklığının sebebiyet vermediği ancak borcun geri ödenmesi noktasında bir belirsizliğin söz konusu olduğuna vurgu yapmaktadır.

Küresel kriz gelir yerine borç talep şoku yaşanmıştır. Krizin aslında direkt konut kredilerinden değil, faaliyette bulunan diğer türev piyasalarından kaynaklandığını ortaya koymuştur. Ülkemizin ise krizden etkilenme boyutu ihracattır.

Özdemir ve Göçer (2011), ekonomimiz için 2008 krizinin makroekonomik dengeler ile ilgili etkilerini, 1988–2011 dönemi aylık verilerini kullanarak, VAR analizi ile ele almış ve krizin tesirinin neredeyse iki sene devam ettiğini ortaya koymuştur.

Hepaktan ve Çınar (2011), 2008 krizinin ülkemize etkisini reel sektör tarafıyla ele almıştır. Sanayi üretim endeksi, döviz kuru ve kriz kukla değişkeni kullanılarak analiz yapılmıştır. Analizde, kriz kuklasının ve döviz kurunun sanayi üretim endeksini olumsuz etkilediği ortaya çıkmıştır. Ayrıca döviz kurlarında yaşanan yükselmenin sanayi üretim endeksi üzerindeki etkisinin artmış seviyede olduğu da görülmüştür.

Yıldırım (2010), 2008 küresel krizinin hem dünya hem de Türkiye ekonomisinde meydana getirdiği etkileri incelemiştir. Araştırma ile beraber ekonomik krizlerin büyümeyi yavaşlatıp, işsizliği yükselttiği ve dış ticaret dengesini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmaya sonucuna göre 1999, 2000 ve 2001’de meydana gelen gerek küresel gerekse ülkemizde oluşan ekonomik krizler Borsa İstanbul’da düşüşler meydana gelmiş, ekonomik konjoktörün pozitif yönlü gerçekleştiği dönemlerdeyse Borsa İstanbul endeksi denge gösterip yükselme göstermiştir.

Gençtürk vd. (2011), çalışmasında küresel krizin etkilerini, Borsa İstanbul’da içerisinde bulunan yetmiş yedi şirketin finansman yapısı tarafından ele almıştır. Kriz ile beraber şirketlerin borç sermaye oranının yükselerek yüzde elli ikiye ulaştığı, kısa vadeli borç seviyesinin yüzde yüz on üç, uzun vadeli borç seviyesinin ise yüzde elli üç olarak yükseldiği görülmüştür.

Erol ve Özdemir (2012), küresel krizin işgücü piyasalarındaki etkilerini ele almıştır. Çalışmada krizin en fazla işgücü piyasasına etki gösterdiği ve bu etkilerin düşürülmesi için alınan önlemler için geç kalınmış olduğundan söz edilmiştir.

Coşkun ve Balatan (2009), krizinin ileri bir ekonomide patlak verip 2008'in Kasım ayının ortaları itibarıyla ise gelişmekte olan ülkeleri etkisi altına aldığından söz etmiştir. Ayrıca krizi sonucunda çok sayıda gelişmekte olan ülke borsalarında önemli değer kayıpları meydana gelmiş yerel para değer kaybetmiş ve ülkeye giren yabancı sermaye akımları da azalmıştır.

Gençtürk (2009), çalışmasında BİST'de bulunan hisse senedi fiyatları ile makroekonomik değişkenler arasındaki bağlantıyı krizin meydana geldiği ve gelmediği dönemlere göre analizi gerçekleştirilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak BİST-100 endeksi, bağımlı değişken olarak ise hazine bonusu faiz oranı, tüketici fiyat endeksi, para arzı, sanayi üretim endeksi, Amerikan doları, altın fiyatından yararlanarak değişkenler arasındaki ilişkiyi Çoklu Doğrusal Regresyon Yöntemi ile ele almıştır. Çalışma neticesinde, krizin yaşandığı dönemlerde BİST endeksini etkileyen makroekonomik değişkenler tüketici fiyat endeksi ile para arzıdır. Hisse senedi fiyatları ile tüketici fiyat endeksi arasındaki ilişki olumsuz yönde seyrederken, para arzı ile ilişki olumlu yöndedir.

Duran ve Acar (2020), Covid-19 pandemisinin küresel ekonomiye etkilerini sektörel anlamda analizini gerçekleştirmiş ve hem makroekonomik hem de sosyokültürel neticeleri açısından incelenmiştir. Bu salgın tüm dünya ekonomisini ilgilendiren ve negatif sonuçlara neden olduğu belirtilirken diğer yandan bu etkinin homojen olarak dağılmadığı da belirtilmektedir. Sosyal anlamdaki etkisi ise hükümetlerce alınan önlemler ve faaliyete geçirilen politikalara bağlı olarak değişeceği sonucuna varılmıştır. (Duran & Acar, 2020).

Sevüktekin ve Nargeleçekenler (2006), 23 Ekim 1987 ile 31 Temmuz 2006 aralığında İMKB 100 günlük getiri oynaklığını modellemesinin çalışmasını gerçekleştirmişlerdir. Çalışma neticesinde İMKB 100 endeksinin getiri serisi için (GARCH) (1,1) modeli, uygulanabilir model seçilmiştir.

Atakan (2009), 1987-2008 yılları arasında İMKB-100 Bileşik Endeksi oynaklığının otoregresif koşullu değişen varyans etkisi altında olduğu ve değişkenliğin tahmininde yararlanılacak en kullanılabilir modelin GARCH (1,1) olduğu görülmüştür. Ayrıca çalışmada, kriz yaşanan dönemlerde ve belirsizliğin söz konusu olduğu zamanlarda İMKB-

100 Endeksi getirisindeki değişkenliğin yükseldiği ve bu zamanlarda oynaklık gruplanmalarının oluştuğu sonucuna varılmıştır.

Akar (2008), endekslerin oynaklık durumlarını EGARCH ile saptamaya çalışmıştır. BİST-100 endeksinin üç bin dokuz yüz sekiz, BİST-30 endeksinin iki bin seksen bir ve BİST-50 endeksinin bin iki yüz doksan sekiz günlük verisinden yararlanılan çalışmada oynaklık ısrarcılığı hesaplamalarına göre incelemesi yapılan üç endeks içinde en fazla oynaklık gösteren endeks BİST-50, en az oynaklık gösteren endeks ise BİST-100 olarak saptanmıştır.

şahin vd. (2015), BİST-100, BİST-30 ve BİST-50 endekslerinin oynaklık durumları karşılaştırmalı şekilde incelenmiştir. Toplam bin beş yüz seksen iki günlük veriden yararlanılan her bir endeks için en elverişli oynaklık modelinin saptanması çalışması yapılmıştır. Çalışmada bulunan sonuçlara göre, bütün endeksler için en kullanılabilir oynaklık modeli GARCH (1,1) olduğu görölmüştür.

Turanlı vd. (2007), İMKB 100 Bileşik Endeksi günlük getiri serisinin volatilitesini sorgulayan araştırmasında ARCH (1) ve GARCH (1,1)'in daha sağlıklı durumlar ortaya çıkardığı sonucuna erişmiştir.

Gürsakal (2011), BİST Ulusal 30 endeksinin günlük getiri serisinden faydalanılarak GARCH modelleri ve varyans kırılmalarını ele almıştır. Araştırmasında sekiz kırılma noktalarına kukla değişkeni ilave ederek meydana getirdiği modelde volatilitenin kalıcılığının önemli derecede azaldığı sonucuna ulaşmıştır.

Gökçe (2001), BİST 100 endeksinin 2 Ocak 1989 31 Aralık 1997 yılları arasındaki günlük getiri oranını aynı olmayan koşullu varyans denklemlerinden yararlanarak araştırmıştır. Getiri denkleminin modellemesinde altı değişik modeli değişik gecikme uzunlukları ile testi uygulamış ve en kullanılabilir oynaklık modeli olarak GARCH (1,1) uygulamaya koymuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA YÖNTEMİ/MATERYAL VE YÖNTEM

Çalışmanın bu bölümünde, kriz dönemlerinin BİST endeksindeki değişimlere etkisini incelemek amacıyla uzun dönem ilişkilerin belirlenmesine yönelik Johansen Eşbütünleşme Analizi ve kısa dönem ilişkilerin belirlenmesi için Hata Düzeltme Modeli analizine yer verilmiştir. Uzun ve kısa dönem ilişki analizleri öncesinde, borsa endeksi değişimlerinin modellenmesi için GARCH model kullanılmış ve serideki oynaklık modellenmiştir.

3.1. Değişkenlerin Birim Kök Analizi

Granger ve Newbold (1974) durağan durumda bulunmayan zaman seri ile çalışılması durumunda sahte regresyon sorunu ile karşı karşıya kalılabileceğini ortaya koymuştur. Durağan serilerin kullanıldığı serilerden sağlanan sonuçlarda bir problem gözlenilmemekte ancak, durağan olmayan serilerin kullanılması güvenli bulunmayan ve değerlendirilmesi ekonomik açıdan sıkıntılı olan sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu sebeple, zaman serileriyle uygulanan regresyon analizlerinde değişkenler arasında olan ilişkinin varlığı durumunu araştırmadan önce analizlerde ele alınan değişkenlerin zaman serisi özelliklerinin incelemesinin yapılması gerekir.

Zaman serileri analizinde durağanlık kavramı ciddi anlamda önem teşkil etmektedir. Analizde ele alınan değişkenler arasında anlamlı ilişkiler olabilmesi için, serilerin durağan olması ya da aynı mertebeden homojen olması söz konusu olmalıdır. Durağanlık kavramı, bir zaman serisinin ortalamasıyla varyansının sabit olması ve seriye ilişkin iki değer arasındaki kovaryansın ele alınan zamana değil, sadece iki zaman değeri arasındaki farka bağlı olması olarak açıklanmaktadır.

İki zaman serisi arasında bir ilişkiden söz ediliyor ve aralarında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki varsa bahsedilen ilişkinin gerçek ya da sahte bir ilişki olduğunu saptamak için birim kök testi kullanılarak serilerin kaçınıcı mertebeden durağan olduklarının belirlenmesi gerekmektedir. Eğer her iki seri de aynı mertebeden durağansa, bu ilişki gerçektir ve regresyon gerçektir şeklinde yorumu yapılır. Bu serilere de “eşbütünleşik

seriler” denilmektedir. Farklı bir ifade ile regresyonun gerçek olması için serilerin eşbütünleşik seriler (aynı mertebeden homojen seriler) olmalıdırlar.

Bir zaman serisi “d” kez farkı alınması sonrasında durağan duruma geçiyorsa, bu serinin d dereceden bütünleştiğinden bahsedilir ve I(d) olarak ifade edilir. İktisadi zaman serilerinin durağanlığı için genel olarak Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) (1981), Phillips-Perron (PP) (1988) testlerinden yararlanılmaktadır.

3.1.1. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Durağanlık testi, serilerde birim kök olup olmadığı testinin yapılmasıdır. Bu çalışmada ele alınan verilerin birim kök içerip içermediği ADF (Genişletilmiş Dickey-Fuller) testi ile incelenmiştir. Serilerin durağanlık testi için Augmented Dickey-Fuller (ADF) testinde sabitsiz, sabitli ve trendli bir süreçte bu işlemler gerçekleştirilir. Bunun sonucunda seri trendli bir süreçte durağan duruma ulaşmışsa, başka süreçlere bakılmaksızın bu değer üzerinden süreç yürütülür. Seri durağan duruma erişememişse, sabit terimli, bu aşamada da durağanlık elde edilememişse, sabit terimsiz inceleme oluşturulur ve son olarak seriyi durağan hale getiren değer ile çalışılır.

Dickey ve Fuller (1979) tarafından t-istatistiğinin sapmalı olması sebebiyle τ (tau) olarak ifade ettikleri düzeltilmiş t tablosu meydana getirmişler ve bu tablo üzerinden sürecin ilerlemesi gerektiğini ortaya koymuşlardır. Tablo haline getirilen değerler aşağıdaki üç model için ortaya konulmuştur:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t \quad (1)$$

$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{t-1} + u_t \quad (2)$$

$$\Delta y_t = m_0 + m_1 t + \gamma y_{t-1} + u_t \quad (3)$$

1 numaralı denklem yalnızca stokastik trendi kapsamaktadır. Sabit terim ve stokastik trend 2 numaralı denklemde yer alırken; stokastik ve deterministik trend ile sabit terimin beraber modellenmesi ise 3 numaralı denklemde yer almaktadır.

Açıklamasına yer verilen DF (1979) testinde hata terimlerinin beyaz gürültü süreci içerisinde oldukları düşünülmektedir. Fakat otokorelasyon bulunması durumunda En Küçük Kareler tahminlerinin doğru olması için çalışmalar yapılmış ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi ortaya çıkarılmıştır. DF testinde meydana getirilen denklemler ADF testinde şu şekilde oluşturulmuştur;

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum \beta_i \Delta y_{t-i+1} + u_t \quad (4)$$

$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{t-1} + \sum \beta_i \Delta y_{t-i+1} + u_t \quad (5)$$

$$\Delta y_t = m_0 + m_1 t + \gamma y_{t-1} + \sum \beta_i \Delta y_{t-i+1} + u_t \quad (6)$$

Bu modeller için τ tablo değerlerinden faydalanılır. Modellerde bulunan gecikme uzunluklarının saptanmasında farklı metotlardan yararlanılabilir. Bir kısmı şu şekildedir; Akaike Final Prediction Error (FPE), Akaike Information Criterion (AIC), Schwartz Criterion (SC), Bayesian Information Criterion (BIC), Hannan – Quinn Criterion (HQ), Campel - Perron kriterleridir.

3.1.2. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi

Birim kök sınavasının yapıldığı bir başka test ise PP birim kök testidir. Bu test bir zaman serisindeki daha yüksek dereceden bir seri korelasyonun olduğunu ortaya koymak için kullanılmaktadır.

$$\Delta y_t = a + b y_{t-1} + c_1 \Delta y_{t-1} + c_2 \Delta y_{t-2} + \dots + c_{p-1} \Delta y_{t-p-1} + u_t \quad (7)$$

Yukarıdaki regresyon hesabı ile oluşturulmaktadır. Δy_t , y denklemde serisinin birinci dereceden farkını göstermektedir. $a, b, c_1, c_2, \dots, c_{p-1}$ katsayıları, t zaman, p gecikme sayısı ve u_t hata terimi olarak ifade edilmektedir.

Bu test hata terimindeki rastgele bir seri korelasyonu saptamak için c katsayısının t istatistiğine parametrik durumda bulunmayan düzeltme uygulamaktadır. Asimtotik dağılımı ADF testi ile aynıdır. Yani τ istatistiği Mac Kinnon kritik değerlerinden mutlak olarak daha fazlaysa birim kök bulunmadığı ortaya konur.

Değişkenlerin ilk farklarında birim kök içermiyor olması uzun dönemde araştırma yapılmasının önünü açmaktadır. Uzun dönem ilişkinin varlığını saptamak amacıyla Johansen (1988) tarafından geliştirilen eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Bu testten önce tahmini yapılacak modelin optimal gecikme uzunluğu çeşitli kriterler etrafında saptanmıştır.

3.2. Johansen Eşbütünleşme Analizi

Kısaca açıklamak gerekirse uzun dönemde değişkenler arasındaki ortak harekettir. Teknik anlamda Engle-Granger(1987)'e göre; değişkenlerin hepsi $I(1)$ seviyesinde entegre bulduklarında, seriler düzey olarak durağan değil ancak serilerin doğrusal bileşimleri durağan durumda bulunabilir. Böyle bir durumda standart Granger nedensellik çıkarsamaları kabul edilemeyeceğinden Hata Düzeltme Modellerinin kurulması gerekmektedir. Yani Granger nedensellik testleri sürece konmadan önce eşbütünleşik anlamda test edilmelidir.

Eşbütünleşme analizi uzun dönem ilişkisinin sınanmasında kullanılır. Bu çalışmada, Johansen (1998) ve Johansen ve Juselius (1990) tarafından ortaya konan test uygulaması gerçekleştirilecektir.

Çalışmada Johansen eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Johansen (1988) tarafından ortaya konan bu teste göre iki farklı doğrultuda kullanımı söz konusudur:

- Modelde bulunan değişkenler için en yüksek eşbütünleşik vektör sayısının belirlenmesi,
- Eşbütünleşme vektörü ile buna ait parametrelerin en çok olabilirlik tahminlerinin yapılmasıdır.

İkiden fazla değişken için eşbütünleşme ilişkisinin saptanmasında bu yöntemden yararlanılmaktadır. Böylelikle maksimum olabilirlik yöntemi ele alınarak eşbütünleşme ilişkisinin sayısı ve bu ilişkinin parametre tahminleri yapılarak, durağan halde bulunmayan değişkenler arasındaki eşbütünleşik ilişkileri bulunması sağlanır. İşte bu şekilde her bir değişken, sistemde bulunan bütün değişkenlerin gecikmeli değerlerinin bir fonksiyonu olan bir VAR modeli olarak modellenmesi yapılır. 8. Denklemden de görüldüğü üzere, k gecikmeli ve n değişkenli VAR modeli tanımlanmıştır.

$$Z_t = \sum_{i=1}^k A_i Z_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8)$$

Z_t : n değişkenin t anındaki gözlem değerlerinden oluşan vektör,

A_i : i inci gecikme için katsayı matrisi,

ε_t : n değişken için hata terimi vektörünü açıklamaktadır.

Denklem 8’de açıklanan modeldeki bütün değişkenlerin aynı mertebede eşbütünleşik olduğunu varsayalım. 8. denklemde birtakım dönüşümler uygulanarak 9. denklemdeki modele bulunur:

$$\Delta Z_t = \Pi Z_{t-k} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_t \quad k \geq 2 \quad (9)$$

Denklem 9’un oluşturulmasında uygulanan dönüşüme “eşbütünleşme dönüşümü” adı verilmektedir. Denklem 9’daki model bilinen hata düzeltme modeli olarak da kurulabilir:

$$\Delta Z_t = \Pi Z_{t-1} + \sum_{i=1}^{k-1} \Gamma_i^* \Delta Z_{t-i} + \varepsilon_t \quad (10)$$

Denklem 10’da yer alan Π matrisi, eşbütünleşik vektörleri ve hata düzeltme katsayılarını bulundurmaktadır. Bunun sonucunda Π matrisi iki parça şeklinde ifade edilecek olursa aşağıdaki eşitlik ortaya çıkar:

$$\Pi = \alpha \beta' \quad (11)$$

α hata düzeltme katsayılarına ait vektörü, β ise eşbütünleşme matrisini belirtmek için kullanılmıştır. 11. Eşitlikte yer alan Π matrisinin rankı $r(\Pi) = \min\{r(\alpha), r(\beta)\}$ ’ya eşittir. $r(\Pi) = 0$ veya $r(\Pi) = n$ ise, değişkenlerin eşbütünleşik olmadığı, $1 \leq r(\Pi) \leq n - 1$ ise $r(\Pi) = r$ tane eşbütünleşik vektör bulunduğu şeklinde sonuca varılır. Böylelikle sonuç

olarak π matrisinin rankı tespit edildiğinde eşbütünleşik ilişkinin değişkenler arasında bulunup bulunmadığı ve bu ilişkinin varlığı durumunda kaç adet eşbütünleşik vektörün olduğu bulunur.

Johansen (1988) eşbütünleşme ilişkisi ile ilgili iki farklı olabilirlik ortaya koymuştur. İlki Maksimum Özdeğer Testi (Maximum Eigenvalue Test), bir diğeri ise İz Testi (Trace Test)'dir. Maksimum Özdeğer Testinde en fazla r tane eşbütünleşme vektörünün varlığı, $r+1$ tane eşbütünleşme vektörünün varlığını ifade eden alternatif hipoteze karşı test edilir. İz testinde ise, en fazla r tane eşbütünleşme vektörünün varlığı, en az $r+1$ tane eşbütünleşme vektörünün varlığını ifade eden alternatif hipoteze karşı test edilir. Eşbütünleşme testi sonuçlarının sağlamlığı (robust) gecikme uzunluğunun belirlenmesine çok hassastır. Bu nedenle Eviews programı menüsünde yer alan ve otomatik olarak belirlenen gecikme uzunluğu kriterlerinden çoğunluk sonuca göre hareket edilerek, gecikme belirlenir. Sadece tek bir kriteri temel almak uygulayıcılar açısından risk taşımaktadır.

Engle ve Granger (1987)'a göre değişkenler arasında eşbütünleşme söz konusu ise değişkenler arasında en azından tek yönlü bir nedensellik bulunacak ve vektör hata düzeltme modelinden (VECM) yararlanılabilecektir. Birinci mertebeden durağan $I(1)$ değişkenler kümesi eşbütünleşik ise, VAR modelinde belirlenen hata düzeltme teriminin vektör hata düzeltme modeline (VECM) alınmaması nedensellik testlerinde spesifikasyon hatasına neden olabilmektedir. Bu nedenle VAR yapısında olası nedenselliğin yönünü tespit edebilmek için her bir değişkenlerin her birinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı VECM modeline hata düzeltme terimlerinin (ECT) dahil edilmesi faydalı olacaktır.

3.3. Hata Düzeltme Modeli (VECM)

Bu modelde Engle-Granger, eşbütünleşme ilişkisinin iki değişken arasında var olduğunun saptanması durumunda, kısa dönem dengesizliklerini ortadan kaldıran bir vektör hata düzeltme mekanizmasının (VECM) varlığı açıklanmıştır. Genel anlamda nedensellik testlerinde bir uzun dönem denge modeli ile birlikte bir kısa dönem hata düzeltme modeli önerisi söz konusudur. Bu modeller hem uzun hem de kısa dönem ilişkilerini bütünleştirmeyi sağlamaktadır.

Şöyle ki, hata düzeltme denklemlerinin açıklanmasında kullanılmak üzere Y ve E olarak tanımlanan iki değişkenin olduğu düşünülün. Bu doğrultuda iki değişken hem durağan hem de eşbütünleşik ise, nedensellik testleri VECM'ye göre kurulabilir. Hata düzeltme modeli ise aşağıdaki gibidir:

$$\Delta y_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^m \beta_{1j} \Delta E_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^r \delta_{1i} ECM_{r,t-1} + u_t \quad (12)$$

$$\Delta E_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^m \beta_{2j} \Delta E_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{2i} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^r \delta_{2i} ECM_{r,t-1} + u_t \quad (13)$$

Bu modelde, $ECM_{r,t-i}$ şeklinde ifade edilen gecikmeli hata terimleri, hız ayarlama parametreleridir. ECM, Y için ΔE_t 'nin gecikmeli hata terimleri veya gecikmeli terimleri ile nedenselliğin iki kaynağı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu iki kaynaktan bir tanesi veya daha çoğunun Y'yi etkilemesi durumunda; bu durum şöyle ki parametreler istatistiki anlamda sıfırdan farklı ise, Y veri iken, E değişkeni Y'nin Granger nedeni değildir. Boş hipotez reddedilmektedir. Hipotezde açıklayıcı değişkenlerin gecikmeli değerleri için F testi, hata düzeltme terimleri için t testi ile testi yapılmaktadır. VECM'de minimum birinde hız ayarlayan parametrenin istatistiki olarak sıfırdan farklı olması gerekir. Eğer denklemin bütününde hız ayarlama parametreleri sıfırsa, uzun dönem denge oluşmamakta ve model hata düzeltme niteliğini göstermemektedir.

3.4. Oynaklık Öngörü Modelleri

Bu model ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde oynaklık öngörü modellerinin oldukça basit yöntemlerinin olmasının yanında daha karmaşık modellerin de olduğu görülmektedir. İşte bu tip modellerin ortaya çıkmasındaki en büyük etken finansal zaman serilerinin kendine özgü istatistiki özelliklerdir. Mandelbrot (1963) ve Fama'nın (1965) tarafından yapılan çalışmalar ışığında finansal getirilerin zamanla beraber hareket halinde olmadığı fakat birbirinden ayrı olarak da değerlendirilmesinin mümkün olmadığı da ortadadır. Ayrıca finansal getiri serilerinin normal dağılım özelliği içerisinde olmayıp asimetrik tepki, oynaklık kümelenmesi, kalın kuyruk, kaldıraç etkisi ve ortalama etrafında aşırı basıklık şeklinde özellikler göstermektedir. Finansal zaman serilerinde değişen varyansın varlığı, 1982'de Robert F. Engle'nin ardışık bağımlı koşullu değişen varyans isimli çalışması itibariyle hem akademik çalışmalarda hem de pratik uygulamalarda finansal

ve ekonomik verilerin gelecekle ilgili tahminlenmesinde temel problem olarak kabul görülmüştür. Engle'in çalışmasında hata terimindeki değişen varyansın finansal getiri serilerinde bir sıkıntı yaratmayıp, zaman serisinin varyansı şeklinde modellenmesi gerektiğine ilişkin çalışması oldukça kabul görmüş ve bu çalışma sonrasında ARCH modeli ve çeşitleri ekonomi ve finans alanında oynaklığın modellenmesinde çokça uygulama alanına sahip olmuştur.

3.4.1. ARCH Model

Oynaklık modellemelerinde kullanılan ARCH grubu modellemeler çeşitli istatistikî özellikleri barındıran finansal getiri serilerinin oynaklığının modellenmesinde oldukça uygun ve kimi zaman da karmaşık yöntemlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Fakat teorik başarıları sebebiyle kabul gören bu modellerin uygulanması sırasında kimi zaman birtakım sıkıntılarla karşı karşıya kalınmakta ve bunun sonucu olarak tahmini yapılan modelin karar mekanizmasındaki payına gölge düşürmektedir. Bundan ötürü oynaklık öngörü modelinin kararı sırasında, zaman serisinin uygulanan model ile başarılı bir biçimde gösterilmesinin yanında model etrafında öngörülen değer ile gerçekleşen değerinin kıyaslanarak hesaplaması yapılan modelin örneklem dışı öngörü performansının önemi de ortaya çıkarmaktadır. Çeşitli varsayımlar etrafında kurulan türlü oynaklık öngörü modellerinin performansını kıyaslamak gerek uygulamada oldukça doğru sonuçlar ortaya koyan modelin bulunmasını kolaylaştırması gerekse karmaşık ve oynaklık öngörüsüne katkı sağlaması açısından küçük modellerle ilgili olarak kullanıcıya ipuçları vermektedir.

Serilerin durağan duruma ulaşması sonrasında ARCH etkisinin varlığının testi yapılmaktadır. Simetrik ve asimetrik modeller olarak koşullu değişen varyans modelleri iki kısımdır. Finansal bir olgunun, koşullu değişen varyans modelleri yardımıyla oynaklık modelini kurmak için, öncelikli olarak şu aşamaların yerine getirilmesi gerekmektedir (Tsay, 2010: 113; Yavuz, 2014: 435):

- *Veride otokorelasyonun olup olmadığına bakılarak, ortalama denkleminin belirlenmesi ve eğer gereği varsa herhangi bir doğrusal bağımlılığı ortadan kaldırmak için ARMA modelin oluşturulması,*
- *ARCH etkisi testi yapılması için, ortalama denkleminin kalıntılarının hesaplanması,*

- *ARCH etkisi istatistiksel olarak anlamlı bulunması durumunda volatilité modeli belirlemek, ortalama ve volatilité denklemlerinin ortak bir tahminini yapmaktır.*

ARCH grubundaki oynaklık modelleri geçmiş standart sapmalara dayalı modellerin tam tersine örneklem standart sapmalarından yararlanmazken getirilerin koşullu varyanslarından (h_t) yararlanır (Poon ve Granger, 2003:484). Pagan ve William (1989) yaptıkları çalışmalarında oynaklığın tahmin edilebilir ve edilemez olarak ikiye ayrıldıklarını, ortaya konulan incelemelerin ise genel olarak tahmin edilebilir; serilerin koşullu varyansları üzerinde yoğunlaştığı sonucunu çıkarılmışlardır. ARCH ve GARCH modelleri tarafından da koşullu varyanslar göz önünde bulundurulmaktadır. Makroekonomik zaman serisi verilerinin modellenmesinde, Engle (1982) İngiltere'ye ilişkin enflasyon serisini ele aldığı araştırmasında değişken varyansın genellikle öne sürüldüğü gibi sabit olmadığı sonucunu ortaya çıkarılmıştır. Koşullu varyanstaki zamana bağlı değişimleri göstermede ekonomik teori oldukça kısıtlıdır. Bu sebeple finansal piyasa oynaklığının tahmininde bulunmak için ARCH-GARCH modellerinden yararlanılması gerekmektedir (Engle, 1993:74).

Engle (1982) tarafından araştırılması yapılan değişken varyanslı modellerden ilki Otoresif Koşullu Değişken Varyans (ARCH) modelidir. ARCH modelinde koşullu varyans, hata terimlerinin mutlak veya kare değeri ve koşullu gecikmeli standart sapmalar veya varyanslara bağlıdır.

Sabit varyans varsayımının geçersiz olması halinde, koşullu varyansın bir AR(p) modeli ile tahmini basit bir şekilde oluşturulabilir (Enders, 2004:114). Bu durum aşağıdaki şekilde oluşturulabilir:

$$\hat{\epsilon}_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \hat{\epsilon}_{t-1}^2 + \dots + \alpha_p \hat{\epsilon}_{t-p}^2 + v_t \quad (14)$$

Burada v_t beyaz gürültü sürecini temsil etmektedir. Lagrange arpanları testi kullanılarak yukarıdaki tahmin sürecinin bir AR(p) modeli olarak incelenmesi halinde ARCH etkisinin bulunup bulunmadığının testi yapılabilir. $LM=(T-p)R^2$ olarak hesaplanan test istatistiği p serbestlik dereceli bir χ^2 dağılımına sahiptir.

O halde; ARCH modeli, ARMA veya en küçük kareler yöntemlerine ilişkin tahmin hatalarının karelerinden yararlanarak,

$$h_t = \alpha_0 \sum_{i=1}^p \alpha_i u_{t-i}^2 \quad (15)$$

Yukarıdaki şekilde formül haline getirilebilir. Bu model kullanılarak bilhassa yüksek değişkenlik gösteren çok sayıda zaman serisinin modellenmesi oluşturulabilmektedir.

Bu koşullu varyans serileri, kovaryansları sıfır, parametre toplamları birden küçük ($\sum_{i=1}^p \alpha_i < 1$) ve koşulsuz varyansı sonlu olduğu için beyaz gürültü sürecini içereceklerdir. ARCH dağılımına sahip bir koşullu varyans, tesadüfi bir değiskendir ve koşulsuz momenti hesaplanarak, değişen varyansı ihmal eden tahminlerde kullanımı yapılabilmektedir. ARCH modellerinde otoregresyon parametrelerine (α_0 ve α_i 'lere) ait birtakım kısıtlamalar mevcuttur. Koşullu varyans (h_t), u_t 'nin gerçekleşen tüm değerleri için pozitif olma zorunluluğu söz konusudur. Bu şartın elde edilebilmesi için ARCH (p) denkleminde α_0 ve α_i parametrelerinin negatif olmayacakları saptanmaktadır. Böylelikle,

$$\alpha_0 > 0 \text{ ve } \alpha_i \geq 0, i = 1, 2, \dots, p$$

kısıtları yukarıdaki şekilde oluşturulabilir. $u_t^2, u_{t-1}^2, \dots, u_{t-p}^2$ değerleri negatif bulunmayacağından tüm u_t değerleri için koşullu varyans denklemi negatif değer almamalıdır. Denklem 8'deki ARCH (p) süreci için fark denklemi kuralları kullanılarak, sürecin karakteristik denklemi aşığıdaki gibi kurulabilir:

$$1 - \alpha_1 \lambda - \alpha_2 \lambda^2 - \dots - \alpha_p \lambda^p = 0 \quad (16)$$

Burada, kovaryans durağanlığın elde edilebilmesi için denklemin karakteristik köklerinin ($\lambda_1, \lambda_2, \dots, \lambda_p$) mutlak değer olarak birden büyük olmalıdır. Denklemin dinamik dengesinin oluşturulabilmesi için gereken şart, α_i 'lerin toplamının birden küçük olması gereğidir:

$$\sum_{i=1}^p \alpha_i < 1 \quad (17)$$

Bu kısıtlama yerine getirilmediğinde, yani α_i ' lerin toplamının birden büyük olması halinde süreç sonsuz varyanlı olacaktır.

$$H_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_p = 0$$

$$H_1 = \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \dots \neq \alpha_p \neq 0$$

yukarıdaki hipotezler test edilerek $LM < \chi_p^2$ tablo durumunda sıfır hipotezi reddedilerek ARCH etkisinin olup olmadığı kararına varılır.

3.4.2. GARCH Model

ARCH modelinin uygulamasında, nispeten uzun gecikmeler kullanılması ve sabit gecikme yapısının önerilmesi sebebiyle, koşullu varyans denklemindeki parametrelere birtakım kısıtlamalar getirilmiştir. Bu kısıtlamaların elde edilememesi ve negatif varyanslı parametre tahminlerinin bulunması sakıncasını ortadan kaldırmak için Bollerslev (1986), ARCH modelini genişleterek, gerek daha çok geçmiş bilgiye dayanan gerekse de daha esnek bir gecikme yapısında olan bir model oluşturmuştur. Bu model genelleştirilmiş ARCH (GARCH) olarak adlandırılmıştır (Işığışok, 1999: 7). ARCH modeli üzerinden Bollerslev (1986)'in önerdiği GARCH (p, q) modelinin eşitliği aşağıdaki gibidir;

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i} \quad (18)$$

Bu eşitliğin istikrarlı bir koşullu varyans tahmini ortaya çıkarması için ise;

$$p \geq 0, q > 0, \alpha_0 > 0, \alpha_i \geq 0 \quad \text{her } i = 1, \dots, q, \quad \beta_i \geq 0 \quad \text{her } i = 1, \dots, p$$

şartlarının oluşturulması gerekmektedir. Ayrıca burada z_t 'nin varyansı bire eşit olan bir tesadüfi hata süreci olduğu üzerinde durulmalıdır. ε_t , koşullu ve koşulsuz ortalaması sıfıra,

koşullu varyansıysa h_t 'ye eşit olan bir hata terimidir. Finans yazınında en çok yararlanılan GARCH süreci GARCH (1,1) modelidir. Bu model:

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta h_{t-1} \quad (19)$$

denklemleri ile gösterilir ve $\alpha_0 > 0$ ve $\alpha_1, \beta \geq 0$ koşullarıyla kısıtlanmışlardır. Ayrıca modelin zayıf kovaryans kararlılık koşulunun uygulanabilmesi için $\alpha_1 + \beta < 1$ eşitsizliğinin yerine getirilmesi gerekmektedir. Denklem 19'da h_t için oluşturulan denklem tekrardan oluşturulduğunda;

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 (\varepsilon_{t-1}^2 - h_{t-1}) + (\alpha_1 + \beta) h_{t-1} \quad (20)$$

denklemleri sağlar. $(\varepsilon_{t-1}^2 - h_{t-1})$ teriminin ortalaması sıfır ve değeri t-1 zamanında var olan bilgi kümesine bağlıdır. Öyleyse bu terim t-1 zamanında oluşan ani oynaklık değişimlerinin t zamanında oynaklık üstündeki etkisi şeklinde açıklanabilir yorumlanabilir. Yani, α_1 katsayısının büyüklüğü, t-1 zamanında oluşan oynaklık şokunun t zamandaki oynaklık üstündeki etkisinin bir kıstasıdır. Ayrıca $(\alpha_1 + \beta)$, oynaklık şokundaki azalma derecesinin bir kıstasıdır. Bu durum, α_1 'in piyasa hareketlerinin var olan oynaklık üstündeki etkisini ölçen ARCH katsayısı, β 'nin ise, oynaklık direncinin derecesini ölçen GARCH katsayısı olduğu anlaşılmaktadır. GARCH(1,1) denklemleri tekrardan yazıldığında:

$$\varepsilon_t^2 = \alpha_0 + (\alpha_1 + \beta) \varepsilon_{t-1}^2 + (\varepsilon_t^2 - h_t) - \beta (\varepsilon_{t-1}^2 - h_{t-1}) \quad (21)$$

$$\varepsilon_t^2 = \alpha_0 + (\alpha_1 + \beta) \varepsilon_{t-1}^2 + u_t - \beta u_{t-1} \quad (22)$$

denklemleri bulunur. GARCH (1,1) süreci aslında ε^2 için bir ARMA(1,1) sürecidir. Burada üzerinde durulması gereken durum ise, ε^2 'nin sabit varyansa sahip bir hata terimi (u) olması gerekliliğidir.

3.4.3. Üstel GARCH (EGARCH) Modeli

GARCH modelinde koşullu varyansın pozitif ve negatif şoklara karşı simetrik tepki vermektedir. Bunun sebebi GARCH modelinde yalnızca getirinin büyüklüğünün göz önünde bulundurulması, işaretinin ise dikkate alınmamasıdır. Ancak finansal piyasalarda negatif şokların, aynı büyüklükte pozitif şoklara oranla oynaklığı daha çok yükseltmektedir. Finansal anlamda kaldıraç etkisi şeklinde isimlendirilen bu durum, koşullu varyansın modellenmesinde GARCH modelinin bazı durumlarda yetersiz kalmasına sebebiyet vermektedir.

Zaman serilerindeki bu asimetrik özelliğin model aracılığıyla en iyi durumda aktarılmasını sağlamak için Nelson (1991) GARCH modelinin farklı bir çeşidi olan Üssel GARCH (EGARCH) modelini ortaya koymuştur. EGARCH modelinde koşullu varyans;

$$\ln h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i g(z_{t-i}) + \sum_{j=1}^p \beta_j \ln h_{t-j} \quad (23)$$

denkleminin şeklidir. $g(z_t)$ asimetrik tepki fonksiyonu şeklinde isimlendirilmektedir.

$$g(z_t) = \theta z_t + \gamma [|z_t| - E|z_t|] \quad (24)$$

Burada, $g(z_t)$ aynı dağılımda, birbirinden bağımsız, ortalaması sıfır, rassal bir ardışık seridir. Tepki fonksiyonunun ilk terimi hata teriminin işaretinin koşullu varyans üstündeki etkisini gösterirken, ikinci terim ise oluşan şokun büyüklüğünün koşullu varyans üstündeki etkisini göstermektedir. Tepki fonksiyonunda $\gamma > 0$, $\theta = 0$ olması ve z_t 'nin mutlak değerinin beklenen değerinin üzerinde meydana gelmesi halinde koşullu varyans pozitif yönlü değişecektir. Öte yandan, $\gamma = 0$ ve $\theta < 0$ şeklinde olması koşullu varyansın pozitif yönlü değişiminin meydana gelebilmesi için getirideki sapma negatif olmalıdır. Asimetri etkisi mevcut ise $\theta < 0$, mevcut değilse θ sıfır olacaktır. Bununla beraber EGARCH modelinde koşullu varyans h_t 'nin logaritmasına bağlı bir fonksiyon olduğundan katsayılar negatif olsa bile koşullu varyans pozitifdir. Bu modelde koşullu varyansın pozitif olma şartını oluşturması için katsayılar üzerine ilave sınırlamalar getirmek gerekmemektedir.

3.4.4. GJR-GARCH Modeli

Glosten, Jagannathan ve Runkle (1993) ve Zakoian (1994) tarafından birbirlerinden bağımsız olarak gelişimi sağlanan GJR-GARCH modeli oynaklığın modellenmesinde faydalanılan bir başka asimetrik ARCH sürecidir. EGARCH modeline benzer şekilde koşullu varyansın modellenmesinde kaldıraç etkisinin varlığı dikkate alınmakla beraber EGARCH modelinden farklı bir yöntemi sunmaktadır. GJR-GARCH modelinde koşullu varyans;

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \gamma \varepsilon_{t-1}^2 I(\varepsilon_{t-1} < 0) + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{t-j} \quad (25)$$

denklemini göstermektedir. $I(\cdot)$ gösterge fonksiyonu şeklinde tanımlanmaktadır ve

$$\begin{aligned} I(\bullet) &= 1 && \text{eğer } \varepsilon_{t-1} < 0 \\ &= 0 && \text{eğer } \varepsilon_{t-1} \geq 0 \end{aligned} \quad (26)$$

değerine sahiptir. Bu durumda modelde asimetri parametresi γ , $\varepsilon_{t-1} < 0$ olursa anlamlıdır. Ayrıca denklem 25'e bakıldığında $\gamma > 0$ olursa geçmiş negatif şokların koşullu varyans üstündeki etkisi pozitif şoklara göre daha fazladır. GJR-GARCH(1,1) modelinde koşullu varyans:

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma \varepsilon_{t-1}^2 I(\varepsilon_{t-1} < 0) + \beta h_{t-1} \quad (27)$$

denklemini göstermektedir. Koşullu varyansın pozitif olma koşulunun elde edilmesi için $\alpha_1 \geq 0$ ve $\alpha_1 + \gamma \geq 0$ kısıtları vardır. İlave olarak bu modelde, olumlu haberlerin koşullu varyans üstündeki etkisi α_1 katsayısıyla ölçümü yapılırken, olumsuz haberlerin koşullu varyans üstündeki etkisi $(\alpha_1 + \gamma)$ ile yapılmaktadır.

3.5. Verilerin Tanıtımı

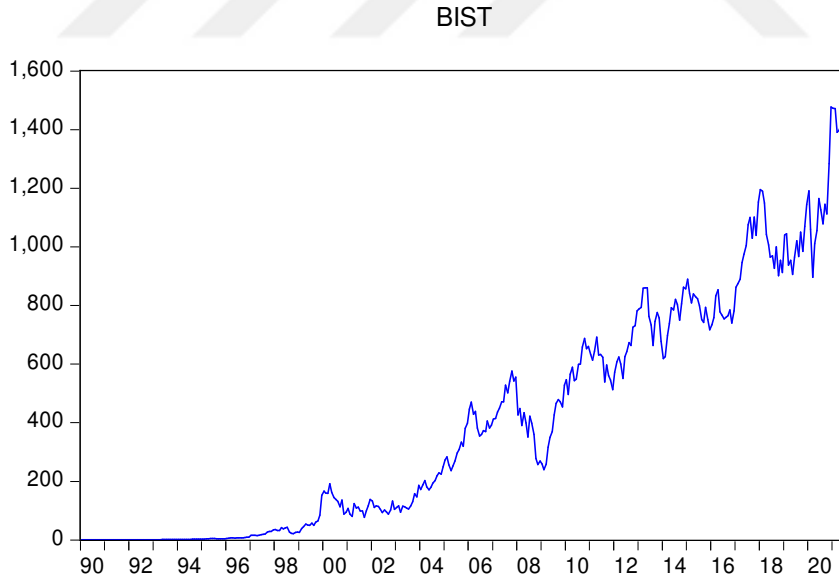
Çalışmada, kriz dönemlerinin BIST endeksi değişimine etkisinin uzun ve kısa dönem analizleri yapılacaktır. BIST endeksi verileri, borsanın daha etkin çalışmaya başladığı dönem

1990 yılı sonrası olarak ele alınmıştır. Çalışmanın zaman aralığı, aylık veri biçiminde 1990.01-2021.08 olarak incelenmiştir. Veriler www.tcmb.gov.tr sitesi aracılığıyla sağlanmıştır. Türkiye için 1994, 2000, 2001 ve 2008 krizleri ele alınarak, modele bağımsız değişken olarak dâhil edilmiştir. Analizler için Eviews 11.0 sürümü kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler Tablo 10’da verilmiştir.

Tablo 10

Değişkenlerin tanımları

Değişken	Gösterim	Tanımı
Borsa Endeksi	BIST	Bağımlı Değişken
1994 krizi için kukla değişken	D1	Bağımsız Değişken
2000 krizi için kukla değişken	D2	Bağımsız Değişken
2001 krizi için kukla değişken	D3	Bağımsız Değişken
2008 krizi için kukla değişken	D4	Bağımsız Değişken



Şekil 1. BIST değişkeni için [1990.01-2021.08] dönemi grafiği

BIST değişkenine bakıldığında, genel olarak dönemler boyunca artış eğilimi içinde olduğu görülmektedir. Diğer yandan, kriz ve yapısal değişim yaşanan dönemlerde iniş ve çıkışlar olduğu, fakat artış eğiliminin devam ettiği belirlenmiştir.

3.6. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırmanın ana hipotezi, Türkiye’de yaşanan 1994, 2000, 2001 ve 2008 kriz dönemlerinin borsa endeksi değişimi ile anlamlı ilişkili olduğu yönüyledir. Çalışmada test edilecek hipotezler Tablo 11’de gösterilmiştir.

Tablo 11

Çalışmanın hipotezleri

H	Hipotezler
H ₁	1994 krizi BIST değişimi ile anlamlı ilişkilidir
H ₂	2000 krizi BIST değişimi ile anlamlı ilişkilidir
H ₃	2001 krizi BIST değişimi ile anlamlı ilişkilidir
H ₄	2008 krizi BIST değişimi ile anlamlı ilişkilidir

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA BULGULARI

Çalışmanın bu bölümünde, ilk aşamada BIST verisinin oynaklığının modellenmesi için GARCH analizi sonuçlarına, diğer aşamada, uzun dönem ilişkilerin belirlenmesine yönelik olarak Johansen Eşbütünleşme Analizi sonuçlarına ve son aşamada kısa dönem ilişkilerin belirlenmesi amaçlı Hata Düzeltme Modeli sonuçlarına yer verilmiştir.

4.1. BIST Oynaklığının Modellenmesi

Piyasaların birbirine bağlanması ve opsiyon piyasasına talebin yükselmesi açısından bu modeller son zamanlarda önemli hale gelmiştir. Çoğu finansal zaman serisinin gözlemi yapıldığında, yüksek oynaklık dönemlerinin ardından nispi anlamda oynaklığın sakinleştiği dönemlerin geldiği görülmektedir. O halde bir gösterge olarak hata terimi değişen varyansa sahiptir ve sabit varyans varsayımı üzerinden oluşturulan modellerin finansal zaman serilerinin modellenmesi açısından elverişli olmadığı sonucu çıkmaktadır.

Öte yandan ekonomik ve finansal zaman serilerinin oynaklığının test edilmesinde değişen varyans bulundurmasından dolayı ARCH grubu süreçler sık olarak kullanılmaktadır. Çok sayıda ARCH süreçleri söz konusudur. Ancak bu çalışmada ARCH ve Kapsamlı ARCH (GARCH) modelleri, Üstel GARCH (EGARCH) ve GJR-GARCH modelleri ele alınacaktır.

Stokastik sürecin karakteristiklerini belirlemek için yararlanılan yöntemlerden biri otokorelasyon fonksiyonunun incelemesinin yapılmasıdır. k gecikme sayısı olarak, k 'nın fonksiyonu şeklinde incelenen otokorelasyon katsayıları otokorelasyon fonksiyonunu meydana getirir. Otokorelasyon katsayıları elde edildikten sonra, bunların k gecikme ile grafiği örnek otokorelasyon fonksiyonu ya da korelogramı şeklinde adlandırılması yapılır.

Tablo 12

BIST serisi düzey değeri korelogram değerleri

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.966	0.966	175.28	0.000
		2 0.921	-0.164	335.67	0.000
		3 0.887	0.155	485.25	0.000
		4 0.856	-0.031	625.19	0.000
		5 0.827	0.047	756.59	0.000
		6 0.803	0.047	881.20	0.000
		7 0.781	0.002	999.61	0.000
		8 0.757	-0.016	1111.5	0.000
		9 0.730	-0.051	1216.2	0.000
		10 0.700	-0.039	1313.1	0.000
		11 0.672	0.014	1403.0	0.000
		12 0.646	-0.015	1486.4	0.000
		13 0.623	0.039	1564.4	0.000
		14 0.605	0.045	1638.4	0.000
		15 0.588	-0.003	1708.9	0.000
		16 0.575	0.059	1776.5	0.000
		17 0.566	0.063	1842.4	0.000
		18 0.560	0.055	1907.5	0.000
		19 0.554	0.002	1971.5	0.000
		20 0.541	-0.089	2032.9	0.000
		21 0.519	-0.113	2089.8	0.000
		22 0.496	-0.017	2142.1	0.000
		23 0.479	0.047	2191.1	0.000
		24 0.464	-0.018	2237.3	0.000
		25 0.449	-0.003	2280.9	0.000
		26 0.439	0.046	2322.8	0.000
		27 0.433	0.063	2363.9	0.000
		28 0.424	-0.029	2403.5	0.000
		29 0.410	-0.021	2440.8	0.000
		30 0.392	-0.043	2475.0	0.000
		31 0.372	-0.031	2506.2	0.000
		32 0.357	0.034	2535.0	0.000
		33 0.342	-0.046	2561.6	0.000
		34 0.323	-0.084	2585.4	0.000
		35 0.303	-0.014	2606.6	0.000
		36 0.283	-0.066	2625.2	0.000

Tablo 12 gözlemlendiğinde, fonksiyonun istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve otokorelasyon değerleri (AC) için 0.05 anlamlılık seviyesinde güven sınırları dışında kaldığı ve AC katsayılarının gitgide düşen bir eğilim içinde olduğu gözlemlenmektedir. Öyleyse serinin durağan durumda bulunmadığı savı güçlenmiştir.

Ayrıca, korelogramdan görüleceği üzere, hem mevsimsellik hem de trend etkisi altındır. Uygun ARMA modeli derecesini belirlemek için korelogram yol gösterici olmaktadır. Güven sınırı dışına çıkan değerler olduğu için hem trend hem de mevsimsellik

problemi olduğu belirlenmiştir. Korelogram uygun ortalama modelinin bulunmasında yardımcı olur. Güven sınırı dışına çıkan k değeri verilerek uygun ARMA veya ARIMA modelin derecelerinin belirlenmesine yardımcı olur.

BIST değişkeninin, durağanlık mertebesini belirlemek için seriye Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) testi uygulanmıştır. Değişkene ilişkin düzey veri, durağan durumda bulunmadığından serinin birinci farkları alınıp yeniden durağanlık testi yapılmıştır ve sonuçlar Tablo 13’de gösterilmiştir. BIST serisinin durağanlık sınaması; sabit terimin bulunduğu “sabitli” model ile hem sabit hem de trendin yer aldığı “trendli ve sabitli” model etrafında incelenmiş, düzey değerinde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu sebeple bütün serilerin ilk farkları alınmıştır. Seriler, ilk farkın alınmasıyla durağan duruma ulaşmışlardır. Hipotez Testleri;

Ho: Birim kök var (Seri Durağan Değildir)

H₁ : Birim kök yok (Seri Durağandır)

Tablo 13

Durağanlık test sonuçları

Değişken	ADF Test		PP test	
	Düzye	Birinci mertebe fark	Düzye	Birinci mertebe fark
	Trend+sabit	Sabit	Trend+sabit	Sabit
BIST	-2.376 (0.391)	-8.613(0.000)*	-2.274(0.446)	-12.593(0.000)*

***MacKinnon (1996) tablosuna göre durağan değişken**

Değişkenler için durağanlık testleri yapılırken, model seçiminde trend ve sabit bileşenleri anlamlı olduğu sürece modele eklenmiştir. Gecikme uzunluğu seçiminde ise, otokorelasyonun kalktığı minimum gecikme uzunluğu seçilmiştir. Parantez içi değerler (p) değeridir.

BIST değişkeni, ADF ve PP durağanlık test sonuçlarına göre, birinci farkta I(1) durağan çıkmıştır.

Tablo 14

BIST serisi birinci mertebe fark korelogram değerleri

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.249	0.249	11.602	0.001
		2	-0.187	-0.266	18.189	0.000
		3	-0.016	0.125	18.239	0.000
		4	-0.064	-0.170	19.011	0.001
		5	-0.131	-0.043	22.283	0.000
		6	-0.018	-0.010	22.346	0.001
		7	0.023	-0.015	22.451	0.002
		8	0.073	0.088	23.494	0.003
		9	0.059	-0.011	24.175	0.004
		10	-0.098	-0.106	26.065	0.004
		11	-0.099	-0.026	28.008	0.003
		12	-0.144	-0.186	32.135	0.001
		13	-0.081	0.029	33.443	0.001
		14	0.021	-0.049	33.532	0.002
		15	-0.036	-0.086	33.797	0.004
		16	-0.146	-0.167	38.115	0.001
		17	-0.054	-0.056	38.714	0.002
		18	-0.004	-0.065	38.716	0.003
		19	0.040	0.062	39.054	0.004
		20	0.063	-0.019	39.885	0.005
		21	0.087	0.079	41.486	0.005
		22	0.075	-0.021	42.669	0.005
		23	-0.025	-0.045	42.800	0.007
		24	-0.001	0.053	42.800	0.010
		25	-0.039	-0.096	43.131	0.014
		26	-0.081	-0.053	44.538	0.013
		27	0.104	0.105	46.901	0.010
		28	0.139	-0.055	51.154	0.005
		29	0.069	0.109	52.200	0.005
		30	0.014	-0.074	52.244	0.007
		31	-0.012	0.052	52.278	0.010
		32	0.022	0.067	52.391	0.013
		33	0.068	0.085	53.432	0.014
		34	-0.009	0.030	53.449	0.018
		35	0.070	0.160	54.564	0.019
		36	0.124	0.055	58.144	0.011

Korelogramda da görüleceği gibi, BIST serisi 1.mertebe fark için durağandır. Oynaklık modellenmesinde daha sonraki adım “ortalama denkleminin belirlenmesi ve eğer gerekliyse herhangi bir doğrusal bağımlılığı kaldırmak için ARMA veya ARIMA model gibi bir ekonometrik model oluşturulması” biçimindedir. Birçok farklı seviyede model denemeleri yapılmış ve bazı model deneme sonuçları bilgi için Tablo 15’te gösterilmiştir.

Tablo 15

BIST serisi için uygun modelin belirlenmesi

Model	AIC	SC	Σe^2
ARIMA(1,1,0)	7.382	7.215	4732
ARIMA(1,1,1)	10.16	10.21	5638
ARIMA(1,1,2)	6.743	6.612	3947
ARIMA (2,1,2)	6.514	6.286	3550
ARMA(1,3)	4.712	5.045	2831
ARMA (1,2)	5.425	5.317	3495
ARMA (2,2)	7.214	6.980	3917
ARMA (1,1)	6.872	6.714	3989

BIST serisi için uygun ARMA(p, q) veya ARIMA(p, d, q) modelinin seçilebilmesi için çeşitli seviyelerde modeller oluşturulmuş, bunlar arasından AIC, SC ve Σe^2 dikkate alınarak, en uygun model oluşturulmak istenmiştir. Farklı gecikmeler ele alınarak ortaya çıkarılan çok sayıda model arasından en uygunu olan **ARMA(1,3)** modeli seçilmiştir. Bu model için AIC ve SC kriterlere en düşük değere sahiptir. Ayrıca, modelin Σe^2 değeri diğer model denemelerine göre en düşük çıkmıştır.

Tablo 16

BIST serisi için tahmin edilen uygun ARMA (1,3) modeli

Dependent Variable: BIST				
Method: ARMA Maximum Likelihood (BFGS)				
Sample: 2005M01 2020M05				
Convergence achieved after 7 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	99.51893	9.910314	10.04195	0.0000
AR(1)	0.998666	0.005385	185.4689	0.0000
MA(3)	0.119283	0.034519	3.455607	0.0006
SIGMASQ	1497.431	67.40955	22.21394	0.0000
R-squared	0.965491	Mean dependent var		405.6533
Adjusted R-squared	0.964919	S.D. dependent var		398.1601
S.E. of regression	2.831230	Akaike info criterion		4.712384
Sum squared resid	1450.871	Schwarz criterion		5.045013
Log likelihood	-456.9280	Hannan-Quinn criter.		4.989603
F-statistic	1687.986	Durbin-Watson stat		2.144741
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tablo 16’da ARMA(1,3) modelinin orijinal evIEWS çıktısı yer almaktadır. Serinin yapısına elverişli olan modellerden birisi olan ARMA(1,3) modeli parametrelerin % 5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu ($p < 0.05$), durağanlık ve çevrilebilirlik şartlarını sağlayan en uygun model olarak seçilmiştir. Serinin yapısına uygun olan ARMA(1,3) modelinin saptanması sonrası bu modelden hesaplanılacak artık terimleri ile seride ARCH etkisinin bulunup bulunmadığı tespit edilecektir.

ARCH etkisi varlığının incelenmesi amacıyla, ARCH-LM (ARCH-Lagrange Multiplier) testinden yararlanılmaktadır. ARCH-LM testinde sıfır hipotezi ARCH etkisinin bulunmadığı şeklinde kurulmakta ve sıfır hipotezin reddi ARCH etkisinin varlığını göstermektedir. Tablo 4.6.’da 1, 2, 3, 4, 8 ve 12 gecikmeye ait ARCH-LM testi sonuçlarını gösterilmektedir. ARCH-LM testi için uygulanacak olan hipotezler; H_0 : ARCH etkisi yoktur (Koşullu değişen varyans yoktur) H_1 : ARCH etkisi vardır (Koşullu değişen varyans vardır)

Tablo 17

BIST serisi için ARCH-LM test sonuçları

k=1			
F-statistic	63.70432	Prob. F(1,377)	0.0000
Obs*R-squared	54.78489	Prob. Chi-Square(1)	0.0000
k=2			
F-statistic	32.45376	Prob. F(2,375)	0.0000
Obs*R-squared	55.77318	Prob. Chi-Square(2)	0.0000
k=3			
F-statistic	26.06275	Prob. F(3,373)	0.0000
Obs*R-squared	65.33188	Prob. Chi-Square(3)	0.0000
k=4			
F-statistic	19.41851	Prob. F(4,371)	0.0000
Obs*R-squared	65.09276	Prob. Chi-Square(4)	0.0000
k=8			
F-statistic	18.31114	Prob. F(8,363)	0.0000
Obs*R-squared	106.9580	Prob. Chi-Square(8)	0.0000
k=12			
F-statistic	17.28117	Prob. F(12,355)	0.0000
Obs*R-squared	135.6991	Prob. Chi-Square(12)	0.0000

BIST serisinde oynaklığın olup olmadığını saptamak için oluşturulan ARCH-LM testi sonuçları, 1,2, 3, 4,8 ve 12 gecikmede oynaklığın var olduğu ($p < 0.05$) belirlenmiştir. Tüm gecikmelerin her biri ARCH etkisinin olmadığını göstermek için uygun bir GARCH tekniği ile oynaklığı ortadan kaldıran bir model tahmini yapılacaktır. Farklı deneme sonuçlarından birkaçı bilgi amaçlı Tablo 18’ de gösterilmiştir.

Tablo 18

BIST İçin uygun oynaklık modelinin belirlenmesi

Model	AIC	SC	Σe^2
GARCH(1,1)	4.754	4.817	1452.94
GARCH(1,2)	5.352	5.198	2559.61
GARCH(1,3)	5.977	5.654	2843.90
EGARCH(1,1)	5.448	5.278	2569.23
EGARCH(1,2)	5.302	5.181	2863.11
EGARCH(1,3)	6.033	5.986	2629.55
GJR-GARCH(1,1)	6.044	5.157	2470.05
GJR-GARCH(1,2)	6.275	6.099	3953.94
GJR-GARCH(1,3)	6.296	6.113	3867.24

Model denemelerinin ilk aşamasında, ARCH modellerin farklı seviyeleri için sonuçlar alınmış fakat ARCH parametresinin 1’den büyük olmasıyla durağanlık koşulu sağlanamadığı için GARCH modellemesinin uygunluğu anlaşılmıştır. Birçok farklı model denemesi sonucunda **GARCH (1,1)** için uygun modelleme sağlanmıştır.

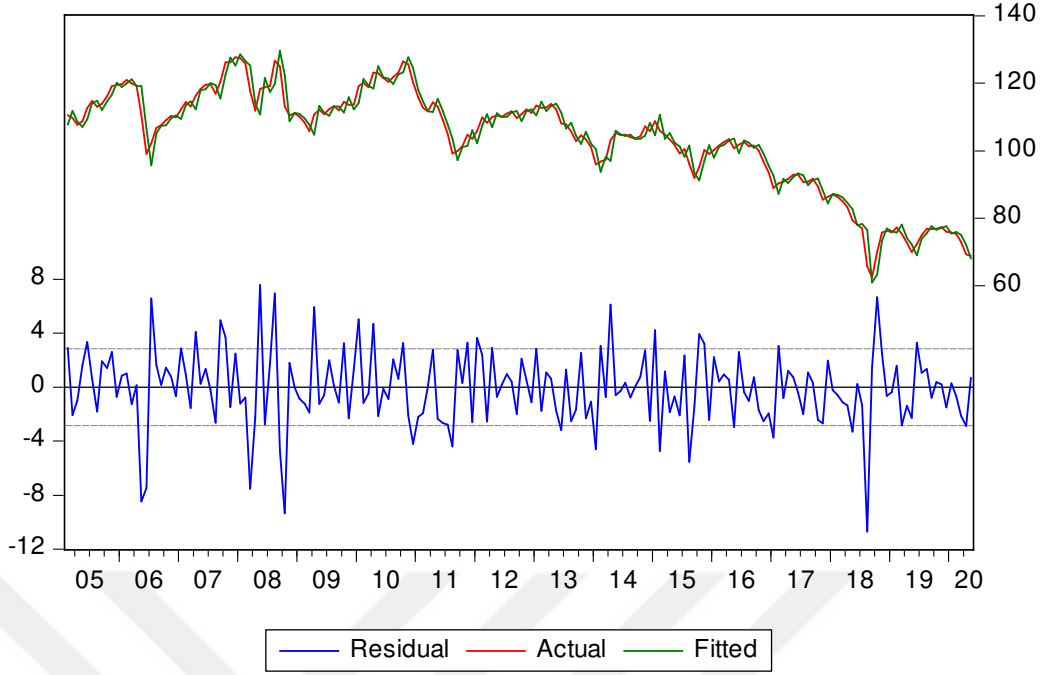
Tablo 19

BIST için GARCH(1,1) model tahmin sonuçları

Dependent Variable: BIST				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(4) + C(5)*RESID(-1)^2 + C(6)*GARCH(-1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	90.40092	68.92842	1.311519	0.1897
AR(1)	1.003182	0.004776	210.0545	0.0000
MA(3)	0.460565	0.079975	5.758868	0.0000
Variance Equation				
C	0.000267	0.000326	0.818883	0.4129
RESID(-1)^2	0.185845	0.040349	4.605951	0.0000
GARCH(-1)	0.588281	0.252800	2.327060	0.0200
R-squared	0.970536	Mean dependent var	406.0678	
Adjusted R-squared	0.960485	S.D. dependent var	398.9777	
S.E. of regression	38.91777	Akaike info criterion	4.754835	
Sum squared resid	1452.944	Schwarz criterion	4.817170	
Log likelihood	-1463.541	Hannan-Quinn criter.	4.779572	
Durbin-Watson stat	2.024044			

Tablo19’da GARCH(1,1) modelinin orijinal evIEWS çıktısı yer almaktadır. Bu tabloya bakıldığında; GARCH(1,1) modelinin tahmin sonuçlarının parametrelerin 0.05 için istatistik anlamlı olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca koşullu varyans modelinde her iki parametrenin negatif olmama koşulunu yerine getirdiği görülmektedir. Durağanlık koşulu olan parametrelerin toplamalarının $(\alpha_1 + \beta_1 < 1)$ 1’den küçük olma koşulunu sağlamasıyla GARCH(1,1) modeli durağandır. Böylece; $0.18+0.58 < 1$ durumu sağlanmıştır. Bu değer çoğunlukla 1’e yakın bir değer değildir, 1’ne kadar yakın olursa oynaklığın etkisi o kadar büyük olacaktır.

Uzun ve kısa dönem ilişkilerin belirlenmesinde GARCH (1,1) modelinden elde edilen yani; oynaklığı modellenen seri BIST, bağımlı değişken olarak ele alınacaktır.



Şekil 2. GARCH (1,1) modeli hata payı grafiği

4.2. Johansen Eşbütünleşme Analizi Sonuçları ve Yorumlar

Eşbütünleşme analizi için gecikme uzunluğunun doğru biçimde saptanması oldukça önem taşımaktadır. Eviews 11.0 sürümü içinde yer alan gecikme uzunluğu belirlenmesinde yararlanılan kriterlerin sonuçları Tablo 20’de verilmiştir.

Tablo 20

Gecikme uzunluğu kriterleri sonuç tablosu

Gecikme uzunluğu	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2399.567	NA	0.283199	12.92778	12.98045	12.94870
1	-26.64777	4669.293*	9.33e-07*	0.304558*	0.620598*	0.430066*
2	-20.45579	12.01777	1.03e-06	0.405676	0.985083	0.635774
3	-16.13291	8.273899	1.15e-06	0.516844	1.359616	0.851532
4	-6.710820	17.78040	1.26e-06	0.600596	1.706735	1.039874
5	3.831395	19.61079	1.36e-06	0.678326	2.047832	1.222194
* Seçilen gecikme uzunluğu						
LR: LR test istatistiği						
FPE: Son Öngörü hata istatistiği						
AIC: Akaike bilgi kriteri						
SC: Schwarz bilgi kriteri						
HQ: Hannan-Quinn bilgi kriteri						

Tablo 20’de görülmektedir ki kriterlerin çoğunluğu “1” gecikme için uygunluk vermiştir. Bu nedenle, eşbütünleşme denklemi 1 gecikme için analiz edilecektir.

Johansen eşbütünleşme analizinde λ trace istatistiğine göre, değişkenler arasında hiçbir eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı boş hipotez ($r=0$), değişkenler arası eşbütünleşme ilişkisinin olduğuna ilişkin alternatif hipoteze ($r>0$) karşı reddedilmektedir. Çünkü λ trace değeri % 5 kritik değerden daha büyüktür. Bu durumda % 5 kritik değerde en az bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmelidir. Eşbütünleşmenin varlığı ve vektörlerinin sayısını belirlemek amacıyla gerekli iz (λ trace) ve maksimum öz (λ max) değerleri test sonuçları Tablo 21’de gösterilmiştir.

Tablo 21

Johansen eşbütünleşme testi sonucu

İz İstatistiğine Göre Eşbütünleşme Testi				
Hipotezler	Özdeğer	İz İstatistiği	%5 Kritik Değer	Olasılık
$r = 0$	0.091997	77.00464	69.81889	0.0119
$r \leq 1$	0.048610	40.52459	47.85613	0.2043
Maksimum Özdeğer İstatistiğine Göre Eşbütünleşme Testi				
Hipotezler	Özdeğer	Maksimum Özdeğer İstatistiği	%5 Kritik Değer	Olasılık
$r = 0$	0.091997	36.48005	33.87687	0.0139
$r \leq 1$	0.048610	18.83635	27.58434	0.4273

Tablo 21’de, Johansen eşbütünleşme testi sonucunda hesaplanan İz istatistiği ve Maksimum Öz Değer test istatistiği değerleri, eşbütünleşme ilişkisinin bulunmadığını ortaya koyan boş hipotez ($r=0$), en az bir tane eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğunu ortaya koyan alternatif hipoteze ($r \geq 1$) karşı reddedilmektedir. Değişkenler arasında en fazla bir tane eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğunu gösteren boş hipotezi ($r \leq 1$), en az iki tane eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğunu gösteren ($r \geq 2$) alternatif hipoteze karşı kabul edildiğini ifade etmektedir. Bunların sonucu olarak modelde bir koentegrasyon vektörünün olduğu saptanmıştır. Uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu söylemek için bir adet vektör olması yeterlidir. İncelenen değişkenler arasında uzun dönemli ilişki vardır. Uzun dönemde beraber hareket etmektedirler. Elde edilen bu ilişkinin katsayı değerleri normalleştirilmiş denklem katsayıları ile verilmiştir.

Tablo 22

Normalize edilmiş eşbütünleşme denklem sonuçları

Log Olabilirlik Değeri		-5843.671		
Normalize Edilmiş Eşbütünleşme Katsayıları				
BIST_vol	D1994	D2000	D2001	D2008
1.000000	-1.274*	-2.473*	-2.886*	-4.972*
	(0.316)	(0.246)	(0.417)	(0.398)

*0.05 için istatistik anlamlı değişken

Normalize edilmiş denklem sonuçlarına göre, ele alınan 4 kriz dönemi BIST değişimi üzerinde istatistik anlamlıdır ($p < 0.05$). Her bir kriz dönemi BIST değişimi üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Katsayılara bakıldığında, BIST değişimi üzerinde en yüksek etki 2008 küresel finansal kriz olmuştur. İkinci sırada 2001, üçüncü sırada 2000 ve son olarak 1994 krizi BIST değişimi üzerinde etkilidir.

4.3. Kısa Dönem Analizi: Hata Düzeltme Modeli

Eşbütünleşik seriler arasında kısa dönemde meydana gelen nedensellik ilişkisinin belirlenmesinde hata düzeltme teriminden faydalanılarak bilgi sahibi olunmaktadır. Bağımsız değişkende oluşan dengesizliğin bir sonraki dönemde ne kadarının düzeltileceğini gösteren hata düzeltme modelidir. Kısa dönem analizinde, farkı alınmış serilerin gecikmelileri ve uzun dönem analizinden sağlanan hata terimi serisinin bir dönem gecikmeli değeri (Error Correction Term: ECT_{t-1}) kullanılmaktadır.

Tablo 23

Kısa dönem hata düzeltme modeli katsayı tahminleri

Bağımlı değişken: $\Delta BIST_t$	Katsayı	St. hata	t-İstatistiği	p
D1994	-2.541	0.518	-4.905	0.000*
D2000	-3.189	0.615	-5.185	0.000*
D2001	-3.967	0.462	-8.586	0.000*
D2008	-4.153	0.498	-8.339	0.000*
ECT _{t-1}	-0.382	0.063	-6.063	0.000*
Sabit	1.816	0.274	6.627	0.000*
R ² =0.683, LM-test (p)=0.153, JB(p)=0.245, Harvey test(p)=0.129				

Not: * %5 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı, JB; Jarque-Bera normallik testi olasılık değerini ifade etmektedir. Tahminlerdeki otokorelasyon ve değişen varyans sorunları, Newey-West yöntemi ile ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

Modelde, hata düzeltme teriminin katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani; modelin hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır.

Kısa dönem model tahmin sonuçlarında, BIST-vol değişkeni üzerinde ele alınan tüm kriz dönemleri istatistik anlamlıdır. ($p < 0.05$). Kısa dönemde kriz dönemlerinin BIST-vol değişkeni üzerindeki etkisi uzun döneme göre daha yüksek bir değerdir. Kısa dönemde kriz dönemleri BIST-vol değişkeni üzerinde uzun döneme göre daha yüksek düzeyde bir tepki oluşturmaktadır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

5.1. Sonuç

Türkiye’de yaşanan ekonomik krizler ülke ekonomisinde birtakım problemleri ortaya çıkarmış, farklı sektörlerde olumsuz etkilerinin görülmesinin yanı sıra finans sektöründe de çeşitli etkileri söz konusu olmuştur. Özellikle borsa krizlerden en çok etkilenen ve yatırımcılarına kayıplar yaşatan süreçlerden geçmiştir.

Çalışmada, bu krizlerin ekonomi alanındaki etkileri ele alınarak borsada meydana getirdiği değişimler incelenmiştir. Krizlerin ne sebeple ortaya çıktıkları, nasıl başlayıp ne ile sonuçlandıkları, finansal sektör ile ilişkileri; borsa endeksindeki değişim ile incelenerek değerlendirilmesi yapılmıştır.

Ekonomik krizlerin meydana gelmesi itibariyle kriz öncesi ve sonrası ülkenin finansal yapısındaki bozukluklar ile beraber piyasadaki etkisi hızlıca yayılım gösterir ve etkileri borsada da kendini hissettirir. Krizin etkisiyle ülkedeki birçok makroekonomik göstergede sıkıntılar meydana gelmekte ve bu durum BİST endekslerinde olumsuz yönde değişime neden olmaktadır. Yaşanan kriz öncesinde ve sonrasında gerekli önlemlerin alınması piyasalarda sıkıntının oluşma ihtimalini düşürecek ve ekonomik sistem de bu anlamda darboğazdan kurtulmuş olacaktır.

1994 krizi ile birlikte ve devamında yaşanan ekonomik krizlerde güçsüz ve dengesiz finansal yapıyla beraber hatalı politikalar uygulanması sonucu makroekonomik düzende aksaklıklar oluşmuş ve borsada düşüşler meydana gelmiştir. Aynı durum 2000 ve 2001 krizi için de söz konusudur. Ancak 2000li yıllar itibariyle Türk borsası doksanlı yıllara göre daha güçlenmiş duruma gelmesi sebebiyle krizler borsayı daha fazla etkiler olmuştur. Bu yüzden 1994 krizine göre 2000, 2001 ve 2008 krizlerinde borsa endeksindeki düşüşler daha ciddi boyuttadır.

2008 küresel krizinin olumsuzluklarından Türkiye payını almış ve ülkemiz bu küresel çaptaki krizin negatif etkilerinden kaçamamıştır. Bu dönemde yaşanan talep daralması, iç ve dış kredi olanaklarının küçülmesi ile ekonomiye olan güven azalmış ve

sonucunda ekonomide daralma meydana gelmiş dolayısıyla yine borsa bu durumdan kötü etkilenmiştir.

Bu çalışmada 1994, 2000, 2001 ve 2008 krizlerinin BİST endeksinin değişimi üzerindeki etkileri 1990.01-2021.09 dönemi aylık veriler için incelenmiştir. İlk aşamada, BİST verisinin oynaklığının modellenmesi için GARCH yöntemi kullanılmıştır. Sonrasında uzun dönem ilişkilerinin incelenmesi için Johansen Eşbütünleşme Analizi ve kısa dönem ilişkilerinin incelenmesi için Hata Düzeltme Modeli kullanılmıştır.

Çalışmanın analiz akışında, farklı oynaklık model denemeleri sonucunda GARCH (1,1) modelinin en düşük hata kare ve en düşük AIC göstergesine sahip olarak uygunluk gösterdiği belirlenmiştir. BİST oynaklığının modellenmesi aşamasından sonra, ele alınan kriz dönemleri gölge değişken olarak kriz dönemi “1”kod, kriz olmayan dönem “0” kod verilerek bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. Johansen eşbütünleşme analizi sonucunda değişkenler arasında uzun dönemli ilişki elde edilmiştir. Uzun dönem eşbütünleşme katsayılarına bakıldığında, normalize edilmiş denklem sonuçlarına göre, ele alınan 4 kriz dönemi BIST değişimi üzerinde istatistik anlamlıdır. Her bir kriz dönemi BIST değişimi üzerinde olumsuz etkiye sahiptir. Katsayılara bakıldığında, BIST değişimi üzerinde en yüksek etki 2008 küresel finansal kriz olmuştur. İkinci sırada 2001, üçüncü sırada 2000 ve son olarak 1994 krizi BIST değişimi üzerinde etkili olarak belirlenmiştir.

Diğer yandan, değişkenlere yönelik kısa dönem için de ilişki belirlenmiştir. Hata düzeltme teriminin katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani; modelin hata düzeltme mekanizması çalışmaktadır. Kısa dönem model tahmin sonuçlarında, BIST-vol değişkeni üzerinde ele alınan tüm kriz dönemleri istatistik anlamlıdır. ($p < 0.05$). Kısa dönemde kriz dönemlerinin BIST-vol değişkeni üzerindeki etkisi uzun döneme göre daha yüksek bir değerdir. Kısa dönemde kriz dönemleri BIST-vol değişkeni üzerinde uzun döneme göre daha yüksek düzeyde bir tepki oluşturmaktadır. Değişkenlere yönelik kısa dönem ilişki için ise; kısa dönemde kriz dönemleri BIST değişkeni üzerinde uzun döneme göre daha yüksek düzeyde bir tepki oluşturmaktadır. Bir kriz çıktığında kısa dönemde borsada etkisi görünüyor ama uzun dönemde daha vurucu hale geliyor. Çünkü makroekonomik değişkenleri bozuyor ve dolaylı yoldan borsayı tekrar etkiler hale geliyor.

2008 krizinin Türk ekonomisindeki ilk etkisi finansal piyasalar üzerinde kendini gösterdiğinden küresel krizin etkileri önce borsada kendini hissettirmiştir. Çalışmada yapılan analiz sonucuna göre de 2008 küresel krizi çalışmada ele alınan diğer kriz yıllarına göre borsa endekslerini daha çok etkilemiştir. Küresel finansal krizin Türkiye'nin kendi içinde ürettiği krizlerden daha çok borsa endeksi değişimine sebebiyet verdiği görülmektedir.

Öneriler

Çalışmada BİST endeksi değişimini etkilemesi açısından Türkiye'de yaşanan ve belirgin sonuçları olan krizler ele alınarak, kriz dönemlerindeki endeks değişiminin ne yönde olduğu ve ülke ekonomisini nasıl etkilediği açıklanmıştır. Analizde krizlerden kaynaklanan oynaklığın ne kadar etkili olduğunu gördüğümüze göre; bu etkinin daha sınırlanabilmesi için yapılması gerekenlerle ilgili birkaç önerimiz olabilir.

Borsanın gelişip derinleşmesi sağlanarak, spekülatif hareketlerden arındırılıp, yatırımcı haklarının daha iyi korunduğu bir sistem üzerinde çalışılmalıdır. Bu bakımdan da borsamızda kriz dönemlerinde ağır değişimler yaşamayan bir finansal sistemin getirilmesi gerekmektedir.

Finansal piyasalar içerisinde para piyasalarıyla beraber önemli yeri olan sermaye piyasaları ve borsalar, ülkelerin ekonomik anlamda ilerlemeleri açısından önemli bir görevi üstlenmektedir. Çalışmada, borsa endekslerinin ele alınmasının sebebi hisse senedi fiyatlarındaki artış ve azalışın ekonomi ile ilgili meydana getirdiği etki ile alakalı olmasıdır. Bu yüzden, borsalar ülke ekonomileri için bir göstergedir. Buradan hareketle, borsa endeksindeki değişim için krize sebebiyet veren temel unsurların detaylı bir şekilde çözümlenmesi ve oluşan krizin ekonomik sistemde meydana getirdiği değişimlerin ve sonuçlarının yorumlanıp, doğru politikalar uygulanıp, gerekli önlemlerin alınması gerekmektedir.

Finansal sistemin içerisinde borsalar ve borsa endeksleri belirleyici faktörlerdir. Borsa endeksleri esas alınarak hem borsalara hem de ekonomik sistem içerisinde yer alan diğer sektörlerden olan reel sektör hakkında da birtakım yorum ve sonuçlara varabiliriz.

Normal koşullarda borsadaki krizler reel sektördeki krizlerden kaynaklanır ancak 2008 örneğinde de gördüğümüz gibi bazen krizler finansal kesimden de kaynaklanabilir. Bu bakımdan oluşan finansal krizin nedenleri, sonuçları ve ortaya çıkardığı etkileri incelenip gerekli önlemler alınmalı ki yeniden bir kriz ile karşılaşılmasın ve ülke dışından kaynaklı krizlerden etkilenme durumu söz konusu olmasın. Finansal piyasalarda oluşturulacak sağlıklı politikalar önce reel piyasaları etkileyecek ve gerçekleşecek krizlerin ciddi anlamda önlenmesini sağlayacaktır.

Krizin oluşumu ve kaynağının nedeni dışında ekonomik etkisi bu anlamda daha önemlidir. Bu bakımdan krizleri önlemek için, kriz ihtimalinin anlaşılıp, öncü göstergelerin bulunmasıyla kriz olasılığı ortadan kaldırılabilir ya da gereken önlemler alınıp uygun politikalar gerçekleştirilebilir. Krizlere karşı ne kadar erken önlem alınıp uygun politikalarla kriz süreci yönetilirse ekonomi ve dolayısıyla borsa da o derece az zarar ile kriz dönemini atlatabilir. Krizi önceden sinyalleleyen göstergeler, farklı yaklaşımlar ve farklı yöntemler geliştirilmelidir.

KAYNAKÇA

- Acar, Y. (1997). "24 Ocak İstikrar Programı Üzerine". *Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(1-2), 17-22.
- Açıkgöz, Ö. ve Günay, A. (2020). "The Early Impact of the Covid-19 Pandemic on the Global and Turkish Economy". *Turkish Journal of Medical Sciences*, 50, 520-526. doi:10.3906/sag-2004-6
- Akar, C. (2008). "Hisse Senedi Getirilerinde Volatilite ve Otokorelasyon İlişkisi: EAR-GARCH Modeli". *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(23), 134-142.
- Akat, A.S. (1992). "Kronik Enflasyonla Mücadele: Sorunlar, Çözümler, Tereddütler". *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 2, 15-17.
- Akbulut R. (2010). "Son Yaşanan Küresel Finansal Kriz ve Türk Finans Sektörü Üzerindeki Etkileri". *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 2(2), 45-68.
- Akçair, İ. (2011). Türkiye'de Savunma Harcamalarının Ekonomik Krizlerle İlişkisinin İncelenmesi. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Akçığit, U. ve Akgündüz, Y. E. (2020). *Türkiye'de Covid-19 Odaklı Talep Şoklarının Coğrafi ve Sektörel Yayılımı*. Erişim: 20.05.2020, <https://static1.squarespace.com/static/5ea248ab088c8a2eba15d2d1/t/5eaf2e3c9559c91c2708d631/1588538941405/Covid19network-3May%C4%B1sb.pdf>
- Akdiş, M. (2000). *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Akdiş, M. (2002). "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler Beklentiler". *Dış Ticaret Dergisi*, 26, 1-45.
- Akdiş, M. (2004). "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçların Tobin Vergisi". *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, 36, 36-48.
- Akgüç, Ö. (1997). *Ekonomide Gerçeği Arayış*. İstanbul: Bağlam Yayıncılık.
- Akgüç, Ö. (2009). "Kriz Nedeni Ve Çıkış Yolları". *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*, 2009(42), 6-11.
- Akkılıç, M. E. ve Yıldırım, H. H. (2017). "Halka İlk Arzlarda Optimum Fiyatlandırmanın Hisse Senetlerinin Getirisi Üzerine Etkisi: 2014-2016 Borsa İstanbul Örneği". *Journal Of Economics, Finance And Accounting*, 4(1), 37-47.

- Akman, C. (2010). *Marksist Kriz Teorileri Işığında Küresel Kriz*. İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. (2007). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*. Ankara: Gazi.
- Aksoy, A., ve Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi* (5. Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aksoy, O. (2010). 1990 Sonrası Dönemde Yaşanan Finansal Krizlerin Türkiye'nin Makroekonomik Dengeleri Üzerindeki Etkileri. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Akyüz, A. (2002). "Ülkelerin İflası, Arjantin ve Türkiye". *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 191, 7-13.
- Alantar, D. (2011). "Küresel Finansal Kriz; Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme". *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(81).
- Alkan, G. (2015). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Alkinoğlu, L. (1999). "Türkiye'de Uygulanan İstikrar Programı ve Sonuçları". *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 15, 307-319.
- Alpan-İnan, E. (2002). "Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi". *Bankacılar Dergisi*, 42, 57-74.
- Alparıslan, M. ve Ataman-Erdönmez, P. (2000). "Enflasyon Hedeflemesi ve Ülke Uygulamaları". *Bankacılar Dergisi*, 35, 59.
- Altunç, Ö. F. (2008). "Türkiye'de Finansal Gelişme ve İktisadi Büyüme Arasındaki Nedenselliğin Ampirik Analizi". *Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(2), 113-127.
- Altuntepe, N. (2009). "2008 Küresel Krizinin Ülkelerin İstihdam Yapısı Üzerine Etkilerinin Dinamik Bir Analizi". *SDÜ Vizyoner Dergisi*, 1(1), 132-142
- Apak S. ve Demirel E. (2013). *Finansal Yönetim* (Cilt 1). İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim A.Ş.
- Apak, S. (1993). *Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik İstikrar Uygulamaları*. İstanbul: Anahtar Yayınları.
- Apak, S. ve Aytaç, A. (2009). *Küresel Krizler, Kronolojik Değerlendirme ve Analiz*. İstanbul: Avcıol Yayıncılık
- Arslan, M. (2001). "IMF, Krizler ve Türkiye". *Stratejik Analiz: Aylık Uluslararası İlişkiler ve Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 14, 5-21.

- Aşıkoğlu, R. ve Ögel, S. (2006). “2001 Krizinin İMKB’de Hisse Senetleri İşlem Gören İmalat İşletmelerinin Finansal Yapısı Üzerinde Etkileri”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(2), 1-18.
- Atakan, T. (2009). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Değişkenliğin (Volatilitenin) ARCH-GARCH Yöntemleri ile Modellenmesi”. *Yönetim Dergisi*, 3, 48-61.
- Ayaz, S. (2006). Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Uzun Dönem Fiyat Performansları ve İMKB’de 1990 – 2004 Dönemine İlişkin Ampirik Bir Çalışma. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Aydın, N. (2012). *Borsaların Yapısı ve İşleyişi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Bahar, M.(2011). Ekonomik Krizlerin Kalkınma Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği (1980-2009). Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Bahçeci, S. (1997). *Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi*. DPT Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Balcı, Y., ve Çetin, G. (2020). “Covid-19 Pandemi Sürecinin Türkiye’de İstihdama Etkileri ve Kamu Açısından Alınması Gereken Tedbirler”. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(37), 40-58.
- Balseven, H. ve Göker, Z. (2008). “Menkul Kıymet İşlem Vergileri ve Ekonomik Etkileri”. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 23(264), 40-57.
- Baltaş, A (2003). *Ekip Çalışması ve Liderlik: Değişimin İçinden Geleceğe Doğru* (3. Baskı). İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Bastı, E. (2006). *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi: Krizin Finans Sektörü Verimliliğine ve Etkinliğine Etkileri*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Başoğlu, U., Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2009). *Finans (Teori, Kurum, Uygulama)* (2. Baskı). Bursa: Ekin Yayınları.
- Başol, K. (2001). *Türkiye Ekonomisi*. İzmir: Anadolu Matbaası.
- Başpınar, A. (2008). Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BDDK (2008). *ABD Mortgage Krizi*. Erişim: 08.06.2021, <https://www.bddk.org.tr/Duyuru/EkGetir/325?ekId=327>

- BDDK (2009). Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi. *BDDK Çalışma Tebliği*, 1-42.
- BDDK (2010). *Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi*. Ankara: BDDK Doküman Merkezi.
- Bibbee, A. (2001). *Turkey's Crisis*. OECD Observer, No: 225.
- Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi* (4.Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Bollerslev, T. (1986). "Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity". *Journal of Econometrics*, 31, 307-327.
- Borsa İstanbul (2021). Borçlanma Araçları Piyasası. Erişim: 21.06.2021. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/343/borclanma-araclari-piyasasi>
- Borsa İstanbul (2021). Halka Arzın Faydaları ve Halka Arza Karar Verme. Erişim: 08.06.2021. <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/151/halka-arzin-faydalari-ve-halka-arza-karar-verme>
- Borsa İstanbul (2021). Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası. Erişim: 22.06.2021. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/141/kiymetli-madenler-ve-kiymetli-taslar-piyasasi>
- Borsa İstanbul (2021). Pay Piyasası. Erişim: 15.06.2021. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/68/pay-piyasasi>
- Borsa İstanbul (2021). Pazarlar. Erişim: 18.06.2021. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar>
- Borsa İstanbul (2021). Piyasa Değeri Ağırlıklı Pay Endeksleri Temel Kuralları. Erişim: 28.06.2021. <https://www.borsaistanbul.com/files/bist-piyasa-degeri-agirlikli-pay-endeksleri-temel-kurallari.pdf>
- Borsa İstanbul (2021). Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası. Erişim: 22.06.2021. <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/48/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>
- Celasun, M. (2003). 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası : Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. VI.International Conference in Economics (s. 1-56). Ankara.
- Ceylan, A. ve Turhan, K. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (10. Baskı). Bursa: Ekin Kitapevi.
- Civan, M. (2007). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi Yayınları.
- Coşkun, K. T. (2004). *Ekonomik Krizler*. Ankara: Şafak Matbaacılık.

- Coşkun, Y. ve Balatan, S. Z. (2009). “Küresel Mali Krizin Bankacılık Sektörüne Etkileri ve Türk Bankacılık Sektörünün Veri Zarflama Analizi ile Bilançoya Dayalı Mali Etkinlik Analizi”, *12. İktisat Öğrencileri Kongresi*, 7- 8 Mayıs 2009, İzmir.
- Cura, K. (1998). “Türkiye’de 1980 Sonrası İzlenen Para Politikası”. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 1(1), 129-148.
- Çapanoğlu, M. (1993). *Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymetler Borsaları*. İstanbul: Beta Yayıncılık
- Çapraz, N. (2001). *Ekonomik bunalımların Dünya’da ve Türkiye’de yansımaları*. İstanbul: Der Yayınları.
- Çarıkçı, E. (2001). 2000-2001 Yılı Ekonomik Krizlerin Sebepleri ve Sonuçları. *Yeni Türkiye Dergisi*, 1(41), 475-490.
- Çetinkaya, M. (2011). *Küresel Ekonomik ve Finansal Kriz Türkiye Ekseninde Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Çetinkaya, M. ve Altınok, S. (2004). “1994 Nisan, 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizlerinin Değerlendirilmesi”. *Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 4(1), 149-174.
- Çevik, M. (2006). Anti-Enflasyonist İstikrar Politikaları ve 1980 Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisi Analizi: Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Politikaları. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Dağlı, H. (2009). *Finansal Yönetim-I*. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Darıcan, M. F. (2013). “Ekonomik Krizler Ve Türkiye”. *İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi*, 5(17), 39-46.
- Delice, G. (2003). “Finansal krizler: Teorik ve tarihsel bir perspektif”. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20, 57-81.
- Demirci, N. (2005). *Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Dickey, D.A. ve Fuller, W.A. (1979). “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”. *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427-431.
- Dinçer, M. Z. (2019). Güncel Ekonomik Sorunlar. Erişim: 09.06.2021, <http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/kok/guncelekonomikSORUNLARau245.pdf>
- Doğan, S. (2000). “2000–2002 Dönemi Stand-by Programı’nın Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları”. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 37(5), 3-24.

- Doğan, S. (2006). “2000–2002 Dönemi Stand-by Programı’nın Türkiye Ekonomisi Hedefleri-Politikaları”. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 37(5), 3–24.
- Doğan, S. (2015). Türkiye Ekonomisi. Erişim: 08.06.2021, <http://auzefkitap.istanbul.edu.tr/kitap/kok/turkiyeekonomisiau239.pdf>
- DPT (1979). *Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı 1979-1983*. Ankara: DPT Yayınları
- Duran, M. S. ve Acar, M. (2020). “Bir Virüsün Dünyaya Ettikleri: Covid-19 Pandemisinin Makroekonomik Etkileri”. *International Journal of Social and Economic Sciences*, 10(1), 54-67.
- Durmuş, M. (2009). “Kapitalizm Krizi ve Türkiye Yansımaları”. *Mülkiye Dergisi*, 33(263), 9-26.
- Durmuş, M. (2009). *Kapitalizmin Krizi 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi*. Ankara: Tan Kitabevi Yayınları.
- Durmuş, M. (2010). *Kapitalizmin Krizi – 2008 Krizinin Eleştirel Bir Çözümlemesi (2.Baskı)* Ankara: Tan Kitabevi Yayınları.
- Durmuş, S. (2011). Türkiye’de 2000’den Sonra Yaşanan Ekonomik Krizler ve Kriz Döneminde Tüketicilerin İktisadi Davranışları. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa.
- Durusoy S. (2009). “Kriz Sonrası Küresel Kapitalizmin Geleceği”. *Alternatif Politika*, 1(3), 363-389.
- Eğilmez, M. (2009), *Küresel Finans Krizi Piyasa Sisteminin Eleştirisi (4.Baskı)*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2009). *Küresel Finans Krizi (5.Baskı)*, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2009.
- Eğilmez, M. (2010). *Küresel finans krizi, Piyasa sisteminin eleştirisi (6.Baskı)*. İstanbul: Remzi Yayıncılık.
- Eğilmez, M. (2013). *Küresel Finans Krizi*. İstanbul: Remzi Yayınevi.
- Eğilmez, M. ve Ercan, K. (2004). *Ekonomi Politikası (6. Baskı)*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. (2016). *Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması (22. Baskı)*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- EKODIALOG (2021). *5 Nisan 1994 Kararları, 1994 Ekonomik Krizin Nedenleri*. Erişim: 05.06.2021, https://www.ekodialog.com/Konular/1994_krizi.html

- Ekşi, İ.H (2007). Finansal Krizlerin KOBİ'ler Üzerine Etkileri ve Başarılı-Başarısız KOBİ'lerin Kriz Dönemi Stratejileri. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Elmas, B. (2012). *İlk Halka Arz: Teori ve Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Emil F. ve YILMAZ H. H. (2003). "Kamu Borçlanması, İstikrar Programları ve Uygulanan Maliye Politikalarının Kalitesi Genel Sorunlar ve Türkiye Üzerine Gözlemler". *XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu Türkiye'de Kamu Borçlanması*, (Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentiler), 12-16 Mayıs 2003, Girne-Kıbrıs.
- Emirkadı, Ö. (2005). "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler". *Sosyo Ekonomi*, 1(2), 37-62..
- Enders, W. (2004). *Applied Econometric Time Series*. Canada: John Wiley and Sons.
- Engin, C. ve Göllüce, E. (2016). "2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye Üzerine Yansımaları". *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 27-40.
- Engin, E. ve Yeşiltepe, E. (2009). "Global Ekonomik Krizin Gölgesinde Türkiye'nin Maastricht Kriterlerine Uyumu". *Ekonomik Bilimler Dergisi*, 1(2), 15-23.
- Engle, R. F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50, 987-1007.
- Engle, R. F. ve Granger, C. W. J. (1987). Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, 55, 251-276.
- Engle, R.F. (1993). "Statistical Models for Financial Volatility". *Financial Analysts Journal*, 49(1), 72-78.
- Eren, F. M. (2010). Ekonomik krizler ve kriz göstergeleri: 1990 sonrası dünyada yaşanan krizler ve Türkiye karşılaştırması. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Ergün, S. ve Gökdemir, L. (2010). "Küresel Krizin Türkiye'nin Dış Ticaretine Etkisi". *Turgut Özal Ekonomi ve Siyaset Kongresi-I, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim*, 15-16 Nisan 2010, Malatya, 2107-2123.
- Eroğlu, Ö. ve Albeni, M. (2002). *Küresellesme-Ekonomik Kriz ve Türkiye*. Isparta: Bilim Kitabevi Yayınları.
- Erol, H. ve Özdemir, A. (2012). "Ekonomik Kriz Dönemlerinde Türkiye'de Uygulanan İstihdam Politikalarının Etkinliği". *Amme İdaresi Dergisi*, 45(2), 53-79.

- Ertuna, Ö. (2001). "Türkiye'de Ekonomik Krizler, Nedenleri ve Çıkış Yolu". *Yeni Türkiye, Eylül- Ekim Ekonomik Kriz Sayısı*, 491-510.
- Ertürk, E. (1991). *Türkiye iktisadında yeni bir boyut, para ikamesi: kavram, teori, oluşum süreci ve sonuçları*. Bursa: Uludağ Yayınları.
- European Economic Forecast Spring (2020). Institutional Paper. 1-216. doi: 10.2765/788367
- Fama, E. (1965). "The Behavior of Stock Market Prices". *Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fertekligil, A. (2000). *Türkiye'de Borsanın Tarihçesi*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Fırat, E. (2006). Ekonomik Paketler ve İstikrar Paketleri Türkiye Uygulaması (1980- 2002). Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Gençtürk M. Dalgar, H. ve Yılmaz T. (2011). "Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Kararlarına Etkileri: İMKB'de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma". *C.Ü. İİBF Dergisi*, 12(1), 187-207.
- Gençtürk, M. (2009). "Finansal Kriz Dönemlerinde Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1), 127-136.
- Glosten, L. R., Jagannathan, R. ve Runkle, D. E. (1993). "On the Relation between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks". *Journal of Finance*, 48, 1779-1801.
- Göçeri, İ. (2012). "Küresel Ekonomik Krizin Nedenleri Ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz". *Yönetim Ve Ekonomi Araştırmalar Dergisi*, 17, 23.
- Gökalp, N. K. (2014). *Sermaye Piyasalarında Halka Arz Yöntemler, Uygulama ve Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Gökçe, A. (2001). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Getirilerindeki Volatilitenin ARCH Teknikleri ile Ölçülmesi". *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 3(1), 35-58.
- Gökçe, A. (2002). "İMKB'de Fiyat-Hacim İlişkisi: Granger Nedensellik Testi". *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 3, 43-8.
- Gövdere, B. (2009). "Türkiye'de Hizmetler Sektöründe Doğrudan Yabancı Yatırımlar". *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14(1), 53-68.
- Gövdere, B. ve Öztürk S. (2010). "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(1).

- Granger, C.W.J. ve Newbold, P. (1974). "Spurious Regressions In Economics". *Journal of Econometrics*, 2(2),111-120.
- Gupta, S., Nguyen, T. D., Rojas, F. L., Raman, S., Lee, B., Bento, A., ... ve Wing, C. (2020). "Tracking Public and Private Response to The Covid-19 Epidemic: Evidence From State and Local Government Actions". *National Bureau of Economic Research*. doi: 10.3386/w27027
- Gülmez E. (2010). İşlem Hacmi Ve Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki Nedensellik Bağı: İMKB-30 Endeksine Dayalı Bir Uygulama. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir
- Güloğlu, B. (2001). "İstikrar Programından İstikrarsızlığa Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri". *Yeni Türkiye Dergisi*, 7(41), 526-532.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002). "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri". *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 27, 25-29.
- Günel, M. (2010). *Para Banka ve Finansal Sistem* (3. Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Güngör, F., Köstem, N, O. ve Özdemir H. (2009). *Sermaye Piyasalarına Açılan Pencere A'dan Z'ye Halka Arz ve Yatırımcı İlişkileri*. İstanbul: Rota Yayıncılık.
- Gür, T. H. ve Tosuner, A. (2002). "Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri". *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), 9-36.
- Gürel, A. (2006). "Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi: Nedenleri ve Sonuçları". *Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 43(503).
- Gürsakal, S. (2011). "GARCH Modelleri ve Varyans Kırılması: İMKB Örneği". *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(3), 161-178.
- Hasan Ç. (2016). Menkul Kıymetler Borsası'nın Tarihsel Gelişimi ve Borsa İstanbul. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
- Hatipoğlu, Z. ve Aysan, M. (1994) *Türkiye Ekonomisinde 1994 Bulanımı*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Hepaktan, C. E. ve Çınar, S. (2001). "Mali Krizler Ve Son Mali Krizin (2008) Reel Sektöre Etkileri". *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 30, 155-168.
- IMF (1996)." International Capital Markets Update". *Finance and Development*, 33(4), 32-33.

- Işığışok, E. (1999). “Türkiye’de Enflasyon’un Varyansının ARCH ve GARCH Modelleri ile Tahmini”. *Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 17(3), 1-27.
- Işık, İ. (2001). “1994 Ekonomik Krizi ve Ticari Bankalar Üzerine Etkileri: Deneysel Bir Çalışma”. *İMKB Dergisi*, 5(20), 31-74.
- Işık, S., Duman, K. ve Korkmaz, A. (2004). “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”. *D.E.Ü. İ.İ.B.F. Dergisi*, 19(1), 45-69.
- İnan, E. A. (2002). “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”. *Bankacılar Dergisi*, 42, 57-74.
- İnce F., Nurdoğan, A. K. ve Bayar, H. T. (2021). “Covid-19 Krizinin Sağlık Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmeler Üzerindeki Etkileri”. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 12(30), 434-448.
- Johansen, S. (1988). “Statistical Analysis of Cointegration Vectors”. *Journal of Economic Dynamics and Control*, (12), 231-254.
- Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). “Maximum likelihood estimation and inference on co integration with application to the demand for Money”. *Journal of Economics and Statistics*, 52, 169-210.
- Kaderli, Y. ve Küçükkaya, H. (2012). “2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi”. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12, 2.
- Karabulut, G. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Karaçor, Z. (2006). “Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri”. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi Dergisi*, 16, 379-391.
- Karaçor, Z. ve Alptekin, V., (2006). “1980 Sonrası İstikrar Politikaları Işığında Türkiye Ekonomisinin Trend Analizi Yardımıyla Değerlendirilmesi”. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 6(11), 306-342.
- Karaçor, Z. ve Atabey, A. (2014). “Türkiye Ekonomisinde Uygulanan İstikrar Politikalarının Tarihsel Süreç İçerisinde Analizi ve Bu Süreç İçerisinde Karar Birimlerinin Rolü”. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 4 (1), 117-148.
- Karakayalı, H. (2003). *Türkiye Ekonomisinin Yapısal Değişimi*. İzmir: Güleç Matbaacılık.
- Karamustafa, O. ve Küçükkale, Y. (2002). “Türkiye’de Kriz Döneminde Kur-Faiz-Borsa İlişkilerinin Dinamik Analizi”. *Banka, Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 11, 47-56.

- Karan, M. B. (2018). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (5. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karlık, R. (2005). *Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Karlık, R. (2004). *Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim*. İstanbul: Beta Yayınları, İstanbul.
- Karlık, R. (2005). *Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Karlı, M. (1994). *Borsalar*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Karlı, M. (2004). *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Karlı, M. (2005). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Yayınları
- Kavcıoğlu, Ş. (2012). Kriz Dönemleri Sonrasında Türk Bankacılık Sektöründe Kredi Analizi (2002-2011 Dönemi). *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 3(6), 22-39.
- Kaya, A. (2013). *Mali Sürdürülebilirlik: Teori ve Türkiye Uygulaması*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- Kaya, A., Gülhan, Ü. ve Güngör, B. (2009). “Finansal Kriz Öngörüsünde Sinyal Yaklaşımının Etkinliği: 2008 Finansal Kriz Örneği”. *13. Ulusal Finans Sempozyumu, Küresel Finansal Kriz ve Etkileri Bildiriler Kitabı*, 21–24 Ekim, Afyon, 287-304.
- Kayarkaya, O. (2006). 1980 Sonrası Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Bu Krizlerin Getirdiği Bir Sonuç Olarak Banka Konsolidasyonları. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Kazgan G. (1999). *Tazminattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: Altın Kitaplar.
- Kazgan, G. (1985). *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kazgan, G. (1988). *Ekonomide Dışa Açık Büyüme*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kazgan, G. (1994). “Paket Çok Yetersiz”. *İktisat Dergisi*, 394, 23-25.
- Kazgan, G. (1994). *Yeni Ekonomik Düzen’de Türkiye’nin Yeri*. İstanbul: Altın Kitaplar Yayınevi.
- Kazgan, G. (2002). *Küreselleşme ve Ulus Devlet* (3. Baskı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kazgan, G. (2002). *Tanzimattan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kazgan, G. (2005). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929–2001)*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kazgan, G. (2008). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001)*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

- Kazgan, G. (2013). *Türkiye Ekonomisinde Krizler: (1929- 2009) Ekonomi Politik Açısından Bir İrdeleme* (4. Baskı). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kazgan, H. (1991). *Galata Bankerleri*. İstanbul: TEB Yayınları.
- Kazgan, H. (1995). *Tarih Boyunca İstanbul Borsası*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Kepenek, Y. ve Yenitürk, N. (2000). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Keskin, H. Ü. (2004). Ekonomik Krizlerde Küresel Güçler: 2001 Türkiye Ekonomik Krizi. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Kılıç, C. (2002). *Türkiye’de İşgücü Piyasası ve Kriz*. İstanbul: Alkım Yayınevi.
- Kılıçbay, A. (1992). *Türk Ekonomisi* (4.Baskı). Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Kınaytürk, Z. (2006). 1990 Yılından Sonra Yaşanan Ekonomik Krizlerin Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) Üzerindeki Etkileri. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Kibritleoğlu, A. (2001). “Türkiye’ de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001”. *Yeni Türkiye Dergisi*, 1(1), 1- 174.
- KOÇ, İ. Ö. (1998). *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*. Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü.
- Kol, E.N. ve Karaçor, Z. (2012). “2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve İstihdam Üzerine Etkileri”. *Maliye Dergisi*, 162, 379-395.
- Kondak, N. (1999). *Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş*. İstanbul: Der Yayınları.
- Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları Analizler Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları
- Köse, M. (2001). “Osmanlıda Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapısındaki Rolü”. *A.Ü. Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi*, 18, 229- 251
- Kuran, İ. (2006). Türkiye’de Ekonomik Krizler ve İstikrar Programları. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şanlıurfa.
- Kutlu, M. Ö. (2013). *Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin İncelenmesi*. Ankara: Ankara Üniversitesi.
- Mandelbrot, B. B. (1963). ”The Variation of Certain Speculative Prices”. *The Journal of Business*, 36(4), 394-419.

- Mhagama, F. (2014). İlk Halka Arzın Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Nazlıgül, K. (2006). Gelişen Borsalar ve İMKB'nin Karşılaştırmalı Özellikleri. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Nelson, D. B. (1991). Conditional heteroskedasticity in asset returns: A new approach. *Econometrica*, 59(2), 347-370.
- Okay, E. (2003). "Türkiye'de Reel Sektörün Canlanması mı Finans Sistemini Derinleştirir Yoksa Finans Sisteminin Derinleşmesi mi Reel Sektörü Canlandırır?". *7. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler*.
- Oksay, S. (2001). *Döviz Kuru ve Ödemeler Bilançosu Politikaları*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Oktar, S. ve Dalyancı, L., (2010). "Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler". *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 29(2), 1-22.
- Orhan, A. (2013). *Kara Perşembe'den Mortgage Krizine*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları.
- Otlu, F. ve Sibel, Ö. (2011). "Halka İlk Kez Arz Edilen Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performansları İle Fiyat Performansını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi, İMKB'de Bir Uygulama". *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 2(2), 14-44.
- Özatay, F. (2010). *Finansal Krizler ve Türkiye* (2. Baskı). İstanbul: Doğan Kitap.
- Özatay, F. (2014). *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan Yayınları.
- Özdemir A. ve Göçer İ. (2011). "Türkiye'de Krizlerin Makroekonomik Değişkenlere Etkileri: VAR Analizi". *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 48(560), 57-72.
- Özdemir, B. K. (2013). *Finansal küreselleşme ve krizler*. Ankara: Seçkin.
- Özgüven, A. (2001). "İktisadi Krizler". *Yeni Türkiye Dergisi*, 1(41), 56-63.
- Özsoylu, A. F., Ünlükaplan, İ. ve Gedik-Akdoğan, M. (2010). *Küresel Kriz ve Türkiye*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Öztürk, S. ve Gövdere B. (2010). "Küresel Finansal Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri". *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(1), 377-397.
- Pagan, A. R. ve Schwart, G. W.(1989). "Alternative Models for Conditional Stock Volatility". *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper Series*, 2, 955.
- Parasız, İ. (1994). *5 Nisan Kararları, Nedenleri ve Olası Etkileri*. Bursa: BUSİAD.
- Parasız, İ. (1997). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi.

- Parasız, İ. (1998). *1923'ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, İ. (2002). *Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar*. Bursa: Ezgi Kitabevi,
- Parasız, İ. (2009). *Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz*. İstanbul: Ezgi Kitabevi
- Parasız,İ. (1995). *Kriz Ekonomisi Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları*. Bursa: Ezgi Kitabevi
- Pareman, M. (2008). *Kriz Hakkında Nasıl Düşünülmeli" Neoliberalizm ve Kriz*. İstanbul: Kalkedon Yayınları.
- Poon, S. H. ve Granger, C. W. J. (2003). "Forecasting Volatility in Financial Markets: A Review". *Journal of Economic Literature*, 41(2), 478-539.
- QNB (2021). Almanya Borsası. Erişim: 02.03.2021, <https://www.qnbfi.com/almanya-borsasi>
- QNB (2021). Endeks Nedir?. Erişim: 12.03.2021, <https://www.qnbfi.com/forex/forex-terimler-sozlugu/endeks-nedir?term=borsaendek>
- QNB (2021). Londra Borsası. Erişim: 02.03.2021, <https://www.qnbfi.com/londra-borsasi>
- QNB (2021). Nasdaq Borsası. Erişim: 02.03.2021, <https://www.qnbfi.com/nasdaq>
- QNB (2021). New York Borsası. Erişim: 02.03.2021, <https://www.qnbfi.com/new-york-borsasi>
- QNB (2021). Paris Borsası. Erişim: 02.03.2021, <https://www.qnbfi.com/paris-borsasi>
- Rock, K. (1986). "Why New Issues Are Underpriced". *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Sancak, İ. E. (1999). *Türkiye'nin 500 Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları*. Ankara: SPK Araştırma Raporu.
- Sarak, E. (2006). Türkiye'de Yaşanan 2000 Yılı Ekonomik Krizi Ve Krizin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Sarıkamış, C. (2000). *Sermaye Pazarları*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Sayılgan, G. (2013). *İşletme Finansmanı*. Ankara: Turhan Kitapevi.
- Sayım, I., Duman, K. ve Korkmaz, A. (2004). "Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması". *Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19(1), 45-69.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2016). Halka Arz Bilgilendirme Kitapçığı. Erişim: 06.04.2021 <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/73>

- Sevil, G. (2012). *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi
- Sevüktekin, M. ve Nargeleşkenler, M. (2006). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Getiri Volatilitésinin Modellenmesi ve Önraporlanması”. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 61(4), 243-265.
- Seyidoğlu, H. (2003). “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(2), 583.
- Soral, B. (2009), *Türkiye’de Bitmeyen Ekonomik Kriz Belgeleriyle Üretimden Finans Oyunlarına Geçiş*. İstanbul: Kaynak Yayınları.
- Sönmezay. N. (2007). 1990 ve Sonrası Dönemde Türkiye’de Ekonomik Krizlerin İşgücü Piyasasına Etkileri. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Susam, N. ve Bakkal, U. (2008). “Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?”. *Maliye Dergisi*, 155, 72-88.
- Şahin, H. (2002). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Şahin, H. (2006). *Türkiye Ekonomisi*. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Şahin, Ö., Öncü, M. A. ve Sakarya, Ş. (2015). “BİST-100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi Volatilitelerinin Karşılaştırmalı Analizi”. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 16(2), 107-126.
- Şen, H. ve Aktan, C. C. (2001). “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”. *Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, 7(42), 1225–1230.
- Tağraf, H. ve Arslan. N. T. (2003). “Kriz Oluşum Süreci Ve Kriz Yönetiminde Proaktif Yaklaşım”. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi*, 4(1), 149-160.
- Tanör, R. (2000). *Türk Sermaye Piyasası*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım
- TCCSBB (2021), TC Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı Yıllık Veriler. Erişim: 18.06.2021, <https://www.sbb.gov.tr/yillik-programlar/>
- TCCSBB (2021). Yıllar Bazında Genel Devlet İstatistikleri, Erişim: 15.04.2021, <https://www.sbb.gov.tr/yillar-bazinda-genel-devlet-istatistikleri/>
- TDK (2021). Borsa. Erişim: 05.02.2021, <https://sozluk.gov.tr/borsa>
- TDK (2021). İktisat. Erişim: 05.02.2021, <https://sozluk.gov.tr/iktisat>
- Toprak, M. (1996). *Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Toprak, M. (2001). *Küreselleşme ve Kriz*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Tsay , R.S. (2010). “Analysis of Financial Time Series”. *John Wiley & Sons* , 543, 113.

- Tuncer, B., (2002). "Kriz: Nereden Nereye". *İktisat İşletme ve Finans Mali Ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın*, 94, 39-50.
- Turanlı, M., Özden, Ü. H. ve Vural, G. (2007). "2002– 2006 Döneminde İMKB Getiri Volatilitésinin Ekonometrik Analizi". 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, 24-25 Mayıs, Malatya: İnönü Üniversitesi, 1-10.
- Turgut, A. (2007). "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler". *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, 20(4), 35-46.
- Tutar, E., Tutar, F. ve Eren, M. V. (2011). "Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Rolü, Güvenirlilik Açısından Sorgulanması ve Türkiye". *Akademik Bakış Dergisi*, 25, 1-24.
- Tükel, A. (2010). "Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi". *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 12, 102-121.
- Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (1995). *1994 Ekonomik Rapor*. Ankara: TOBB Yayınları.
- TÜRMOB, (2020). *Korona Salgınının Türkiye Ekonomisine Etkisi Değerlendirmeler ve Öneriler Raporu*. Ankara: TÜRMOB Yayınları.
- Ural, M. ve Acar-Balaylar, N. (2007). "Bankacılık Sektöründe Yüksek Risk Alımı ve Baskı İndeksleri". *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44(509), 47-57.
- Uras, T.G. (1993). *Ekonomide Özalp Yıllar 1980-1990*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Uygur, E. (2001). "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler". *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, 227, 37-70.
- Uygur, E. (2001). "25 Yıldır Süren Yüksek Kronik Enflasyon ve Enflasyonla Mücadele: Hedefler Tutturulabilecek mi?". *İktisat, İşletme, Finans Dergisi*, 189, 167–170.
- Uygur, E. (2001). *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım Ve 2001 Şubat Krizleri*. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Uysal, D. (2004). *IMF Politikaları ve Türkiye*. Konya: Çizgi Kitabevi.
- Ünal, O. K. (2005). *Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuat*. Ankara: Asil Yayınevi.
- Ünsal, H. (2003). "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Sürecinde İç Borçlanma ve Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkileri". *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 5(3), 191-205.
- Vardareri D. ve Dursun, G. (2010). "Asimetrik Bilgi Çerçevesinde 2008 Küresel Krizinin İncelenmesi". *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, 5(1), 137-150.

- VİKİPEDİ (2021). *Şanghay Menkul Kıymetler Borsası*. Erişim: 05.07.2021, https://tr.wikipedia.org/wiki/%C5%9Eanghay_Menkul_K%C4%B1ymetler_Borsas%C4%B1
- Wolff, P. (1987). *Stabilization Policy And Structural Adjustment in Turkey, 1980 - 1985: The Role Of The IMF And World Bank in An Externally Supported Adjustment Process*. Berlin: German Development Institute.
- Yasin, M. (2002). *Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yavuz, N.Ç. (2014). *Finansal Ekonometri*. İstanbul: Der Yayınları,.
- Yay, G.G. (2002). *Türkiye ve Meksika' da İstikrar Programlarının Karşılaştırılması 1980-2001*, Türk Sosyal Bilimler Derneği, s.5-6.
- Yay, T., Yay, G. ve Yılmaz, E. (2001). *Küreselleşme sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Yeldan, E. (2001). “Birinci Yılında 2000-Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi”. *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*, 25(226), 44.
- Yeldan, E. (2002). “Kriz: Nereden Nereye?”. *İktisadi İşletme ve Finans*, 17(194) ,11-28.
- Yeldan, E. (2003). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yeldan, E. (2003). *Küreselleşmenin Neresindeyiz? Türkiye Ekonomisinde Borç Sorunu ve IMF politikaları*. Erişim:06.08.2021, www.stradigma.com/turkce/kasim2003/makale06.html
- Yıldırım, A. (1990). *Borsanın ABC'si*. Ankara: Bilgi Yayınevi.
- Yıldırım, O. (2003). “Kura Dayalı İstikrar Politikası Çerçevesinde Enflasyonu Düşürme Programı ve Türkiye Ekonomisinde Yeni İstikrar Arayışları”. *Dış Ticaret Dergisi*, 8(27), 476.
- Yıldırım, S. (2010). “2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 1, 47-55.
- Yılmaz, M. K. ve Mirahmetoğlu G. (2005). “Türkiye’de Ticaret Borsalarının Gelişimi, Ekonomideki Yeri ve Performansı Üzerine Analitik Bir Değerlendirme”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 33, 81-95.
- Yücel, F.ve Kalyoncu, H. (2010). “Finansal krizlerin öncü göstergeleri ve ülke ekonomilerini etkileme kanalları: Türkiye örneği”. *Maliye Dergisi Sayı*, 159, 53-69.

- Zabcı, F. C. (2003). “Sosyal Riski Azaltma Projesi: Yoksulluğu Azaltmak mı, Zengini Yoksuldan Korumak mı?”. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 58(1), 215-239.
- Zakoian, J. M. (1994). Threshold Heteroscedastic Models. *Journal of Economic and Dynamic Control*, 18(5), 931-955.

