

## GİRİŞ

Finansal krizler, özellikle 20 yy'da bugün gelişmiş ülke olarak adlandırılan ülkeler dahil bir çok ülkede ekonomik sıkıntıların yaşanmasına neden olmuştur. Türkiye'de sonuncusu 2001 şubat krizi olmak üzere bir çok kriz yaşamış bir ülkedir.

Gelişen dünyada küreselleşmeyle birlikte ortaya çıkan yeni yönelimler ile krizler, artık çok daha büyük boyutlu, daha karmaşık ve daha yıkıcı etkiler yaratan bir kavram olarak yeniden şekillenmiştir. Küreselleşmeyle birlikte, ortaya çıkan finansal liberalizasyon olgusu ekonomileri dışsal şoklara karşı savunmasız bırakmıştır. İşte bu nedenle özellikle 1990'lı yıllardan sonra finansal kriz kavramı gelişmekte olan ülkelerin ve dolaylı etkileri nedeniyle tüm dünyanın gündemine oturmuştur. Krizlerin bu kadar önemli hale gelmesinde, ekonomik ve sosyal yaşamda yarattığı etkiler ve meydana getirdiği büyük değişimlerin rolü vardır.

Değişen dünya ve ekonomik yapılar aynı şekilde kriz kavramını da değiştirmekte ve geliştirmektedir. Bugün için bilinen gerçeklerin aslında gelecekte bazı durumları açıklamaya yetmeyeceği gerçeğini karşımıza çıkarmaktadır. Çünkü krizlerin geçmişi incelendiğinde oluşturulan kriz modellerinin her krizi açıklamakta yeterli olmadığı ve yeni krizleri açıklamak için yeni modeller geliştirmek ihtiyacı duyulduğu görülmektedir. Bu nedenle krizlerin sürekli yeni bir konu gibi algılanıp inceleme konusu yapılması yeni çözümler üretmede bizlere yardımcı olacaktır.

Bu çalışmada ele aldığımız krizlerin işletmeler üzerine etkileri de, çeşitli şekillerde ortaya konulup tartışılmaktadır. Ülkemizde 1994 -2001 yılları arasında yaşanan bir dizi kriz, ülke ekonomisi ve işletmeler üzerinde önemli ölçüde olumsuz etkiler yaratmıştır. Krizin yaşandığı yıllarda bir çok işletme ve finansal kesimde faaliyet gösteren bir çok banka faaliyetlerine son vermek zorunda kalmıştır. Bu gelişmeler sonucunda ülke ekonomisinin gelişimi durma aşamasına gelmiş bazı dönemlerde ekonominin küçüldüğü görülmüştür. Krizler işletmeleri de önemli ölçüde olumsuz etkilemiştir. Krizlerin işletmeler üzerindeki olumsuz etkilerini bir ölçüde ortadan kaldırmak için, işletmeler üzerindeki finansal etkilerin bilinmesi gereklidir. Bu nedenle çalışmamızda krizlerin işletmelerin finansal yapıları üzerine etkisi araştırılarak bu

olumsuz etkilerden korunmak amacıyla işletmelerin finansal yapılarının daha güvenli hale gelmesi için alınması gereken önlemlerin belirlenmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada öncelikle birinci bölümde kriz kavramı, kriz türleri, krizlerin ortak özellikleri, krizleri ortaya çıkaran nedenler ve özellikle yakın geçmişte ülkemiz ve dünyada meydana gelen krizler incelenerek açıklanmaya çalışılacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise şu ana kadar yapılmış çalışmalar neticesinde ortaya konmuş ve finansal krizleri açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiş modeller, krizlerin önceden algılanmasına imkan veren yöntemler açıklanmaya çalışılacaktır.

Üçüncü bölümde, çalışmanın temel çıkış noktası olan ve örneklemin alındığı Türkiye’de yaşanan krizlere değinilecektir. Türkiye’de yaşanan 1994 krizi ve 2000 Kasım-2001 Şubat krizleri üzerinde durulacak ve 2001 krizinin ekonomi üzerinde yarattığı etkilere değinilecektir. Krizlerin ülke ekonomisi üzerindeki etkilerinin yanında bu bölümde ayrıca, özellikle çalışma konusuyla daha ilgili olan krizlerin işletmeler üzerinde yarattığı etkiler üzerinde durulacak, 2001 yılında yaşadığımız krizin işletmeler üzerindeki finansal etkileri genel olarak ele alınacaktır.

Son bölümde ise, İ.M.K.B ’da işlem gören imalat işletmelerinden, 1997- 2003 yılları arasında bilanço ve gelir tablosu verilerine ulaşılan işletmelerin üzerinde genel kabul görmüş oranların uygulama sonuçları yorumlanacaktır. Bu şekilde 2001 krizinin işletmeler üzerinde yarattığı etki ortaya konulmaya çalışılacaktır. Bu çalışmada, kriz yılı 2001’in öncesi ve sonrası dönemlerin işletmelerin mali tablolarına yansımalarının bir anlamda fotoğrafı çekilecektir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL KRİZ KAVRAMI

#### I. FİNANSAL KRİZ KAVRAMI VE NEDENLERİ

Geçmişten günümüze ekonomiler bir çok krize sahne olmuşlardır. Bunların en ünlüsü, büyük dünya bunalımı adı verilen ve dünya üzerinde büyük etki yaratmış 1929 krizidir. Bu kriz New York borsasında çıkmış ve kısa sürede Amerikan ekonomisi üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Kriz daha sonra Avrupa'ya sıçramış ve tüm dünyayı etkisi altına almıştır<sup>1</sup>.

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra da Çin, Yunanistan ve Macaristan'da hiperenflasyon dönemi yaşanmıştır. Özellikle 70'li yılların başından itibaren, dünyada ciddi ekonomik istikrarsızlıklar kendisini göstermeye başlamış, gelişmiş batı ülkelerinde dahi milyonlarca insanı işsiz bırakan, düşük gelişme hızı yaratan krizler yaşanmıştır<sup>2</sup>. 1970'li yıllardan itibaren yaşanan finansal krizlere bakıldığında, Aralık 1973 İngiltere bankacılık krizi, 1980'lerin başında A.B.D'inde yaşanan Tasarruf ve Borç krizi<sup>3</sup>, 1992 Avrupa Para Mekanizması Krizi (ERM), 1994 Meksika krizi, 1995 ve 2001 Arjantin Krizi, 1997 Asya krizi, 1998 Rusya Krizi, 1999 Brezilya krizi ve Türkiye'nin yaşamış olduğu 1994 ve 2001 krizleri sıralanabilir.

Dünya, 20.yy'ın ilk çeyreğinden beri krizlerle iç içe yaşamıştır. Krizlerin son yıllarda etkileri daha çok tartışılır bir hal almasının nedeni yaşanan krizlerin yapısında yatmaktadır. Özellikle küreselleşme ve finansal liberalizasyonun başladığı dönemlerden önce yaşanan krizler ve sonra yaşanan krizler incelendiğinde krizlerin etkileri açısından önemli farklılıklar görülmektedir. Küreselleşme yani, tüm ekonomik

<sup>1</sup> İsmail AYDOĞUŞ, "Global Büyüme ve Kriz"( Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt II, Sayı:1, Temmuz 2000),s.29.

<sup>2</sup>İsmail CAN, "Ekonomik Krizlere Karşı Uygulanması Gereken Vergi Politikası" , s.70.  
http://www.maliye.gov.tr/apk/malder142/ekonomikkrizlere.pdf (02.02.2005)

<sup>3</sup> Muhammet AKDİŞ, "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler", http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/Ekim2002/akdis.htm(11.09.2004)

ve sosyal konuların, ulusal ve uluslar arası boyutların ötesinde tasarlanıp uygulanması düşüncesi<sup>4</sup> tüm dünyayı sarmadan önceki krizler, daha yerel nitelikler taşıyan ve çoğunlukla bir şeyin yokluğu ya da kıtlığıyla açıklanabilen olaylardı. Ancak küreselleşme ve beraberinde ülkelerin ekonomilerini dışa açmak zorunda kalmaları sonucu ortaya çıkan finansal liberalizasyon süreci krizleri, daha yıkıcı daha öngörülemeyen ve nerede başlayıp nerede biteceği tahmin edilemez ekonomik olaylar haline getirmiştir.

Finansal kriz kavramını açıklamak için, bir reel ekonomi üzerinde büyük yıkıcı etkiler yaratan ve piyasaların etkin işleyiş gücünü bozan büyük çöküşler<sup>5</sup> şeklinde bir tanım kullanılabilir. Krizler özellikle ekonomik yapısında sorun yaşayan ülkelerde olacağı tahmin edilebilir ama ne zaman olacağı kestirilemeyen bir olgudur. Tahmin edilebilir bir krize neden önlem alınmadığının cevabı ise finansal krizleri ortaya çıkaran nedenler içersinde yer almaktadır.

Finansal krizlerin ortaya çıkmasında rol oynayan başlıca faktörleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür<sup>6</sup>:

- Makro ekonomik politikaların zayıflığı,
- Kamu açıkları,
- Artan borç stokları,
- Uygulanan kur politikaları sonucu ortaya çıkan dış ticaret açıkları,
- Devlet – özel sektör ilişkisinin yolsuzluğa yol açan nitelikler taşıması – saydam olmayan ilişkilerle ve kurallarla yönetilmesi,
- Mali sektörün zayıflığı - kurum ve kuralların eksikliği.

Bir çok çalışmada, yalnızca ekonomide meydana gelen eksiklikler, yolsuzluklar, hatalı ekonomik politikalar kriz nedeni olarak gösterilmemektedir. Bugün incelenen krizlerde ve yapılan bir çok araştırmada bazı durumlarda ülkelerde yapısal sorunlar

<sup>4</sup> Rıza AŞIKOĞLU, “Globalleşme Sürecinde Uluslar arası Finansal Yönelimler”, (T.C Dumlupınar Üniversitesi Yayınları No:2, İ.İ.B.F Yayınları No:2 Eskişehir),s.33.

<sup>5</sup> Turan Yay, Gülsüm Gürkan Yay, Ensar Yılmaz, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”,(İTO Yayın no:2001-47 ,İstanbul ,2001 ) s.21.

<sup>6</sup> Ferhat EMİL, “Ekonomik Krizden Çıkışta IMF Politikalarının Değerlendirilmesi”Bazı Genel Gözlemler Ve Türkiye Tecrübesi, (Tobb Panelindeki Konuşma Metni,10 Nisan 2002 / Tobb),[http://www.treasury.gov.tr/duyuru/basin/ferhat\\_TOBB\\_panel\\_20020410.htm](http://www.treasury.gov.tr/duyuru/basin/ferhat_TOBB_panel_20020410.htm) ,(19.10.2004)

olmasa dahi spekülâtif ataklar neticesinde krizlerin ortaya çıkabileceği savunulmaktadır.<sup>7</sup> Bu durumda;

Ekonominin zayıf olduğu noktalara yönelen spekülâtif ataklar, yukarıda sayılan faktörlere ilave edilecektir.

Finansal krizlerin ortaya çıkmasında yukarıda belirtilen nedenler gösterilmekle beraber, bunlara ek olarak, krizlerin 90'lı yıllardan sonra daha sık görülmesinin ve krizlerin birbirlerinin sebebi olarak gösterilmesinin altında yatan etmenler olarak da sermaye hareketlerinde engellerin kalkması ve teknolojinin gelişmesi vardır.

Bilişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmeler ve bu gelişmeler sayesinde yatırımcıların işleme karar vermesi ile yapması arasındaki süresinin bilgisayarın bir tuşuna basmak kadar kısa süreye inmesi ve bununla ülkeler arası sermaye hareketlerini çok duyarlı hale getirmesi ilk sebeptir. İkinci sebep ülkelerin, özellikle gelişmekte olan ülkelerin piyasalarının tamamen dışa açık olması ve her türlü sermaye giriş ve çıkışına izin vermesi, bununla spekülâtif ataklara zemin hazırlamasıdır. Son olarak da, birbirinden farklı coğrafyada yer almalarına rağmen ülkelerin ekonomik anlamda aynı kategorilerde ele alınmaları ve özellikle yabancı yatırımcıların aynı kategoride yer alan bir ülke ekonomisinde meydana gelen gelişme neticesinde yatırımlarını diğer ülke ekonomilerinden de çekmeleri sonucu ortaya çıkan karışıklık, krizlerin altında yatan ama ülke ekonomisinin durumuyla direkt olarak ilgili olmayan nedenler olarak gösterilebilir.

İnsanlığın yaşam kalitesini yükselten, teknolojik gelişmeleri ya da küreselleşen dünyada varolabilmek için gerekli olan finansal liberalizasyonu bu çalışmada suçlamaktan ziyade, bu gelişmelerin ortaya çıkan krizlerdeki etkilerine dikkat çekilmeye çalışılmaktadır.

Finansal derinliğin sağlanamadığı ülkelerde, ekonomi yönetimleri sıcak para hareketlerine bilhassa dikkat etmelidirler. Sığ piyasalarda sıcak paranın ülke ekonomisine girdiği anda meydana getirdiği rahatlama, bu para akışının çoğu zaman yöneticiler tarafından göz ardı edilmesine neden olmaktadır. Fakat bu paranın geri dönüşü ve bu dönüşün ani bir biçimde olması özellikle Merkez Bankasının rezervlerinin

---

<sup>7</sup> Sevgi Gerek, “**Finansal Küreselleşme ve Türkiye**”,(T.C. Anadolu Üniversitesi yay. No:1095, İ.İ.B.F yay. No:149, Eskişehir,1999),s.65-67.

yetersiz olduğu ya da geç tepki verdiği durumlarda piyasalarda sert hareketlerin oluşmasına neden olabilmektedir. Bazı ülkelerde Merkez bankası döviz rezervleri yeterli olsa bile, bu rezervlerin krizi önlemede etkili olmadığı görülmüştür.

Krizleri anlayabilmek ve krizleri önceden algılayabilmek için geçmişte farklı ülkelerde meydana gelen krizleri incelemek bazı ipuçlarını bize sunabilir. Finansal kriz yaşamış veya yaşama riski olan ülkeler geçmişte yanlış yapılan noktaları iyi tespit edebilirlerse, kriz yaşama risklerini çok aşağıya düşürebileceklerdir. 2001'de Türkiye'nin yaşadığı finansal krizde, önemli sebeplerden biri olarak gösterilen Cari işlemler açığının (döviz gelirleri ile giderleri arasındaki fark), 2005 yılı itibariyle geldiği yüksek seviyelerde\* (11.1 milyar \$) yeniden bir kriz beklentisini kendiliğinden ortaya çıkarmaktadır. Cari açık konusunda yıl sonu beklentiler 21.6 milyar dolar düzeyinde gerçekleşeceği yönündedir<sup>8</sup>. Bu noktada ekonomi yönetiminin cari açık konusunda alınabilecek tedbirleri vakit geçirmeden alması gerekmektedir. Eğer toplumda 2001 yılına benzer bir kriz yaşanacağı endişesi hakim olursa, o zaman finansal piyasalarda (döviz, hisse senedi piyasası ve faiz) sert dalgalanmalar görülebilir.

Geçmiş krizlerden elde edilen veriler, krizlerin çıkış noktasında bize bazı fikirler verebilmektedir. Bu şekilde krizler incelendikçe daha somut çözüm yolları bulunabilecek, ve bu sayede geliştirilen çözüm yolları krizlerin ülkeler ve dolayısıyla işletmeler üzerindeki etkisini minimum düzeye indirilebilecektir.

## II. FİNANSAL KRİZLER ve ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

1970'lerde dünya'da yaşanan borç krizleri ile önemli ölçüde daralan dış finansman imkanları sonucunda gelişmekte olan ülkeler, kalkınma ve büyümelerini gerçekleştirmek amacıyla gereksinim duydukları sermaye birikimini sağlamak için özel sermaye akımlarının dış borç ve ticari banka kredileri şeklindeki bileşimini değiştirerek, doğrudan yatırım ve portföy yatırımı şeklindeki yabancı sermayeye kaymıştır<sup>9</sup>.

Önceki yıllarda, gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye, teknolojiyi geliştirmek, sermaye açığını kapamak, işsizliğe çözüm getirmek, döviz rezervlerini

\* Ocak- Mayıs 2005 (5) aylık dönem.

<sup>8</sup> [http://www.milliyet.com.tr/2005/07/11/ekonomi/aeko.html\(19.07.2005\)](http://www.milliyet.com.tr/2005/07/11/ekonomi/aeko.html(19.07.2005))

<sup>9</sup> Serap DURUSOY, "Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri"  
[http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm\(22/03/2003\)](http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm(22/03/2003))

genişletmek ve ucuz hammadde kullanmak amacıyla getirilirken, bugün bunlara ek olarak, sermaye ihraç eden ülkelerin politik ve ekonomik desteğini sağlamak, dışa açılmak, ülke içinde dengeli bir rekabet ortamı yaratmak, çevre koruma ve insan kaynaklarının geliştirilmesi gibi hedefler de benimsenmiştir. Bu hedefler doğrultusunda, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişi borçlanma yolu ile gelir yaratarak talebi etkilemekte ve dünya ticaretindeki gelişmeyi hızlandırarak küreselleşmeyi artıran bir rol üstlenmektedir<sup>10</sup>. Uluslar arası finansal sistemdeki gelişmeler, finansal piyasalardaki hareketliliği artırmış ve ulusal veya uluslar arası piyasaların niteliklerinin zaman içinde benzeşmesine neden olmuştur. Bu ise eski sistemin korumacı düzenlemelerine göre piyasalarda, finansal krizlere açık bir yapı meydana getirmiştir.<sup>11</sup>

Birçok gelişmekte olan ekonomide 1970'lerde başlayan bu süreç, Türkiye'de 1980'lerin ikinci yarısında, önce ithalat ve ihracatın serbestleşmesi, sonra döviz hadlerinin serbestleşmesi ve sabit tutulan ya da kontrol edilen faiz hadlerinin serbest bırakılması ile başlamıştır. Bu sürecin son basamağı olan finansal liberalizasyon ile de hisse senedi borsası, altın borsası gibi yeni piyasalar, İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumlar, hisse senedi, varlığa dayalı menkul kıymet gibi yeni yatırım araçları çıkmıştır.<sup>12</sup> Sonuç olarak bu süreçte, şirketler kesimine açılan fonların miktarı önemli ölçüde artmış, sadece İMKB gibi özkaynak teminine yönelik kurumlar değil, bankalar da kabuk değiştirerek, şirketler kesimine verilebilecek, hem TL bazlı hem döviz bazlı kredilerin miktarında önemli ölçüde artışlar yaşanmıştır.

Bu süreç çok benzer şekilde dünyanın pek çok ülkesinde yaşanmıştır. 1990'lı yıllarda dünyadaki doğrudan yatırımlar %300 artarak, gelişmekte olan ülkelerin toplam milli hasıllarının %1'inden %4'üne çıkmıştır. Ama esas önemli artış portföy yatırımlarında olmuştur. Portföy yatırımları, hemen hemen sıfır düzeyinden, on yıl içinde gelişmekte olan ülkelerin toplam milli hasıllarının %40'ına çıkmıştır. Doğrudan

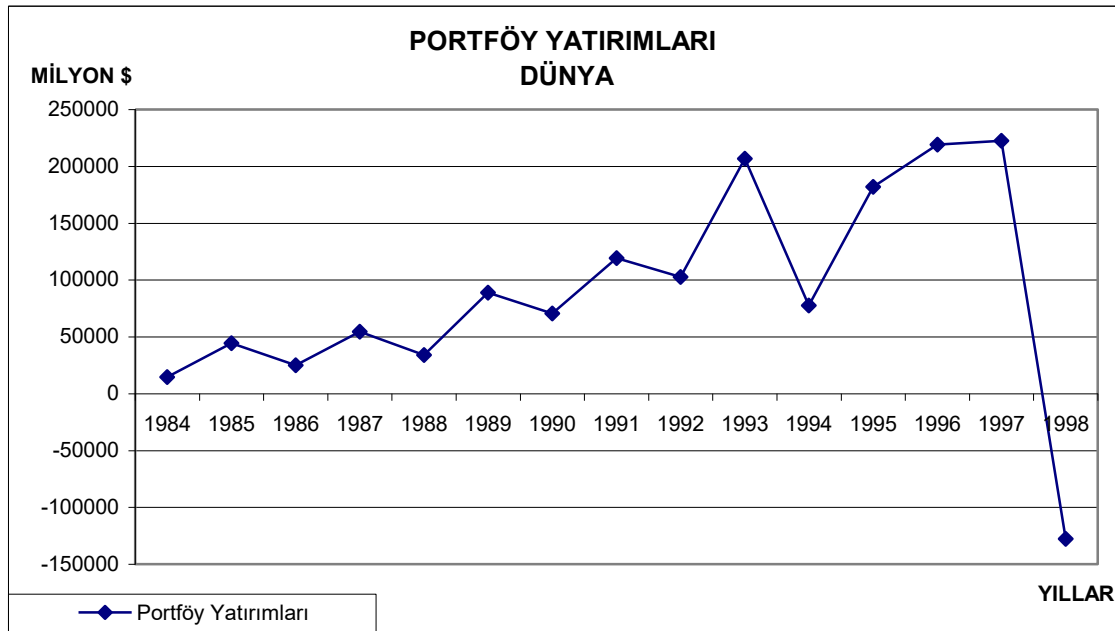
<sup>10</sup> DURUSOY, a.g.e, [http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm\(22/03/2003\)](http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm(22/03/2003))

<sup>11</sup> Kemalettin ÇONKAR, H. Ali ATA, "**Kriz Ortamında Bankacılıkta Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Stratejisi Olarak Türev Ürünler ve Türkiye Uygulaması**", (Balıkesir üniversitesi Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, V. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, 8-11 Kasım 2001, Bandırma), s.3.

<sup>12</sup> Gülnur MURADOĞLU, "**Globalizasyon, Dünya ile Bütünleşme ve Kriz: Finansal Liberalizasyon ile Nasıl Başa Çıkılır?**", (Active Dergisi, No:23, Mart-Nisan 2002), s.1.  
[http://www.makalem.com/Browse/SourceNumber.asp?nSourceNo=4&nSOURCE\\_id=1&sSourceText=Active%20Dergisi](http://www.makalem.com/Browse/SourceNumber.asp?nSourceNo=4&nSOURCE_id=1&sSourceText=Active%20Dergisi) (01/09/2004)

yatırımlar GSMH'ların %4'ü düzeyine çıkarken, portföy yatırımlarının %40'ına çıkması çok önemli bir gelişmedir.<sup>13</sup>

Şekil 1'de dünyadaki portföy yatırımlarının 1984-1998 yılları arasında izlediği eğilim açıkça görülmektedir. Dünya ölçeğinde portföy yatırımlarına bakıldığı zaman 1994 ve 1997 yıllarında sert hareketlerin meydana geldiği rahatlıkla görülebilmektedir.



**Şekil 1. Dünyadaki Toplam Portföy Yatırımları (1984-1998)**

Kaynak:Dünya Bankası, World Development Indicators Online 2004 verilerinden derlenmiştir.

1997 yılı hatırlanacağı gibi Asya krizinin yaşandığı yıl olarak karşımıza çıkmaktadır.1984-1998 döneminde portföy yatırımları iki önemli zirvesini, 1993 yılında 207 milyar dolar ve 1997 yılında 223 milyar dolar olarak gerçekleştirmiştir. 1998 yılında dünya portföy yatırımı işlem hacminde 127.8 milyar dolarlık bir azalma meydana gelmiştir.

Büyük ölçüde az gelişmiş ülkelerin kriz deneyimleri ile pekişen finansal sermaye hareketlerinin ev sahibi ülke üzerindeki etkileri aşağıdaki gibi ifade edilebilir<sup>14</sup>.

- Ülkeye gelen yabancı sermaye yatırımları öncelikle döviz birikimi

<sup>13</sup> MURADOĞLU, a.g.e.,s.1.

<sup>14</sup> Ferit KULA,"Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler"( C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 2, 2003),s.144.  
[http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf\(09.02.2005\)](http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf(09.02.2005))



sağlamaktadır.

- Döviz birikiminin ortaya çıkardığı ithalata ve para arzındaki artışa bağlı olarak tüketim ve yatırım harcamaları artmakta ve ulusal tasarruflar azalmaktadır. Tüketim ve yatırım harcamalarındaki artış yurt içi hasılayı arttırmaktadır.
- Ülkeye gelen sermaye akımlarının hızının yavaşlaması veya durması ve ithalattaki artışa bağlı olarak ülke büyük bir cari işlemler bilançosu açığı ile karşı karşıya kalmaktadır.

Finansal liberalleşme süreciyle başlayan sermaye hareketleri ülkelerin hepsinde olmasa da çoğunda, yukarıda özetlediğimiz etkiler sonucu genellikle büyük bir finansal kriz ile son bulmaktadır.

Dünya döviz piyasalarındaki bir günlük işlem hacminin 1.2 trilyon dolar olduğu tahmin edilmektedir. 1970'lerde bu rakam sadece 18 milyar dolardı. Bu demektir ki, döviz piyasalarındaki günlük işlem hacminde son 30 yılda yaklaşık 67 katlık bir artış meydana gelmiştir. Bu miktara, spot, forward, para swapları, opsiyonlar ve dövizle ilgili menkul kıymet değişimleri de dahil edildiğinde mali piyasalardaki günlük işlem hacmi 1.286 trilyon dolar, yıllık ise (240 gün hesabı ile) 308.6 trilyon dolara ulaşmaktadır. 2001 yılı itibariyle dünya toplam döviz rezervi miktarı ise yaklaşık 1.9 trilyon dolardır<sup>15</sup>.

Türkiye'de Şubat 2005 sonu itibariyle bulunan sıcak para ise 48.7 milyar dolardır.<sup>16</sup> Bu kadar büyük para hareketlerinin özellikle gelişmekte olan ekonomilerde sorunlar yaratması kaçınılmazdır. Küresel krizler olarak adlandırılan 1990'lı yıllardan sonra yaşanan krizlerde sıcak paranın etkileri görülmektedir. Krizlerin çıkmasında farklı nedenler olsa dahi, krizlerin ilerleyen aşamalarında ülke dışına aniden çıkmak isteyen sıcak paranın krizin etkisini daha da derinleştirdiği bir gerçektir.

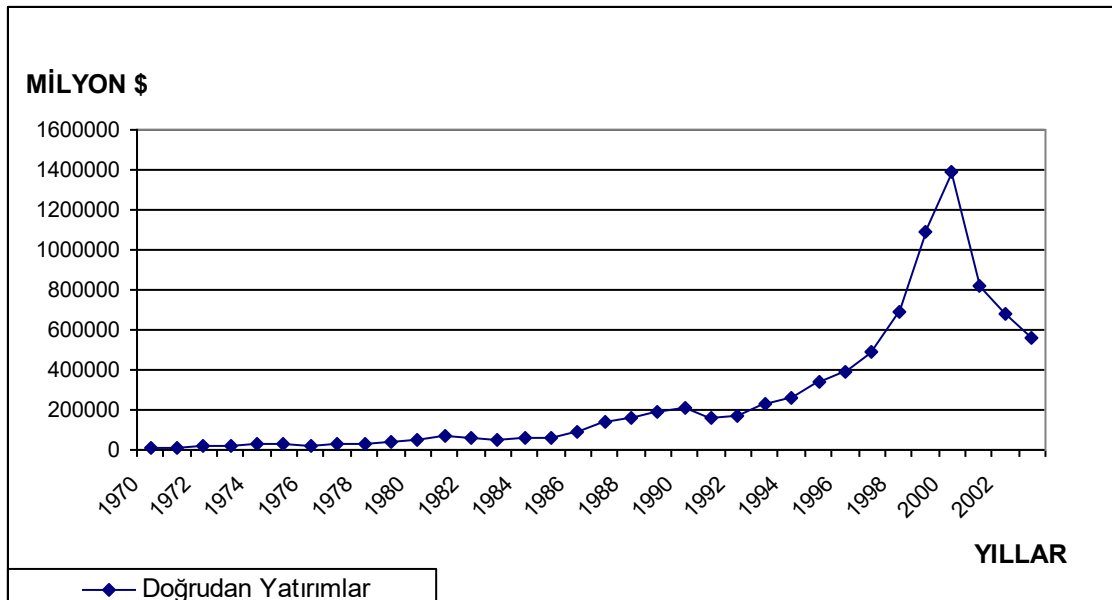
Dünyada dolaşan para yalnızca portföy yatırımı şeklinde olmamaktadır. Portföy yatırımlarının yanında ülke ekonomisine kalıcı yatırımlar yapmak amacıyla uzun vadeli gelen doğrudan yatırımlar da olmaktadır. Doğrudan yatırımlar sermaye birikimi zayıf

<sup>15</sup> Muhammet AKDİŞ, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler Ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi", <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm> (18.7.2005)

<sup>16</sup> <http://www.sabah.com.tr/2005/05/02/yaz1350-30-125.html>(18.07.2005)

olan ekonomilerde yeni yatırımların yapılması, istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmanın sağlanması amaçlarına hizmet eden önemli bir kaynak olarak görülmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ile portföy yatırımları arasındaki en belirgin fark; mülkiyet ve yönetim konusunda ortaya çıkmaktadır. DYY’ da yatırımın mülkiyeti, yatırımcıya yönetim üzerinde etkin bir söz hakkı sağlarken, portföy yatırımlarında yönetimde etkinlik şartı aranmaz. Bir diğer fark, doğrudan yabancı yatırımda yatırımcı, sermayenin yanı sıra, üretim teknolojisini ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirir. Portföy yatırımlarında ise yatırımcı sermayesinin dışında başka bir katkıda bulunmaz. Üçüncü farklılık yatırımın ana para ve gelirlerinin geri ödenmesinde ortaya çıkmaktadır. Portföy yatırımlarında gelir ve geri ödeme koşulları önceden belirli iken; doğrudan yabancı yatırımlarda bunlar işletmenin kazanç durumuna bağlıdır. Dördüncü bir fark da yatırımcıların kimlikleriyle ilgilidir<sup>17</sup>.



Şekil 2. Dünyadaki Toplam Doğrudan Yatırımlar (1970-2003)

Kaynak:UNCTAD verilerinden derlenmiştir.

<sup>17</sup> Recep KÖK, Ertuğrul DELİKTAŞ, Mehmet KARAÇUKA “Türkiye Cumhuriyetinin Yüzcüncü Yılına Hazırlanırken: Temel Dönüşümleri Açıklayan Analitik Yaklaşımlar Ve Küreselleşmeden Beklentiler” (İktisat Fakültesi, Yayın No:04/01, Mart 2004),s.6.  
<http://www.iibf.deu.edu.tr/files/tartismabilidirisi04-01.pdf>,(09.02.05)

Şekil 2’de Dünyadaki doğrudan yatırımların 1970 – 2003 yılları arasındaki eğilimi verilmiştir. Dünyada doğrudan yatırımlar, 1970 yılında 13 milyar dolar, 1980 yılında 43 milyar dolar, 1990 yılında 208 milyar dolar, 1995 yılında 335 milyar dolar ve 2000 yılında ise 1970 yılından bu yana ulaştığı en yüksek seviye olan 1.387 milyar dolara ulaşmıştır. 2003 yılında gerçekleşen doğrudan yatırım miktarı 559 milyar dolardır. Şekil 2’den görüldüğü gibi doğrudan yatırımlar 2000 yılına kadar istikrarlı bir yükseliş eğilimi gösterdiği halde, bu yıldan sonra ise düşüşe geçmiştir.

### III. KRİZ TÜRLERİ

Finansal krizler kendi içlerinde farklılaşırlar. Bu farklılaşma finansal krizin kaynağına göre değişiklik gösterir. Krizleri iyi analiz edebilmek ve çözebilmek için meydana gelen krizlerin kaynağını iyi anlamak gerekmektedir. Bu şekilde finansal krizleri sınıflandırmak istersek karşımıza çıkan kriz türleri şunlardır

#### A) PARA KRİZİ

Bir paraya yönelik spekülasyon ataklarının kısa süre içinde paranın değerini düşürmesi ya da bir ülkenin, parasının değerini döviz rezervlerinde büyük kayıplar ya da faiz oranlarında hızlı bir yükselişle savunmak zorunda kalması durumunda para krizi ortaya çıkmaktadır<sup>18</sup>. Para krizi meydana geldiği zaman ülkelerde genellikle ilk gözlemlenen döviz kurlarının aşırı yükselmesi, bu artışı engelleyebilmek adına ekonomi yönetiminin faizleri yerel parayı tekrar cazip kılacak seviyeye kadar yükseltmeleridir. Özellikle gelişmekte olan ekonomilerde sıcak para hareketleri bu krizin etkisini artıran bir nedendir.

Sabit kur sisteminde yurtiçi enflasyon oranının göreceli olarak dış dünyadan yüksek olması durumunda yerli paranın aşırı değerlenmesi söz konusu olacaktır. Hatalı iktisat politikalarının yanı sıra dışsal şokların (hammadde fiyatlarında düşmeler) ya da dünya ekonomisinde önemli rol oynayan ülkelerin ekonomilerindeki gelişmeler (Japonya’da resesyon, ABD’de faiz yükselişleri) de para krizlerinin ateşleyicisi olabilir. Cari işlemler bilançosu açıkları, ödemeler bilançosu açıklarına neden olarak döviz

<sup>18</sup> Gülten DEMİR, “Asya Krizi ve IMF”, (DER Yayınları , Yayın No:268,İSTANBUL,1999), s.65.

kurunun yeniden ayarlanmasını gerektirebilir. Kurun yeniden ayarlanacağı yönündeki beklentiler paradan kaçıışı başlatarak sonuçta devalüasyona neden olur.<sup>19</sup>

Para krizlerindeki mantık, herhangi bir mala yönelik spekülasyon ataklara da benzemektedir. Spekülatörler rezervlerin doğal yolla tükenmesini bekledikleri varsayımı altında, o zamana kadar fiyatı sabit kalan döviz kurunun yükselmeye başlayacağını bilmektedirler, bu da yerli para birimini elde tutmaktansa, fiyatı yükselecek olan dövizde elde tutmayı daha cazip hale getirmektedir. Fakat böyle bir durumda ileriye görebilen spekülatörler döviz rezervleri tamamen tükenmeden, hemen önce yerli para birimini satıp dövizde geçeceklerdir, bu hareket ise rezervlerin tükenmesini daha da hızlandıracaktır. Rezervler kritik bir düzeye gerilediğinde, (bu düzey belki bir kaç yılın ödemeler dengesi açıklarını kapatmaya yetecek bir miktar olarak kabul edilebilir) bu miktardaki rezervi çok kısa sürede tüketecek ve sabit kurun kaldırılmasına yol açabilecek bir spekülasyon atak gelecektir.<sup>20</sup> Spekülasyon ataklar özellikle sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde yaşanan krizlerde hep karşımıza çıkmaktadır. Son yıllarda Avrupa Döviz Kuru Mekanizması krizi ve izleyen krizlerin hepsinde yerel paralara karşı spekülasyon amaçlı ataklar neticesinde yüksek oranlı devalüasyonlar yapılmış ve finansal krizler meydana gelmiştir.

## B) BANKACILIK KRİZİ

Bir ülkede bankacılık sistemi ve finansal sistem birlikte ekonomide fon arz edenlerle fon talep edenler arasında bir köprü kurma işlevini görür. Bunun yanında bankacılık ve finansal sistem ekonomide reel hareketlerin sağlıklı işlemesine, likidite sıkıntısı çekmemesine yardımcı olur. Eğer başta merkez bankası olmak üzere bankacılık kesimi bu görevini yerine getiremezse ve diğer finansal piyasalar sağlıklı işlemezse asli görevleri yerine sığ, fakat büyük boyutlu tali işlemlerle uğraşmaya başlarsa belirli bir süre sonra bankacılık ve finansal sistem kriz içersine girecektir.<sup>21</sup>

Bankacılık krizinin başlangıcı, bankalardan büyük oranda mevduat çekilmesiyle belirginleşirse, banka mevduatlarında hızlı azalma bankacılık krizini nitelemek için

<sup>19</sup> DEMİR,a.g.e., s.66.

<sup>20</sup> "Para Krizleri" <http://www.foreigntrade.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm> (6.10.2004)

<sup>21</sup> Ömer EROĞLU, Mesut ALBENİ, "Küreselleşme ,Ekonomik Krizler ve Türkiye", (Bilim Kitabevi Yayınları,Isparta),s.98.

kullanılabilir. Bununla birlikte eğer bankacılık kesiminin sorunları bankaların varlık kalitesinde kötüleşmeden, örneğin gayrimenkul fiyatlarındaki düşmeden veya finans dışı kesimdeki iflaslardan kaynaklanıyorsa bu durumda varlık fiyatlarında ani ve önemli değişimler veya iflas eden şirket sayısındaki önemli artışlar bankacılık krizinin başlangıcı olarak değerlendirilebilir <sup>22</sup>.Bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyip ertelemeye zorlayan banka başarısızlıkları ve banka iflasları durumunda mevduatların kendilerine ödenmeyeceği algı ve korkusu nedeniyle mudilerin bir yada daha fazla bankadan kaçışları durumunda, hükümetlerin bu durumu önlemek için kurtarma ve kamulaştırma operasyonlarıyla müdahale ettiği durumlar da bankacılık krizi olarak ifade edilir.<sup>23</sup>

Bankacılık krizlerinde eğer mudilerde paraların geri ödenmeyeceği endişesi doğarsa, paralarının en azından ana parasını kurtarma güdüsüyle hareket ettiklerinde hiçbir banka bu hareketin karşısında duramayacaktır. Mevduat sigorta sistemi, işte bu noktada mudilere güven sağlamak ve bankaları bu tür hareketlere karşı korumak amacıyla uygulanan bir yöntemdir. Ancak uygulamada mevduat sigorta sistemi mali yapısı bozuk bankalar lehine bir haksız rekabet unsuru olarak kullanılmıştır. Bu şekilde bankacılık kesimindeki sorunlar (batık krediler, karşılıksız alacaklar) çok daha büyük boyulara ulaşmıştır. 2001 krizinde etkinin büyük olmasının ana nedenlerinden biri de bankacılık kesimindeki yanlış uygulamalardır.

### C ) BALONCUKLARIN SÖNMESİ (AŞIRI DEĞERLENMİŞ VARLIKLAR)

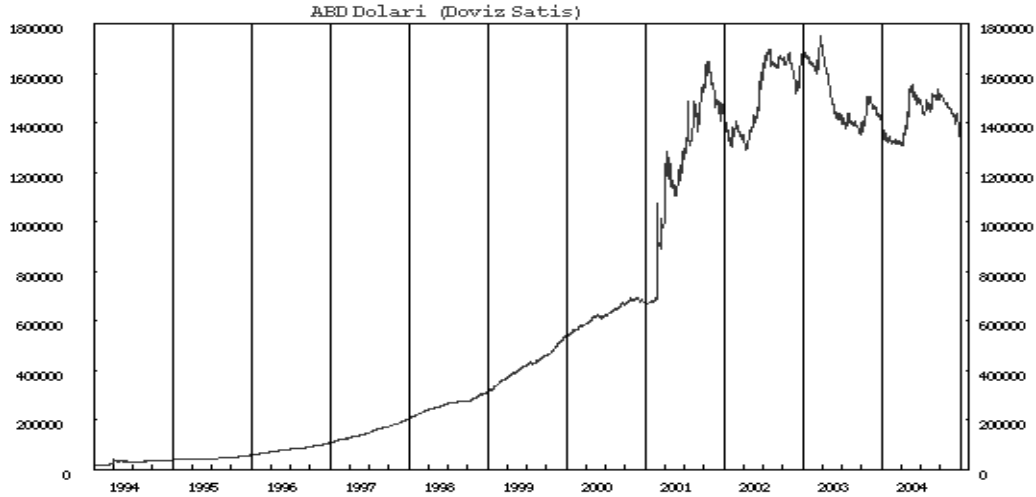
Blanchard ve Watson' a göre yatırımcılar bir finansal varlığı sermaye kazancı beklentisi ile varlığın temel değerinin üzerinde bir fiyattan satın aldıkları zaman baloncuk oluşur. Her dönemde baloncuklar büyür ve bir süre sonra pozitif olasılıkla patlar. Baloncukun sönmeyeceği beklenmeyen, fakat önceden de tamamen tahmin edilemeyen bir olgu değildir. Çünkü piyasa katılımcıları bu baloncukun farkındadırlar<sup>24</sup>. Özellikle 2001 Şubat krizinden sonra döviz kurlarındaki değerlenmenin bir köpük olduğu ve kısa zaman sonra döviz kurlarının asıl olması

<sup>22</sup> Mustafa ÖZER, “**Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar**”, (T.C. Anadolu Üniversitesi, Yayın No:1096, Eskişehir 1999), s.33.

<sup>23</sup> Yay, Yay ve Yılmaz, **a.g.e.**, s,21

<sup>24</sup> Oliver J.Blanchard, Mark W Watson, “Bubbles, Rational Expectation and Financial Markets”, NBER Working Paper No:945, <http://papers.nber.org/papers/w0945.pdf> (12.04.2005)

gereken noktalarda dengeye geleceği, o zamanki ekonomi yönetimi tarafından defalarca dile getirilmiştir.



**Şekli 3. Amerikan Dolarının Türk Lirası Karşısında Değeri (1994- 2004)**

Kaynak: T.C.M.B (<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>)/(23.08.2004) verilerinden derlenmiştir.

Şekil 3’ de görüleceği gibi ABD doları 19 Şubat 2001’ de TCMB verilerine göre 683.000.-T.L’ sından başladığı hareketini 1.800.000 seviyelerine kadar taşımış daha sonra bu aşırı değerlenmenin yani köpüğün sönmesiyle 1.250.000.-TL’ li seviyelere düşmüştür. Haziran 2005 tarihi itibariyle de 1.3500 YTL. – 1.3600 YTL arasında yerleşmiş gözükmektedir. Bu dönem itibariyle oluşan fiyatlar ihracat yapan kesimi rahatsız etse de, özellikle ekonomi yönetimi tarafından bu fiyatlar uygulanan ekonomik program çerçevesinde tercih edilmektedir. Türkiye’de şimdiye kadar yaşanan deneyimler, yavaş değerlenen kur ve dolayısıyla değerli Türk lirasının Türkiye için sorun olduğu ve krizleri çıkaran faktörlerden biri olduğunu göstermektedir.

#### D) AHLÂKİ TEHLİKE KRİZİ

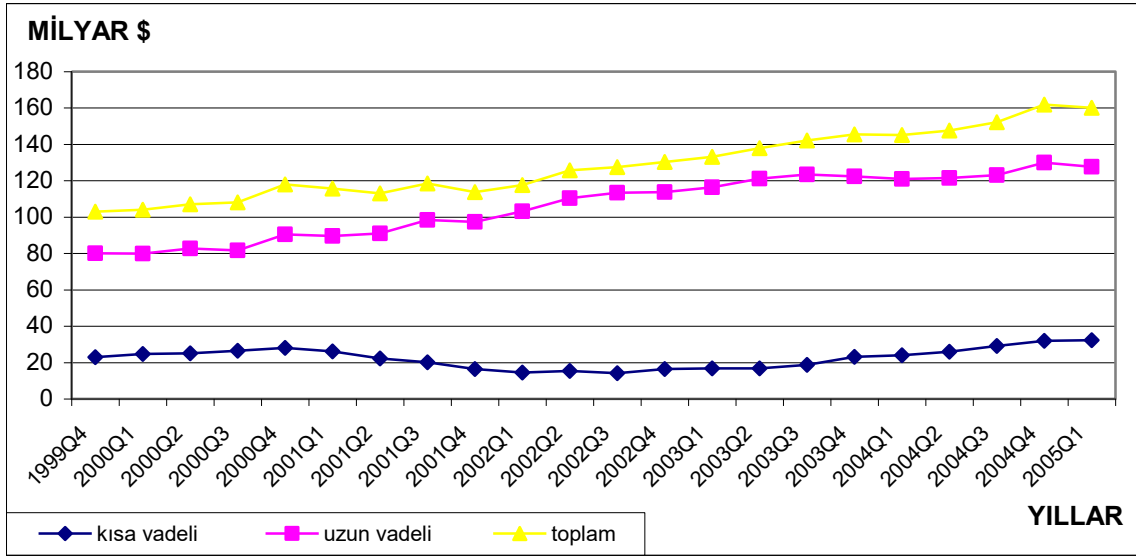
Bankalar açık veya kapalı bir biçimde banka borçlarının devlet tarafından garanti edilmesi durumunda, koşulları ne olursa olsun borç para alabilecekleri için ahlâki tehlike krizi oluşur<sup>25</sup>. Eğer bankalar Türkiye’de 1994 ve 2001 krizi öncesinde ya

<sup>25</sup> Özer, a.g.e., s.37.

da Asya krizinde olduğu gibi yeterli olarak denetlenemezse, yani bankaların faaliyetleri ve sorumluluklarını açıkça belirleyen yasal düzenlemeler yapılmaz ise, aldıkları borç paraları yüksek getiri amacıyla riski yüksek yatırımlara yönlendirebilirler. Örneğin ülkemizde mevduat garanti fonunun varlığı ve devletin yeterli bir biçimde bankaları denetim altına almaması nedenleriyle birçok bankada ahlaki tehlike sorununun yaşandığını söylemek mümkündür. 5 temmuz 2004 itibariyle ülkemizde mevduat garantisi 50 milyar TL' sı ile sınırlandırılmıştır. Bununla beraber bu sistemin tam olarak uygulandığı dönemlerde Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu'na alınan bankaların çoğu bu sistemi bir haksız rekabet unsuru olarak kullanmışlar ve mudilerine karşı yapamayacakları taahhütler altına girmişlerdir. Bunun neticesinde ise Türkiye ekonomisi büyük bedeller ödemek zorunda kalmıştır. Bankacılık kesiminden kaynaklanan kaybın en iyimser tahminle 20 milyar dolar en kötümser tahminle 100 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir.

#### E ) DIŞ BORÇ KRİZİ

Bir ülkenin ister kamu ister özel kesime ait olsun dış borçlarını ödemede zorlukla karşılaşması ve hatta ödeyememesi durumudur. Özellikle kamunun mevcut borcunu çevirememesi ya da ödemede bazı zorluklara düşmesi ülkenin kredibilitesini azaltarak daha sonraki zamanlarda borçlanırken yükselen risk primi nedeniyle daha yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kalmasına neden olacaktır. Dış piyasalarda oluşan ve Türkiye'nin borçlarını ödeme konusunda zorlanacağı düşüncesi Türkiye'nin 2005 sonrası kendi başına hareket etme düşüncesini engellemiştir. 2005 sonrası IMF ile devam edilmesi kararının verilmesinde, ortaya çıkan bu şüphelerin giderilmesi düşüncesi yer almaktadır. IMF ile devam kararı piyasalarda olumlu algılanmış, artık borçların çevrilmesinde herhangi bir şüphe kalmadığı gerek yerli gerekse yabancı uzmanlar tarafından dile getirilmiştir. Bu dönemde gelen kredi notu artışının en önemli sebeplerinden biri yapılan bu anlaşmadır.



**Şekil 4. Türkiye'nin Kısa-Uzun Vadeli ve Toplam Dış Borçları (1999- 2004)**

Kaynak:<http://www.hazine.gov.tr/stat/e-gosterge.htm#kamumaliyesi>(29.07.2005) verilerinden derlenmiştir.

Türkiye'nin 1999 yılının son çeyreğinden 2004 yılının ilk çeyreğine kadar kısa-orta ve uzun vadeli borçları ile toplam dış borç stoğu şekil 4'de gösterilmektedir. Şekilde net olarak görüldüğü üzere Türkiye'nin orta-uzun vadeli borçlarında 1999-2004 yılları arasında bir artış görülmekte, bununla beraber kısa vadeli dış borçlarında aynı dönemde çok fazla bir değişiklik görülmemektedir.

Artan dış borçlar doğal olarak borcun geri ödenmesi konusunda borç veren kurumları endişeye sevk etmekte ve bu nedenle daha fazla garanti talep etmektedirler. Bu noktada IMF garantisi gerekli ve zorunlu bir hal almaktadır.

#### **IV. DÜNYA'DA 1990 YILINDAN SONRA YAŞANAN BAŞLICA FİNANSAL KRİZLER**

1990'lı yıllar finansal krizlerin sıkça yaşandığı yıllar olmuştur. Bu krizler dikkatli incelendiğinde birbirini takip eden yapıları ve aslında birbirini tetikleyen özellikleri rahatlıkla görülebilecektir.



Özellikle Meksika, Kore, Tayland, Endonezya, Rusya Brezilya ve Türkiye'deki finansal krizlerin hemen hepsinde krizlere neden olan ortak faktörler şöyle sıralanmaktadır<sup>26</sup>.

- Sabit veya bir paraya bağlı kur rejimi,
- Bankacılık sektörünün zayıflığı,
- Cari işlemler açığı,
- Kamu sektörünün kısa vadeli borç yükü,
- Kamunun finansman açığı,
- Yüksek miktartlı portföy yatırımı ve kriz dönemlerinde ülkeden sermaye kaçıışı,
- Politik belirsizlikler,
- Benzer ülkelerde meydana çıkan finansal krizlerden etkilenme...

Yukarıda saydığımız bu maddeler, finansal krize girmiş ülkelerde krizin neden kaynaklandığı, krizin ortaya çıkmasında hangi faktörlerin rol oynadığını görmek açısından önemlidir. Özellikle 1990 yılından sonra ortaya çıkan krizlerin oluşumları incelendiğinde bu basitleştirilmiş nedenlerin etkisi daha net görülecektir.

#### A) AVRUPA DÖVİZ KURU MEKANİZMASI (ERM) KRİZİ (1992-1993)

Avrupa Para Sistemi, temeli döviz kuru mekanizması olan bir parasal istikrar çerçevesini oluşturmak için 1979 yılında hayata geçirilmiştir. Üye ülkeler arasında enflasyon oranlarını yakınlaştırmak amacını taşımaktaydı. 1988'de 7 üye ülke paralarını ayarlanabilir sabit kur sistemiyle Alman Markına (DM) bağlamışlardır. Her üye ülkenin dalgalanma marjı +/-2.5 olarak belirlenmiştir. Sisteme üye ülkeler, Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Danimarka, Lüksemburg ve İtalya arasında döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon oranları farklılıkları hızla azalmıştır. Sisteme 1989'da İspanya, 1990'da İngiltere ve 1992'de Portekiz +/- %6 marjıyla dahil olmuşlar, döviz kuru istikrarının süreceğine olan inanç bu ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarını

<sup>26</sup> Gazi ERÇEL, "Finansal Krizler I- Nedenleri", (Dünya Gazetesi, 8 Mayıs 2002), [http://www.dunyagazetesi.com.tr/news\\_display\\_prn.asp](http://www.dunyagazetesi.com.tr/news_display_prn.asp), (02.02.2005)

hızlandırmıştı. Özellikle sisteme sonradan giren ve 1987'den beri yüksek büyüme oranları ve nispeten yüksek enflasyonlu olan ülkelerde (İngiltere,İspanya ve İtalya), sıkı para politikaları faiz oranlarını diğer ERM ülkelerinden farklı kılıyordu. Bu yüksek faiz oranları da yabancı sermayeyi cezbediyordu. Bu ülkelerdeki faiz oranları Almanya'dan yüksek olduğu için, Almanya'dan borçlanıp bu ülkelere yatırım yapmak kârlı oluyordu. Bu yolla akan sermayenin 300 Milyar \$ olduğu tahmin edilmektedir. Yaşanan bu sermaye akımı adı geçen ülkelerin paralarını aşırı değerli hale getirip cari dengelerini bozmuştur.<sup>27</sup>

Almanya'nın 1990 Ekiminde Doğu Almanya ile birleşmesinden sonra politikalarında değişiklikler başlamıştır. Doğu Almanya'ya yapılan transfer harcamaları nedeniyle bütçe açıkları hızla artarken bir yandan da sıkı para politikaları sürdürülmeye çalışılmaktaydı. Bu dönemde Almanya'da hem büyüme artmış , hem enflasyon hem de faiz oranları yükselmiştir. Alman markı özellikle dolara karşı değer kazanmıştır. Cari açıklar artmıştır. Her ne kadar DM diğer ERM paralarına karşı nominal olarak değer kazanmasa da Almanya'daki enflasyonun yüksek olması nedeniyle DM reel olarak değer kazanmıştır. Bu durumda diğer ülkeler, devalüasyon yaparak ve ya daha deflasyonist politikalara yönelerek tepki göstermeleri gerekirken enflasyonun ve işsizliğin artması korkusuyla bu politikalara yönelmeyip kuru tutmaya çalışıyorlardı. Bu durumda ülkelerin birbirleri arasında para politikalarının hedefleri açısından çelişkiler olduğu ortaya çıkmaya başlamıştı.

Avrupa Birliğinin parasal birlik konusunu kararlaştırdığı Maastricht Anlaşmasına 1992 Haziran ayında Danimarka'lılar red oyu vermişlerdir. Bu durum ERM içinde döviz kurları üzerindeki baskıların artması sonucunu doğurmuştur. Bu gelişme sonrasında ilk olarak, İtalya'nın bütçe açıklarının, Liret'in desteklenmesine yol açacağı düşüncesi ile Liret üzerinde spekülasyon işlemleri gerçekleştirilmiştir. Finlandiya ve İsveç üzerinde denenen spekülasyon ataklarının sonuç vermesi ve İtalyan Liret'inin baskılara dayanamayarak %7 oranında devalüe edilmesi, bu defa spekülasyoncuların dikkatlerini İngiliz Sterlini'ne çevirmiştir.<sup>28</sup>

<sup>27</sup> Yay,Gürkan Yay,Yılmaz, a.g.e.,s.31.

<sup>28</sup> Muhammet AKDİŞ, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler”, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/Ekim2002/akdis.htm>, (11.09.2004)

Para sihirbazı olarak anılan George Soros'un krizin tetiğini çekmede oynadığı rol tartışılmamaktadır. Soros daha işin başında sterlindeki devalüasyon ihtimalini fark etmiş, kısa dönemli krediler şeklinde yaklaşık 15 milyar dolarlık kısa pozisyon almıştır. İngiliz Sterlini'ne yönelik ataklar sonucu 16 Eylül 1992'de Bank of England'ın yoğun müdahalelerine rağmen İngiltere'de faiz oranları bir günde %5 oranında yükselmiştir<sup>29</sup>. Soros, bu operasyonu ile 1 milyar dolar civarında bir kazanç elde ettiğini ifade etmektedir.<sup>30</sup>

1992 sonbaharındaki dev boyutlu sermaye akışı İngiltere, İtalya ve İspanya'nın Avrupa Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizmasının dışına çıkmasına neden olmuştur (bir başka deyişle sistemin içinde olmalarına rağmen mekanizmanın öngördüğü dalgalanma bantlarının dışına çıkmışlardır). 1993 yazında ise, ikinci bir dalga, Fransız Frangı'nın öngörülen değişim bandında kalmasını sağlamak amacıyla döviz kuru bandının genişletilmesi yönünde bir kararın alınmasına yol açmıştır. Takip eden yıllarda olayların gelişimi piyasalarda şaşkınlık yaratabilecek şekilde olmuştur; Fransa kısmen zayıflamış olan Frangı kullanmayı reddetmiş ve Alman Markı karşısındaki dar dalgalanma bandına dönmüş, bu sırada ERM'den çıkışın ardından yükselişe geçen İngiltere ekonomisi Sterlini ERM'den çıktığı düzeylere geri getirmiştir<sup>31</sup>. Aslında ERM krizi spekülative saldırılara iyi bir örnek olarak gösterilmektedir. Aynı zamanda bu tarz spekülative ataklarda Merkez Bankasının yeterli bir rezerve sahip olması ve müdahale etmesinin de bazı durumlarda sonucu değiştirmeyeceğine iyi bir örnektir.

## B ) MEKSİKA KRİZİ (1994-1995)

Meksika 1980'lerin ilk yarısı yaşadığı dış borç krizinden sonra, Brady planı çerçevesinde, diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi, 1980'lerin ortalarından itibaren çok sayıda yapısal , ekonomik ve finansal reformlar yapmış, Salinas iktidarı döneminde dışa açılma, özelleştirme gibi reformları hızlandırmış; GATT'a katılıp OECD'nin üyesi olmuş; Kanada ve ABD ile Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını şekillendirmişti. Bu olumlu deneyimler, Meksika'yı hem uluslararası

<sup>29</sup> <http://www.dtm.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm>, "Para Krizleri" (22.08.2004)

<sup>30</sup> Muhammet AKDİŞ, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler Ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılacak Araçlar: Tobin Vergisi", <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm> (09.08.2004)

<sup>31</sup> <http://www.dtm.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm>, "Para Krizleri" (22.08.2004)

piyasalara önemli miktar tahvil ihraç eden hem de portföy yatırımlarını en çok çeken ülkelerden biri konumuna getirmiştir.<sup>32</sup>

Meksika’da 1990-1993 arası dönemde özel yabancı sermaye girişi 72.5 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiş ve 1994 yılına girildiğinde kimse bir kriz öngörmemiştir. Aksine 1993 sonunda NAFTA'ya girişin Amerikan Kongresi'nde onaylanması ile birlikte yabancı sermaye ile ilgili beklentiler daha fazla artmıştır.<sup>33</sup>

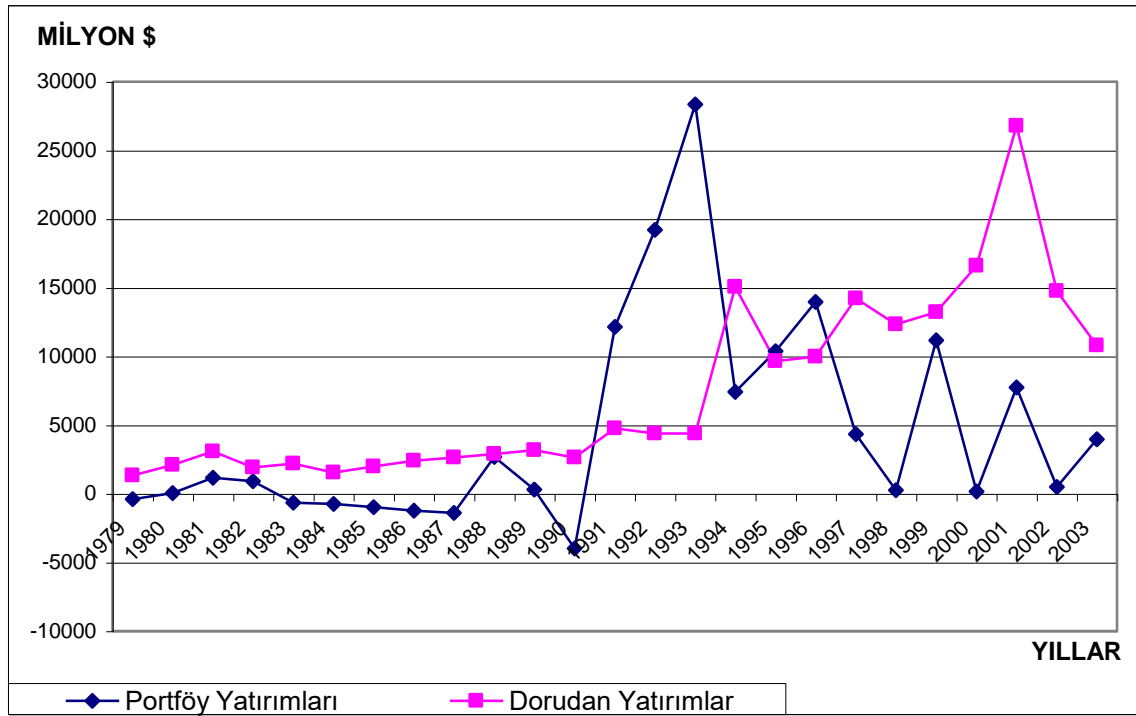
Meksika’da kısa vadeli devlet tahvillerinin sağladığı yüksek getiriler de hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar için oldukça cazip olmuştur. Dolara endekli devlet tahvili, Tesobono ile kısa vadeli devlet tahvili Çete'nin getirileri oldukça yükselmiştir. 1982- 1989 arasında çete'nin getirisi %44.9 ile %95.9, 1990 -1993 arasında ise %14.9 ile %34.8 oranları arasında değişiyordu. Bu yüksek getiri oranlarının etkisiyle Meksika tahvil ve hisse senedi piyasalarına özel sermaye girişinde büyük bir artış yaşanmıştır. Bu yoğun sermaye girişi sonucu olarak borsa endeksi 1990’da %50, 1991’de %124.7, 1993’te %48.3 değer kazanmıştır<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> YAY,Gürkan YAY,YILMAZ,a.g.e.,s.32.

<sup>33</sup> AKDİŞ,a.g.e., s.63.

<sup>34</sup> Oğuz ESEN, “**Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları**”, (Ekonomik Yaklaşım, Gazi Üniversitesi Sayı:30, Sonbahar 1998, Cilt 9),s.64.



**Şekil 5. Meksika'ya Yönelik Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları (1979-2003)**

**Kaynak:**Dünya Bankası, World Development Indicators Online 2004 ve UNCTAD verilerinden derlenmiştir.

Şekil 5 'e bakıldığında, 1990'da Meksika'dan çıkan net portföy yatırımı 3.9 milyar düzeyinde iken bir yıl içinde sermaye hareketlerinin yönünün değiştiği görülmektedir. 1991'da net portföy sermaye girişi 12 milyar dolar, 1992'de 19.6 milyar dolar, 1993'de ise 28 milyar dolar olmuştur. 1994 yılında ise Meksika'ya yönelen portföy yatırımı yalnızca 7.4 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir.

Meksika ekonomisi 1989 –1994 yılları arasında, gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) sabit fiyatlarla yılda ortalama %4 büyümüş ve 1993 yılı sonunda enflasyon oranı yirmi yıldan beri ilk kez %10'un altına inmiştir. Bu istikrarlı büyümede Meksika ekonomisine o güne kadar görmediği kadar çok yabancı sermaye çekmesini sağlamıştır. Ancak hızlı sermaye hareketleri toplam talebin aşırı derecede artmasına, hisse senetlerinin ve gayri menkul fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> Bülent GÜLOĞLU, Ender Altunoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", (İstanbul Üniversitesi S.B.F Dergisi, No:27,Ekim 2002),s.9., <http://www.istanbul.edu.tr/siyasal/Turkce/Dergi/Sayi%2027.htm>(27.10.2004).

Mali küreselleşmenin uluslararası para-sermaye hareketlerine kazandırdığı ivmenin başlangıç yılı olan 1990'da Meksika'da uygulanan döviz kuru ve faiz politikasını destekleyen konvertibilite yasasının çıkmasının ardından, dış ticaret açığı 881 milyon dolara yükselmiştir. Bu açık 1991'de 7.279 milyar dolara, 1992'de 15,934 milyar dolara çıkmış, 1993 'de ise hız keserek 13,481 milyar dolara gerilemiştir. 1994 yılına gelindiğinde ise Meksika'nın dış ticaret açığı yeniden ivme kazanarak 18,465 milyar dolara çıkmıştır. Aynı yıl Meksika'nın cari işlemler açığı ise 28,784 milyar dolar gibi oldukça yüksek bir düzeyde gerçekleşmiştir.<sup>36</sup>

Meksika'da özel sektöre açılan kredilerin hızla artması çıpaya dayalı döviz kuru politikasının devam ettirilmesi, uluslararası faiz oranlarının özellikle A.B.D' deki faiz oranlarının yükselmesi, Meksika ekonomisine olan güveni oldukça sarsmıştır. Bunların yanında, bankalar açtıkları kredilerin kullanım alanlarını kontrol edebilecek bir mekanizmayı da kendi bünyelerinde bulundurmuyorlardı.<sup>37</sup> Gerek politik cinayetler gerekse iç ve dış ekonomide meydana gelen gelişmeler Meksika ekonomisine olan güvenin azalmasına ve sonuçta yabancı yatırımcıların yatırımlarını geri çekmelerine neden olmuştur.

Meksika, 1994 yılında dış bankaların da etkisiyle başkanlık seçimlerinden kısa bir süre sonra Pesoyu devalüe etme kararı almıştır. Üstelik devalüasyon bazı yönlerden ekonomi üzerinde yıkıcı etkilere yol açmıştır. İlk olarak, %15 oranında yapılan devalüasyon yetersiz olarak algılanmış, devalüasyonun arkasında yer alan piyasalar tatmin edilememiş ve hükümetin sabit pariteye endekslenen kredibilitesi de kurban edilmiştir. İkincisi, devalüasyon konusunda işadamlarına danışan hükümet, bu kişilere yurtdışındaki yatırımcılara nazaran ekstra kâr etme imkanı tanımış, böylelikle uygulanan politika hem içte hem dışta huzursuzluk yaratmıştır. Son olarak da, resmi yetkililer krizi izleyen günlerde yabancı yatırımcılarda bir güvensizlik, kendileri hakkında bir yetersizlik duygusu doğmasına neden olmuşlardır.<sup>38</sup>

Belki de bu nedenlerle başlangıçtaki küçük oranlı devalüasyonun ardından Meksika Hükümeti'nin politikalarına karşı güven kaybı oluşmuştur. Meksika Pesosu

<sup>36</sup> Mehmet ŞİŞMAN, "Mali Sermayenin Küreselleşmesi", (Set Yayınları, İSTANBUL, 2003),s.118.

<sup>37</sup> GÜLOĞLU ve diğerleri, a.g.e. s.10.

<sup>38</sup> Mesut ASLANTAŞ, Necmi ODYAKMAZ, "Para Krizleri", (Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirmeler Genel Müdürlüğü)http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Mart98/parakr.htm /20/03/2003

1990 yılı temel alındığında 1992’de %10, 1992’de %16.6 1993’de %21.3 ve 1994 aralık devalüasyonuna kadar %18.2 reel olarak değer kazanmıştır<sup>39</sup>.1994 aralık ayındaki devalüasyonda, Peso, kriz öncesindeki değerine nazaran %50 değer kaybına uğramış, pahalılaştıran ithalat sebebiyle de bir zamanlar tek haneli olan enflasyon rakamı yükselmeye başlamıştır. Pesoyu ve enflasyon oranını istikrara kavuşturabilmek için hükümet yurtiçi faiz oranlarını %80 seviyelerine çıkarmak zorunda kalmıştır. Yüksek faiz oranlarıyla da iç talep gerilemiş, krizi izleyen yıl içerisinde de Gayri Safi Yurtiçi Hasıla %7 oranında azalmıştır.<sup>40</sup>

1990 yılından itibaren devalüasyon kararının alındığı aralık 1994 tarihine kadar ekonomide meydana gelen gelişmeler aslında krizin çok da uzakta olmadığını göstermiştir. Nitekim 1994’de daha sonra “Tekila Krizi” olarak adlandırılacak olan Meksika krizini tetikleyen en önemli ekonomik parametreler olarak, aşırı değerlendirilmiş bir döviz kuru, buna bağlı olarak gelişen dış ticaret açığı ve döviz rezervlerinde azalma gösterilmiştir. Ancak krizi tetikleyen esas sebep olarak, politik iradenin yeterince güçlü olmamasından kaynaklanan ekonomi yönetimindeki boşluk olduğu ifade edilmektedir. 1994 ‘te Cumhurbaşkanlığı seçimlerine hazırlanan Meksika hükümeti aniden gelişen politik skandalların etkisinde kalarak ekonomik olumsuzluklara tepki verememiştir.<sup>41</sup> Meksika krizi incelendiğinde aslında 2001’de Türkiye’de yaşanan krizle bir çok ortak nokta görülmektedir. Aşırı değerlendirilmiş ulusal para, bunu takip eden cari açık ve tüm bunlara ilaveten siyasi belirsizlikten kaynaklanan piyasalardaki güven kaybı iki krizde de karşımıza çıkan ortak noktalar görülmektedir.

Krizin Meksika’daki politik istikrarı tepe taklak edebileceği korkusu, ABD Hükümeti’ni, Meksika’ya, hiç olmazsa güven ortamı tekrar tesis edilene kadar nefes alacak bir boşluk bulabilmesi umuduyla yüklü miktarda uluslararası borç vermeye zorlamıştır. Bu çerçevede IMF(Uluslararası Para Fonu) 17.8 milyar dolar, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) 20 milyar dolar ve G-10 ülkeleri 10 milyar dolarlık bir

<sup>39</sup> ŞİŞMAN,a.g.e.,s.119.

<sup>40</sup> Mesut ASLANTAŞ, Necmi ODYAKMAZ, “Para Krizleri”, (Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirmeler Genel Müdürlüğü)http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Mart98/parakr.htm /20/03/2003

<sup>41</sup> Doğan DERELİ, “Türkiye’de Yaşanan Son Ekonomik Kriz ile 1994 Meksika Krizi Arasındaki Benzerlikler”, http://www.dunyagazetesi.com.tr/news\_display\_prn.asp(Ziyret tarihi: 20.10.2004)

kaynağı Meksika'ya sağlamışlardır. <sup>42</sup>Bu çaba başarıya ulaşmıştır. 1996 yılı boyunca büyüme artmış, Meksika tekrar uluslararası sermaye piyasalarına entegre olabilmış, acil ihtiyacı varken aldığı borçları programa uygun bir şekilde ödeyebilmiştir.<sup>43</sup>

### C) ASYA KRİZİ (1997)

Asya ülkeleri yaşadıkları büyük krize kadar gerçekten inanılmaz bir performans göstererek olağanüstü başarılar imza atmışlardır. 1950'li yıllardan sonra Asya ülkelerinde gerçekleşen büyüme oranları gelişimi benzer durumda olan ekonomileri kısıktırarak boyutlara ulaşmıştır. Örneğin; İngiltere'de sanayi devrimini başlangıç olarak aldığımızda kişi başına gelirin ikiye katlanması 58 yıl almıştır. 1839 yılı başlangıç olarak alındığında ABD ve Japonya'da kişi başına düşen gelirin iki katına çıkması 47 yıl sürmüştür. 1966 yılı başlangıç alındığında aynı başarı Kore'de 11 yıl, 1977 yılı başlangıç alındığında Çin'de 10 yılda gerçekleşmiştir. 1997'de yaşanan Kriz öncesi 30 yıllık dönemde Kore'de kişi başına düşen gelir on kat, Tayland'da beş kat, Malezya'da dört kat artmıştır<sup>44</sup>. Aslında mucizevi olarak adlandırılan bu gelişmelerin altında yatan nedenler daha sonra Asya'da yaşana krizin de nedenleri arasında gösterilecektir. Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde, önemli sayılabilecek makroekonomik dengesizliklerin olmadığı görülmüştür. Gerçi özel sektöre açılan kredilerdeki hızlı artış ve buna paralel olarak özel sektörün bankalara olan borçlarının artması, reel anlamda ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesi ve cari işlemler açığının yükselmesi gibi göstergeler olsa da, bunlar önemli bir krizi önceden kestirmek için yeterli ipuçlarını vermemiştir.<sup>45</sup>

Asya krizi'nin nedenleri incelendiğinde göze çarpan etmenler şunlar olarak karşımıza çıkmaktadır. <sup>46</sup>

- Sabit kur rejimi ve cari açıklar,

<sup>42</sup>IMF Approves, "US \$17.8 Billion Stand-By Credit for Mexico" (Press Release No. 95/10 February 1, 1995 ) <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1995/pr9510.htm>(12.04.2004)

<sup>43</sup> Mesut ASLANTAŞ, Necmi ODYAKMAZ, "Para Krizleri", (Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirmeler Genel Müdürlüğü)<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Mart98/parakr.htm> /20/03/2003

<sup>44</sup> Naci CANPOLAT, "Doğu Asya'da Mucize ve Bunalım"(ASOMEDYA, Şubat 2002),s.41. <http://www.e-aso.org.tr/html/TUR/asomedy/subat2002-ft.html#dosya> (21.08.2005)

<sup>45</sup> GÜLOĞLU ve diğerleri, a.g.e., s.12.

<sup>46</sup> M.Levent HACIİSLAMOĞLU, H.Serkan SİLAHŞÖR, "Güneydoğu Asya Krizinin Nedenleri, Gelişimi Ve Olası Etkileri",(T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi No:17,Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Mayıs 1998),s,44.



- Dış ticaret gelişmeleri,
- Sermaye hareketleri,
- Kısa vadeli dış borçlar,
- Mali sistemdeki dengesizlik ve bankacılık kesiminin krizdeki rolü,
- Komşu Asya ülkelerinin etkileri.

Asya’da yaşanan krizin nedenleri konusunda başlangıçta çeşitli görüşler ortaya çıkmıştır. Bunlardan biri, krize, ABD’li spekülâtör Soros’un para ve sermaye piyasalarında yaptığı spekülâtif operasyonların neden olduğunu öne süren ve özellikle Malezya tarafından ısrarla savunulan görüştür. Ancak bugün krizin ilgili ülkelerdeki mali ve idari sistemlerin yapısal bozukluklarından ve buna bağlı olarak uygulanan yanlış politikalarından kaynaklandığı görüşü ağırlık kazanmış bulunmaktadır. Finans sisteminin denetimden ve şeffaflıktan uzak yapısı ve bu sisteme verilen devlet garantisi, bir taraftan aşırı borçlanmayı, diğer taraftan yanlış kredilendirmeyi adeta teşvik etmiştir. Alınan dış krediler, gayri menkule, borsaya ve verimsiz veya geri dönüşü uzun zaman alacak sınıai yatırımlarına harcanmış, ayrıca, idari sistemin bozukluğundan dolayı rüşvet veya eş-dost kayırmacılığı (corruption, cronyism) gibi nedenlerle dağıtılan kredilerin tahsili mümkün olmamıştır.<sup>47</sup> Krizden etkilenen ülkelerde firmalar, hızla büyümek için sermayelerinin dört-beş katı (bazen on katı) borçlanmışlardır. Bu borçların büyük bir bölümü, kısa vadeli ve dövize dayalı borçlardan oluşmaktaydı. Alınan kısa vadeli kredilerle çoğu kez uzun vadeli yatırımlara girilmiş ve bazı alanlarda aşırı kapasite yaratılmıştır. Asya krizi yüksek kamu borçlarından ziyade özel sektörün büyük yatırımlarını kısa vadeli borçlarla finanse etmeleri ve bankaların dış borçlanma konusunda ısrar etmelerinden kaynaklanmıştır.<sup>48</sup> Diğer taraftan, sabit kur uygulayarak parasını ABD Dolarına bağlayan ülkelerin paraları, ABD Dolarının son zamanlarda değer kazanması nedeniyle aşırı değerlenmiş ve bu durum, söz konusu ülkelerin ihracatında tıkanmaya yol açmıştır. ABD Dolarındaki yükselme aynı zamanda Dolar üzerinden dış kredi alan ülkelerin dış borç yükünü de artırmıştır.

<sup>47</sup>“Güneydoğu Asya Krizinin Değerlendirmesi”, (Hazırlayan Singapur Ticaret Müşavirliği) <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Mart98/gundogu.htm> (19.10.2004)

<sup>48</sup> Ömer EROĞLU, Mesut ALBENİ, “Küreselleşme, Ekonomik Krizler ve Türkiye”, (Bilim Kitabevi yayınları, Isparta), s.110.

1997 mayıs ayına gelindiğinde, Yenin dolar karşısında sürekli olarak değer yitirmesinden endişe duyan Japon hükümeti, ülkede faiz hadlerini yükseltebileceği yönünde piyasalara bir takım mesajlar vermeye başlamıştır. Bu söylentiler sonraki zamanlarda hayata geçmemesine rağmen, portföy sahiplerinin yerel paralardan dolara geçmelerine neden olmuştur<sup>49</sup>. Ülke dışına para kaçışının önemli artış göstermesi nedeniyle, 1997 Temmuz ayında değeri ABD Dolarına bağlanmış ulusal para birimi Tayland Bahtının %40 oranında devalüe edilmesi üzerine başlayan kriz, domino etkisi ile Malezya, Endonezya ve Filipinleri etkilemiş, Malezya ve Endonezya paraları da değer kaybetmiştir. Singapur ve Hong Kong'u da sarsan kriz son olarak özel sektörün aşırı borçlanması da etkisiyle Güney Kore'yi de içine alarak tüm Asya Pasifik ve dolayısıyla dünya ekonomisini tehdit eder boyuta ulaşmıştır.<sup>50</sup>

Kriz öncesinde paralarını mahalli para birimlerine çevirerek yatırım yapan yabancı portföy yatırımcıları krizin meydana çıkmasıyla ellerindeki mali araçları (Hisse senedi, bono, tahvil vs.) hemen dolara çevirerek paralarını yurtdışına çıkartmışlardır. Krizin başlangıcında devalüasyon yapılmadığı için söz konusu para transferinde yabancı yatırımcılar büyük kârlar etmiş, ancak ülkeler hem paralarının değerinde hem de borsalarında bu kaçıştan doğan düşüşler nedeniyle ikili bir zararla karşı karşıya kalmışlardır. Borsa düşüşleri şirketlerin sermayelerinin erimesine yol açmıştır. Esasen yüksek borçları olan şirketler, bunları ödeyemeyince bir süredir geri ödenmeyen alacakları biriken bankacılık sektörü de krize girmiştir.<sup>51</sup> Kriz çıkan ülkelerin ekonomik finansal yapısı incelendiğinde hepsinde benzer hareketin olduğu rahatlıkla görülmektedir. Kriz sinyali alınmaya başladığı anda özellikle kısa vadeli yatırımcılar paralarını hemen ülke ekonomisinden çekme yoluna gitmektedirler . Bu sıcak para sahipleri kâr elde etme güdüsünden ziyade, yatırımın değerini kaybetmemesi mantığıyla hareket etseler de çıktıkları ekonomileri büyük bir likidite ve döviz kuru riskiyle karşı karşıya bırakmaktadırlar.

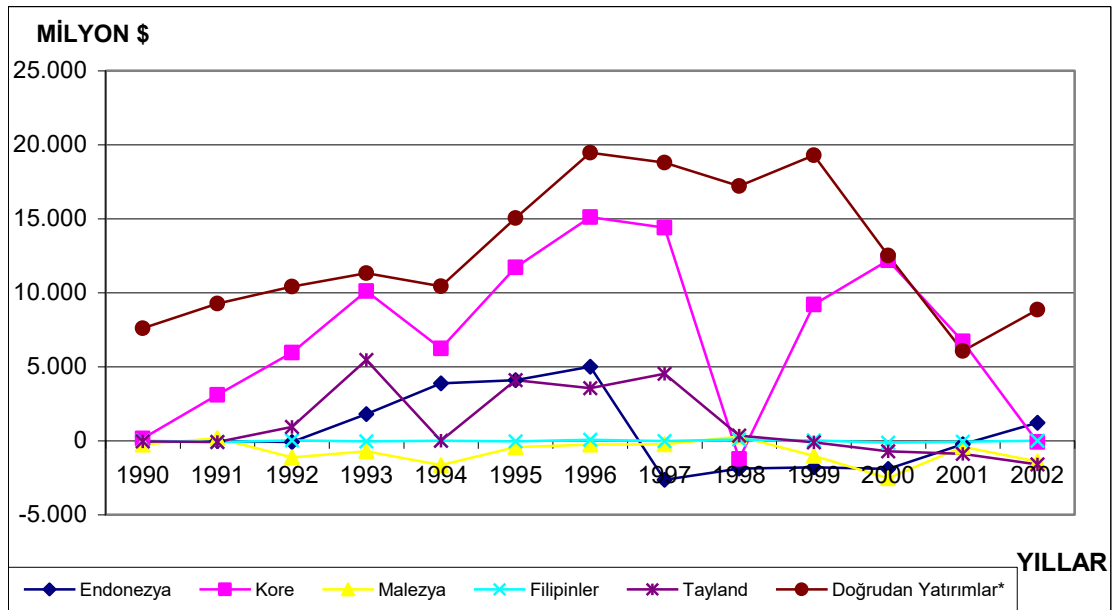
<sup>49</sup> Erol BULUT, “**Tayland Ekonomisi ve Kriz**”, (Ekonomik Yaklaşım, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Üç Aylık Dergi, Sayı:34, Sonbahar 99, Cilt 10),s.62.

<sup>50</sup>“**ASYA KRİZİ**”, (Hazırlayan: Tokyo Ticaret Müşavirliği)  
<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/mart98/asyatok.htm> /25/03/2003.

<sup>51</sup> “**ASYA KRİZİ**”, (Hazırlayan: Tokyo Ticaret Müşavirliği)  
<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/mart98/asyatok.htm> /25/03/2003.

Asya ülkelerine yönelen toplam net özel sermaye akımlarında 1994-1996 döneminde yaklaşık %100'lük bir artış görülmektedir. Sadece net portföy yatırımlarına bakıldığında aynı dönemdeki artışın %150 dolaylarında olduğu anlaşılmaktadır.

Bölgeye açılan krediler ve yabancı sermayenin bölge ülkelerinin gayrisafi yurt içi hasıllarına oranları incelendiğinde de 1996 yılı itibariyle bu oranların %2.5 ile %10 arasında değiştiği görülmektedir. Bu veriler ise Asya ülkelerine yönelen yabancı sermaye akımlarının kriz öncesi dönemde önemli boyutlara ulaştığını ortaya koymaktadır.<sup>52</sup> Şekil 6'da Asya ülkelerine yönelen portföy ve doğrudan yatırımlar verilmektedir.



**Şekil 6. Krizdeki Asya Ülkelerine Yönelik Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları (1990-2002)**

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators Online 2004 ve UNCTAD verilerinden derlenmiştir.

(\*) 5 Asya Ülkesi: Endonezya, Filipinler, Kore, Malezya, Tayland

Şekil 6 incelendiğinde, Asya krizinin çıktığı 1997 yılında, Kore'ye gelen portföy yatırımı 14.3 milyar dolar, Tayland'a gelen portföy yatırımı 4.5 milyar dolar Endonezya'dan 2.6 milyar dolarlık bir para çıkışı yine Filipinler' den 25 milyon dolar ve Malezya'dan da 247 milyon dolarlık bir yatırım çıkışı görülmektedir. 1998 yılına gelindiğinde ise, Kore'den 1.2 milyar dolarlık bir portföy çıkışı yine Endonezya'dan 1.8 milyar dolarlık bir portföy çıkışı, Tayland'a 355 milyon dolarlık bir yatırım, Filipinler'e 86 milyon dolarlık ve Malezya'ya 283 milyon dolarlık bir para girişi görülmektedir.

<sup>52</sup> AKDİŞ, a.g.e., s.78.

Bölge ülkelerinde 1997 ve 1998 yıllarında yaklaşık 25 milyar dolarlık bir portföy çıkışı gözlenmiştir. Yine bu krizde de portföy yatırımı olarak gelen paraları sert bir şekilde ülkeleri terk ettiği görülmektedir. Aynı dönemde bölge ülkelerine yönelen doğrudan yatırımların düzeyi ise, 1997 yılında 18.7 milyar dolar, 1998 yılında ise 17.2 milyar dolardır. Görüldüğü gibi doğrudan yatırım amaçlı gelen para kriz olduğunda istikrarını koruyabilmiştir.

Yabancı kaynaklardaki bu artışların kısa dönemde cari denge üzerinde olumlu etkisi olmasına karşılık, kısa dönemli spekülasyon sıcak para akışları genellikle cari açıklardan daha büyük miktarlarda olmuştur. Bu durum Asya Krizinin çıkış noktası olarak kabul edilen Tayland açısından aşağıdaki sonuçları doğurmuştur<sup>53</sup>.

- Genellikle ülkeye giren yüksek miktardaki sermaye akışları kurun değer kaybetmesini önlemiş, Baht aşırı değerli hale gelmiştir.
- Sermaye girişleri yeterince kontrol edilmemiştir. Bu durum para arzı, kredi hacmi ve enflasyonda fazla olmasa da artışa yol açmıştır.
- Sermaye akımlarının çok büyük bir bölümü sıcak para ve vadeli banka kredileri şeklinde olduğu için 1997 yılında krizin patlak vermesinden sonra sermaye kaçışları hızlı ve büyük miktarlarda olmuştur.

Asya krizinde sermaye hareketlerinin etkisi benzeri krizler yaşayan ekonomilerle aynı özellikler taşımaktadır. Özellikle sıcak para tabir edilen kısa vadeli kaynağın yoğun bir şekilde ülke içine akması, döviz kurunu baskı altında tutmakta kurun gerçek değerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır. 2004 yılı ve 2005 yıllarında Türkiye’de yaşanan olay da bunun bir benzeridir. Şu anda ülke içine yoğun bir yabancı sermaye akımı olmakta ve kur 2001 yıllarında görmüş olduğu seviyelerde bulunmaktadır. Kurun düşük olması tabii ki ekonomi yönetimi tarafından tercih edilmektedir. Ancak kurun bu seyri reel kesimi zorlamaktadır. Dalgalı kur rejimi bu tür sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemlerde tersine çalışmaktadır. Bu nedenle ekonomi yönetimlerinin cari açık seviyelerini de dikkate alarak daha gerçekçi kur belirlenmesinde piyasaya yardımcı olmalıdır.

---

<sup>53</sup> BULUT,a.g.e.,s.66.

Asya ülkelerinin gerekli düzenlemeleri yapmadan, hatta mevcut tedbirleri gevşeterek, küreselleşen dünyada finansal piyasalarını liberalize etmeleri krizle karşı karşıya gelmelerine sebep olmuştur. 1990'lı yıllarda döviz piyasaları serbestleştirilmiş, çeşitli borç alma ve verme faizleri ve yabancı doğrudan yatırımlar üzerindeki sınırlamalar hafifletilmiş veya kaldırılmıştır. Asya ülkelerindeki bu sermaye hesaplarının liberalleşmesi kriz riskini arttırmıştır.

Bu nedenle, Güneydoğu Asya krizinde spekülasyonun da çok etkili bir rolü olduğu söylenmiştir. Özellikle Malezya Başbakanı Mahattir Mohammed, uluslararası spekülâtör George Soros'u tüm bu gelişmelerin sebebi olarak göstermiş ve kendisini "moron-apıl, kuşbeyinli" olarak adlandırmıştır. Yine bu çerçevede "currency trading"ın (Para Ticareti) ahlakdışı olduğunu ve yasaklanması gerektiğini belirtmiştir.<sup>54</sup> Aslında bu noktada George Soros ismi bir çok kriz çıkan ülkede krizlerin sebeplerinden biri olarak gösterilmiştir. Spekülâtör denince akla gelen ilk isim olan Soros gibi bir çok spekülâtörün ya da sıcak para yatırımcılarının krizleri tetiklediği ve etkisini büyüttüğü bir gerçektir.

#### D) RUSYA KRİZİ (1998)

1997 yılı Temmuz ayında Asya Bölgesinde ortaya çıkan kriz dikkatleri Rusya gibi ekonomik sorunlarla karşı karşıya olan ülkelere çevirmiştir.

Enflasyon oranında görülen büyük çaplı düşüş, gayri safi yurt içi hasılanın (GSYİH) 1991 yılından bu yana ilk kez pozitif bir büyüme göstermesi gibi olumlu makro ekonomik gelişmelere karşın, 1998 yılı başı itibariyle Rusya krize neden olabilecek bazı çarpıklıkları bünyesinde bulunduruyordu.

Geçiş sürecinde Rusya'da hükümet ile bazı büyük firmalar arasındaki bağlar, G. Kore'deki bankalar, hükümet yetkilileri ve "chabeols" denilen büyük holdingler arasındaki ilişkilere benzer bir yapıda gelişmiştir. Bu ilişkilere Rusya'da komünist dönemden kalma bürokratik yapıda katılmıştır<sup>55</sup>. Hükümet ile bu büyük firmalar arasındaki ilişkiler, hükümetin ekonomik sorunları aşma yönünde alacağı önlemleri

<sup>54</sup> AKDİŞ,a.g.e., s.75.

<sup>55</sup> Savaş MALKOÇ, "Cumhuriyetin 75. Yılında Dünya Ekonomik Krizlerinin Türkiye'ye Yansımaları Ve Güncel Bir Örnek: Rusya Krizi", <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ekim98/dunyaeko.htm/01/04/2003>.

etkilemiş, bankacılık sisteminin şeffaf bir şekilde çalışmasını engellemiş, bu ise piyasanın kendi kuralları içinde işlemesine engel olmuştur. Bunun sonucunda kendi dinamikleri ile hareket edemeyen piyasalarda sorunu kaçınılmaz hale getirmiştir.

Rusya'daki bir diğer sorun, "kayıt dışı ekonomi" ve buna bağlı olarak gelişen "mafya" olgusu olmuştur. 1998 yılı itibariyle, Rusya ekonomisinin yaklaşık yüzde 50'sinin kayıt dışı olduğu tahmin edilmektedir. Çoğu zaman belirtilen ilişkiler ağı ile iç içe bir görüntü sergileyen bu ekonomik yapı bir yandan hükümetin vergi toplamasını güçleştirmekte diğer yandan da kayıtlı ekonominin çalışma koşullarına göre düşünülerek alınan ekonomik tedbirlerin etkisini zayıflatmıştır. Ayrıca, başta IMF olmak üzere uluslararası finans kuruluşları ve batılı ülkelerce Rusya'ya yapılan ekonomik yardımların ve verilen kredilerin, kayıt dışı ekonomi ve mafya'yı beslediği, kaynakların bu kesimlerce kullanıldığı ve bu nedenle ülkenin dış borçları artarken elde edilen bu kaynakların rasyonel bir şekilde kullanılmaması nedeniyle Rusya'nın borç ödeme gücünün azaldığı belirtilmiştir.<sup>56</sup> Kontrolsüz bir şekilde sayıları hızla artan özel bankalarla da çoğu zaman bağlantılı olan mafya olgusu, batılı daha doğrusu anglo-sakson anlamda bir ekonomik düzenin kurulması önündeki en büyük engellerden birini oluşturmuştur. Bu nedenle, birçok uzman tarafından Rusya'daki sistemin daha çok İtalyan usulü bir ekonomik sistem olduğu belirtilmektedir.

Rusya'da denetim dışında olan ve bu nedenle önemli bir sorun teşkil eden kurumlardan birisi de "bankacılık sistemi"dir. 1991 yılında yaşanmaya başlanan ekonomik değişim sürecinde, yabancı ve özel sermayenin bankacılık sektörüne girmesine olanak tanınması ile birlikte, Rusya'da çok sayıda banka kurulmaya başlanmıştır. Yüksek getirili kur işlemleri, yüksek faizli devlet borçlanma kağıtları sayesinde büyük kâr marjlarıyla çalışmanın mümkün olduğu Rusya'da banka sayısı IMF'nin rakamlarına göre, 1994 yılında 2.517, 1995 yılında 2.295 ve 1997 yılında 2.030 olmuştur. Türkiye'deki banka sayısının aynı dönemde 70 civarında olduğu göz önünde bulundurulacak olursa, bu rakamların büyüklüğü daha açık bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, rakamlardan da anlaşılacağı üzere, banka sayısında yıllara göre

<sup>56</sup> MALKOÇ, a.g.e., <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ekim98/dunyaeko.htm/01/04/2003>.

ciddi değişiklikler yaşanmaktadır. 1994 yılındaki 2.517 bankanın yaklaşık 500'ünün iki yıl içinde faaliyetine son verdiği yada verildiği tespit edilmiştir.<sup>57</sup>

Rusya'nın karşı karşıya kaldığı sorunlardan bir diğeri ise, birçok uzman tarafından krizin en önemli nedenlerinden birisi olarak gösterilen modası geçmiş ve etkin bir şekilde işlemeyen "vergi sistemi" olarak ifade edilmektedir. Sovyetler Birliği'nden miras kalan vergi sisteminin karmaşıklığı, sistemin alabildiğine geniş muafiyet ve istisnalara yer vermesi, Rus halkının vergi ödeme alışkanlıklarının olmaması, denetim mekanizmasının yetersizliği ve Rusya'nın bu sistemi revize edememesi, vergi gelirlerinin artırılmasını engellemiştir. Bu arada GSMH' ın %20-50'sine ulaşan kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, ülkenin vergi kapasitesini daraltmış ve vergi kaçakçılığını artırmıştır. Vergi gelirlerinin azalmasına neden olan bir başka faktör de, serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde ekonomik büyümede yaşanan gerilemedir. Özellikle, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla 1995 sonrasında uygulanan sıkı para politikası faizlerin yükselmesine ve dolayısıyla da yatırımların azalmasına neden olmuştur. Ayrıca vergi yükünün sektörler arasında adil bir şekilde dağıtılmaması ve bu yükün sanayi, inşaat gibi reel sektör üzerinde yoğunlaşması yatırımları olumsuz etkilemiştir.<sup>58</sup>

1998 yılına Rusya yukarıda belirtilen önemli yapısal sorunların yanısıra Uzakdoğu'da ortaya çıkan krizin de olumsuz yansımalarıyla girmiştir. Kasım 1997 yılında Uzakdoğu krizine bağlı olarak diğer dünya borsaları gibi Moskova Borsasında da ciddi düşüşler yaşanmıştır.

Bu kapsamda, GSYİH'nın yüzde 8.2'si oranındaki bütçe açığı ve kısa vadeli borçlar Rusya ekonomisine ilişkin kaygıların oluşmasına neden olmuştur. Ülkede yaşanan grevler ve son olarak 1998 yılı Mayıs ayında Rusya'nın en büyük ikinci firması olan "Unified Energy Sistem" ortaklık yapısında yabancı yatırımcılara sınırlama getirilmesi kaygıların daha da artmasına yol açmıştır.<sup>59</sup>

<sup>57</sup> MALKOÇ, a.g.e., <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ekim98/dunyaeko.htm/01/04/2003>.

<sup>58</sup> Çoşkun Can AKTAN, Hüseyin ŞEN, "Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye", (Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri Vakfı, Ekonomik, Sosyal ve Siyasal Araştırmalar serisi No:1 Kasım 1999),s.63.

<sup>59</sup> "RUSYA Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri", (Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yıllık Programlar ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, Ağustos 1998), <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html>,(25.11.2004).

Rusya'nın en önemli ihrac kalemleri arasında bulunan doğal kaynaklarının fiyatlarında görülen düşüşler ve özellikle petrol fiyatlarında yüzde 50'lere varan düşüşler yaşanması, Rusya'yı olumsuz yönde etkilemiştir. 1997 yılında uluslararası piyasalarda varili ortalama 19.3 dolar olan ham petrolün fiyatının Asya krizi sonrasında hızla düşmeye başlaması ve 1998'in ikinci çeyreğinde 13.3 dolara düşmesi Rusya'nın petrol gelirlerini önemli ölçüde azaltmıştır. Petrol fiyatlarında meydana gelen düşüşe, bakır alüminyum gibi hammadde fiyatlarındaki düşüşde eklenince , Rusya'nın 1996'da 90 milyar dolar civarında olan ihracatı, 1997 yılında 89 milyar dolara düşmüştür. 1998 yılında Rusya'nın toplam ihracatı bir önceki yıla göre %16 oranında azalarak 74.751 milyar dolara düşmüştür. Rusya'nın ihracatının düşmesi, bu ülkenin ekonomik dengesini altüst etmiştir. Daha önceleri fazla veren cari işlemler dengesi açık vermeye başlamış ve cari işlemler açığı 1998'in ilk üç ayında GSYİH'nın %1.7'sine, ikinci üç ayında ise %3.6 'sına ulaşmıştır.<sup>60</sup> Kriz öncesi 1996-1997 yılları arasındaki dönemde Rusya'da finans ve kredi faaliyetlerinde yabancı yatırımların miktarı %229 oranında artmıştır. Ancak o dönemde Rusya'nın dış gelirlerinin %40'ını sağlayan enerji hammadde fiyatlarında meydana gelen düşme sebebiyle uğranılan 10 milyar dolarlık kayıp, Rusya'ya verilen kredilerin dönüşünde problem yaşanmasına neden olmuş buda krizin ilk sinyalleri olarak algılanmıştır.<sup>61</sup>

Tüm bu gelişmeler, Rusya'yı krize götüren bir sürece sokmuştur. Cari işlemler dengesinde oluşan açık, dış borç, ana para ve faiz ödemelerinde görülen artış, vergi gelirlerindeki düşme, bankacılık sisteminin içine girmiş olduğu sıkıntılı durum ve mali açıdan Rusya'nın ihtiyaçlarını karşılayamaması, birçok alanda serbest piyasa ekonomisinin sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlayacak kurumsal ve yasal altyapı eksikliği ve ortaya çıkan kamu açıkları, ödenemeyen ücret ve maaşlar, bir türlü yapılamayan sosyal güvenlik reformunun bütçeye getirdiği yük, tüm bunlar arka arkaya sıralandığında Rusya'nın ne kadar zor bir tablo ile karşı karşıya kaldığı anlaşılmaktadır.

Rusya içine girmiş olduğu bu finansal krizi aşmak için başlangıçta elindeki araçları da tam olarak kullanamamıştır. Zira, tüm bu sıkıntılara paralel olarak, Merkez Bankası'nın başarı ile yürüttüğü enflasyonla mücadele programı çerçevesinde izlediği sıkı para politikası nedeniyle, söz konusu açıklar para basımı ile finanse

<sup>60</sup> AKTAN, ŞEN, a.g.e., s.65.

<sup>61</sup> İlhan ULUDAĞ, "1990 Sonrası İkinci Krizi Yaşayan Rusya-1", ( İTO Gazetesi, 16.10.1998)



edilemememiştir. Bu durum karşısında Rus Hükümeti, borçlarını, kamu kesiminde çalışan işçilerin ücretlerini ve emekli maaşlarını ödeyebilmek için 1995 yılından itibaren yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanma yoluna gitmiştir. Rusya için sonun başlangıcı olarak değerlendirilen bu süreçte asıl vahim olan, Rus Hükümetinin bu yolla elde ettiği kaynakları, yapısal sorunları çözmek, gerekli yatırımları yapmak için kullanmak yerine, bir türlü düzeltilemeyen sosyal güvenlik sistemi ve maaş ödemeleri gibi karşılıksız transferler için kullanmış olmasıdır.

1998 yılına gelindiğinde Rusya'nın 140 milyar dolar civarında dış borç ve 70 milyar dolar civarında hazine bonosu olmak üzere toplam 200 milyar dolar civarında borcu bulunmaktaydı. Toplam borcun GSYİH'ya oranı ise yüzde 42'ler seviyesindeydi. Borç stoku fazla olmamasına rağmen Rusya'nın en uzun 11 ay vadeli 70 milyar dolarlık kısa vadeli hazine bonosu borcu bulunmaktaydı. Dolayısıyla Rus hükümeti her ay yaklaşık 6 milyar dolarlık yeni borçlanma yapmak durumundaydı. Ayrıca o dönemde bu borç stokunun yaklaşık 20 milyar dolarlık kısmı da yabancıların elinde bulunuyordu. Bütçe gelirlerinin düşük olduğu ortamda söz konusu kısa vadeli borç stoku 1997 yılı sonundan beri Rusya Federasyonu'na yönelik kaygıları artıran en önemli unsur olmuştur.<sup>62</sup>

Bu esnada 1998 yılının 18 Haziran günü IMF'in, Rusya'nın vergi sistemi konusunda gerekli olan yapısal reformları yapmamasını gerekçe göstererek, Rusya ile 1997 yılında yaptıkları anlaşma gereğince yapması gereken 670 milyon dolar tutarındaki ödemeyi ertelediğini açıklaması, uluslararası yatırımcıları rahatsız eden önemli bir gelişme olmuştur. Bu uyarı üzerine, Rusya ile IMF arasında yapılan görüşme süreci hızlandırılmış, uluslararası piyasalara güven vermek için görüşmeler devam ederken Hükümet 23 Haziran tarihinde yasama organı olan Duma'ya vergi artırımlarını içeren yeni bir yasa tasarısı sunmuştur.

Görüşmeler sonrasında 19 Temmuz tarihinde IMF ile Rusya Federasyonu bir anlaşmaya varıldığını açıklamışlardır. IMF, Rusya'nın kendisine sunmuş olduğu ve ana amaçları; bütçe açıklarını azaltıcı radikal tedbirler almak, Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerini artırmak ve güçlendirmek, kısa vadeli iç borçlarının vade

<sup>62</sup> "RUSYA Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri", (Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yıllık Programlar ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, Ağustos 1998), <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html>,(25.11.2004).

yapısını uzatmak olan ekonomik programı onaylamış ve 1997 yılında 11,2 milyar dolarlık finansal destek vermeyi kabul etmiştir. Dünya Bankası'nın yapacağı 6 milyar dolar yardım ve IMF tarafından 1999 yılı içinde yapılacak finansal destekle birlikte toplam 22,6 milyar dolarlık bir mali destek sağlayan bu anlaşma Rusya'nın yaşanan süreçte rahatlamasını sağlamıştır<sup>63</sup>.

İMF'in Rusya'ya sağladığı bu destek, Rusya'yı başka bir sorunla karşı karşıya bırakmıştır. Uluslararası piyasalardan almış olduğu bu destek Rusya'yı Ruble politikasında daha katı davranmaya yöneltmiştir<sup>64</sup>. IMF ile yapılan son anlaşmada Rus Merkez Bankası tarafından enflasyonla mücadele programı çerçevesinde sürdürülmekte olan sıkı para politikasına devam edileceği ve para arzındaki artışın sınırlı tutulacağı yönünde taahhütte bulunan Rusya almış olduğu bu destekle birlikte Rubleyi değerli tutma politikasına devam etmiştir. Yapılan tüm uyarı ve baskılara karşın Rubleyi devalüe etmeye yanaşmamıştır. Rusya'nın bu konudaki ısrarlı tutumu, Japonya'da aynı dönemde yaşanan gelişmelerle de birleşince 10 Ağustos'da borsanın düşmesi ve Merkez Bankasının uluslararası rezervlerinin erimesine neden olmuştur.

Bu aşamada Uzakdoğu Krizi'nde yaşanan gelişmeye benzer bir olay yaşanmış ve Uzakdoğu Krizini başlatan kıvılcımı yakmakla suçlanan uluslararası spekülâtör George Soros, bir gazetede yazdığı yazıda, Rublenin aşırı değerli halde tutulduğunu ve hemen devalüe edilmesi gerektiğini belirtmiştir. Rusya'da finansal piyasaları tedirgin eden bu açıklamaya cevap olarak ise, 14 Ağustos tarihinde Başkan Yeltsin Rusya'nın kesinlikle Rubleyi devalüe edilmeyeceğini açıklamıştır. Bu açıklama sonrası, IMF heyeti Rusya'ya hareket etmiştir. Ancak, piyasalar açısından Soros'un açıklamalarının Yeltsin veya herhangi bir diğer siyasi liderin açıklamalarından daha anlamlı olduğu, Yeltsin'in açıklamasından üç gün sonra kendisini göstermiş ve 17 Ağustos tarihinde Başbakan Kirienko, hızla eriyen rezervlerini korumak ve borsanın düşüşünü durdurmak amacıyla bir açıklama yapmak zorunda kalmıştır. Bu açıklama da yer alan 4 ana unsur aşağıdaki gibi sıralanabilir.<sup>65</sup>

<sup>63</sup> Vedat AKMAN, "Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz" (Rota yayınları: 1. Basım Eylül 1998),s,105.

<sup>64</sup> AKMAN; a.g.e.,s. 106.

<sup>65</sup> Oliver BASDEVANT,Stephan G HALL "The 1998 Russian Crises : could the Exchange rate volatility have predicted it?" (Journal Of Policy Modelling 24, 2002),s153.

[http://www.sciencedirect.com/science?\\_ob=MIimg&\\_imagekey=B6V82-45J941M-5-1P&\\_cdi=5858&\\_user=1390781&\\_orig=search&\\_coverDate=05%2F31%2F2002&\\_](http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6V82-45J941M-5-1P&_cdi=5858&_user=1390781&_orig=search&_coverDate=05%2F31%2F2002&_)

- Ruble için döviz koridoru yıl sonuna kadar 1\$= 6- 9.5 aralığına yükseltilmiş,
- Ayrıntıları ilerleyen günlerde açıklanmak üzere, özel kuruluşların ve devletin özel nitelikli kuruluşlara olan 90 güne kadar vadesi olan borçların ödemeleri dondurulmuş,
- Yabancıların kısa vadeli döviz piyasasında işlem yapması yasaklanmış,
- Devlet tahvillerinin ödemeleri durdurulmuştur.

Bu açıklama sonrasında uzun süredir değerli tutulan Ruble yaklaşık yüzde 33 oranında bir değer kaybına uğramış, Moskova borsası çok büyük oranlarda düşüş kaydetmiştir. Rubledeki düşüş nedeniyle panikleyen Merkez Bankası bir süre sonra günlük resmi kur açıklamaktan vazgeçmiş, 25 ve 26 Ağustos tarihlerinde bankalar arası tüm döviz işlemlerini iptal etmek zorunda kalmış ve paniğe kapılan mevduat sahiplerine güvence vermek amacıyla banka mevduatlarının hepsine yüzde 100 devlet garantisi verildiğini açıklamıştır. 24 Ağustos tarihinde Rus Hükümeti, iç borç erteleme planının ayrıntılarını açıklamıştır. Buna göre, kısa vadeli borçlanma kağıtlarının paraya çevrilmesi ertelenmiş, 1999 yılı sonuna kadar vadeli kağıtların vadesi 2000’li yıllara uzatılmış, alacaklarını hemen tahsil etmek isteyenlere ise yüzde 70’lere varan zararlara yol açacak bir şekilde ödeme planları önerilmiştir<sup>66</sup>. Yaklaşık 50 milyar dolarlık bir borç miktarını kapsayan bu plan sonrasında uluslararası yatırımcıların milyar dolarlara varan kayıplara uğramıştır.

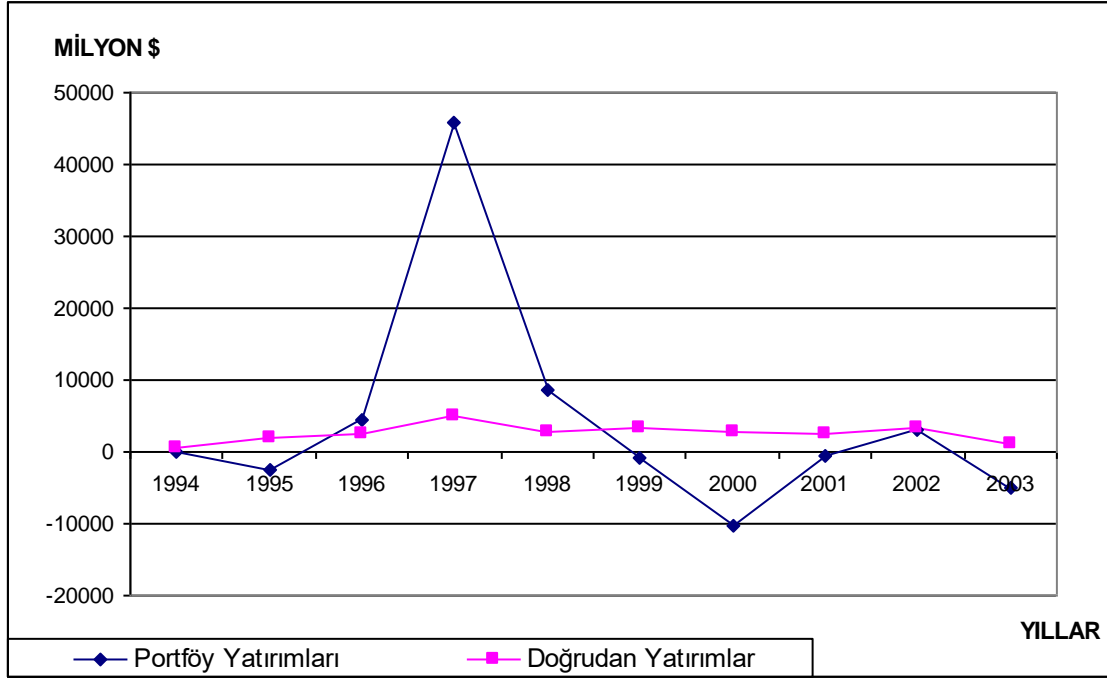
25 Ağustos’da son dört yıllık sürede en büyük düşüşü kaydeden ve bir günde dolar karşısında yüzde 10 oranında değer kaybına uğrayarak, Ocak 1998 tarihinde 1\$ = 5,95 olan Ruble kuru, Merkez Bankası’nın açıklaması neticesinde 26 Ağustos’ ta 1\$ = 8,26 düzeyine kadar yükselmiştir. Merkez Bankası’nın resmi kur açıklamama kararı ise, piyasalardaki belirsizliği daha da artırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında, Rusya’da bulunan kısa vadeli yabancı sermaye ülke dışına kaçmaya başlamıştır. Borsada işlem hacmi çok düşük düzeylere kadar inerken bir yandan da Merkez Bankası’nın uluslararası rezervlerinde ciddi azalışlar görülmeye başlamıştır. Nitekim, 7 Ağustos’ ta

---

sk=999759997&view=c&wchp=dGLbVtb-zSkWA&md5=8367e8c821  
cad3de19dcc5bba43a9518&ie=/sdarticle.pdf (22.09.2004)

<sup>66</sup> MALKOÇ, a.g.e., <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ekim98/dunyaeko.htm/01/04/2003>.

15,1 milyar dolar olan Merkez Bankası uluslararası rezervleri 23 Ağustos tarihine gelindiğinde 13,4 milyar dolara kadar gerilemiştir.<sup>67</sup> Bu mevcut rezervlerin de büyük kısmı altın olup, döviz cinsinden kullanılabilir kısmı sadece 6 milyar dolar düzeyinde kalmıştır.



**Şekil 7. Rusya'ya Yönelik Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları (1994-2003)**

**Kaynak:**Dünya Bankası,World Development Indicators, Online 2004 verilerinden derlenmiştir.

1994 -2003 dönemi Rusya'ya yönelen portföy akımlarına şekil 7'de bakıldığında, 1997 yılında 45.8 milyar dolar olarak gerçekleşen portföy yatırımının, 1998 yılında 8.6 milyar dolara düştüğü, 1999 yılında geldiğinde ise, 900 milyon dolarlık ve 2000 yılında da 10 milyar dolar civarında portföy çıkışının gerçekleştiği görülmektedir. Krizin yaşandığı yıl öncesi ve kriz yılında ülkeye portföy yatırımı olarak giren paranın büyüklüğü göz önüne alındığında yaşanan krizde sermaye hareketlerinin etkisi olduğunu diğer tüm örnek krizlerde olduğu gibi rahatlıkla söyleyebilir.

Rusya Merkez Bankası, 1998 yılının 3 Eylülün' de yapmış olduğu yeni bir açıklama ile, Rublenin değerini belli bir koridorda tutmayı hedefleyen 17 Ağustos kararını terk ettiğini ve Rubleyi dalgalanmaya bıraktığını açıklamak zorunda kalmıştır.

<sup>67</sup> MALKOÇ,a.g.e., <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ekim98/dunyaeko.htm/01/04/2003>.

Bu kararın alınmasında, Merkez Bankası rezervlerinin hızla erimekte olması rol oynamıştır. Nitekim 28 Ağustos itibariyle söz konusu rezervler (altın ve döviz) 12,7 milyar dolara kadar düşmüş durumdadır. Merkez Bankası 3 Eylül itibariyle resmi kuru 1\$=12,81 olarak açıklamış, ancak serbest piyasada ve bankalar arası işlemlerde bu 18 Rubleye kadar yükselmiştir. Ayrıca, Başbakan Vekili Viktor Çernomirdin son olarak yaptığı açıklamada; vadesi gelen hazine bonolarını ancak IMF' den gelecek kredi dilimi sonrası ödeyebileceklerini, bunun da yeni hükümetin resmen göreve gelmesi sonrasında olabileceğini, kamu çalışanlarına ücretlerini ödeyebilmek için karşılıksız para basılacağını belirtmiştir. Karşılıksız para basılacağına açıklanması, Rublenin değer kaybının hızla düşmeye devam edeceğini ve enflasyonun yeniden aylık bazda iki haneli rakamlara yükseleceğini göstermektedir. Nitekim, Temmuz ayında yüzde 0.2 olan aylık enflasyon Ağustos ayında yüzde 15'e yükselmiştir.<sup>68</sup>

Rusya ekonomisinde 1998 yılı Ağustos ayında başlayan kriz süreci 1999 yılının ikinci yarısına kadar devam etmiştir. 1999 yılında devalüasyonun ve uluslar arası piyasalarda artan petrol ve metal fiyatlarının etkisiyle ihracat gelirlerinde meydana gelen artışın başlattığı ekonomik iyileşme, Rusya'nın döviz rezervlerinde bir artışı da beraberinde getirmiştir. 1999 haziranında 11 milyar Dolar seviyesinde olan rezervler, Ekim 2000'de 25,9 Milyar dolar ve nisan 2002'de 38 milyar dolar seviyesinde ulaşmıştır.<sup>69</sup> Rusya'nın sahip olduğu doğal kaynakların Rusya'nın krizden çıkıştaki en büyük avantajı olduğunun gözden uzak tutulması gerekir.

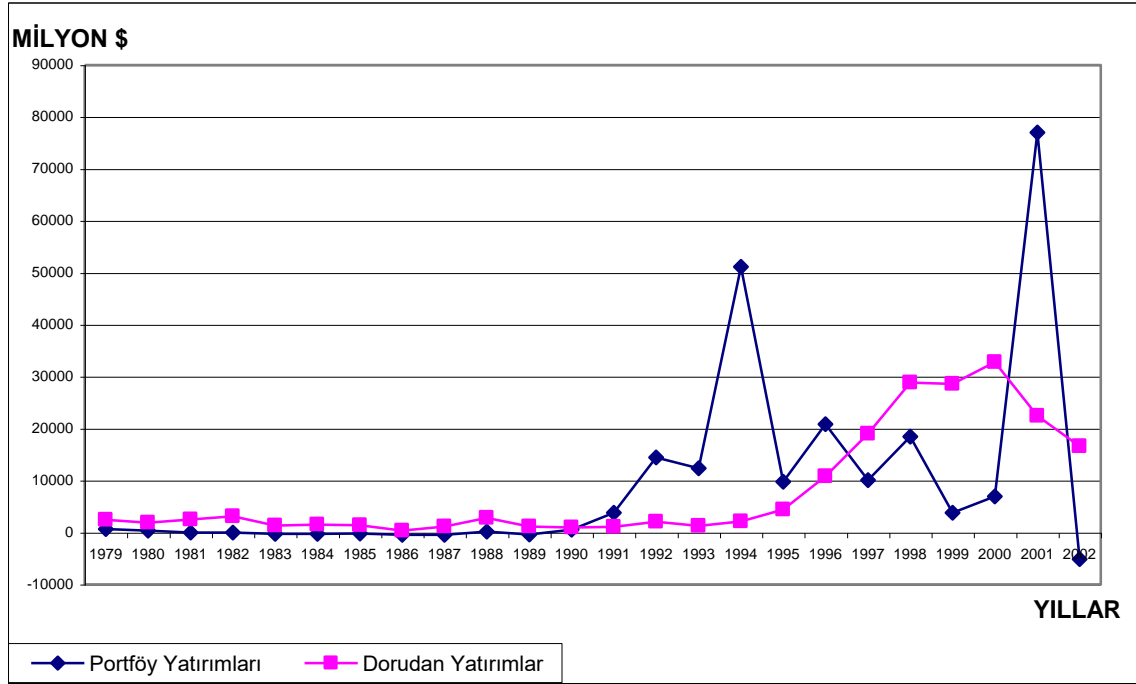
#### E) BREZİLYA KRİZİ (1999)

Dünyanın en büyük dokuzuncu ekonomisi konumunda bulunan ve uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile 1999 yılına kadar geçen son 4.5 yıl içinde enflasyonu %2700'lerden %1-3'ler düzeyine indirmeyi başaran, daraltıcı politikalar ile birlikte yıllık yüzde 4'lük büyüme hızına ulaşan, gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilen ve bunun paralelinde uluslararası

<sup>68</sup> MALKOÇ,a.g.e, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/> DTDERGI/ekim98/dunyaeko.htm/01/04/2003.

<sup>69</sup> "Yakındaki Uzak Komşu Rusya Federasyonu",(ASOMEDYA, Mart 2002),s.47.

sermayenin akın ettiği Brezilya'da 13 Ocak 1999 tarihinde oluşan mali kriz herkesi şaşırtmıştır<sup>70</sup>.



**Şekil 8. Brezilya'ya Yönelik Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları (1979-2002)**

**Kaynak:**Dünya Bankası,World Development Indicators, Online 2004 verilerinden derlenmiştir.

Brezilya krizinde de spekülasyonun etkilerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen bu ülkesine de kriz öncesi dönemlerde büyük oranlı bir yabancı sermaye akımı gerçekleşmiştir. Şekil 8 incelendiğinde Brezilya'ya yönelen portföy yatırımlarında 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir azalma olmuş, 1998 yılında 18.4 milyar dolar olan portföy yatırımları 1999 yılında 3.8 milyar dolara gerilemiştir. Özellikle portföy yatırımları kriz yılında yaklaşık 15 milyar dolarlık bir gerileme göstermiştir. Brezilya'ya 2000 yılında 7 milyar dolar 2001 yılında 77 milyar dolarlık portföy yatırımı gerçekleşmiş, 2002 yılında ise o dönemde ortaya çıkan Arjantin krizinin etkisiyle ekonomiden 5.1 milyar dolar portföy çıkışı yaşanmıştır. Bir önceki yıla bakıldığında çıkan yatırım miktarı yaklaşık 82 milyar dolardır. Brezilya'ya yönelen doğrudan yatırımlar ise 1994 yılından 2000 yılına kadar istikrarlı artışını sürdürmüştür. Bu dönem, içerisinde Meksika krizi, Asya krizi, Rusya krizi ve Brezilya'nın kendi

<sup>70</sup> Muhammet AKDİŞ, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler”, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/Ekim2002/akdis.htm>, (17.03.2005)

yaşadığı krizi barındırması açısından önemlidir. Görüldüğü gibi, portföy yatırımlarında aynı dönemde izlenen dalgalı seyir doğrudan yatırımlarda görülmemektedir.

Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında öncelikle Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkili olmuş, bu kriz uluslararası kısa süreli sermayenin gelişmekte olan ülkelere çekilmesine hız kazandırmıştır. Küresel finansal piyasalarda günde yaklaşık 1 trilyon dolarlık işlem gerçekleştirildiği dikkate alındığında bir ülkenin ekonomi politikasına güvensizlik oluşması halinde 50-60 hatta 70 milyar dolarlık rezervler bile piyasaları etkilemekte yetersiz kalabilmektedir. Brezilya'da da böyle olmuş ve kısa süreli sermayenin ülkeden kaçışı rezervlerle dengelenmek istenmesine rağmen durdurulamamış ve kriz yaygınlık kazanmıştır.

Brezilya'da 1999 yılında ortaya çıkan krizin ardından uluslararası derecelendirme şirketi Standart & Poors (S&P) da harekete geçmiş, Brezilya'nın 58.1 milyar dolarlık döviz cinsinden borçları için uzun vadeli notunu BB eksiden B eksiye ülkenin uzun vadeli real bazında borçları için notunu da B artıdan BB eksiye düşürmüş, 330 milyar real (250 milyar dolar) tutarındaki kısa vadeli real bazlı borçları için ise B olan notunu değiştirmemiştir. S&P, ayrıca Brezilya'nın uzun vadeli devlet döviz borçlarını da BB eksiden B artıya, uzun vadeli real bazlı devlet borçlarını da BB artıdan, BB eksiye düşürmüştür<sup>71</sup>. Bu durum Brezilya'nın borçlarını çevirmesini zorlaştıran bir gelişme olmuştur.

#### F ) ARJANTİN KRİZİ ( 2001)

Arjantin ekonomisi 1990 ve 2001 yılları arasında, ilki 1994-1995 yıllarında Meksika'da meydana gelen "Tekila Krizi"nin etkisiyle yaşanan kriz, ikincisi 1997'de Asya krizi ve 1998 Rusya krizinin Arjantin ekonomisini etkilenmesi sonucu oluşan kriz ve son olarak da 2001 yılında Arjantin ekonomisinin kendi yapısal sorunlarından dolayı yaşadığı kriz olmak üzere üç tane kriz yaşamıştır.

1994 yılı aralık ayında Meksika'nın yaptığı devalüasyonla başlayan "Tekila Krizi" o dönemde bölge ülkelerinin ekonomik yapılarının güçlü olmasına rağmen bölgeden bir para çıkışı yaşanmasına neden olmuştur. Özellikle Arjantin ekonomisinde bir kriz hiç kimse tarafından beklenmemekteydi. Fakat aynı zamanda 1982 yılında

<sup>71</sup> <http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/99/01/15/ekonomi/17eko.htm> (01.12.2005)

Meksika 'da yaşanan devalüasyon sonrasında Arjantin'de de devalüasyon olduğu bilinmekteydi. Krizin başlaması, portföyünde önemli miktarda Meksika Hükümet tahvili bulunan Extrader Bankası'nın mudilerinin Meksika 'daki devalüasyon sonucu bankaya ellerindeki tahvilleri tahsil etmek amacıyla hücum etmeleri sonucu bankanın ödeme güçlüğüne düşmesiyle başlamıştır.<sup>72</sup> Kriz beklentisi içine girilmesiyle birlikte yerli paradan yabancı paraya bir kaçış başlamıştır. Aynı zamanda yabancı yatırımcılarında ülke ekonomisindeki paralarını çekmeleri sonucu bir kriz ortamı yaratılmıştır.

Merkez bankası uygulamış olduğu ekonomik istikrar programına sadık kalarak devalüasyon yoluna gitmemiş ve sermaye kaçışını engelleyecek adımlar atarak ekonomik istikrarı tekrar sağlayacak adımlar atmış ve daha büyük boyutlu bir krizi engellemiştir.

1997 yılındaki Asya finansal krizinin Latin Amerika ülkeleri üzerinde de yansımaları olmuş, başta komşularından daha az etkilenmiş görülen Arjantin, 1998 yılında Rusya'nın moratoryum ilan etmesi ve 1999 yılında da Brezilya'nın krize girmesi sonucunda da ikinci bir kriz sarmalı içine girmiştir.

1980 ve 1990'lı yılların ilk yarısında hızlı büyüme yaşayan Arjantin Ekonomisi bu dönemde gayri safi yurtiçi hasılasını (GSYİH) 77 milyar Dolar'dan 285 Milyar dolara çıkarmayı başarmıştır. Arjantin GSYİH' daki bu başarısının yanında, en büyük sorunu olan dış borçlarında ise büyük artışlar yaşanmıştır. 1980 yılında 27 milyar Dolar düzeyinde olan dış borçları, 2001 yılında 146 milyar Dolar seviyesine kadar yükselmiştir.<sup>73</sup>

Arjantin ekonomisinde 1990 yılından itibaren uygulanan hatalı özelleştirme politikaları ile oluşturulan verimsiz şirketler ve karteller ülke ekonomisine zarar vermişlerdir<sup>74</sup>. Arjantin, millî petrol şirketlerini bile stratejik değerlendirme yapmadan satmıştır. Asya, Meksika ve Rusya krizlerinin etkisiyle ekonomisi iyice zayıflayan Arjantin'in kısa vadeli ve ödenmesi zor dış borçları 146 milyar Dolar bulmuştur.

<sup>72</sup> Yasemin TÜRKER KAYA, "Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma : Arjantin Örneği", (BDDK,MSPD Çalışma Raporları 2001/2)

<http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/arastirma/2001-2.pdf> (03.04.2004)

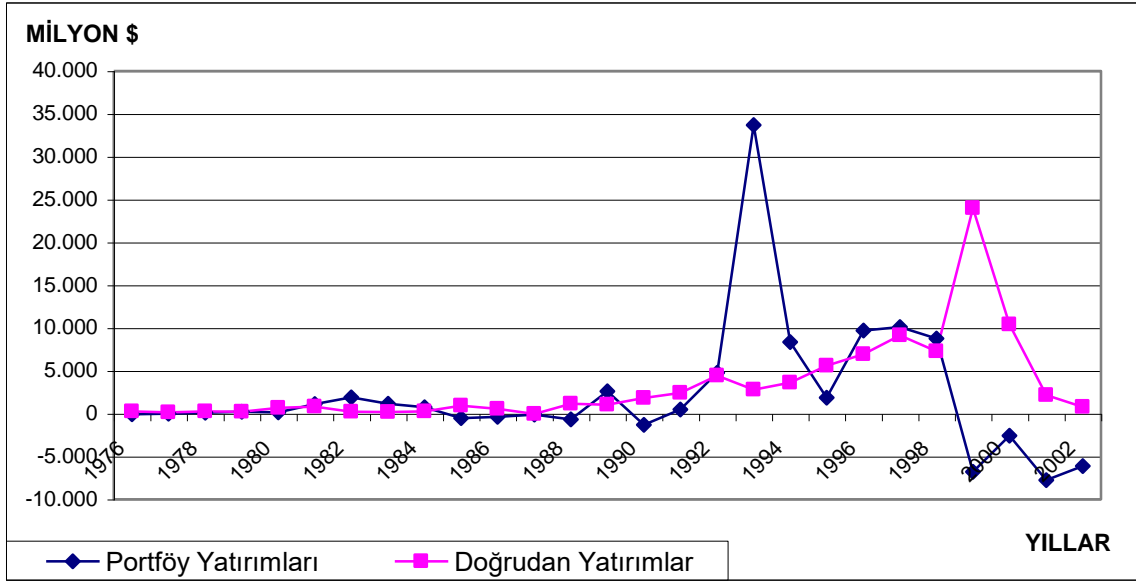
<sup>73</sup> Barış ÇİLOĞLU, "Arjantin Ekonomik Krizi: "Bir Arjantinli Kadar Zengin" Deyiminden Ekonomisi Çöken Arjantin'e", (Stratejik Analiz, Cilt 2, Sayı 22, Şubat 2002)

[http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html/\(17/09/2004\)](http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html/(17/09/2004))

<sup>74</sup> ÇİLOĞLU, a.g.e., [http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html/\(17/09/2004\)](http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html/(17/09/2004))



Yukarıdaki sebepler bir ülkenin krize girmesi için her ne kadar "gerekli" olsa da "yeterli" olarak görülmemektedir.



Şekil 9. Arjantin'e Yönelik Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları (1976-2002)

Kaynak: Dünya Bankası, World Development Indicators, Online 2004 verilerinden derlenmiştir.

Arjantin ekonomisini 1995 ve 1997 yıllarında zorlayan ana unsurlardan biri sermaye hareketleridir. 1990-2000 yılları arasında Arjantin'e yaklaşık 150 milyar Dolar sıcak para girişi olmuş, bu durum Arjantin ekonomisinin dengesini bozmuştur. Şekil 9'da Arjantin ekonomisine yönelik portföy ve doğrudan yatırımların miktarı görülmektedir. Özellikle 1990'lı yılların başında yoğun bir portföy yatırımı şeklinde sermaye Arjantin ekonomisine girmiştir. 1993 yılında yaklaşık 33.7 milyar dolarlık bir hareket ve izleyen yılda keskin bir düşüşle 8.4 milyar dolara inmiştir. İki yıl içerisinde ekonomiye giren ve çıkan para yaklaşık 25 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Bu miktarda sermaye hareketi, zaten dengeleri tam oturmamış bir ekonomiyi finansal bir kriz içine sokmuştur. Aynı şekilde 1997'de yaşanan Asya krizi ve 1998 Rusya krizi sonrasında Arjantin ekonomisine yönelik portföy yatırımları 1998 yılında yaklaşık olarak 8.8 Milyar dolar iken, 1999 yılında ülkeden çıkan portföy yatırımı -6.8 milyar dolar düzeyindedir. 2000 yılındaki çıkış 2.5 Milyar dolar olmuş ve Arjantin krizi olarak nitelendirilen 2001 krizinde 7.8 milyar dolarlık bir sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Arjantin, sermaye hareketlerinin yanında, 2001 yılı sonuna kadar uyguladığı ve 2001 krizinin nedeni olarak gösterilen ekonomi politikalarını, Mart 1991'de

uygulamaya konulan Konvertibilite (Cavallo) Programı ile başlatmıştır. Programın başlatıldığı sırada, Arjantin uzun yıllardır süregelen hiperenflasyonla yaşamaktaydı. Bu nedenle programın öncelikli hedefi enflasyonist süreci kırmak ve parasal istikrarı sağlamak şeklinde belirlenmişti. Enflasyonist süreci kırmak için seçilen araç, dönemin hakim uluslararası finans paradigmasına uygun olarak para kurulu sistemi olarak belirlenmiştir<sup>75</sup>.

Konvertibilite (Cavallo) Programının temel unsurları aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.<sup>76</sup>;

- Yerel para Peso ile ABD doları arasındaki parite sabitlemiştir.
- Para basımı uluslararası rezervlerdeki net değişime bağlanmıştır.
- Merkez Bankası'nın kamuya kredi açması kanunla yasaklanmıştır.
- Kamu maliyesi alanında disiplinin sağlanması ve sürdürülmesi için siyasi çevrelerde uzlaşma sağlanmıştır.
- Yapısal reformlar ve özelleştirmeye hız verilmiştir.

1990 yılında başlayan Konvertibilite programıyla birlikte ekonomi bakanı Domingo Cavallo, Peso'yu dolara sabitlemiş hiper enflasyonu yok etmiş ve yatırımcıların güvenini yeniden tesis etmişti. Bu durum uzun sürmemiş, 1995'de Brezilya'nın sabit kur sisteminden vazgeçmesi ile Arjantin'in en büyük ihrac pazarı çok büyük oranda kapanmıştır. Özellikle, Brezilya krizi, dış ticaretinin yüzde 30'unu bu ülkeyle yapan Arjantin'in ihracatını iyice geriletmiştir. Böylesi krizler sırasında ülkelerin çoğu ya dalgalı kura geçerek maliyet yapılarını esnekletmiş ya da devalüasyona giderek yeni bir denge düzeyine geçmişlerdir. Para kurulunun varlığı nedeniyle Arjantin ekonomisinin katı yapısı bu yeni durumlara uyum sağlayamamıştır. Aynı dönemde doların uluslararası piyasalarda değer kazanıp satın alma gücünün artması Arjantin Pesosunu da etkilemiş, kısa vadede Arjantinli tüketicinin satın alma gücü artmış, fakat üreticiler rekabet güçleri azaldığı için ücretleri ödeyemez hale

<sup>75</sup>Mehmet ARSLAN, “IMF – Krizler Ve Türkiye”, (Stratejik Analiz Dergisi, Haziran 2001, Sayı:14), [http://www.avsam.org/turkce/yayinlar/stratejikanaliz/makale/makalestran14.htm#\\_edn12\(14/10/2004\)](http://www.avsam.org/turkce/yayinlar/stratejikanaliz/makale/makalestran14.htm#_edn12(14/10/2004))

<sup>76</sup>E. Alpan İNAN, “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”, (Bankacılar dergisi, Sayı 42, 2002),s,58. [http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi42/Alpan%20Inan\\_.doc\(12.10.2004\)](http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi42/Alpan%20Inan_.doc(12.10.2004)).

gelmişler, ya iflas etmişler ya da küçülme yoluna gitmişlerdir<sup>77</sup>. Arjantin ve Brezilya Mercusor, Latin Amerika serbest ticaret birliği üyesidirler. Peso'daki reel değer artışı Arjantin'in ihracatını azaltmıştır. Üç yıl %0 büyüme ülkeyi krizin eşiğine getirmiş; kamu borçları hızla artmış, yatırımlar hızla düşmüş, ve işsizlik %20'lere ulaşmıştır.<sup>78</sup>

10 senedir dolara eşitlenmiş durumdaki Pesonun ihracatta rekabet gücünü azaltması ve ekonomik büyümeyi engellemesi nedeniyle; sadece dış ticaret işlemlerinde geçerli olmak üzere, 18 Haziran 2001'den itibaren kur, 1Peso=0.5€+0.5\$ olarak belirlenmiştir. Ancak alınan kararın ciddi bir devalüasyonu tetikleyeceği endişeleriyle mali piyasalar dalgalanmaya başlamıştır. Cavallo mevcut döviz rejiminden vazgeçilmediği ve kararın kesinlikle devalüasyon olmadığı şeklinde açıklamalar yaparak piyasaya güven vermeye çalışırken, ABD ve IMF'den de bu doğrultuda destek mesajları gelmiştir.<sup>79</sup>

2001 Temmuz ayı başında IMF'den hedeflerin gerçekleştirilebilmesi için kamu harcamalarında daha fazla kesintiye gidilmesi ve vergi toplama konusunda daha etkin olunması gerektiği yönünde açıklamalar gelmeye başlamıştı. Bu arada resmi işsizlik oranı %17 ile rekor düzeye ulaşırken, Haziran ayı vergi gelirlerinin önceki döneme göre %5 düşüş gösterdiği açıklanmıştır. Bir taraftan gelirlerin arttırılamaması, harcamalarda kısıntı sağlanamaması nedeniyle artan bütçe açığı ve olası yüksek bir devalüasyon nedeniyle ülkenin borçlarını ödeyemeyeceği tedirginliği, diğer taraftan beklenen iyileşmenin bir türlü sağlanamaması ve Cavallo'nun sağlık sorunları nedeniyle Başkan De la Rúa'nın istifa edebileceği endişeleri ile borsa son 2 yılın en büyük düşüşünü göstermiştir. İnterbank O/N faiz oranları %12'den %45'lere fırlamış, hazinenin 3 ay vadeli 850 milyon dolar tutarlı bono ihracında faiz, beklentileri aşarak %14 olmuş ve ülkeden fon çıkışı başlamıştır. Bu arada Haziran'da %16 ile takas edilen bonoların faizi

<sup>77</sup> “Arjantin ve Türkiye Ekonomik Krizleri” <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi9/arjant%C4%B0n.Htm>(17.03.2005)

<sup>78</sup> ARSLAN, a.g.e., [http://www.avsam.org/turkce/yayinlar/stratejikanaliz/makale/makalestran14.htm#\\_edn12](http://www.avsam.org/turkce/yayinlar/stratejikanaliz/makale/makalestran14.htm#_edn12)(14/10/2004).

<sup>79</sup> Finansal Kurumlar Müdürlüğü Kredi Analiz ve Araştırma “Arjantin Ekonomisi 1990'lar” (Garanti Dergisi, Ağustos 2001) [http://www.garanti.com.tr/anasayfa/garanti\\_dergisi/agustos2001/dunyada\\_ekonomi.html](http://www.garanti.com.tr/anasayfa/garanti_dergisi/agustos2001/dunyada_ekonomi.html) Arjantin Krizi (17.10.2004)

%35'e dayanmıştır. Ekonomide yaşanan bu olumsuz gelişmeler üzerine uluslararası derecelendirme kuruluşları da ülke notunu B-'ye düşürmüşlerdir.<sup>80</sup>

Bütün bu gelişmeler neticesinde Arjantin ekonomisi 2001 yılında kendini finansal bir krizin içinde bulmuştur. Arjantin'in yaşadığı bu kriz Türkiye'yi de etkilemiştir. O dönemde bir ekonomik program yürüten Türkiye, finans çevrelerinin Türkiye ve Arjantin'i benzer ekonomik yapıda ülkeler olarak görmesi nedeniyle Türkiye Arjantin'in yaşadığı krizin etkilerini hissetmiştir.

Arjantin, 1900'lerin başında yer altı kaynaklarının zenginliği ve verimli toprakların çokluğu nedeniyle parlak bir gelecek vaat eden bir ülke görünümündeydi. 2000'lerin başında Arjantin ekonomisinin geldiği bu durumu ise o yıllarda herhalde kimse öngörememiştir.

Arjantin'in kalkınma macerasındaki en büyük zaafı yabancı sermayeye bağımlı olarak büyümesi oldu. Yabancı sermayeye sırt çevrilen yıllarda ise yerli sanayi üretimi verimliliğini arttıramadı, gelişmiş sanayi ülkelerinin düzeyine gelememiştir. Bu durum özellikle 1970'lerden itibaren şiddetle fiyat düzeyine yansımış ve hiperenflasyon, hiperenflasyonu söndürmeye çalışırken de yüksek işsizlik ortaya çıkmıştır. Arjantin örneği bize göstermiştir ki, sanayisi gelişmemiş bir ülkenin krizden korunmasının yolu da aslında pek yoktur<sup>81</sup>. Parasal tedbirler alarak günü kurtarmaya çalışmak, yapısal düzenlemeleri yapmadan bir anlam ifade etmemektedir. Arjantin ekonomisini sağlam temeller üzerine oturtmadan ve dışa bağımlılığını azaltmadan yapacağı düzenlemeler gelecekte yeni krizlerin oluşmasını ortadan tamamen kaldırıcı özellikle taşımamaktadır.

<sup>80</sup> Finansal Kurumlar Müdürlüğü Kredi Analiz ve Araştırma “**Arjantin Ekonomisi 1990'lar**” (Garanti Dergisi, Ağustos 2001) [http://www.garanti.com.tr/anasayfa/garanti\\_dergisi/agustos2001/dunyada\\_ekonomi.html](http://www.garanti.com.tr/anasayfa/garanti_dergisi/agustos2001/dunyada_ekonomi.html) Arjantin Krizi (17.10.2004)

<sup>81</sup> Ali Sina ÖNDER, “**Bir Krizin Anatomisi: 1930'dan Günümüze ARJANTİN KALKINMASI**”, Orta Doğu Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü (Mayıs 2002), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/AliSinaOnder.htm> (03.02.2005)

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAYAN MODELLER VE FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCEDEN TAHMİN EDİLMESİ

#### I. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK GELENEKSEL TEORİLER

1970'lerin başından itibaren yaşanan finansal krizleri açıklamaya yönelik başlıca yaklaşım ve teoriler; aşırı borç birikimi, bankacılıkta yaşanan panik, belirsizlik teorisi, kredi tayinlaması (sınırlandırılması) teorisi, asimetrik bilgi teorisi olarak sayılabilir.

##### A) AŞIRI BORÇ BİRİKİMİ

Fisher, Kinleberger, Minsky gibi ekonomistlerin belirttiği üzere, gerek firmaların gerekse ülkelerin hızlı büyüme dönemlerinde aşırı bir borç birikimi oluşmaktadır. Bu borç birikimi finansal krizin meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadır.<sup>82</sup>

Finansal krizlerin parasal büyüklükler üzerindeki etkisi nedeniyle önemli olduğunu söyleyen parasalcı yaklaşıma kanıt olarak bu yaklaşım, finansal krizleri daha önce yaşanan aşırı genişlemenin zorunlu bir sonucu olan konjoktürün tepedeki dönüm noktasının temel unsurlarından birisi olarak görmektedir.<sup>83</sup> Fisher'e göre konjoktürdeki aşağıya dönüş, iki temel faktör ile açıklanabilir: Aşırı-borçluluk ve deflasyon. Konjoktürde daha önce ortaya çıkan yukarı doğru çıkışa, ekonominin kilit sektörlerinde kârlı yatırım fırsatlarına yol açan bir dışsal olay neden olmaktadır. Bu dışsal şok üretim ve fiyat artışlarına yol açarak anılan sektörlerde yeni yatırımları teşvik eder. Kârlarla birlikte artan fiyatlar, daha fazla yatırımı teşvik

<sup>82</sup> AKDIŞ, a.g.e.,s.92.

<sup>83</sup> Koray DUMAN, "Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması"(Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi, Sayı:4, 2002),s.134.

<http://www.akdeniz.edu.tr/iibf/yeni/genel/dergi/Sayi04/10Duman.pdf>, (01.02.2005)

ettiği gibi, sermaye kazançları için spekülasyonu da teşvik eder. Esas itibarıyla banka kredisi ile karşılanan ve bütünüyle borçla finanse edilen bu süreç, mevduatı ve para arzını artırarak fiyatları yükseltir. Fiyatların artışı nominal borçtaki artışı telafi edip, mevcut borcun reel değerini düşürür ve daha fazla borçlanmayı teşvik eder. Bu süreç genel bir aşırı borçluluk durumuna yani ödeyebilirliği yitirme yeteneğinin gereksiz arttığı borçluluk durumuna kadar sürer.<sup>84</sup>

Kindleberger ise tarihten bazı örnekler vererek Fischer'i izlemektedir. Kindleberger yukarıya doğru giden trendde bankaların yeterli risk karşılığı ayırmamasının ve varlık piyasalarında yatırımcılar arasında yüksek derecede bir spekülatif faaliyete yol açan canlılığın önemine değinmektedir. Paranın değerlenmesi ve deflasyon, veya paranın değer yitirmesi ve enflasyon, iflaslar, bankaların kapanması ve para arzındaki değişimler ile birbirine bağlanabilir.<sup>85</sup>

## B ) BANKACILIKTA YAŞANAN PANİK

Friedman, Schwartz, Cagan gibi monetaristler tarafından ileri sürülen bu teoriye göre yüksek enflasyon bankacılık sektöründe paniğe yol açmaktadır. Bu durumda , uygulanan sıkı para politikasının ekonomi üzerindeki etkisi azalmaktadır.<sup>86</sup>

Friedman ve Schwartz ile onları izleyen Cagan finansal krizleri bankacılık panikleri ile açıklamaktadır. Friedman ve Schwartz ABD'nin parasal tarihine ilişkin önemli çalışmalarında ABD'de parasal istikrarın sağlanmasında bankacılık paniklerinin rolüne özel bir önem vermişlerdir. Onlara göre bankacılık panikleri, para arzı üzerindeki etkileri ve buna bağlı olarak da ekonomik faaliyeti etkilemeleri nedeniyle önemlidir<sup>87</sup>. Bankacılık panikleri, para arzındaki daralmanın en önemli kaynaklarından birisi olduğu için, genel ekonomik faaliyette daralmaya yol açmaktadır ve bu daralmanın sonucunda ortaya çıkan likidite sıkışması beraberinde krizleri ortaya çıkarmaktadır.

<sup>84</sup> Stanley FISCHER, "**Indexing and Inflation**", (NBER Workink Paper No: 670 May 1981), <http://papers.nber.org/papers/w0670.pdf> (27.07.2005)

<sup>85</sup> DUMAN, a.g.e.,s.134.

<sup>86</sup> Murad KAYACAN,Oral ERDOĞAN,Efser UYTUN,Levent ÖZEN, "**Güneydoğu Asya Krizi Türkiye Ekonomisi ve İMKB'ye Etkileri**", (İMKB Araştırma Müdürlüğü. 21.04.1998),s.2.

<sup>87</sup> DUMAN,a.g.e.,s.135.

### C ) BELİRSİZLİK TEORİSİ

Geleceğe ilişkin beklentilerin açıklanmadığı durumlarda karar verme üzerine yoğunlaşan belirsizlik teorisi Knight, Keynes, Schumpeter ve daha sonra Meltzer, Guttentag, Herring tarafından tartışılmıştır. Teori gelecekteki getirilerin, olasılık dağılımları ile modellenemediği koşullarda karar almanın önemini vurgulamaktadır. Bu ekonomistler, finansal krizlerin tatmin edici bir şekilde açıklanmasında belirsizliği tek faktör olarak ele almamakla birlikte, zorunlu bir unsur olarak görmektedir.<sup>88</sup>

### D ) KREDİ TAYINLAMASI (SINIRLANDIRILMASI) TEORİSİ

Bu teoride, kredi tayinlamasının sıkı kurallara bağlı olduğu bir dönemin ardından, bu kısıtlamaların hızlı bir şekilde kaldırılmasına bağlı olarak kredi talebindeki ani ve hızlı artışlar finansal krizlerin sebebi olarak görülmektedir.<sup>89</sup>

Bankaların beklediği getiri, verilen ödünçlerin geri dönme olasılığına bağlı olmaktadır. Yani bankalar geri alabileceği kredileri vermeyi tercih etmektedir. Ancak bankalar bazı durumlarda verdikleri kredileri tahsil edememe durumu ile de karşı karşıya kalabilir. Çünkü bankaların kredi verdiği kişileri denetlemesi zordur ve bunu yapabilmek için kredi tayinlamasına gidilmektedir. Eğer faiz oranları yükseldiğinde kredi talep edenler, istedikleri projeyi seçebilseler, başarısız olma olasılığı yüksek olan projeleri seçeceklerdir (çünkü riskli projeler başarı durumunda yüksek getiri sağlayacaklardır). Eğer proje başarıya ulaşırsa, borçlanan kimsenin getirisi kredinin maliyetinin üzerinde kalan tüm kısmı olurken, bankanın getirisi, gerçek getirinin faiz ödemesini hangi dereceye kadar aştığına bakılmaksızın, ana para ve faiz olacaktır<sup>90</sup>. Diğer yandan eğer proje başarısız olursa; banka müşteri teminatı düşüldükten sonraki tüm kaybı üstlenirken, borçlu eğer bir teminat gösterdiyse onu kaybedecektir. Bu nedenle, kredi kullanan kimsenin beklenen getirisi projenin riskinin artan bir fonksiyonu iken; bankanın beklenen getirisi bu riskin azalan bir fonksiyonudur.

Yüksek faiz, bu faiz oranlarını geri ödemek için daha riskli projeler gerektirdiği için, bankaların tercih edeceği risk düzeyi daha düşük güvenli

<sup>88</sup> KAYACAN ve diğerleri, a.g.e.,s2.

<sup>89</sup> AKDIŞ,a.g.e.,s.92.

<sup>90</sup> DUMAN,a.g.e.,s.136.

müşterileri caydıracaktır. Bu tersine seçim etkisi, teşvik etkisiyle daha da güçlenecek ve sonuç olarak bankalar yükselen kredi talebine karşılık faiz oranlarını yükseltmeyeceklerdir. Böylece, faiz oranları yükseldikçe, belli bir gruba kredi vermekten dolayı bankanın beklenen getirisi sınırlandırılmış maksimuma sahip değer olacaktır. Bu durumda, banka, kredilere olan fazla talebe faiz oranlarını yükselterek değil de, borçlanmak isteyenleri seleksiyona uğratarak cevap verecektir. Böylece faiz oranları kıt kredi kaynaklarını en verimli şekilde karlılığa göre tahsis eden bir mekanizma değil de, kıt kredi kaynaklarını borçlananların kredibilitesine göre seleksiyona uğratan bir mekanizma şeklinde işleyecektir. Bu analize dayanarak, Stiglitz ve Weis, bazı kredi talep eden grupların yatırımlarının beklenen verimliliği kredi alan gruplardan daha yüksek olmasına rağmen kredi piyasasının dışına itilebileceklerini öngörmüşlerdir<sup>91</sup>.

#### E ) ASİMETRİK BİLGİ PROBLEMİ TEORİSİ

Mishkin, finansal sistemin işlevini tam anlamıyla yerine getirememesinin nedeni olarak asimetrik bilgiyi görmektedir. Kredi alacak kişi veya kurum mali durumu hakkında kredi verecek kurumun bildiğinden daha fazla bilgiye sahiptir. Bu nedenle kredi veren kurumlar asimetrik bilgi problemini çözebilmek için teminat isterler. Bu sayede asimetrik bilgiden doğabilecek kayıplarını en aza indirebileceklerdir. Ancak finansal istikrarsızlığın olduğu dönemlerde teminat olarak alınan varlığında, değerinde düşmeler olabileceği gerçeğiyle yine bir kayıp söz konusu olacaktır. Bu nedenle finansal sistemde kredi veren kurumlar ve alan kurumlar arasında ortaya çıkan bu asimetrik bilgi problemi finansal sistemi istikrarsızlığa götürebilecektir. Finansal piyasa asimetrik bilginin ortaya çıkmasından dolayı etkin olarak çalışamayacak ve bir kriz olasılığını artıracaktır.<sup>92</sup>

George Akerlof, otomobil piyasalarında asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan limon probleminin finansal piyasalar için de geçerli olabileceğini öne sürdüğü

<sup>91</sup> Joseph STIGLITS, Veiss ANDREW, “**Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**” (American Economic Review Vol. No:71, No:3, June 1981), s.394.  
[http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198106%2971%3A3%3C393%3ACRIMWI%3E2.0.CO%3B2-0\(01.08.2005\).](http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198106%2971%3A3%3C393%3ACRIMWI%3E2.0.CO%3B2-0(01.08.2005).)

<sup>92</sup> Frederic S.MISKIN, “**Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries**”(Working Paper No:8087 January 2001), s.6. <http://papers.nber.org/papers/w8087.pdf>



makalesinde, bu piyasaların etkin çalışabilmesi için kamu müdahalesinin gerekli olduğunu savunmuştur. Burada limon, Amerikan argosunda ikinci el piyasadan satın alınan otomobil anlamında kullanılmaktadır. Bu piyasada otomobil alıcıları alacakları otomobilin durumunu tam olarak bilmemekte, fakat satıcılar arabalarının iyi durumda mı yoksa, sorunlu mu olduğunu bilmektedir. Yani taraflar arasında asimetrik bilgi hüküm sürmektedir. Bu tür bir piyasanın işleyişinin finansal piyasalarda da olabileceğini ileri süren Akerlof sağlık sigortası piyasasında 65 yaşın üzerindeki çok zor poliçe satın alması, yüksek de olsa neden piyasayı dengeye getirecek bir fiyatın oluşmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Akerlof'un deyimi ile, 65 yaş üstü müşterilerin limon olma ihtimalinin yüksekliği nedeniyle arz talep dengesi hiçbir fiyatta oluşmaz.<sup>93</sup>

Finansal piyasalarda asimetrik bilgi, bazı borçluların almış olduğu ödünçleri geri ödememe olasılığına bağlı olarak kredi tayinlemesine da neden olmaktadır. Örneğin, riskli bir yatırım projesini finanse etmek isteyen bir borçlu, faiz oranları yükselince borcunu geri ödemek istemeyecektir. Eğer borç veren kişi, oldukça yüksek bir risk içeren bu yatırım projesini finanse etmek isteyen borçlu hakkında fazla bilgiye sahip değilse, vermiş olduğu ödünç miktarını azaltacaktır. Bu da arz edilen kredinin üzerinde bir kredi talebi yaratarak, faiz oranlarını daha da artıracaktır.<sup>94</sup>

## II. FİNANSAL KRİZLERİ AÇIKLAMAYA YÖNELİK MODELLER

Finansal krizleri açıklamaya yönelik çeşitli dönemlerde yaşanan krizlere paralel olarak değişik modeller geliştirilmiştir. Geliştirilen bu modelleri, birinci nesil modeller (kanonikal), ikinci nesil modeller ve bulaşıcı kriz modelleri olmak üzere üç grupta incelemek mümkündür.

### A) BİRİNCİ NESİL MODELLER (KANONİKAL KRİZ MODELİ)

Krugman'ın 1979 ve Flood ve Garber'in 1984 yıllarındaki çalışmalarıyla ortaya çıkan birinci nesil modeller krizleri arbitrajdan doğan spekülasyon atakları olarak

<sup>93</sup>Gökhan KARABULUT, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri", (Der Yayınları 328- İstanbul, 2002),s.6.

<sup>94</sup> STIGLITS, ANDREW, a.g.e. s.395.

tanımlar.1973-1982 yılları arasında Meksika ve diğer Latin Amerika Ülkelerinde ortaya çıkan para krizlerine dayanan modelde, söz konusu ülkelerin bütçe açıkları nedeniyle sürekli olarak borçlanma ihtiyaçları, bununla birlikte sabit döviz kuru sistemini sürdürmeleri neticesinde Merkez bankası rezervlerinin sürekli olarak azalması üzerine odaklanmışlardır.<sup>95</sup> Bu modele göre, hükümetin bütçe açıklarını kapatmak amacıyla senyaroja\* olan gereksinimi , sabit döviz kuru sisteminin çöküş nedenidir<sup>96</sup>. Krugman'ın geliştirdiği kanonikal Kriz modelinde sabit döviz kuru sistemi geçerli iken, iç kredi hacminin para talebinden daha fazla artması, yavaş ancak sürekli olarak ülkenin uluslararası rezervlerinin azalmasına bunun sonucunda da ülke parasına yönelik spekülatif saldırılara neden olmaktadır.

Krugman'a göre, ekonominin temel göstergelerinin sürekli kötüleşmesinin sabit döviz kurunu sürdürme amacıyla çatışması krize neden olur. Bu çatışmada eğer Merkez Bankası'nın yeterli döviz rezervi varsa bu çatışma geçici olarak telafi edilebilmektedir. Ancak eğer Merkez Bankası rezervleri yetersiz ise ya da zamanla yetersiz seviyelere gelirse o zaman spekülâtörler atağa geçerek merkez bankasını zor duruma düşürebilmektedirler<sup>97</sup>. Krugman'ın modeline göre, sorunların kökeninde, ya mali açıkları finanse etmek amacıyla para basmak ya da zayıf bankacılık sistemine kaynak sağlamak amacıyla genişleyen iç kredi hacmi vardır. Model hükümetin sermaye piyasalarında borçlanma olanağının olmaması durumunda, harcamalarını ve açıklarını parasallaştırmak zorunda kalacağını varsayar. Bu çerçevede faiz oranı parite koşulu ülkeden sermaye çıkışına ve ülkenin rezervlerinin sürekli olarak azalmasına neden olur. Bu sürecin sonunda da rezervler spekülâtif saldırıların başlayacağı bir düzeye iner ve sonunda yetkililerin döviz kurunu sürdürmeleri olanaksız hale gelir.

<sup>95</sup> Roberto MARIANO, Tayyeb SHABBIR, Nihat Bulent GULTEKİN, "Financial Crises in South East Asia", (Working draft September 2001 ) [http://www.research.smu.edu.sg/wsrc/pdfs/Gultekin-Mariano-Shabbir\\_FinancialCrisisSEA.pdf](http://www.research.smu.edu.sg/wsrc/pdfs/Gultekin-Mariano-Shabbir_FinancialCrisisSEA.pdf). (25.07.2005),s. 2.

\* **Senyoroj**, en basit anlamda paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değer arasındaki farktır. Bu fark devletin kasasına gelir olarak girmektedir. Böylece devlet vergi toplamadan ya da borçlanmadan harcamalarının bir kısmını karşılayabilmektedir. Altın para sisteminde de söz konusu olmakla birlikte kağıt para sistemini uygulanmasıyla devlet için önemli bir gelir kaynağı haline gelmiştir. Devlet tarafından basılan kağıt paranın maliyetinin çok düşük olması nedeniyle, maliyet ile yazılı değer arasındaki fark çok daha yüksek olmaktadır. Devlet paranın üzerinde yazılı değeri kullanarak mal ya da hizmet alabilmektedir. Günümüzde özellikle de az gelişmiş ülkeler için en önemli ve zorunlu gelir kaynaklarından birisi haline gelmiştir.

<sup>96</sup> Özer, a.g.e., s.55.

<sup>97</sup> AKMAN,a.g.e.,s.45.

## B) İKİNCİ NESİL MODELLER

Kanonikal Kriz Modelinde, hükümetlerin dış dengeleri göz önüne almadan bütçe açıklarını sürekli bir şekilde emisyonla kapattıkları , Merkez Bankası'nın döviz kurunu sürdürmek için sahip olduğu döviz rezervlerini sonuna kadar kullanmak gibi çok da gerçekçi olmayan varsayımlar bulunmaktadır. Bu eksiklikler birinci nesil modelin açıklamalarına duyulan güveni sarsmıştır.<sup>98</sup>

Krugman'ın sürdürülemez düzeydeki sabit kurun mutlaka terk edileceğini öngören modeli genel olarak finansal, özel olarak da para krizlerini anlamada bir ilk adım olarak oldukça önemlidir. Bu model sonraları bir taraftan farklı boyutlarda geliştirilirken, bir taraftan da eleştirilere konu olmuştur. Modele yönelik eleştiriler sonucu, makroekonomik politika problemlerine vurgu yapan ikinci nesil modeller geliştirilmiştir. İkinci nesil modellerde, makroekonomik politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili beklentilerde ortaya çıkan ani değişiklikler, krizleri yaratan neden olarak gösterilmiştir.<sup>99</sup>

Hükümetlerin döviz kurlarını değiştirmeleri için yurtiçi piyasalarda bazı şeylerin gerçekten düzeltilmesine ihtiyaç duyulması gerekir. Bunun birinci ve en açık nedeni büyük miktarlara varan ve sabit kur uygulandığı için bir türlü sona erdirilemeyen iç borçlanmalardır. Diğerleri ise ülkenin aşağı yönde katı nominal ücret yapısına bağlı olarak yaşadığı yüksek oranlarda işsizlik sorunudur. Hükümetler bu konuda genişletici para politikaları uygulamak ister fakat diğer taraftan sabit kur rejimi olduğu için bunu yapamazlar. Son olarak kamuoyunun güvensizliği sabit kuru korumayı veya sürdürmeyi daha da zorlaştırmaktadır. Örneğin; tasarruf sahipleri paranın değer kaybını gözönüne alarak, yüksek faiz oranı talep etmeye başlarlar ve bu da mevcut borç yükünü arttırır , bu artış karşısında artık devalüasyon yapmadan sorunun üstesinden gelmek mümkün olamaz. Aynı zamanda işçi sendikaları olmasını bekledikleri devalüasyonu gözönüne alarak ücret düzeylerini öyle yüksek tespit ederler ki, artık ülke sanayinin kaybolan uluslar arası rekabet gücünü tekrar kazanabilmesi için mutlaka devalüasyon yapılması gerekir.<sup>100</sup>

<sup>98</sup> Muhammet AKDİŞ “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler” [http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m\\_akdis.htm\(02.03.2005\)](http://www.ceterisparibus.net/arsiv/m_akdis.htm(02.03.2005))

<sup>99</sup> Güven DELİCE, “Finansal Krizler: Torik ve Tarihsel Bir Perspektif”, (Erciyes Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı: 20, Ocak-Haziran 2003),s.65. <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi20/delice.pdf> (01.08.2005).

<sup>100</sup> AKMAN,a.g.e.,s.24.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yoğunlukla yaşanan makroekonomik dengesizlik ve sıkıntılar bu ülkelerde yaşanan krizlerin nedeni olarak gösterilmiştir. Özellikle uygulanan ekonomik politikalarda ortaya çıkan belirsizlikler ve kamu oyunda oluşan olumsuz beklentiler ülkelerin krize girmesinde ve krizin etkilerinin büyüklüğünde önemli bir etmen olmaktadır. Hatırlanacağı gibi, özellikle yaşanan 2001 krizinde Türkiye'nin uygulamış olduğu ekonomik programa karşı yurtiçi ve dışında ortaya çıkan güven eksikliği yaşanan krizin temel nedenlerinden biri olarak gösterilmiştir.

### C ) BULAŞICI KRİZ MODELLERİ

1990'lı yıllarda ortaya çıkan finansal krizler üç bölgesel dalgalanmaya neden olmuştur. Bunlar 1992-93 yıllarında Avrupa'yı etkileyen ERM krizi, 1994-95 yıllarında Meksika'da ortaya çıkan ve Latin Amerika ülkelerini etkileyen Tekila Krizi ve 1997 'de başlayan bir çok açıdan halen etkisini gösteren Güneydoğu Asya krizidir<sup>101</sup>. Bu krizlerin ortak özelliklerinden birisi bulaşıcı nitelikte olmalarıdır.

Bu krizlerin bulaşıcı etkilerinden dolayı, bu krizleri analiz etmeye yönelik olarak geliştirilen modeller, birinci ve ikinci nesil modellerden bazı açılardan farklılık gösterir. Her şeyden önce bu modeller herhangi bir ülkede ortaya çıkan krizi başka ülkelerle ilişkilendirirler.

Finansal şokların yayılması yeni bir olgu olmamakla birlikte, burada ilgi çeken nokta, ortaya çıkan finansal şokun o ülkeden çok uzaklarda hiç ilgisi olmayan başka bir ülkede büyük ve yıkıcı etkiler yapabilmesidir<sup>102</sup>. Türkiye bu etkiyi Arjantin krizinde çok net olarak yaşamıştır. Hatırlanacağı gibi, o dönemde Arjantin'de meydana gelen ekonomik kriz bizi oldukça fazla etkilemişti. Bizim piyasalarımızda meydana gelen karışıklık Arjantin'de ortaya çıkan krize bağlanmıştı.

Bulaşıcı kriz modellerinde, kriz değişik nedenlerden doğabilmekte ve kavramsal olarak iki şekilde ele alınmaktadır<sup>103</sup>.

<sup>101</sup> Kristin FORBES and Roberto RİGOBON, “**No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co- Movements**”, (NBER Working Paper, No:7267, Kasım 2001),s.2. <http://papers.nber.org/papers/w7267.pdf>.(27.02.2005).

<sup>102</sup> Sebastian EDWARDS, “**Contagion**”, (1999 World Economy Lecture, Nisan 2000),s.3. [http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world\\_economy5.pdf](http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world_economy5.pdf) (03.05.2005).

<sup>103</sup> Rudiger DORNBUSCH, Yung Chul PARK, Stijin CLAESSENS, “**Contagion: How It Spreads And How It Can Be Stopped**”, (19 Mayıs 2000),s.4. <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/documents/Claessens-Dornbusch-Park.pdf> (21.11.2004)

Bunlardan birincisi, ekonomiler ve piyasalar arasındaki birbirine bağımlılıktan kaynaklanan bulaşmayı vurgulamaktadır. Buna göre ortaya çıkan şokların, ister yerel isterse global olsun, ülkeler arasındaki reel ve finansal bağlantılar nedeniyle birbirlerini etkiledikleridir. Calvo ve Reinhart , krizlerin bu türden yayılmasını “ fundamentals-based contagion” temele dayalı bulaşma olarak nitelendirmişlerdir. Örneğin; Güneydoğu Asya ülkelerinin farklı oranlarda spekülâtif müdahalelere maruz kalmalarının nedeni, dünya pazarlarına benzer ürünleri ihraç ediyor olmalarıdır. Tayland Baht’ındaki devalüasyon, Malezya’nın ihracatı üzerinde bir baskı unsuru oluşturmuş ve zamanla ülkeyi krizin içine çekmiştir. 1992-93 yıllarında Avrupa’da görülen para krizinde de rekabete dayalı devalüasyon etkeninden söz etmekte yarar vardır. Sterlin’in devalüasyonu Fransa’nın dış ticaretini ve istihdamını olumsuz etkilemiş, ya da zamanla etkileyeceği düşünülmüştür, böylelikle Fransız hükümeti üzerindeki sabit kur rejiminin terkedilmesine yönelik baskılar artmıştır.

Bulaşıcı kriz modellerinde bulaşmanın ikinci şekli, makroekonomik ve temel değişkenlerden kaynaklanmayan ancak yatırımcıların ya da finansal kurumların davranışları sonucu ortaya çıkan finansal krizleri içermektedir. Bu tür bulaşma, bir ülkede meydana gelen krizden dolayı yatırımcıların ya da finansal kurumların diğer ülkelerden de yatırımlarını çekmeleri sonucu ortaya çıkmaktadır. Bunun sonucu olarak finansal anlamda sıkıntı yaşamayan bir ülke sermaye hareketlerinden dolayı bir finansal krizle karşı karşıya kalabilmektedir.

Bulaşma etkisi, temel olarak ülkeler arasındaki reel ve finansal bağlardan ya da yatırımcıların farklı ülkeleri aynı risk grubunda değerlendirmeleri neticesinde ortaya çıkmaktadır. Özellikle 1990’lı yıllardan sonra yaşanan finansal krizlerde yabancı yatırımcılar, bulaşma etkisiyle açıklanan şekliyle farklı ülkeleri sermaye hareketleriyle krizlerin içersine itmişlerdir.

### **III. FİNANSAL KRİZLERİN ÖNCE DEN TAHMİN EDİLMESİ**

Finansal krizlerin önceden tahmin edilmesine yönelik bir çok çalışma yapılmıştır. Bunlar temel olarak krizlerin kökenlerini ve bekleyişleri ölçen modeller,

kriz olasılığını tahmin etmeyi amaçlayan probit modeller ve sinyal yakalama modelleri olarak sayılabilir<sup>104</sup>.

Bu çalışmada bu modeller arasından, Graciela Kaminsky, Soul Lizondo ve Carmen M. Reinhart tarafından uygulanan “Sinyal Yaklaşımı” metodu ele alınmıştır. 1970 ve 1995 yılları arasında 15 gelişmekte olan ülke ile 5 gelişmiş ülke üzerinde meydana gelen 76 kriz üzerinde çalışarak bu metodu uygulamışlardır. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (KLR) çalışmalarında kullandıkları göstergeleri altı (6) başlık altında toplamışlardır. Bunlar<sup>105</sup>;

#### **Ülke dışıyla ilişkili değişkenler,**

- *Sermaye Hesabı*; Uluslararası Rezervler/ İthalat, Rezervlerin Gelişimi, Net Yabancı Varlıklar/M<sub>1</sub>, Kısa Dönemli Sermaye Akışı/Gayri Safi Milli Hasıla Yurtiçi Ve Yurtdışı Faiz Oranları Arasındaki Farklar,
- *Borçlanma Profili*; Dış Yardımlar, Dış Borç /GSMH, Kamu Borcu /GSMH
- *Cari İşlemler Hesabı*; Reel Döviz Kuru Üzerindeki Değişiklikler, Reel Döviz Kurunun Seviyesi, Ticaret Dengesi/GSMH, İhracat/İthalat, İthalat Ve İhracattaki Değişmeler, Yatırımlar / GSMH, İhracat Fiyatlarındaki Değişmeler,
- *Uluslararası Değişkenler*; Uluslararası Faiz Oranları, A.B.D Faiz Oranları, Fiyat Seviyeleri,

#### **Finansla İlgili Değişkenler,**

- *Finansal Açıklık*; Reel Faiz Oranları, Kredi Gelişimi, Banka Borç-Mevduat Faiz Oranları Arasındaki Fark,
- *Diğer Finansal Değişkenler*; Merkez Bankasını Bankacılık Kesimine Aktardığı Krediler, Para Talebi Ve Arzı Arasındaki Boşluk, Tahvil Getirileri, Enflasyon, Banka Mevduatlarındaki Değişiklikler,

<sup>104</sup> Timur Han Gür, Ayhan Tosuner, “**Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri**”, (H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 20, Sayı 1, 2002),s.17.

<sup>105</sup> Graciela KAMINSKY, Soul LIZONDO, Carmen M. REINHART, “**Leading Indicators Of Currency Crises**”, [http://econ.worldbank.org/files/11594\\_wps1852.pdf](http://econ.worldbank.org/files/11594_wps1852.pdf) (29.03.2005)

**Reel Sektör,** Reel GSMH Büyüme Oranı, Hisse Senedi Fiyatlarındaki Değişmeler, Ücretlerin Gelişimi, İşsizlik Oranı, İstihdam Oranındaki Gelişme,

**Mali Değişkenler,** Mali Açık / GSMH, Kamu Sektörüne Yönelik Yurtiçi Krediler/ Toplam Kredi, Kamu Sektörüne Açılan Kredilerin Gelişimi,

**Kurumsal Ve Yapısal Faktörler,** Geçmişte Yaşanan Döviz Kuru Krizleri, Finansal Liberalleşme, Bankacılık Krizleri,

**Politik Değişkenler,** Hükümetin Seçimi Kazanması Yada Kaybetmesi, Seçime Gidilmesi, Hükümet Değişikliği, Politik İstikrarın Derecesi, Yeni Ekonomi Bakanı gibi değişkenler üzerinde durmuştur.

KLR, yapmış oldukları çalışmada yukarıda işaret edilen göstergelerin, döviz krizleri için kriz olmadan 24 ay, bankacılık krizleri için ise kriz olmadan 12 ay içinde ürettikleri sinyallerin üzerinde durmuşlardır. Sinyallerin anlam ifade edebilmeleri için karşılaştırılmaları gereken seviyeyi de eşik değer olarak adlandırmışlardır. Buna göre KLR her ülkeye ve her ekonomiye göre değişen gösterge eşik değerleri tespit etmişlerdir. Herhangi bir gösterge için eşik değer, hem çok fazla hatalı sinyal üretmeyecek hem de meydana gelebilecek krizleri kaçırmayacak bir nokta olarak tespit edilmelidir<sup>106</sup>. Eşik değerler, gösterge gözlemlerinin dağılımının yüzdesi olarak tanımlanmaktadır. Herhangi bir değişkene ilişkin bütün gözlemlenen değerlerin ortalamasının %10 aşağısı yada %10 yukarısı eşik değer olarak kabul edilir. Bu aralıkta belirlenen eşik değerden sapmalar bir kriz sinyali olarak değerlendirilmelidir.<sup>107</sup> Bu oran bazı ülkelerde %20 'ye kadar çıkabilir. Burada önemli olan sinyalin alınabilmesi için göstergenin belirlenen bu eşik değer aralığının dışına çıkmasıdır.

Sinyal yaklaşımında, hangi göstergelerin krizleri kestirmede diğerlerine göre daha iyi olduğu araştırılırken, sinyal ve kriz ilişkilerini süreyi de katarak gösterebilecek bir matris oluşturulmuştur. Bu şekilde, sinyal yaklaşımı geliştirilirken en uygun

<sup>106</sup> KAMINSKY, LIZONDO, REINHART,a.g.e., s.18.

[http://econ.worldbank.org/files/11594\\_wps1852.pdf](http://econ.worldbank.org/files/11594_wps1852.pdf) (29.03.2005),

<sup>107</sup> Ufuk BAŞOĞLU, “**Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşımı**”,

<http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk.htm>,(19.04.2005), s.6.

göstergenin bulunması için bir yöntem önerilmektedir. Göstergelerin yalnız kullanımlarında, krizi öngörmedeki başarıları bu yolla ölçülebilir<sup>108</sup>.

**Tablo.1 Göstergelerin Kriz Ölçme Olasılığı**

	KRİZ (24 Ay İçinde)	KRİZ YOK(24 Ay İçinde)
SİNYAL VAR	<b>A</b>	<b>B</b>
SİNYAL YOK	<b>C</b>	<b>D</b>

Yukarıdaki oluşturulan matrisde <sup>109</sup>,

A durumunda, gösterge sinyal veriyor göstergenin işaret ettiği gibi 24 ay içerisinde kriz meydana geliyor. Bu sinyal aynı zamanda “good signal” iyi sinyal olarak adlandırılıyor.

B durumunda, gösterge yine sinyal veriyor fakat 24 ay içinde kriz meydana gelmiyor. Bu da “bad signal” kötü sinyal olarak adlandırılıyor.

C durumunda, gösterge sinyal vermiyor ve 24 ay içinde kriz meydana geliyor.

D durumunda, gösterge sinyal vermiyor ve 24 ay içinde bir kriz meydana gelmiyor.

Bu matrise göre en iyi göstergeler A ve D göstergeleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü A’da sinyal alındıktan sonra 24 ay içinde kriz meydana gelmekte, D’de ise gösterge sinyal üretmiyor ve beraberinde 24 ay içinde göstergeye uygun olarak kriz meydana gelmemektedir. Matriste  $A > 0$  ve  $C = 0$  olduğu durumda 24 ay içerisinde kriz olmasının mümkün olduğu söylenebilir. Aynı şekilde,  $B = 0$  ve  $D > 0$  ise 24 ay içerisinde bir kriz olmasının söz konusu olmayacağını söylememiz zor olmayacaktır<sup>110</sup>.

Tablo 2’de KLR tarafından oluşturulan ve kendi çalışmalarında kullandıkları göstergelerin performanslarını yani krizi öngörmedeki başarılarını yansıtan bir tablodur.

<sup>108</sup> Andrew BERG and Catherine PATILLO, “Are Currency Crises Predictable? A Test”, (IMF Staff Papers Vol.46,No:2 June,1999),s.107. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1999/06-99/pdf/berg.pdf>. (18.10.2004)

<sup>109</sup> KAMINSKY, LIZONDO, REINHART,a.g.e.,s.18. [http://econ.worldbank.org/files/11594\\_wps1852.pdf](http://econ.worldbank.org/files/11594_wps1852.pdf) (29.03.2005)

<sup>110</sup> BAŞOĞLU,a.g.e.,<http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk.htm>,(19.04.2005) s.6.



**Tablo 2. Sinyal Yaklaşımında Göstergelerin Performansları**

	Veriye Sahip Olunan Kriz Sayısı	24 Ay İçinde Olan Krizlerin Yüzdesi	İyi Sinyallerin Olası İyi Sinyallere Yüzdesi	Kötü Sinyallerin Olası Kötü Sinyallere Yüzdesi	Kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı	Meydana Gelen Krizlerin Olası iyi sinyallere oranı
Çalışmadaki Matrisin Terimler Cinsinden İfadesi			$A/(A+C)$	$B/(B+D)$	$[B/(B+D)]/[A/(A+C)]$	$A/(A+B)$
Döviz Kuru	72	57	25	5	0,19	67
İhracat	72	85	17	7	0,42	49
Hisse Senedi Fiyatları	53	64	17	8	0,47	49
M <sub>2</sub> /Uluslar arası Rezervler	70	80	21	10	0,48	46
Çıktı	57	77	16	8	0,52	49
“Aşırı” M <sub>1</sub> Dengesi	66	61	16	8	0,52	43
Uluslar arası Rezervler	72	75	22	12	0,55	41
M <sub>2</sub> Çarpanı	70	73	20	12	0,61	40
Yerel Krediler/ GSMH	62	56	14	9	0,62	39
Reel Faiz Oranı	44	89	15	11	0,77	34
Ticaret Haddi	58	79	19	15	0,77	36
Reel Faiz Oranı Farklılıkları	42	86	11	11	0,99	29
İthalat	71	54	9	11	1,16	26
Banka Mevduatları	69	49	16	19	1,20	25
Borçlanma Oranları/ Mevduat oranları	33	67	13	22	1,69	18

Kaynak: KAMINSKY, LIZONDO, M. REINHART,a.g.e. s:37

Tabloda birinci kolonda yer alan veriler ele alınan krizlerin kaç tanesinde sözü edilen göstergelere ilişkin veri elde edildiğini göstermektedir. Örneğin; döviz kurunda ölçülen 76 kriz içerisinde 72 adet veri elde edilmiş, borçlanma oranları/mevduat oranları göstergesiyle ilgili olarakda 33 tane veri alınmıştır.

İkinci kolonda , doğru bir şekilde tahmin edilen krizlerin yüzdesi yer almaktadır. Üçüncü kolonda ise iyi sinyallerin (sinyal üretmiş ve kriz meydana gelmiş) olası iyi sinyallere oranı yer almaktadır. Bir önceki matriste yer alan “C” sinyali üretmiyor fakat kriz oluyordu. Bu nedenle onunda sinyal üretebileceği ihtimali buradaki olasılık kavramı içinde yer almaktadır. Bu kolonda yüzde değeri olarak en büyük değere sahip olan gösterge krizlerin tahmininde en başarılı sonuca ulaştıran gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır. Yine örnek vermek gerekirse; döviz kuru göstergesi ile %25 ihtimalle tahmin yapılabilirken ithalat göstergesi ile %9 ihtimalle tahmin yapılabilmektedir. Bu noktada bu sayılan göstergeler içerisinde döviz kuru göstergesinin krizleri tahmin etmede daha başarılı olduğu söylenebilir.

Tablonun dördüncü kolonuna bakıldığında , kötü sinyallerin( sinyal var ama kriz yok) olası kötü sinyallere oranının yüzdesi yer almaktadır. Burada da yüzde değeri en düşük olan gösterge yanıtma payı en düşük olan gösterge olacağından daha değerli olmaktadır. Tabloya bakıldığında döviz kuru göstergesinde %5 iken bu oran borçlanma oranları/ mevduat oranları göstergesinde %22'ye çıkmaktadır. Bu da borçlanma oranları/mevduat oranları göstergesinde daha fazla hatalı sinyal alındığını göstermektedir.

Beşinci kolonda, bir göstergelere ilişkin kötü sinyallerin iyi sinyallere oranı yer almaktadır. Kötü sinyal/ iyi sinyal denklemi ne kadar düşük olursa göstergenin üretmiş olduğu sinyallerin krizin tahmin edilmesindeki başarısı da o kadar büyük olacaktır. Bu durumda döviz kuru göstergesinde bu oran 0,19 iken borçlanma oranları/mevduat oranlarında 1,69 olarak gerçekleşmiştir ki, bu durumda bu oran verdiği iyi sinyallerin yaklaşık bir buçuk katı kadar hatalı sinyal üretmiştir. Bu durumda olan göstergeler, reel faiz oranı farkları, ithalat, banka mevduatları ve borçlanma faiz oranları /mevduat faiz oranları iyi sinyalden daha fazla kötü sinyal üretmiş olduklarından dolayı göz ardı edilebilirler. Altıncı kolonda ise, meydana gelen krizlerin olası iyi sinyallere oranı verilmiştir. Buna göre, döviz kurunda oran 67 iken, Borçlanma Oranları/ Mevduat

oranları göstergesinde oran 18 olarak gerçekleşmiştir. Oranın yüksek olması göstergenin krizleri tahmin etmekteki başarısını göstermektedir.

Bu çalışmada ayrıca göstergeler sinyal ürettikten kaç ay sonra kriz meydana geldiği de şu şekilde ifade edilmiştir.

**Tablo 3. Sinyal Yaklaşımında Öngörülen Ortalama Süreler**

<u>Göstergeler</u>	Sinyal alındıktan sonra krizin meydana gelme süresi (ay)
Döviz kuru	17
Reel Faiz Oranı	17
İthalat	16
M <sub>2</sub> Çarpanı	16
Çıktı	16
Banka Mevduatları	15
“Aşırı” M <sub>1</sub> Dengesi	15
İhracat	15
Ticaret Haddi	15
Uluslar arası Rezervler	15
Hisse senedi fiyatları	14
Reel faiz Oranı Farklılıkları	14
M <sub>2</sub> /Uluslar arası Rezervler	13
Borçlanma Oranları/ Mevduat oranları	13
Yerel Krediler/ GSMH	12

**Kaynak:** KAMINSKY, LIZONDO, M. REINHART a.g.e., s.38

KLR yaptıkları çalışmada çeşitli göstergelerden elde ettikleri değerleri, göstergelerin eşik değerleriyle karşılaştırarak krizler meydana gelmeden belirlenmesine yönelik önerilerde bulunmuşlardır. Burada eşik değerler tespit edilirken belirtilmesi

gereken bir diğ er nokta ise, bu eş ik değ erlerin ÷ lkeye ve zamana göre farklılıklar gösterebileceğ idir.

Türkiye için 1996-2003 yıllarını kapsayan bir çalışmada kullanılan göstergeler ve elde edilen bulgular ş u şekildedir<sup>111</sup>.

Cari açığın GSMH' a oranlanması sonucu bulunan göstergede ortalama değ er %1 olarak verilmiştir. Ancak 2000 yılında değ er ortalamadan saparak % 5 düzeyinde oluşmuştur. Bu nedenle krizden bir yıl önce ciddi bir sinyal üretmiştir. Bir diğ er gösterge olarak kısa vadeli dış borçların toplam borç stoğ u içersindeki payı ele alınmıştır. Yine bu göstergede oran 2000 yılında %24'le oldukça yüksek bir seviyede oluşmuştur. Kısa vadeli borçların GSMH' ya oranlanması sonucu bulunan göstergede 2000 yılında incelenen dönem içersinde en yüksek noktası olan %14 seviyesine ulaşmıştır. İncelenen bu üç göstergede net olarak krizden önceki dönemde bir kriz oluşabileceğ ine işaret etmiştir. Ülkenin sahip olduğ u döviz rezervlerinin GSMH 'a oranlanması sonucu bulunan değ erlerde ise incelenen dönemde bir yükselme olmuştur. Ekonominin savunma aracı olan döviz rezervleri artmasına rağmen asıl tehlike artışın ana kaynağının kısa vadeli sermayenin artışıdır. Bu nedenle kısa vadeli sermaye artışında ortaya çıkan artışlarda dikkatle izlenmelidir. Kriz olasılığ ını öngörmede kullanılan bir diğ er gösterge ise, bankaların toplam özkaynaklarının banka yükümlülüklerine oranı yani sermaye yeterliliğ idir. Bu oran 1999 yılına kadar %10 seviyesini korurken, 1999 yılında %6, 2000 yılında ise %7 seviyesine düşmüştür. Bankaların yükümlülüklerini karşılama yeteneklerinde ortaya çıkan bu zayıflama, çeşitli ödeme sorunlarının yaşanmasına tüm kesimleri etkileyen bir krizin oluşmasına neden olabilir. 2000 ve 2001 de çıkan finansal krizlerde bankacılık kesiminin yaşadığı likidite sıkışıklığ ının rolü büyüktür.

---

<sup>111</sup> Kemalettin ÇONKAR, H.Ali ATA, “**Finansal Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değ erlendirilmesi (1996-2003)**”,(Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 5, Sayı 2, Aralık 2003),s.12-16.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 1990 SONRASI TÜRKİYE'DE YAŞANAN KRİZLER VE ETKİLERİ

#### I. TÜRKİYE'DE KÜRESEL KAYNAKLI FİNANSAL KRİZLER

Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında önemli sayılabilecek finansal krizler görülmüştür. Ayrıca Asya ve Rusya krizi de Türkiye'yi önemli ölçüde etkilemiştir, 1980 öncesi Türkiye'de yaşanan krizler daha çok Türkiye'de mal ve emek piyasalarının gelişmediği, döviz piyasası ile para piyasalarının mevcut olmadığı ortamlarda doğmuş olan krizlerdi. Bu yapılarıyla da finansal liberalleşmeye bağlı veya küresel kaynaklı olmaktan uzaktılar. 1950'li 60'lı ve 70'li yıllarda kriz demek dövizin bitmesi, ithalatın yapılamaması anlamına gelmekteydi. Kriz, fiyat kontrollerine, mal kıtlıklarına yol açardı. Karaborsa kriz zamanlarında artardı. Bu krizlerde ekonomi kıtlık yaşar ve büyüme düşerdi. Bu dönemin en büyük krizlerinden olan karaborsa ve kıtlıkların hüküm sürdüğü, yakacak kömürün bulunmadığı 1978-80 krizinde ekonomi sadece %2 küçülmüştü. Oysa ki, 2001 şubat krizinde ekonomi %9.5 düzeyine bir küçülme göstermiştir.<sup>112</sup>

Türkiye'de ve Dünya'da finansal küreselleşme olgusu doğrultusunda sermayeninde küreselleşmesi ve ülke ekonomilerine girişinde ve çıkışında sağlanan kolaylıklar sonucunda diğer örneklerde ve ülkemizde krizlerin yapıları ve yarattığı etkilerde daha önce yaşanan krizlerle ölçülemeyecek boyutlara ulaşmıştır. Bu nedenle bu tez çalışmasında, 1980 sonrası ülkemizde karşılaşılan küresel kaynaklı finansal krizler üzerinde duracak ve bunları da 1994, 2001 krizleri başlıkları altında inceleyecektir.

<sup>112</sup> Rıdvan KARLUK, "Türkiye Ekonomisi"(Beta Basım Yayın Dağıtım:7.baskı,İstanbul ,Kasım 2002),s.475,479.

### A) TÜRKİYE'DE YAŞANAN 1994 FİNANSAL KRİZİ

Türkiye'de küresel özellikler taşıyan ilk finansal kriz 1994 yılında patlak vermiştir. Öyle ki, Türkiye'nin 1994'te aslında mini bir Güneydoğu Asya krizi yaşadığı belirtilmektedir. Bu kriz sadece finansal yapıdan kaynaklanmamış, krize öncülük eden gelişmelerde reel sektördeki yatırım tercihlerinde meydana gelen değişmelerinde etkisi görülmüştür. O dönemdeki siyasi karar mekanizmasının ve ekonomi yönetiminin tercihleri krize neden olan faktörler arasında sayılabilir.

1989 sonrası hükümetler enflasyonun nedenlerini ortadan kaldırmadan, kolay yoldan enflasyonu kontrol altında tutma yollarını aramışlar ve kur çıpasını uygulamışlardır. 1989 ve 1990 yıllarında yavaş artan kurlar nedeniyle TL %29.6 oranında aşırı değerlenmiş, aşırı değerli TL beraberinde ihracatın azalması ve ithalatın artmasına neden olmuştur. 1981 -1988 yılları arasında yıllık 3 milyar doların altında olan dış ticaret açıkları, 1990 yılında 9.3 milyar dolar, 1992 yılında 8 milyar dolar 1993 yılında ise 14 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Ancak bu dönemde, dış ticaret açıkları kısa vadeli yabancı sermaye girişleriyle kapatılmaya çalışılmıştır<sup>113</sup>.

Artan dış ticaret açıklarının yanında hükümetin mali performansı da hayal kırıklığı yaratmış, personel harcamaları ve faiz ödemeleri, yüksek tarımsal fiyat desteklemeleri yanında zarar eden KİT kuruluşlarına yapılan sübvansiyonlarda da artışlar görülmüştür. Bununla birlikte sosyal güvenlik kurumlarına aktarılan yüksek miktardaki kaynaklar mali disiplinden uzaklaşmaya neden olmuştur.<sup>114</sup> 1993 yılının sonlarına gelindiğinde hükümetin en üst kademelerinden “döviz müdahale edilmeyeceği” şeklinde beyanatlar gelmiştir. Yapılamayan borçlanma ihaleleri sonrası kamunun Merkez Bankası dışında finansman olanağı kalmamıştı. Tüm bunlara ilave olarak, Merkez Bankasından borçlanarak likidite fazlası yaratılması ve Merkez Bankası'na açık piyasa işlemleri yapması için kamu kağıdı verilerek olanak tanınmasından vazgeçilmesi; daha Aralık ayı içersinde Merkez Bankası kurları ile

<sup>113</sup> Özer ERTUNA, “2000 ve 2001 Krizleri ve Ötesi”, (Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:15 Temmuz 2002),s.7.

<sup>114</sup> Öznur YÜKSEL, Güven MURAT, “Şubat Krizinin Kobiler Üzerinde Etkiler ve Çözüm Önerileri”, www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf/bildiri\_09.pdf (21.12.2004)

piyasa kurları arasındaki farkın yüzde beş (%5) civarlarına doğru çıkmasına neden olmuştur.<sup>115</sup>

Kamu kesiminin borçlanma ihtiyacı 1990 yılında GSMH'nin %7.5 iken, 1992 yılında %12'ye çıkmış, 1993 yılında da %12 düzeyinde gerçekleşmiştir.<sup>116</sup> Artan borçlanma ihtiyacı nedeniyle dış borçlarda da bir artış görülmüş, fakat alınan bu borçlar yatırım yerine tüketim ve borç geri ödemelerinde kullanılmıştır. Alınan borçların yatırım yerine tüketim ve borç geri ödemelerinde kullanılması benzer bir şekilde Rusya krizinde de karşımıza çıkmaktadır. Kamu borçlanma ihtiyacının sürekli olarak artması ve devletin borçlanabilmek için daha fazla faiz ödemeye razı olması, devlet borçlanma kağıtlarını özel kesim yatırımları için yüksek getirili bir yatırım aracı haline getirmiştir. Devlet kağıtlarının yüksek getirisi aynı zamanda özel sektörün faaliyet dışı gelirlerinin artmasına neden olmuştur. Özel sektör asli amacı olan üretimi ikinci plana atıp faaliyet dışı gelirlere yönelmiştir.1994 yılına gelindiğinde hazinenin borçlandığı faiz oranı ile enflasyon arasındaki fark %100'lerin üzerine çıkmıştır. Devlet kağıtlarının getirilerinin çok yüksek olması hem özel sektörün yatırım yapma isteğini azaltmış hem de para piyasasından özel sektörün kaynak bulmasına engel olmuştur. Maliyet anlamında bakıldığında devletin piyasalara önerdiği faiz oranları ile herhangi bir özel sektör kuruluşunun rekabet etmesi mümkün olamamıştır. Bu nedenle de özel sektör ihtiyaç duyduğu fonları uygun maliyetlerde sağlayamadığı için yapması gereken yatırımları yapamamıştır.

Kamu yönetiminin büyük boyutlara ulaşan borçlanma gereksinmelerini azaltmak yerine, borçlanma maliyetlerini düşürme girişimi dövize olan talebin artmasına neden olmuş ve böyle bir ortamda kamu kesiminin borçlanması zorlaşmış ve faiz oranlarında çok büyük yükselmeler meydana gelmiştir. Bütün bunların sonucunda faiz oranları üç haneli rakamlara ulaşmıştır.

Bu dönemde piyasalarda, herhangi bir döviz sıkıntısı olmamasına rağmen piyasadaki belirsizliğin ve gerginliğin had safhaya ulaştığı 13 ocak günü Moody's Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir kategorisinden spekülatif kategoriye

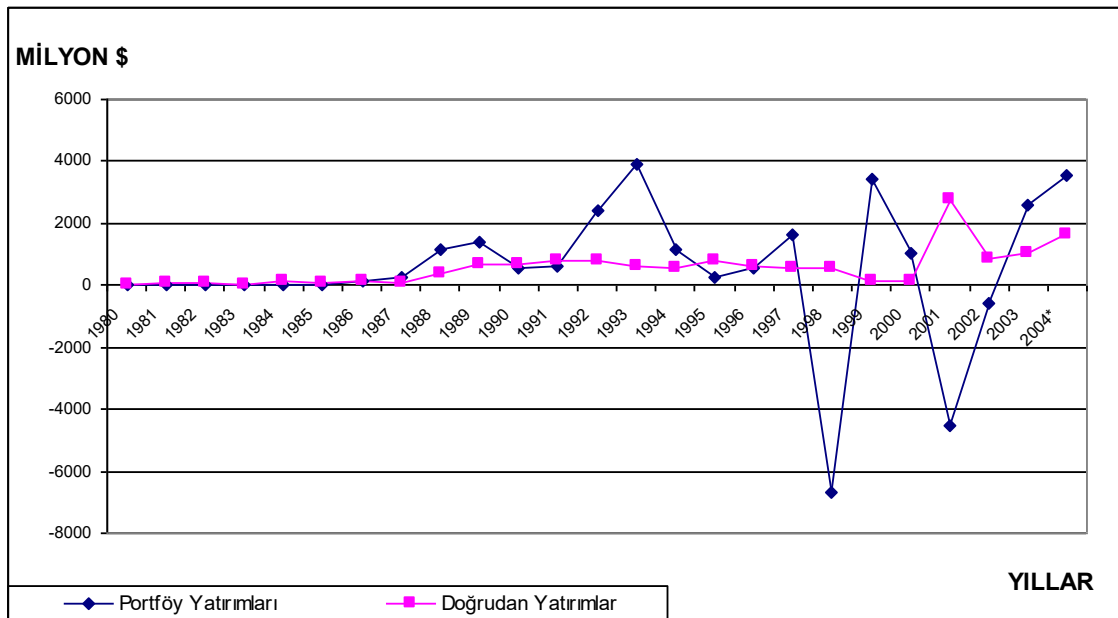
<sup>115</sup>Deniz GÖKÇE, 1992'den 2001'e Ekonomik Kriz "Kriz Gerekli miydi?", "( Görüş Dergisi, sayı 14 ,1994),s.61. <http://www.tusiad.org/yayin/gorus/47/15.pdf> (24.11.2004)

<sup>116</sup>Beyhan ATAÇ, "Maliye Politikası",(Eğitim, Sağlık Ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, No:118 altıncı baskı, ESKİŞEHİR),s.249.

düşürmesi<sup>117</sup> ve Standart and Poors'un da Moody'si takip etmesi piyasaların ateşini iyice yükseltmiştir.

Türkiye ekonomisinin yaşadığı bu gelişmeler yüksek bir döviz talebi ortaya çıkarmış ve baskı altında tutulan döviz kurları serbest piyasada büyük bir yükseliş trendine girmiştir. 19 Ocak ve takip eden günlerde serbest piyasada dolar 1\$=15.000 TL.'den 22.000 TL'ye yükselmiş, sonrasındaki gelişmeler ve tedaviye yönelik düzenlemelerin gecikmesi sebebiyle de 5 Nisan kararları olarak da bilinen bir dizi istikrar tedbirinin alınmasına yol açmıştır. Bu kararlar sonrasında bir ara 1\$=42.000 TL. düzeyine yükselmişse de daha sonra 32-34 bin lira değerine geri dönmüştür.<sup>118</sup>

Türkiye'nin 1994 yılında yaşadığı krizde de uluslararası sıcak paramın etkilerini görmek mümkündür. Türkiye'nin 1994'te krize uğramasının sebeplerinden biri, tabii ki o günlerde hatta daha önceden başlayan birtakım spekülatif girişimlerdir.



**Şekil 10. Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yatırımlar ve Portföy Yatırımları (1980-2004)**

Kaynak: TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri verilerinden derlenmiştir.

\* 2003 yılı verileri ilk on ayı kapsamaktadır.

\* 2004 yılı verileri ilk dokuz ayı kapsamaktadır.

Şekil 10'da görüldüğü gibi Türkiye'den 1994 krizini yaşadığı dönemde yaklaşık 4.2 milyar \$ bir kısa vadeli sermayenin yurt dışına çıktığı Merkez Bankası

<sup>117</sup> <http://www.e-aso.org.tr/html/TUR/asomedyamart2001-ft.html> (22.11.2004)

<sup>118</sup> [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) (22.11.2004).



kayıtlarından açıkça görülmektedir. Yine aynı tablo dikkatlice incelendiğinde özellikle 1994, 1998 ve 2001 yıllarında toplam net sermaye çıkış olduğu açıkça görülmektedir.

Bu yıllara dönüldüğünde 1994 yılında 5 nisan kararları olarak adlandırılan kriz dönemi, 1997 Uzakdoğu'da meydana gelen kriz ve ardından Rusya Krizinin Türkiye'ye yansımaları ve nihayet 2001'de yaşadığımız büyük finansal kriz yılları olarak karşımıza çıkmaktadır. Burada görebildiğimiz örneklerden hareket ederek sermaye hareketlerinin ülkemizin yaşadığı krizlerde önemli bir etkisi olduğu rahatlıkla söylenebilir.

## B )TÜRKİYE'DE ŞUBAT 2001 KRİZİNİN GELİŞİMİ VE ETKİLERİ

Türkiye ekonomisinde kamu finansman dengesinin bozulması, reel faizlerin yüksek seviyesini koruması nedeniyle borç stoğunun yükselmesi, ve enflasyonun hızlanma eğilimine girmesi sonucu, ekonomideki daralmanın sürmesi, 2000 yılında orta vadeli kapsamlı yeni bir istikrar programının uygulanmasını zorunlu kılmıştı<sup>119</sup>.

2000 yılı başında Türkiye kur çıpasına dayanan, IMF tarafından yönetilen ve denetlenilen bir istikrar programını uygulamaya koymuştur.

Uygulamaya konulan programın dayandığı noktalar kısaca şu şekilde özetlenebilir<sup>120</sup>.

- Program, kur ve ücretlerin çıpa olarak kullanılması temeline oturtulmuştur. Bir yıl boyunca ücretlerin yüzde 25, kurların ise yüzde 20 dolaylarında artmasına müsaade edilmesi kararlaştırılmıştır.
- Programın kaynak ihtiyacının, yurt dışından ve özelleştirmeden sağlanacak gelirlere elde edilmesi kararlaştırılmıştır.
- Faizler serbest bırakılmıştır. Ancak, yurt dışından ülkeye, kısa vadeli yabancı sermaye veya borç şeklinde yurtiçine girecek olan kaynakların, faizleri piyasa mekanizması içinde düşüreceğine inanılmıştır.

<sup>119</sup> Oğuz YILDIRIM, “Kura Dayalı İstikrar Politikası Çerçevesinde Enflasyonu Düşürme Programı ve Türkiye Ekonomisinde Yeni İstikrar Arayışları”, (<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGİ/OCAK2003/istikrar.htm>) (22.09.2004).

<sup>120</sup> ERTUNA,a.g.e.,s.7.

- Bütçe harcamalarının kontrol altında tutulmasına karar verilmiş, faiz öncesi bütçe dengesinin, yüzde 5 dolaylarında fazla vermesi planlanmıştır.
- Kısıtlanan talep ve ücretlerin kontrol altında tutulması neticesinde enflasyonun hedeflenen yüzde 20 düzeyine çekileceğine inanılmıştır.
- Enflasyon hedefine paralel olarak TL'nin değeri seçilecek bir döviz sepetine endekslenecek (sepet = USD+ 0.77 EURO) ve TL'nin değeri kriter alınan bu paralara sabitlenmiş olacaktır<sup>121</sup>.

Döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı neticesinde iç talep canlanmıştır. İç talebin artması ise, ithalatı kamçulamıştır. İç talebin artması yanında, TL'nin döviz kurlarına karşı reel olarak değer kazanması ve enerji fiyatlarındaki artışlarda ithalatın artmasında etkili olmuştur.<sup>122</sup>

Programın uygulamaya konulmasıyla ekonomide ortaya çıkan zayıflıklar ve aksamalar programa duyulan güveni azaltmıştır. Türk Lirası, Aralık 1999'a göre Ocak 2000'de %17 değerli hale gelmiş ve Türk lirasındaki aşırı değerlemeyle birlikte ithalat %23 oranında artarken ihracattaki artış sadece %2.2 düzeyinde kalmıştır. İhracattaki olumsuz gelişmenin bir diğer nedeni de özellikle faizlerdeki hızlı düşüşün tüketici kredilerini % 300 oranında artırmış olması ve bu durumun yarattığı talep patlamasının üretimin ihracat yerine iç tüketime yönelmesine neden olmasıdır.<sup>123</sup>

TL'deki aşırı değerlendirme ve bunun sürdürülmesinin yatırımcılar tarafından uzun vadede imkansız görünmesi bununla birlikte yıl sonunun yaklaşmış olması nedeniyle bankaların ve Türkiye'de yatırım yapan yabancı yatırımcıların pozisyon kapatmaya yönelmeleri 2000 yılının Kasım ayından itibaren T.C.M.B. rezervlerini eritmeye başlamıştır. Kasım ayında hızlanan döviz talebi aralık ayı başlarında 7 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır<sup>124</sup>.

Kasım ayında yaşanan krizle, gerek uygulanan ekonomik programa gerekse finansal kesime ki özellikle bankacılık kesimine karşı yatırımcılarda bir kuşku

<sup>121</sup> Ali ALP, "Ulusallararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye", (İ.M.K.B yayını, aralık 2002), s.161.

<sup>122</sup> Hüseyin ŞEN, Erdal DEMİRHAN, "Para Kurulu Sistemi Türkiye İçin Bir Çözüm Olabilir mi" (TOBB Yayınları, Aralık 2003),s.61.

<sup>123</sup> Muharrem AFŞAR, "Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi", (T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 1558, İ.İ.B.F Yayın No:183, Eskişehir 2004),s.122.

<sup>124</sup> ALP, a.g.e. s,162.

uyanmıştır. IMF'in desteğiyle atlatılan Kasım krizi aslında ortaya çıkarttığı koşullar nedeniyle kendisinden daha büyük bir kriz için gerekli olan her türlü ortamı oluşturmuştu.

Yurt içinde yaşanan bu gelişmelerin yanında, aynı dönemde Arjantin ekonomisinde ortaya çıkan sorunlar Şubat'ta yaşanan krizi hazırlayan diğer nedenlerden biriydi. Türkiye 2001 yılı dikkate alındığında Arjantin'den sonra ikinci en yüksek dış finansman gereksinmesine sahip olan ülke konumundaydı. Bu nedenle aynı dönemde Arjantin'de yaşanan gelişmeler bununla birlikte Kasım ayında Türkiye'de bankacılık sektöründe ortaya çıkan likidite sıkışması yabancı ve giderek yerli yatırımcıların güvenini sarsarak, Şubat 2001'de finansal sektörde ciddi bir likidite krizine yol açmıştır.<sup>125</sup>

2001 krizinde yaşanan likidite sorunuyla ilgili merkez bankası başkanı Gazi ERÇEL açıklamaları şu şekilde olmuştur.<sup>126</sup> "Tarihler 19 Şubat Pazartesi gününü gösterdiğinde yani krizin birinci günü Merkez Bankasına 7 milyar dolarlık talep geldi. Likidite piyasada 1.5 milyar dolardı. Biz piyasa oyuncularının likidite bulamayarak döviz talebinden vazgeçeceklerini biliyorduk. Nitekim bir gün sonra, salı günü böyle oldu. Piyasaya likiditeyi vermeyince başta Fischer olmak üzere IMF heyeti salı günü ikna olmuş şekilde Türkiye'den ayrıldı.

Hazine'nin çarşamba günü yapacağı borç geri ödemesi olayı çözdü. Hazine'ye kendi hesabından para çekirtmeseydim kimse likidite bulamazdı. Hazine Osmanlı'dakine benzer şekilde borçlarını ödeyemeyen bir Hazine haline gelecekti. Hangisi daha iyi? Borçlarını ödeyemeyen Hazine mi yoksa aksi mi? 10 saniye bile düşünmedim. Selçuk (Demiralp) bana telefon ettiğinde "Tabi ki paranızı alabilirsiniz" dedim. Hatta 700 trilyonu eksik gelmiş. İhaleye girenlerden vazgeçenler olmuş. Biz de birinci elde anında kağıt (devlet iç borçlanma senedi) aldık. Eski kanun Hazine'den birinci elden kağıt almama müsaaitti. 3.5 milyar dolarla Hazine'yi kurtardık. Fakat bu para aynı anda bana döviz talebi olarak gelince IMF "bu işin sonunun olmadığını" dolayısıyla dalgalı kurdan başka bir yolun kalmadığı yönünde bir nevi görüş bildirdi. Hükümet (21 Şubat) çarşamba gecesi dalgalı kur kararını aldı"

16 Şubat'ta 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 itibarıyla 22 milyar 581 milyon dolara inmiştir. Merkez bankası böylece bir gün içinde (17 ve 18 Şubat'ın hafta sonu tatili olması dikkate alındığında) 5 milyar doların üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir. Dalgalı kura geçiş kararından sonra dolar 688 bin

<sup>125</sup> Fatih ÖZATAY, Güven SAK, "Finansal Krizler Çağındayız", <http://www.radikal.com.tr/2001/03/19/turkiye/01fin.shtml>, (25.11.2004)

<sup>126</sup> Ahmet Erhan ÇELİK, "Krizin Vakti Saati Gelmişti Ya Da Hiç Gitmemişti" (Milliyet Gazetesi, 2 Ağustos 2004), <http://www.milliyet.com/2004/02/08/business/abus.html> (25.01.2005)

TL civarından 962 bin TL'ye yükselmiştir. Artan döviz talebi yüksek faiz silahıyla durdurulmak istenmiş, bu karar gecelik interbank faizlerini en yüksek % 50'den %6200'e çıkarmıştır. Gecelik faizler şubat ayı sonunda hız keserek %103 seviyelerine gerilemiştir. 16 şubatta 10169 olan borsa endeksi (U- 100), 19 şubatta 8683 puana düşmüştür.<sup>127</sup>

Dalgalı kur kararının alındıktan sonra döviz fiyatları iki gün içinde 600 bin liradan bir milyon liraya çıkmıştır. Krizin başladığı 19 şubat günü Ziraat ve Halk bankaları para piyasasından 10 katrilyon lira çekmişlerdir. Bu tutar o dönemin bankacılık sistemindeki toplam Türk lirası mevduatın üçte birine eşit miktardı. Hazine'nin borçlanma maliyeti yüzde 144'e çıkmış ve repo faizleri yüzde 3000'leri, gecelik faizler yüzde 7000'leri bulmuştu. Yerli - yabancı sermaye gruplarının hızla Türk Lirası yatırımlarını boşaltarak, döviz yöneldiği sonucu Merkez Bankası'ndan 20 Şubat valörlü 7.6 milyar dolar talep edilmişti. Ancak 20 Şubat'ta bankalar talep ettikleri dövizin yüzde 86'sını geri satmışlar ya da işlemlerini iptal etmişlerdir.<sup>128</sup> Bankaların ihtiyaçlarının 5 katı döviz talep etmeleri o dönemde krizi derinleştiren bir faktör olmuştur. Bankaların o dönemde bu kadar yüksek bir döviz talebinde bulunmalarının bir nedeni de taşıdıkları açık pozisyonların düzeyiydi. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun (BDDK) Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu'na göre bankacılık sektörünün 19 Şubat itibariyle 15,2 milyar dolar olan vadeli işlemler hariç döviz pozisyon açığının 15 Haziran itibariyle 7,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. TMSF bankaları hariç tutulduğunda aynı dönemde bilanço içi yabancı para açık pozisyonu 10,7 milyar dolardan 735 milyon dolara inmiştir<sup>129</sup>.

2001 finansal krizinde dövizde meydana gelen yukarı yönlü baskının nedenlerinden en önemlisi olarak açık pozisyon taşıyan bankalar gösterilmiştir. Uygulanan program nedeniyle düşük kalan döviz kuru ve Türk lirası araçların getirilerinin cazip olması bankaların pozisyonlarını açarak Türk lirası cinsinden yatırım araçlarına yönelmelerine neden olmuştu. Ancak programın bazı aksaklıklarından dolayı

<sup>127</sup> Bülent GÜLOĞLU, "İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri), (Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel sayısı 1, Eylül - Ekim 2001), .s.7.

<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bulent1.pdf>. 01.08.2005.

<sup>128</sup> ÇELİK, a.g.e., <http://www.milliyet.com/2004/02/08/business/abus.html> (25.01.2005)

<sup>129</sup> [http://www.dunyagazetesi.com.tr/news\\_display.asp?upsale\\_id=56699/9.11.2001](http://www.dunyagazetesi.com.tr/news_display.asp?upsale_id=56699/9.11.2001) (29.10.2004)

piyasada oluşan güvensizlik hızla bankaların bu pozisyonlarını kapatmalarına neden olmuştur. 2001 krizinin meydana gelmesinde büyük etkisi olan bankaların açık pozisyonları şekil 11’de gösterilmiştir. Dikkat edilirse bankacılık kesimi bilanço içi yabancı para pozisyonunu krizden sonra kapatmış, kriz döneminde 15.2 milyar \$ olan açık pozisyon miktarı 2004 yılı itibariyle 1.4 milyar \$ düzeyine gerilemiştir. 2005 yılının ilk 7 aylık döneminde ise bankaların açık pozisyon miktarı 3.3 milyar \$ seviyesine yükselmiştir. Ekonomide belirsizliklerin azalmasıyla birlikte görüldüğü gibi bankacılık kesimi yeniden açık pozisyon taşımaya başlamıştır. Şu an Türkiye’nin uygulamış olduğu ve dalgalı kur rejimi olarak ifade edilen sistemde, yurt içine büyük miktarda yabancı para girdiği zaman oluşan arz fazlası nedeniyle, piyasada oluşan kurlar olması gereken fiyatların aşağısında belirlenmektedir. Bu da bankaları açık pozisyon taşımaya teşvik etmektedir.



Şekil 11. Türkiye’deki Bankaların Bilanço içi Yabancı Para Pozisyonları (2000-2004)

**Kaynak:** Hazine Müsteşarlığı, [http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VIII-MaliPiyasalar/VIII\\_3\\_6.xls](http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/VIII-MaliPiyasalar/VIII_3_6.xls), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu “**Bankacılık Sektörü Risk Değerlendirme Raporu Mart 2004 Dönemi**” s.29 ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu “**Bankacılık Sektörü Risk Değerlendirme Raporu Aralık 2004 Dönemi**” s.28’den alınan verilerden derlenmiştir.

\* Temmuz 2005 itibariyle .

Türkiye’de yaşanan krizler incelendiğinde, 1950’lerden günümüze yaşadığımız krizlerin arkasında aşırı değerlenmiş bir Türk lirası yatmaktadır<sup>130</sup>. Bugüne kadar yaşanan krizler değerlendirildiğinde ise şu sonuçlara ulaşılmaktadır.

Türk lira’sının aşırı değerlenmesi ihracatımızı azaltırken beraberinde ithalatımızı da artırmaktadır. Her ne kadar ithalat kalemlerinin büyük bir kısmı büyüme için gerekli olan yatırım malları olsa da aşırı değerli TL tüketim amaçlı ithalatı da artırmaktadır.

<sup>130</sup> ERTUNA,a.g.e.,s.12.

Bunun sonucu olarak dış ticaret açığı büyümekte ve bu açıkların finanse edilememesi krizleri ortaya çıkarmaktadır. Özellikle yabancı sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemlerde dış ticaret açığı kısa vadeli sermayeyle finanse edilmektedir. Ekonomilerde böyle bir dengenin sürdürülmesinin mümkün olmadığı en yakın örneği 2001 krizidir. Bu dengenin sürdürülemeyeceği noktasında en ufak bir olumsuzluk piyasaları alt üst etmekte ve özellikle kısa vadeli sermaye anında daha güvenli piyasalara gitmektedir. Devalüasyon bu baskının doğal sonucu olarak gelmektedir. Türkiye'deki krizlerde, aşırı değerlenmiş TL ve dış ticaret açığı en önemli nedenler olarak görünmektedir.

Yaşanan bu krizin ülke ekonomisine etkisi büyüklüğüyle orantılı olarak yüksek olmuştur<sup>131</sup>. Şubat Krizi'nin 2001 yılı Aralık ayı itibariyle Türkiye ekonomisinde yarattığı sonuçları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

- Ekonomi yüzde 9.5 oranında küçülmüştür.
- 201 milyar dolarlık milli hasıla 144 milyar dolara düşmüştür.
- Kişi başına milli gelir 2987 dolardan 2185 dolara gerilemiştir.
- Şubat 2001'den sonra 12 bankaya el konulmuş ya da birleştirilerek tasfiye edilmiştir.
- Yüzde 30'lara düşen enflasyon yüzde 70'i aşmıştır.
- Hazine'nin ödediği faiz miktarı yüzde 150 oranında artmıştır.
- İç borç stoku görev zararlarıyla birlikte 2000 yılının 4 katını aşmıştır.
- En az 1.5 milyon insan işini kaybetmiştir.
- 2001 yılında dalgalı kura geçilmesiyle birlikte ihracat 27.7 milyar dolardan 31.3 milyar dolara çıkmış, ithalat ise 54.5 milyar dolardan 41.3 milyar dolar düşmüştür. İhracatın ithalatı karşılama oranı da %51'den %75.7'ye yükselmiştir.
- Türkiye'nin ödemeler dengesi 2000 yılında 2.9 milyar 2001 yılında da 12.9 milyar dolar açık vermiştir.

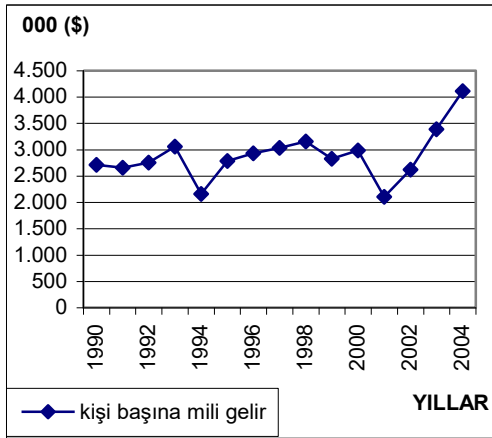
---

<sup>131</sup>ÇELİK,a.g.e., <http://www.milliyet.com/2004/02/08/business/abus.html> (25.01.2005)

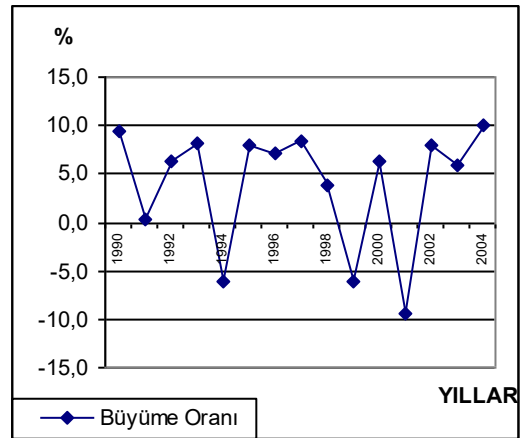
Görüldüğü gibi 2001 şubat krizi gerçekten ekonomi üzerinde yıkıcı etkiler yaratmıştır. Bu etkileri daha detaylı incelediğimizde karşımıza çıkan tablo şöyle olacaktır.

## 1. GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILADA MEYDANA GELEN DÜŞME

Türkiye'nin yaşadığı 2001 şubat krizi sonrası Gayri Safi Milli Hasılası(GSMH)'sı Şekil 14 'de görüldüğü gibi 201 milyar dolardan 144 milyar dolara inmiştir. Yaklaşık olarak 57 milyar dolarlık bir GSMH kaybı söz konusudur. Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede bu gerçekten büyük bir rakamdır.

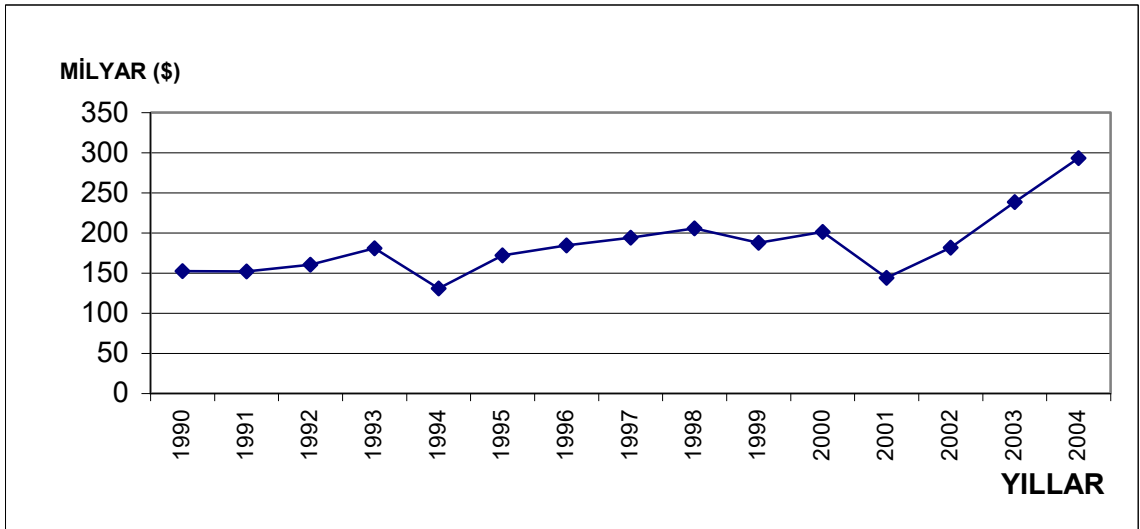


**Şekil 12. Türkiye'de Kişi Başına Milli Gelir**  
Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası verilerinden derlenmiştir.



**Şekil 13. Türkiye'nin Büyüme Oranı**

2001 yılında büyüme rakamı -%9.5 olarak gerçekleşmiştir. Yani ekonomimiz bir önceki yıla göre % 9.5 oranında küçülme göstermiştir. Şekil 13 'de büyüme oranı grafiği incelendiğinde Türkiye'de büyüme oranlarının negatife düştüğü dönemlerin 1994, 1999 ve 2001 yılları olduğu görülmektedir. Aynı şekilde GSMH'nın 1994 ve 2001 yıllarında düşüşler gösterdiği görülmektedir.



**Şekil 14. Türkiye’de Gayri Safi Milli Hasıla (1990-2004)**

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası verilerinden derlenmiştir.

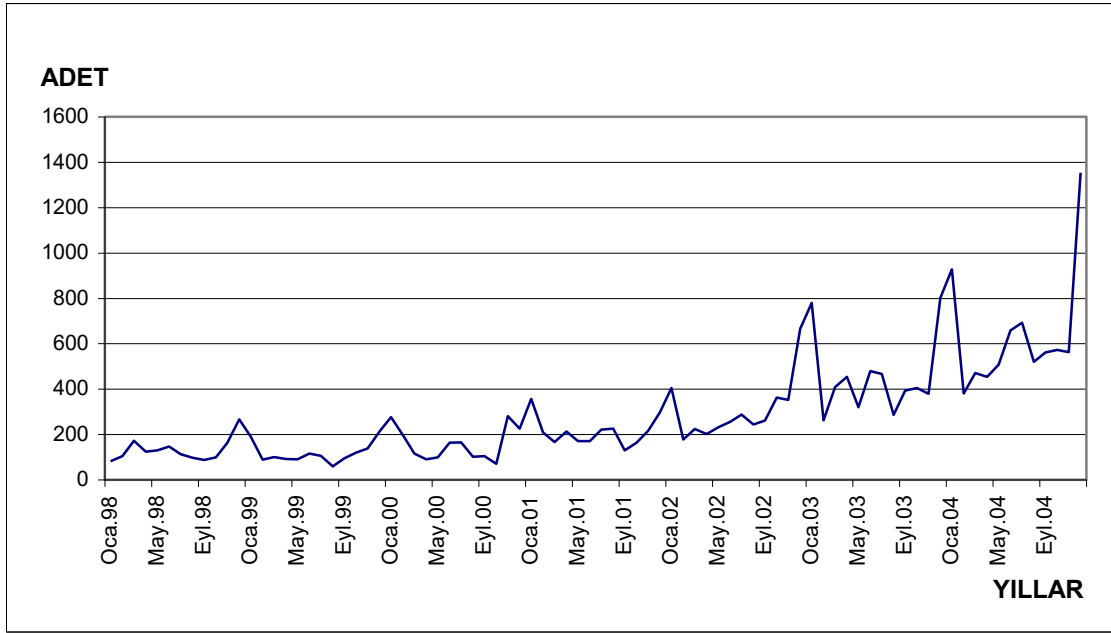
Türkiye büyüme oranlarında bir devamlılığı ve istikrarı son 15 senede yakalayamamıştır. Bu yüksek oranlı değişmeler ve kriz yıllarına denk gelen kırılmaların her seferinde yaklaşık %9'luk büyüme rakamlarından sonra gerçekleşmesi Türkiye ekonomisi için bir kriz sinyali özelliği taşımaktadır.

Kişi başına milli gelirden GSMH'la benzer şekilde hareket etmiştir. 2001 yılında Kişi Başı Milli Gelir 2987 dolardan 2185 dolara gerilemiştir. Kişi başı gelir kaybı 802 dolar olarak gerçekleşmiştir.

## 2. KAPANAN İŞYERLERİ

Kapanan işyerleri ile 2001 de yaşanan finansal kriz arasında direkt bir ilişki kurmak TCMB verilerine göre çok kolay görünmemektedir.





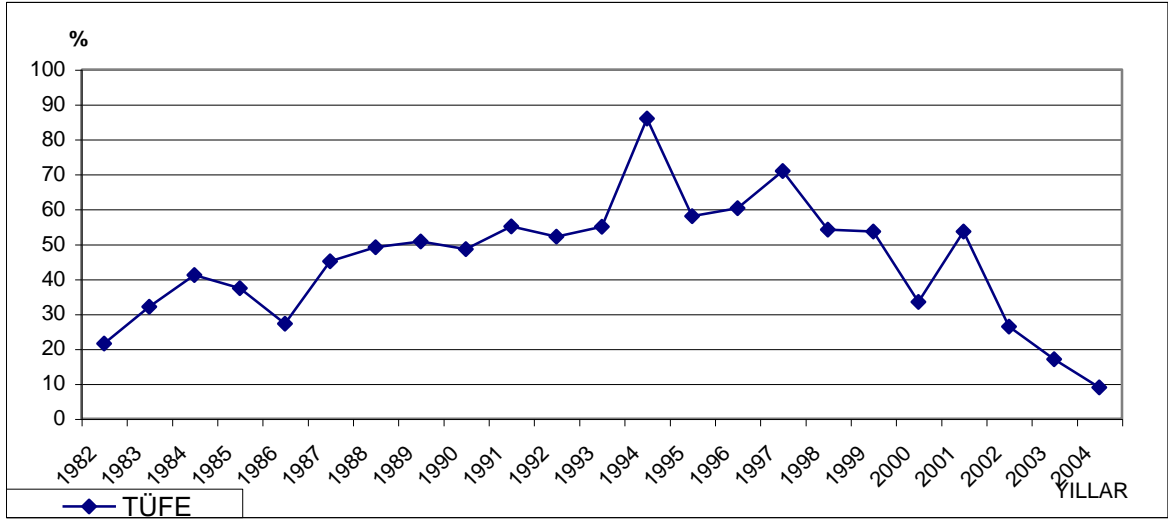
**Şekil 15. Türkiye’de Kapanan İşyerleri (1998-2004)**

Kaynak:Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası verilerinden derlenmiştir.

Şekil 15’de 1998 yılından itibaren kapanan işyerlerine bakıldığında işyerlerinin genel olarak yıl sonlarında kapandığı açıkça görülmektedir. Ancak yaşanan ekonomik durgunluk neticesinde 2001 kriz döneminde normal dönemlere nazaran daha fazla işyerinin kapanması da, krizlerin doğal sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Yaklaşık olarak 1.5 milyon kişinin işsiz kalması kapanan işyerlerinin miktarı konusunda bir fikir vermektedir.

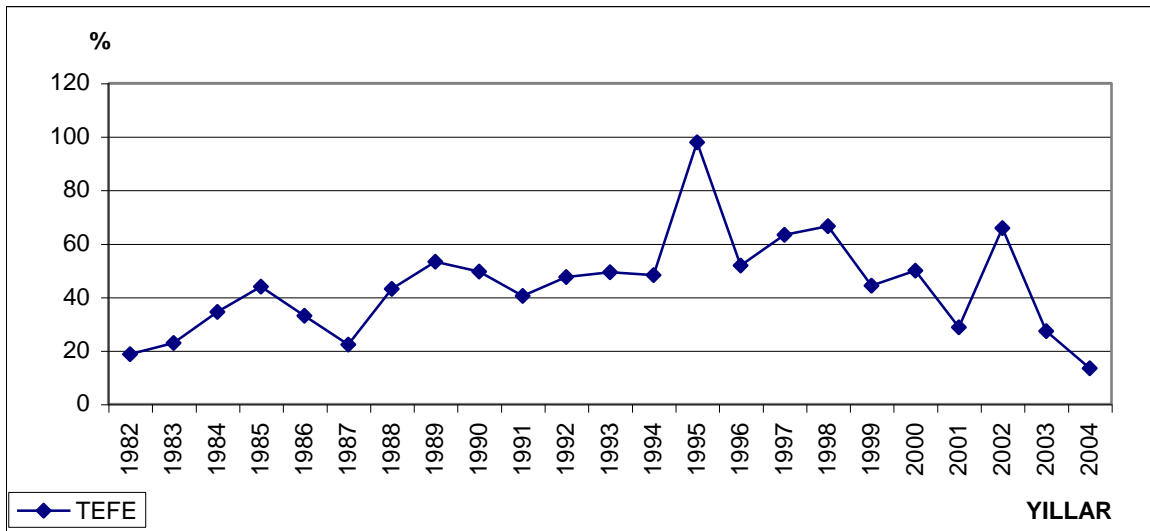
### 3. ENFLASYONA ETKİSİ

Türkiye’de 1982 ve 2004 yılları arasında gerçekleşen TÜFE ve TEFE rakamları şekil 16 ve şekil 17 ‘de incelenmiştir. TEFE ve TÜFE oranları son 10 yıldaki iki büyük sıçramasından birini, 1994 yılında diğerini ise 2001 yılında yaşamıştır. 1994 yılında Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ‘de oran %55.02 ‘den %86’ya yine 2001 yılında %33.47’den % 53.64’e yükselmiş aynı şekilde Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE)’de oran 1994 yılında %48.18’den %97.90’a, 2001 yılında ise %28.71’den %65.77’ye yükselmiştir.



**Şekil 16. Türkiye’de Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) Oranları (1982-2004)**

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası verilerinden derlenmiştir.



**Şekil 17. Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) Oranları (1982-2004)**

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası verilerinden derlenmiştir.

2001 yılında uygulanan ekonomik programın ana hedefi enflasyonu düşürmek olsa da görüldüğü gibi programda meydana gelen aksama ve ardından patlak veren kriz enflasyon oranlarını yukarıya taşımıştır. Düşük kur uygulayarak maliyetleri azaltma ve dolayısıyla fiyat artışlarını engelleyerek enflasyonu düşürme belki teoride mantıklı bir yöntem olabilir. Ancak baskı altına alınmış bir kur her zaman bünyesinde bir devalüasyon riski taşımaktadır. 2001 krizinde de hem kamudan kaynaklanan fiyat artışları hem de özel kesimin artan maliyetleri karşılamak için yaptıkları zamlar enflasyon oranlarında artışların kaynağı olmuştur.

#### 4. TASFİYE EDİLEN BANKALAR

2001 şubat krizi finansal kesimde ve özellikle bankacılık kesiminde büyük etki yaratmıştır. 2002 yılında bankacılık sektöründe faaliyet gösteren banka sayısı 61'den 54'e düşmüş, sektördeki toplam şube sayısı da 802 azalarak 6.106'ya gerilemiştir. 2001 krizinden sonra eylül 2004'e kadar kapanan bankaların sayısı toplamda 12 olmuştur.

**Tablo 4. Bankacılık Sisteminde Banka ve Şube Sayısı\***

	Aralık 2001		Aralık 2002		Aralık 2003		Eylül 2004	
	Banks	Şube	Banka	Şube	Banka	Şube	Banka	Şube
<b>Ticaret bankaları</b>	46	6.889	40	6.087	36	5.949	35	6031
Kamu bankaları	3	2.725	3	2.019	3	1.971	3	1957
Özel bankalar	22	3.523	20	3.659	18	3.594	18	3692
Fondaki bankalar	6	408	2	203	2	175	2	174
Yabancı bankalar	15	233	15	206	13	209	12	204
<b>Mevduat kabul etmeyen bankalar</b>	15	19	14	19	14	17	14	19
Kamu bankaları	3	4	3	4	3	4	---	---
Özel bankalar	9	12	8	12	8	10	---	---
Yabancı bankalar	3	3	3	3	3	3	---	---
Toplam	61	6.908	54	6.106	50	5.966	49	6050

**Kaynak:** BDDK

\* K.K.T.C ve yabancı ülkelerdeki şubeler dahil.

Bankacılık kesiminde yaşanan bu etkilenme beraberinde personel ve çalışan sayılarına da yansımıştır. 2001 kriziyle başlayan el koyma ve devretme olaylarından sonra bankalarda çalışan personel sayısı önceki yıla göre 14.071 kişi azalmıştır. 2002 yılı sonu itibariyle bankacılık sisteminde 123.271 kişi istihdam edilmiştir. 2002 yılında, çalışan sayısı kamusal sermayeli ticaret bankalarında 15.950 kişi, Fon bankalarında 505 kişi azalmıştır. Bankacılık kesimi de yaşanan krizden sonra 2003 sonu ve 2004 belirginleşen ekonomideki iyileşme trendiyle birlikte çalışan sayıları da artmaya

başlamıştır. 2004 yılı itibariyle Bankacılık sisteminde çalışan sayısı, Eylül 2004’de yıl sonuna göre 3.721 kişi, Haziran 2004’e göre 1.320 kişi artarak 126.970 olmuştur. Yıl sonuna göre ticaret bankaları grubunda çalışan sayısı; kamusal sermayeli bankalarda 1.074, Fon bankalarında ise 317 azalırken, özel sermayeli bankalarda 4.926, yabancı bankalarda ise 252 kişi artmıştır.<sup>132</sup>

**Tablo 5. Türkiye’deki Bankaların 2001 Yılı Toplam Aktif Yapısı**

	<b>Toplam Aktif</b> (Trilyon TL)	<b>2000 Yıl Sonuna Göre Reel Değ.</b> (TL)(%)	<b>Toplam Aktif</b> (Milyon Dolar)	<b>2000 Yıl Sonuna Göre Değ. (\$)</b> (%)
Kamu	44.429	-19,8	31.586	-40,6
Özel	80.493	1,0	57.458	-25,1
-İlk Beş Banka	52.816	0,7	37.702	-25,4
-Diğer	27.676	1,7	19.756	-25,0
TMSF Bünyesindeki Bankalar	21.288	58,3	15.196	17,4
Yabancı	4.237	-21,6	3.025	-41,9
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	7.408	3,3	5.288	-23,4
<b>Genel Toplam</b>	<b>157.676</b>	<b>-2,0</b>	<b>112.554</b>	<b>-27,4</b>

**Kaynak:** BDDK

2001 krizinin oluşumunda katkısı yüksek olan bankacılık kesimi doğal olarak 2001 finansal krizinden oldukça büyük bir yara almıştır. Tablo 5’de yer alan bankaların toplam aktif yapısı incelendiğinde, 2001 yılında dolar bazında kamu bankalarında %40,6, yabancı bankalar grubunda yüzde 41,9, özel bankalarda %25,1 ve kalkınma-yatırım bankaları grubunda ise yüzde 25 civarında bir daralma sözkonusudur. Bankaların toplam aktifleri TL bazlı incelendiğinde kamu bankalarında %19,8 ‘lik yabancı bankalarda ise %21,6’lık bir daralma sözkonusudur. Özel bankalar, yatırım ve

<sup>132</sup> Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı”, (BDDK, 8 Kasım 2001)  
[http://www.dunyagazetesi.com.tr/dunya\\_assets/newsfiles/56699.doc](http://www.dunyagazetesi.com.tr/dunya_assets/newsfiles/56699.doc) (19.05.2005)

kalkınma bankaları Tasarruf mevduatı sigorta fonundaki bankalarda ise bir artış sözkonusudur.

**Tablo 6. Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Kaynak Yapısı ( Ocak - Ağustos 2001)**

	Trilyon TL.			Yüzde Pay	
	2000 Aralık	2001 Ağustos	Reel % Değişme	2000 Aralık	2001 Ağustos
<b>Mevduat</b>	<b>58.900</b>	<b>95.974</b>	<b>5,4</b>	<b>56,6</b>	<b>60,9</b>
- TP	30.837	38.597	-19,0	29,6	24,5
- YP	28.062	57.378	32,3	27,0	36,4
<b>Bankalara Borçlar</b>	<b>23.907</b>	<b>24.040</b>	<b>-35,0</b>	<b>23,0</b>	<b>15,2</b>
- Yurtiçi Bank. ve Benzeri Kur.	8.479	5.287	-59,7	8,1	3,4
- Yurtdışı Bank. ve Benzeri Kur.	14.810	18.451	-19,4	14,3	11,7
-Y. Bank. (Milyon Dolar)	22.046	13.170			
<b>Diğer</b>	<b>14.084</b>	<b>20.679</b>	<b>-5,0</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>
<b>Özkaynak</b>	<b>7.202</b>	<b>16.983</b>	<b>52,5</b>	<b>6,9</b>	<b>10,8</b>
<b>Toplam</b>	<b>104.093</b>	<b>157.676</b>	<b>-2,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Kaynak: BDDK

Bankacılık sektörünün temel fon kaynağı olan mevduat 2001 yılının Ocak-Ağustos döneminde reel olarak yüzde 5,4 oranında artışla 95.9 katrilyon liraya ulaşmıştır. Aynı dönemde Türk lirası mevduatlar reel olarak yüzde 19 azalırken, döviz kurundaki yüksek oranlı artışa bağlı olarak yabancı para cinsinden mevduatlar yüzde 32,3 oranında artmıştır. Aynı dönemde bankacılık sektörünün kaynak yapısı içerisinde yabancı para mevduatların payı %27’den %36.4’e yükselmiştir. Türk lirası mevduatların payı ise %29.6’dan %24.5 ‘e düşmüştür.<sup>133</sup>

**Tablo 7. Mevduatın TL-YP Kompozisyonu (Toplam Mevduat İçindeki % Pay)**

	Türk Lirası Mevduat		Yabancı Para Mevduat	
	2000 Aralık	2001 Ağustos	2000 Aralık	2001 Ağustos
Kamu Bankaları	77,3	65,8	22,7	34,1
Özel Bankalar	32,3	27,8	67,7	72,2
TMSF Bankaları	47,9	30,6	52,6	69,4
Yabancı Bankalar	41,8	14,1	58,0	85,9
<b>Sektör Toplamı</b>	<b>52,4</b>	<b>40,2</b>	<b>47,6</b>	<b>59,8</b>

Kaynak: BDDK

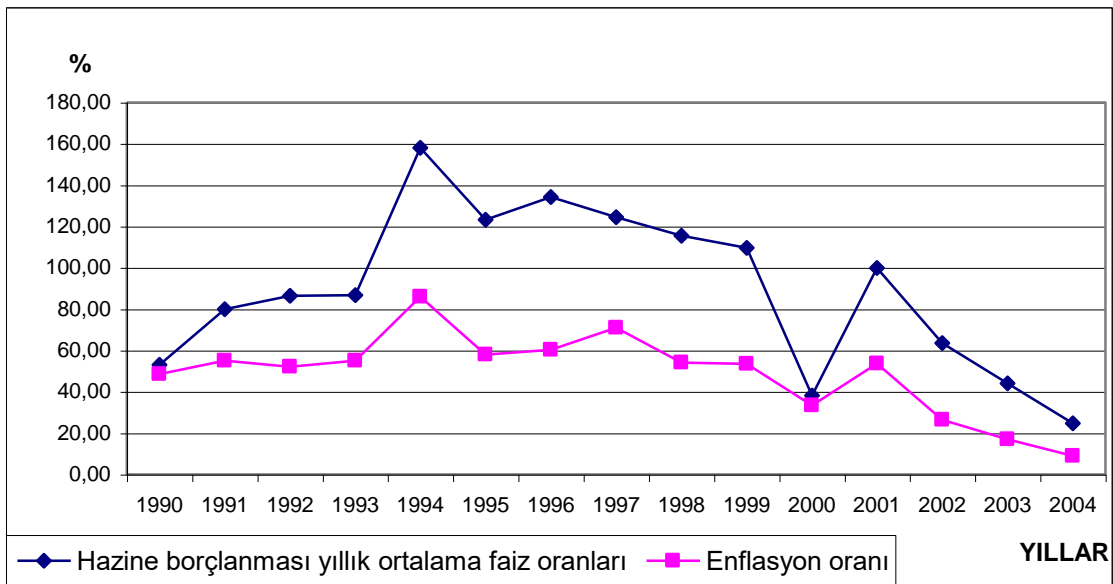
Yaşanan finansal krizler sonrası ortaya çıkan belirsizlik ve güven sorunu, mevduatların Türk Lirası yerine döviz cinsinden tutulmasına ve vadenin daha da

<sup>133</sup> “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı”, (BDDK, 8 Kasım 2001)  
[http://www.dunyagazetesi.com.tr/dunya\\_assets/newsfiles/56699.doc](http://www.dunyagazetesi.com.tr/dunya_assets/newsfiles/56699.doc) (19.05.2005)

kısalmasına yol açmıştır. Nitekim, Türk lirası mevduatın toplam mevduat içindeki payı 2000 yılı sonunda yüzde 52,4 iken, 2001 Ağustos döneminde yüzde 40,2'e gerilemiştir. Aynı dönemde yabancı para cinsinden mevduatın toplam mevduat içindeki oranı %47,6'dan %59,8'e yükselmiştir.

## 5. KAMU BORÇLANMASINA ETKİSİ

Yaşanan krizlerin bir diğer etkisi de artan belirsizlikten dolayı hem faiz oranlarında bir artış, hem de vadelerde bir kısalma olarak ortaya çıkmaktadır. Hazine borçlanmalarında hem daha fazla faiz ödemekte hem de daha kısa sürelerde borçlandığı için sürekli yeni borçlanmalara çıkmak zorunda kalmaktadır. Bu şekilde hazinenin sürekli borç yükü artmakta, artan borç yükü ve borç ödemeleri hem kamunun yapacağı yatırımları, hem de özel sektörün kredi piyasasından dışlanması (dışlama etkisi) neticesinde, yapacağı yatırımları engellemektedir. Tüm bunlar doğrudan ekonomik büyüme ve istihdamın artırılması hedeflerinin gerçekleştirilememesine neden olmaktadır.



**Şekil 18. Hazinesinin Yıllık Ortalama Borçlanma Oranları ve Enflasyon Oranları (1990-2004)**

Kaynak :TCMB verilerinden derlenmiştir.

Şekil 18'de hazinenin 1990 yılından itibaren yaptığı borçlanmalarda ödediği ortalama yıllık faiz oranını göstermektedir. Aynı zamanda borçlanılan dönemlere ait

yıllık enflasyon oranları da verilmiştir. Türkiye 1994’de yaşadığı krizden itibaren 2000 yılına kadar sürekli olarak enflasyon oranının çok üzerinde oranlarla borçlanmıştır. 1994 yılında enflasyon oranı %86 iken hazinenin yıllık borçlanma oranı %188.04 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyondan arındırıldıktan sonra yaklaşık % 100’lük bir fark ortaya çıkmaktadır. Sırasıyla hazinenin ödediği faiz ve enflasyon oranlarına baktığımızda, 1995 yılında borçlanma faizi %123.17 , enflasyon %58.05, 1996 yılında borçlanma faizi %134.20, enflasyon %60.27, 1997 yılında borçlanma faizi 124.50, enflasyon oranı 70.97, 1998 yılında borçlanma faizi %115.54, enflasyon oranı %54.20 , 1999 yılında borçlanma faizi %109.58, enflasyon oranı %53.58, 2000 yılında borçlanma faizi %38.20, enflasyon oranı %33.47 düzeyinde gerçekleşmiş ve 2001 yılında da kriz çıkmıştır. Krizle birlikte, borçlanma faizi %100 ‘e enflasyon oranında %53.64 ‘e çıkmıştır. Krizi takip eden yıllarda ise şekil 18’de görüldüğü gibi gerek borçlanma faizi gerekse enflasyon oranları düşüşe geçmiştir. 1994 krizinden öncede benzer bir seyir izlenmiştir. Rakamlara dikkat edilirse Türkiye’de hazine’ye borç verenler 1994 -1999 arası her yıl enflasyonun neredeyse iki katı faiz geliri elde etmişlerdir. Faiz gelirlerindeki 2000 sonunda geline durum ve beraberinde yaşanan krizin tesadüf olma ihtimali oldukça zayıf gibi görünmektedir.

## 6. İSTİHDAM ÜZERİNE ETKİSİ

İstihdam özellikle gelişmekte olan ülkeler için öncelikli sorunlardan biridir. Bununla birlikte yaşanan finansal krizler en fazla çalışan kesimi etkilemektedir. İşletmeler kriz ortamlarında artan belirsizlikler nedeniyle geleceği net göremedikleri için ilk önce maliyetlerini azaltma yoluna gitmektedirler. İşletmelerde en büyük maliyet unsurlarından biride doğaldır ki çalışanlardır. Bu nedenle tablo 8’de görüldüğü gibi Türkiye’de istihdama sektörel olarak bakıldığında yaşanan 2001 krizinde 2000 yılına göre 437 bin kişi 1999 yılına göre bakıldığında ise 1 milyon 363 bin kişi işinden ayrılmak zorunda kalmıştır. Tablo başka bir açıda incelendiğinde ise, yıllar itibariyle tarım ve sanayi kesimindeki istihdamın azaldığını, hizmetler sektöründe ise tam tersine istihdamda sürekli bir artış olduğunu görmekteyiz. Yine kriz dönemlerinde en yüksek istihdam azalışının sanayi sektöründe olduğunu hizmetler ve tarım sektöründe fazla bir

azalmanın olmadığı görülmektedir. Bu noktadan hareketle krizlerin özellikle sanayi kesimindeki istihdam üzerinde olumsuz etkileri olduğunu söyleyebiliriz.

**Tablo 8. İstihdamın Sektörel Dağılımı**

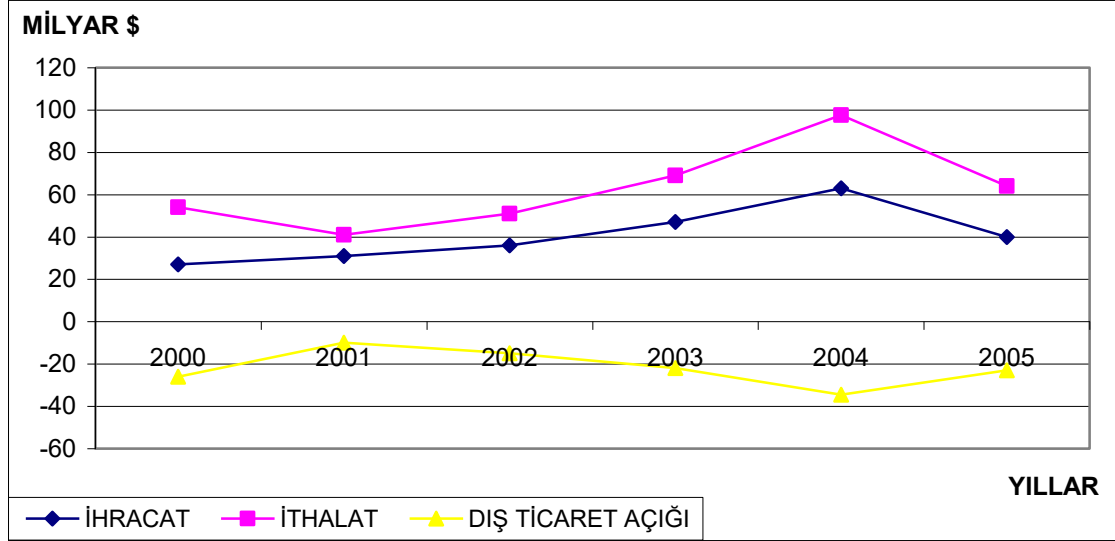
Yıllar	BİN KİŞİ				
	Tarım	Sanayi	İnşaat	Hizmetler	Toplam
1993	8016	4164	----	6420	18600
1994	8941	4484	----	6654	20078
1995	9099	4526	----	6923	20546
1996	9201	4753	----	7062	21015
1997	8657	5011	----	7223	20900
1998	8824	5007	----	7543	21374
1999	9185	4936	----	7739	21860
2000	7449	5107	----	8378	20934
2001	7.403	3.706	1.076	8.312	20.497
2002	7.458	3.954	958	8.984	21.354
2003	7.165	3.846	965	9.170	21.146
2004	7.400	3.988	1.029	9.374	21.791

**Kaynak:** [http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/III-Istihdam/III\\_5.xls](http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/III-Istihdam/III_5.xls) ve <http://www.die.gov.tr/istTablolar.htm#isg> verilerinden derlenmiştir.



## 7. DIŞ TİCARETE ETKİSİ

Türkiye'nin 2000- 2005 yılları arasında ihracat, ithalat ve bu işlemlerden kaynaklanan dış ticaret açığına ait grafik şekil 19'da verilmektedir.



Şekil 19. Türkiye'nin Dış Ticaret Açığı (2000-2005)

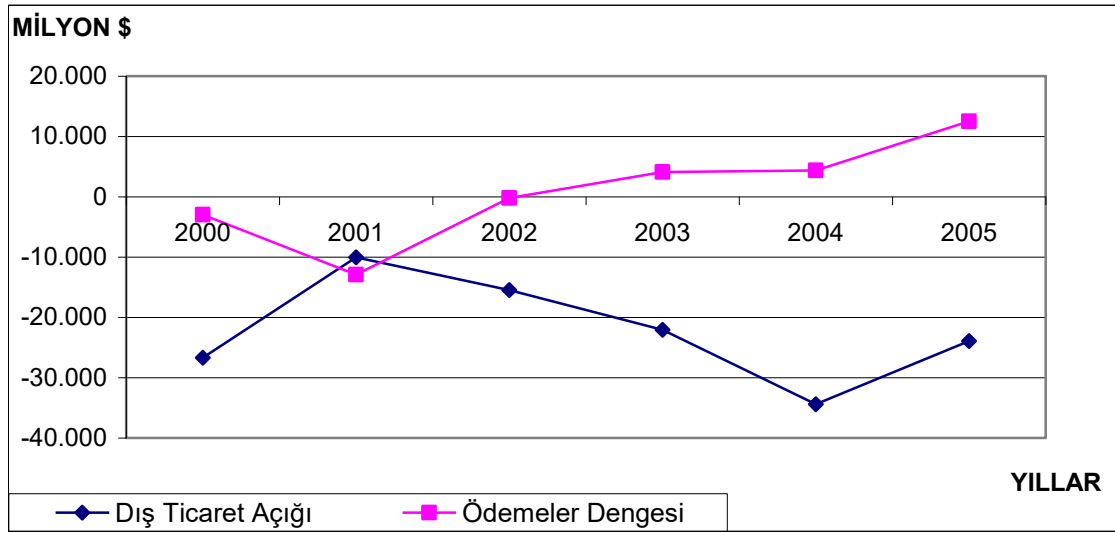
\*2005 Ocak- Temmuz dönemi kapsamaktadır.

Kaynak: <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekolar1/eko01.xls> verilerinden derlenmiştir.

Türkiye'nin ihracatı 2000 yılında uygulanan kur politikasının da etkisiyle 27.7 milyar dolar olurken, ithalatı ise 54.5 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranı %51 olmuştur. 2001 yılına gelindiğinde Türk lirasının değerinde, alınan devalüasyon kararıyla birlikte meydana gelen düşme ihracatı 31.3 milyar dolara çıkarırken, ithalatı 41.3 milyara dolara düşürmüştür. 2001 yılında ihracatın ithalatı karşılama oranı %75.7'ye yükselmiştir. 2002 yılından sonra ihracat ve ithalat rakamları ise şu şekilde oluşmuştur. İhracat rakamları, 2002 yılında 36 milyar dolar, 2003 yılında 47 milyar dolar, 2004 yılında 63 milyar dolar ve 2005 yılının ilk yedi ayında 40 milyar düzeyinde gerçekleşmiştir. aynı dönemde oluşan ithalat rakamları ise 2002 yılında 51 milyar dolar 2003 yılında 69 milyar dolar 2004 yılında 98 milyar dolar ve 2005 yılının 7 aylık döneminde 64 milyar dolar düzeyindedir. Dış ticaret açığı 2002 yılından itibaren yeniden yükselmeye başlamış, 2001 yılında 10 milyar dolara kadar düşen açık, 2002 yılında 15.4 milyar dolar, 2003 yılında 22 milyar dolar, 2004 yılında 34.4 milyar dolar ve 2005 yılının ilk yedi aylık döneminde 24 milyar dolar olmuştur. Dış ticaret açığında kriz yılından sonra meydana gelen yükselme olumsuz olarak algılandığında, ihracatın ithalatı karşılama oranına bakıldığında, 2002 yılında

%69.9, 2003 yılında %68.1, 2004 yılında %64.7 ve 2005 yılının ilk yedi ayında %62.9 olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2004 ve 2005 yıllarına bakıldığında dış ticaret açığında oluşan rakamlar 2000 yılındaki rakamdan daha yüksek olsada ihracatın ithalata karşılama oranındaki o döneme göre pozitif farklılık dış ticaret açığında riski azaltan bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

## 8. ÖDEMELER DENGESİNE ETKİSİ



Şekil 20. Türkiye'nin Ödemeler Dengesi-Dış Ticaret Açığı (2000-2005)

\*2005 Ocak- Temmuz dönemini kapsamaktadır.

Kaynak: <http://www.dtm.gov.tr/ead/ekolar1/eko14.xls> verilerinden derlenmiştir.

Türkiye'nin ödemeler bilançosuna bakıldığında genel denge kaleminde verilen ödemeler dengesi rakamları şekil 20'de gösterilmiştir. Şekil 20 'de verilen rakamlar incelendiğinde, Türkiye'nin ödemeler dengesi 2000 yılında 2.9 milyar dolar, 2001 kriz yılında 12.9 milyar dolar açık vermiştir. Krizle birlikte ortaya çıkan belirsizlik ortamı, yatırımların yurtdışına çıkmasına neden olmuştur. Bu da, dış ticaret açığında meydana gelen azalmaya rağmen ödemeler dengesinde 12.9 milyar dolarlık bir açık verilmesine sebep olmuştur. 2001 yılında ortaya çıkan ödemeler dengesi açığının ana nedeni sermaye hareketleridir. Ödemeler dengesi krizden sonra, 2002 yılında 212 milyon dolar açık, 2003 yılında 4 milyar dolar ve 2004 yılında da 4.3 milyar dolar fazla vermiştir. 2005 yılının ilk yedi aylık döneminde ise ödemeler dengesi rakamı 12.4 milyar dolarlık bir fazla vermiştir.

Krizlerin çok fazla alanda doğrudan ve dolaylı etkilerinden söz etmek mümkündür. 2001'de Türkiye'de yaşanan kriz, GSMH, büyüme, enflasyon, kamu

borçları, istihdam, finansal ve reel kesimde büyük etkiler yaratmıştır. Türkiye bu krizleri yaşamasaydı, şu anki bulunduğu konumun çok ilerisinde bir ülke olacağı tartışmasız bir gerçek olarak kabul edilebilir. Milli geliri daha yüksek, daha adaletli gelir dağılımına sahip, daha çok üreten, daha çok dışarıya mal ihraç eden, gelişmesini tamamlamış, halkın refah düzeyinin daha yüksek olduğu bir Türkiye herkesin arzusudur. Bu nedenle ekonomik kalkınma ve büyüme hedefleri doğrultusunda ilerlerken daha gerçekçi, enflasyon hedefleri, daha gerçekçi kur hedefleri belirlenmesi Türkiye için geçmişte sorun olmuş ticaret açıkları ve zorunlu devalüasyonlarla biten finansal krizlerin önlenmesinde yararlı olacaktır.

## **II. 2001 KRİZİNDE TÜRKİYE'DEKİ İŞLETMELERİN GENEL DURUMU VE KRİZİN İŞLETMELER ÜZERİNDE YARATTIĞI ETKİLER**

Türkiye son yıllarda sık sık krizlerle karşılaşmakta ve aynı zamanda giderek daha fazla borç yükü altına girmektedir. Bunun başlıca nedeni kamunun çok yüksek reel faizler ödeyerek borçlanma ihtiyacını karşılamaya çalışmasıdır. 2001 finansal krizinde de reel faizler kaldırılamaz boyutlara ulaşmıştır. Bu nedenle kuruluşların kârlılığı faiz yükü altında ezilmiş, özkaynakları erimiş ve borçlanma ihtiyaçları hızla artmıştır. 500 büyük sanayi kuruluşunun, 1995 yılında ödenen faizlerin toplam satış hasılatına oranı % 5.4 iken, 1999 yılında oran %7.7, 2000 yılına %4.3 ve 2001 yılında %8.1 olmuştur.<sup>134</sup>

80'li yıllarda başlayan ve günümüze kadar gelen süreçte, firmalar için finansal getiri, reel ekonominin getirisinden daha yüksek olduğu için, birikimler gittikçe artan oranda üretim dışı faaliyetlere yönelmiştir. 1982'den bu yana faaliyet dışı karların net bilanço karına oranı yükselirken, sabit sermaye yatırımlarının payı düşüş göstermektedir.<sup>135</sup>

Ülkemizdeki firmaların krizlere karşı kırılganlığını artıran sebeplerden en önemlisi, özsermayelerinin yetersiz olması ve daha çok kısa süreli kaynaklar ile faaliyetlerini sürdürmeleridir. Özel firmaların mali yapıları

<sup>134</sup> “500 Büyük Kuruluş Değerlendirme Sonuçları”,( İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:437 , Ağustos 2002),s.64.

<sup>135</sup> Erhan BİRGİLİ, Hakan TUNAHAN, “Döviz Krizlerinde İşletme Sermayesi Davranışı”

<http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf>.( 22.08.2005)

güçlü olmayıp, büyük şirketlerde dahi ortalama özsermayenin payı toplam kaynakların üçte biri dolayındadır. Kaldı ki bu firmalarda, özsermayenin önemli bir kısmı da, yeniden değerlendirilme fonlarından oluşturmaktadır.<sup>136</sup>

İşletmelerde mali yapısını zayıflatan diğer sebepler ise, kaynak kullanımında etkinlik ölçüsü olan alacak, stok, işletme sermayesi, varlık (aktif) devir hızlarının genellikle yavaş olmasıdır. Devir hızlarının yavaşlığı bir yandan kaynak gereksinimi artırırken, diğer yandan kârlılık üzerinde de olumsuz etki oluşturmaktadır. Firmalar kâr artışını, verimlilikten ve kaynak kullanımındaki etkinliktен çok kâr marjlarını yükseltmede, daha açık bir deyişle zam yapmakta görmektedirler. Sürekli zam devir hızlarını yavaşlatıcı ve satış artışını sınırlayıcı bir etki yaratmaktadır. Daha düşük bir kar marjı ile devir hızları artırılabilirdiği sürece karlılığın yükselebileceği göz ardı edilmektedir.<sup>137</sup>

Yaşadığımız 2001 krizinin işletmeler üzerinde yarattığı etkilere bakıldığında ise, şu verilere ulaşılmıştır.

1000 büyük sanayi kuruluşunun satış gelirleri hacmi 1997 yılındakinin altında gerçekleştiği saptanmıştır. Türkiye'nin 1000 büyük sanayi kuruluşunun satış gelirlerinin küçülmüş olması, kriz dönemlerinin işletmelerin faaliyetlerini küçülme yönünde etkilediğinin bir göstergesidir. Satış hasılatının yüzdesi olarak vergi öncesi bilanço kârı, Türkiye'nin 1000 büyük firmasında, 1997 yılından bu yana bir düşme trendi içersinde olduğunu göstermektedir. Yıllar itibariyle, ikinci 500 büyük firmada satış kârlılıkları birinci 500 firmaya göre daha düşük, düşüş trendi daha hızlı olmuştur. Kriz yılı olan 2001 yılında satış kârlılıkları zarara dönüşmüştür. 2001 yılında birinci 500 büyük sanayi kuruluşunun satış kârlılığı -% 0.5'tir. 2000 yılında bu oran %3.4 ve 1999 yılında ise %3.7 olarak gerçekleşmiştir. Satış kârlılığı 2002 yılında %5.7'ye, 2003 yılında da %6.4'e çıkmıştır. İkinci 500 büyük sanayi kuruluşunun 2001 yılı satış kârlılığı ise -%3.7'dir.<sup>138</sup> 500 büyük sanayi kuruluşunun özkaynak kârlılığına bakıldığında, 1999 yılında %9.6 olan oran, 2000 yılında %10 ve 2001 yılında ise -%1.7 olarak gerçekleşmiştir. Krizden sonra 2002 yılında oran %16.6'ya izleyen 2003 yılında

<sup>136</sup> BİRGİLİ, TUNAHAN, a.g.e., <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf>. (22.08.2005)

<sup>137</sup> BİRGİLİ, TUNAHAN, a.g.e., <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf>. (22.08.2005).

<sup>138</sup> Özer ERTUNA, "Türkiye'nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun 2001 Faaliyet Sonuçları", (İstanbul Sanayi Odası, Sayı no: 438, Eylül 2002), s.128.

da %17.1 'e yükselmiştir. 500 büyük sanayi kuruluşunda varlıkların kârlılığı, 1999 yılında %3.6, 2000 yılında %3.7 ve 2001 yılında ise -%0.5'dir. 2002 yılında oran %6.4 ve 2003 yılında %7.8 olmuştur. <sup>139</sup>

İstanbul Sanayi Odasının 500 büyük sanayi kuruluşu üzerinde yaptığı bir araştırmaya göre, 2001 yılında 500 büyük sanayi kuruluşunda 343 kuruluş kâr, 157 kuruluş zarar açıklamıştır. 2000 yılında ise kâr bildiren kuruluş sayısı 392'dir. 2001 yılında kâr edenlerin sayısında %12.5'lik bir azalma meydana gelmiştir. <sup>140</sup>

İstanbul menkul kıymetler borsasında işlem gören işletmelerin 2001 yılına ait ilk çeyrek bilançoları incelendiğinde de sonuçlar beklendiği gibi oldukça olumsuz çıkmıştır. Bilançosu açıklanan şirketlerden 152'si yılın ilk üç ayını toplam 1 katrilyon 92.8 trilyon lira zararla kapatmış. Sadece 104 şirket kâr etmiştir. Bu şirketlerin toplam kârı ise 422.5 trilyon lira düzeyinde kalmıştır. Genel bir hesaplama yapıldığında 256 şirketin toplam zararı net 670 trilyon lira olmuştur. Bu şirketler geçen sene aynı dönemde net 213.7 trilyon lira kâr etmiştir. <sup>141</sup> Şirketler içinde en fazla zararı Turkcell açıklarken en yüksek karı da Ak Enerji elde etmiştir.

500 büyük sanayi kuruluşu 2001 yılında varlıklarının %69.57 'sini yabancı kaynaklarla fonlarken, bu pay 2002 'de %59.61'e, 2003 yılında ise %52.55'e gerilemiştir. 500 büyük sanayi kuruluşunun yabancı kaynakları içersinde, kısa vadeli borçların payı, 2001 yılında %47.88, 2002 yılında %37.98 ve 2003 yılında ise %33.58 olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli borçlar ise, 2001 yılında %21.69, 2002 yılında %37.98 ve 2003 yılında ise %18.97 olmuştur. Özsermayenin toplam kaynaklar içersindeki payı ise, 2001 yılında %23.41, 2002 yılında %31.88 ve 2003 yılında %38.12 olarak gerçekleşmiştir. <sup>142</sup> 500 büyük sanayi kuruluşu üzerinde yapılan değerlendirmede görülebileceği gibi, kriz yılında kuruluşların kaynakları içersinde borçlanmanın payı artmış bu da işletmelerin finansman yükünün artmasına ve kârlılıklarının düşmesine neden olmuştur.

<sup>139</sup> Öztin AKGÜÇ, "500 Büyük Kuruluşun Finans Yapısı"(İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:461 , Ağustos 2004),s.209.

<sup>140</sup> "500 Büyük Kuruluş Değerlendirme Sonuçları",(İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:437 , Ağustos 2002),s.63.

<sup>141</sup> <http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/04/28/ekonomi/32eko.htm> (23.08.2004)

<sup>142</sup> "2003 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu'nun Mali Yapısı", (İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:461 , Ağustos 2004),s.40.

500 büyük sanayi kuruluşu üzerine yapılan faaliyet (etkinlik) oranı analizlerinden elde edilen sonuçlar ise şu şekildedir. İşletmelerin varlık devir hızı oranları 1999 yılında 0.96, 2000 yılında 1.10, 2001 yılında 1.01, 2002 yılında 1.12 ve 2003 yılında 1.21 olarak gerçekleşmiştir. Özsermaye devir hızlarına bakıldığında ise, oran, 1999 yılında 2.58, 2000 yılında 2.93, 2001 yılında 3.55, 2002 yılında 2.93 ve 2003 yılında 2.67 olarak gerçekleşmiştir. İşletme sermayesi devir hızında gerçekleşen oranlar ise, 1999 yılında 1.73, 2000 yılında 1.91, 2001 yılında 1.90, 2002 yılında 2.13 ve 2003 yılında 2.37 şeklindedir. Özellikle 2001 yılında özsermaye devir hızındaki artış, finansmanda özsermayenin payının azalmasından kaynaklanmaktadır.<sup>143</sup>

Krizin 500 büyük sanayi kuruluşunun likidite yapısı üzerine etkisi cari oranlar incelenerek görülebilir. 500 büyük sanayi kuruluşunda ,1999 yılında 1.18 olan oran, 2000 yılında 1.17, 2001 yılında 1.06, 2002 yılında 1.30 ve 2003 yılında da 1.43 olarak gerçekleşmiştir.<sup>144</sup> Cari oranın izlediği süreç incelendiğinde, özellikle krizin yaşandığı 2001 yılında likiditenin zayıfladığı görülmektedir. Bunun en önemli nedenlerinden biri, 2001 yılında kısa vadeli yabancı kaynaklardaki artıştır.

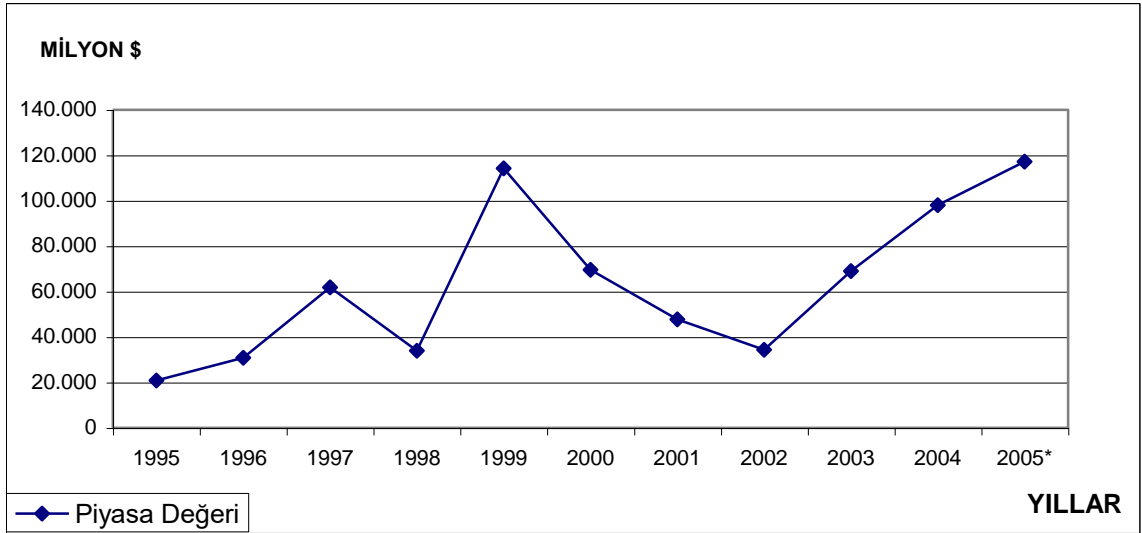
2001 krizinin işletmelerin finansal yapısı üzerine etkisi, ayrıca detaylı bir biçimde son bölümde incelenecektir. 2001 krizinin finansal yapı dışında işletmeleri etkilediği alanlar ise, piyasa değerlerindeki azalma, yatırımlardaki azalma, kapasite kullanım oranlarında düşüş, çalışılan saat indeksindeki düşüş şeklinde ele alınmıştır.

#### A) PİYASA DEĞERLERİ ÜZERİNE ETKİSİ

Krizler işletmelerin piyasa değerleri üzerinde etkili olmaktadır. Ülkemizde yaşanan 2001 krizinin işletmelerin piyasa değerlerine ne yönde etki yaptığı İ.M.K.B'da işlem gören işletmeler üzerinde belirlenmeye çalışılmıştır. 2001 krizi öncesi ve sonrası, halka açık şirketlerin İMKB'da oluşan piyasa değerleri şekil 21'de verilmiştir. İşletmelerin piyasa değerleri, 1999 yılında 114 milyar dolar iken bu rakam, 2000'de 69,5 milyar dolar, 2001'de 47,7 milyar dolar, 2002'de 34,5 milyar dolar, 2003'te 69 milyar dolar, 2004 yılında 98 milyar dolar ve 2005 yılının ağustos ayı itibariyle 117 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

<sup>143</sup> AKGÜÇ, "500 Büyük Kuruluşun...", a.g.e, s.208.

<sup>144</sup> AKGÜÇ, "500 Büyük Kuruluşun...", a.g.e, s.207.

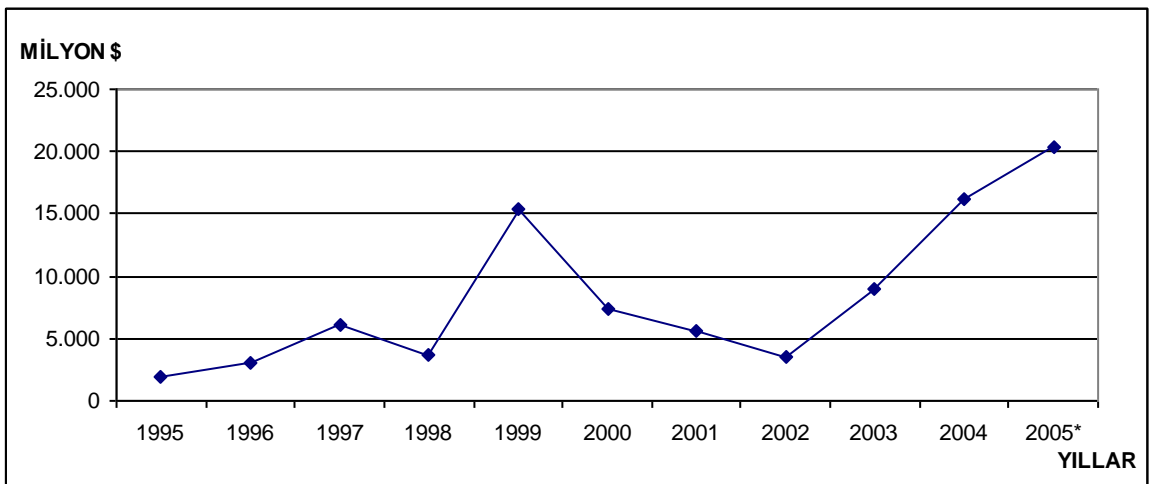


**Şekil 21. İ.M.K.B' da İşlem Gören Şirketlerin Toplam Piyasa Değeri (1995-2005)**

Kaynak :İMKB,TSPAKB, verilerinden derlenmiştir.

\*26.08.2005 itibariyle oluşan piyasa değeri.

Yaşanan kriz, İ.M.K.B' sında işlem gören işletmelerin 1999 yılına göre piyasa değerlerini üçte birine düşürmüştür. İşletmelerin piyasa değerlerinin düşmesi ile fiyatları cazip hale gelmiş ve yabancı yatırımcılar tarafından bu işletmelerin hisse senetleri büyük ölçüde talep görmeye başlamıştır. İşletmelerin hisse senetlerinin yabancılar tarafından talep görmeye başlaması ile bir çok işletmede yabancı payları artmış, bazı işletmelerde el değiştirmeler yaşanmıştır. Özellikle 2003 yılından itibaren artan yabancı ilgisiyle birlikte borsada işlem gören işletmelerin toplam piyasa değerleri kriz öncesi dönemdeki seviyelerin üstüne çıkmıştır.



**Şekil 22. İ.M.K.B'da Yabancı Yatırımcılara Ait Saklama Bakiyeleri (1995-2005)**

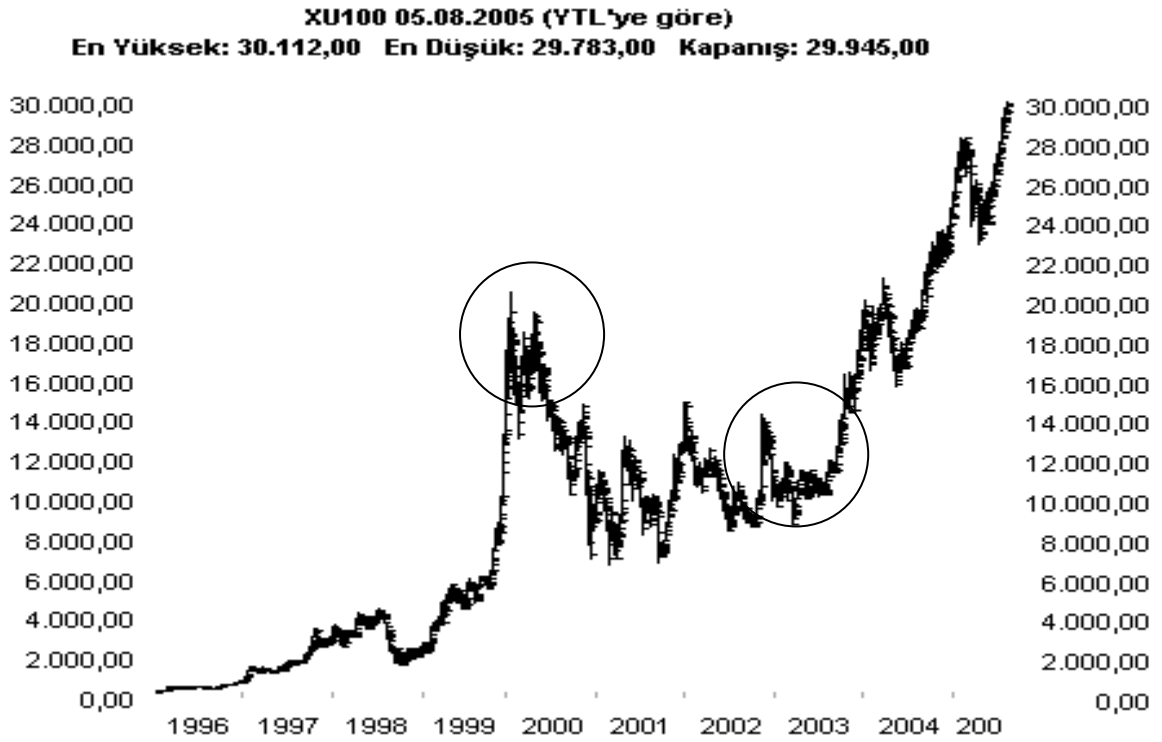
Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/uyeler/portfoy.htm> verilerinden derlenmiştir.

\*2005 yılında Şubat ayı verileri kullanılmıştır.

Şekil 22 İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) 1995-2004 yılları arasında yabancılara ait saklama bakiyelerini göstermektedir. Yabancı yatırımcılara ait saklama bakiyeleri yıllar itibariyle incelendiğinde, 1999 yılında 15.3 milyar dolar, 2000 yılında 7.4 milyar dolar, 2001 kriz yılında 5.6 milyar dolar, 2002 yılında 3.4 milyar, 2003 yılında 8.9 milyar dolar, 2004 yılında 16.1 milyar dolar ve 2005 yılı şubat ayında 20.2 milyar düzeyine ulaşmıştır. 1999 ve 2000 yıllarına bakıldığında yabancı yatırımcılar krizden önce yaklaşık 8 milyar dolarlık yatırımlarını İ.M.K.B'dan çekmişlerdir. Krizin etkilerin azalmaya başladığı 2003 yılından itibaren tekrar İ.M.K.B'da yatırım yapmaya başlamışlardır.

İ.M.K.B'na yabancı yatırımcıların ilgisinin artmaya başladığı 2003 yılından itibaren İ.M.K.B'sı U-100 endekside yukarı doğru hareket etmeye başlamıştır. İMKB Ulusal 100 endeksinin 1996-2005\* yılları arasındaki hareketi şekil 23'de görülmektedir. İki grafik aynı anda incelendiğinde, 1999 yılında yabancıların saklama bakiyelerinin zirve yaptığı noktada, İMKB U -100 endeksi de zirve yapmıştır. Yabancılara ait saklama bakiyelerinde başlayan düşüş 2002 'ye kadar sürmüştü, bu dönemde U-100 endeksi üç defa tarihi dip noktaları olan 6500 - 7000' li seviyelere kadar geri çekilmiştir. Yabancı yatırımcıların saklama bakiyelerinde 2002 yılında başlayan artış beraberinde U-100 endeksinin de yukarıya doğru taşımıştır. Burada tespit edilmesi gereken diğer noktalar şunlardır.





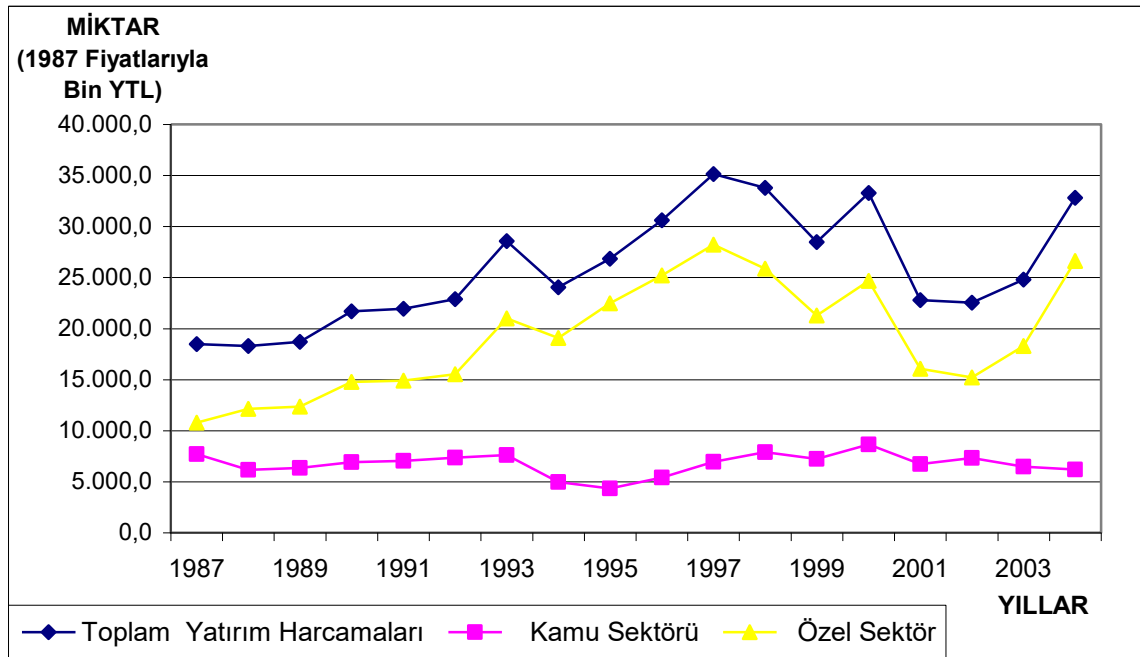
**Şekil 23. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 100 Endeksi (1996-2005)**

**Kaynak:** [http://finans.milliyet.com.tr/c/firma\\_gfx.asp](http://finans.milliyet.com.tr/c/firma_gfx.asp)

Öncelikle 1999 sonunda başlayan yabancı çıkışında ya yabancı yatırımcılar ekonominin gidişatını iyi tespit etmişler, ya da yabancı yatırımcıların piyasadan çıkışı 2000 ve 2001'de yaşadığımız krizleri tetikleyen ve etkisini artıran bir unsur olmuştur. Aynı şekilde 2002'de başlayan ekonomide rahatlama aynı zamanda yabancı yatırımcıların piyasaya tekrar girdiği döneme denk gelmektedir ki, bu da dikkat çekicidir. Bu noktada, yabancı ve Türk yatırımcılar açısından bakıldığında ekonominin dip yaptığı noktalarda yabancıların alıma geçmeye başladıklarını görüyoruz. Türk yatırımcısının da yapması gereken yatırım yapacağı noktayı iyi tespit etmektir. Bu yapılmadığı takdirde 2000'de olduğu gibi Türk yatırımcılar büyük zararlara uğrayacaktır.

## B.YATIRIMLARA ETKİSİ

Türkiye'deki toplam yatırım harcamaları ele alındığında, yatırımlar 1997 yılında, 35.137.000 YTL, 1998'de 33.768.000 YTL, 1999'da 28.472.000 YTL, 2000'de 33.281.000 , 2001 yılında 22.782.000 YTL , 2002 yılında 22.531.000 YTL, 2003 yılında 24.782.000 YTL ve 2004 yılında 32.802.000 YTL olarak gerçekleşmiştir. Kamu sektörünün yatırım eğrisindeki durağanlık toplam yatırım harcamalarındaki asıl değişikliğin özel sektör harcamalarından kaynaklandığını göstermektedir. Şekil 24'de görüldüğü gibi kriz yılları olarak adlandırılan 1994 ve 2001 yıllarında özel sektörün yatırım harcamaları düşmüştür. 1997 yılında yaptığı yatırım miktarı 28.203.000 YTL olan özel sektörün, 1999'daki yatırımı 21.289.000 YTL ve 2001 yılındaki yatırımı 16.049.000 YTL olarak gerçekleşmiştir. Krizden sonra özel sektörün yatırım harcamaları, 2002 yılında 15.207.000 YTL, 2003 yılında 18.300.000 YTL ve 2004 yılında 26.622.000 YTL düzeyinde olmuştur. Toplam yatırımlarda asıl güç olan özel sektör kriz yıllarında yatırımlarını azaltmıştır. Krizden sonra ekonomide meydana gelen canlanmayla birlikte özel sektörün yatırım harcamalarında artışlar meydana gelmiştir.

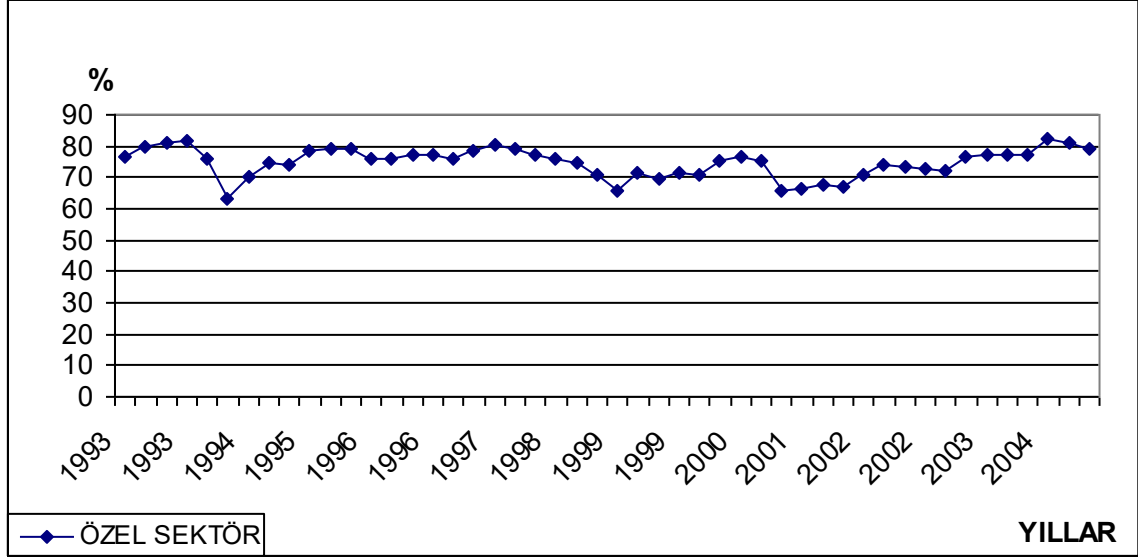


Şekil 24. Türkiye'deki Toplam Kamu Ve Özel Sektör Yatırım Harcamaları (1987-2004)

Kaynak: [http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/II-Yatirim/II\\_1\\_1.xls](http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/II-Yatirim/II_1_1.xls) verilerinden derlenmiştir.

### C.KAPASİTE KULLANIMINA ETKİSİ

Özel sektörün kapasite kullanım oranları şekil 25’de verilmiştir. Şekil incelendiğinde, 1999 yılında %69.5, 2000 yılında %74,4, 2001 yılında % 66,7 ve 2002 yılında %72.5 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 25. Özel Sektör Kapasite Kullanım Oranı (1993-2004)

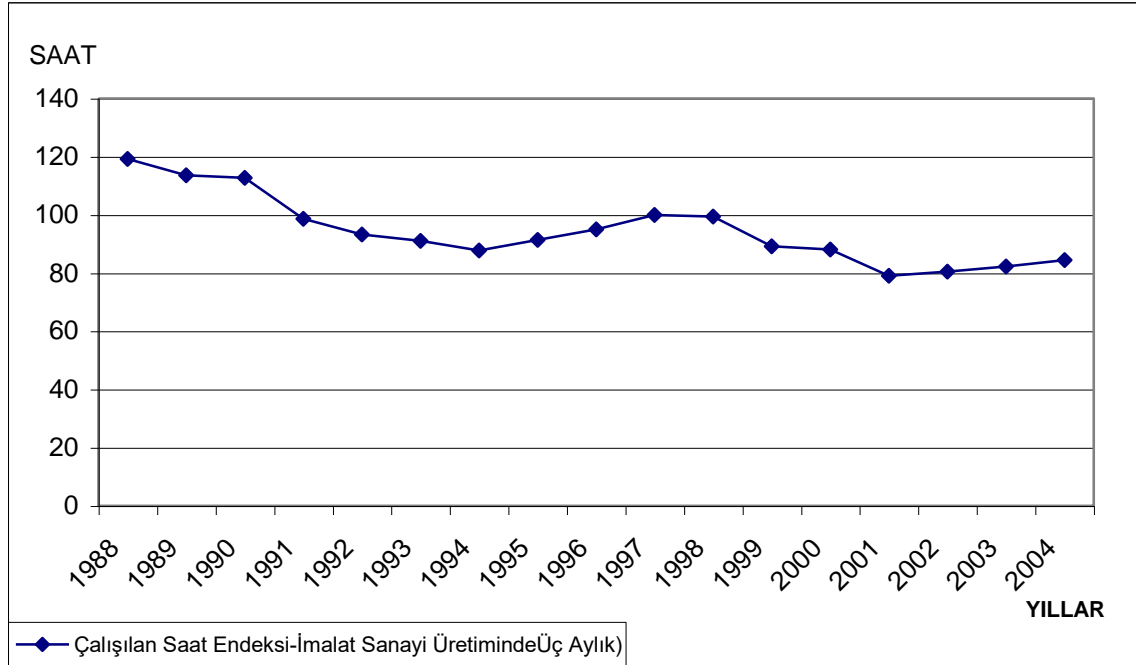
Kaynak: <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html> verilerinden derlenmiştir.

1994 kriz yılında gerçekleşen kapasite kullanım oranına bakıldığında ise %70,8 olan yıl ortalaması 1994’ün ikinci çeyreğinde %62.9’a kadar düşmüştür. 1993’ten bu yana özel sektörün kapasite kullanım oranlarının üçer aylık değerlerinin ortalaması alındığında % 74.8 ‘lik bir orana ulaşılmaktadır. Bu ortalama dikkate alındığında 1994 ve 2001 krizinde özel sektörün kapasite kullanım oranlarının %10’dan daha fazla düştüğünü söyleyebiliriz. Bu da bize yaşanan krizlerin özel sektörün üretim gücüne yaptığı etkiyi açıkça göstermektedir.

### D. ÇALIŞILAN SAAT İNDEKSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

İmalat sanayinde üretimde çalışılan saate şekil 26’da bakıldığında, trendin dip yaptığı iki nokta 1994 ve 2001 yıllarıdır. Üretim gücü olarak adlandırılan imalat sanayinde kriz yıllarında çalışılan saatin düşmesi bu dönemlerde piyasalarda oluşan belirsizlik ve tüketicilerdeki satın alma isteksizliğine bağlı üretimdeki azalmadan

kaynaklanmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken bir başka nokta ise 1988 yılından sonra trendin sürekli daha aşağı noktalarda oluşmasıdır. Bu üretimdeki verimlilik ve etkinlik artışına bağlanabileceği gibi, özellikle 1990 yıllardan sonra körfez savaşıyla başlayan süreçte yaşadığımız ya da etkilendiğimiz ekonomik krizlerin etkisine de bağlanabilir.



**Şekil 26. İmalat Sanayinde Çalışılan Saat İndeksi (1988-2004)**

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden derlenmiştir.

Özellikle uluslar arası piyasalarda artan rekabet koşulları nedeniyle verimlilik artışı ülkeler ve işletmeler için daha önemli bir hal almakta ve bazen krizlerin daha kolay atlattılmasında yardımcı da olmaktadır. Arjantin Krizi hatırlandığında ekonominin dışa bağımlı yapısı ve rekabetçi kimliğinin bulunmaması yaşanan krizin nedenlerinden biridir.

2001 yılında yaşadığımız kriz, işletmeleri de olumsuz etkilemiştir. Yukarıda ele alınan etkilere bakıldığında, işletmelerin özellikle 2001 kriz yılı olmak üzere 2002 ve 2003 yıllarında kapasite kullanımlarında ve dolayısıyla yatırımlarında büyük düşmeler meydana gelmiştir. Özellikle borsada işlem gören işletmelerin, kriz döneminde borsada meydana gelen düşmelerden dolayı piyasa değerleri üçte birine kadar düşmüştür. Piyasada oluşan fiyatlardan dolayı işletmelerin satın alma ve tasfiye değerleri de

düşmüştür. Bu özellikle zor durumda olan işletmelerin değerlerinin çok altında el değiştirmesine neden olmuştur.

İşletmeler karşılaşmaları muhtemel riskleri öngörüp yönetebilirlerse kriz riskini minimize etmiş olacaklardır. Etkin olarak gerçekleştirilecek risk yönetimiyle kriz yönetimi daha kolay bir süreç haline gelecektir. İşletmeler için büyümek ve ilerlemek için risk almak bir gerekliliktir, ancak işletmeler aldıkları riskleri hesaplamadılar. Bu sayede işletmeler olası kriz durumlarında gereken tedbirleri önceden almış olacaklar ve doğal olarak krizden daha az etkileneceklerdir.<sup>145</sup>

---

<sup>145</sup> Rıza AŞIKOĞLU, Hakan ÇELİKKOL, “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Risk Ve Kaçınma Yolları”, (Finans Eğitim Sempozyumu, Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, ekim 2001), s.1.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 2001 FİNANSAL KRİZİNİN İMALAT İŞLETMELERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA (İMKB) İŞLEM GÖREN İMALAT İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR ANALİZ

#### I. ÇALIŞMANIN AMACI VE KAPSAMI

Bir ülkenin üretim gücünü oluşturan temel birimlerin en önemlilerinden biri imalat işletmeleridir. Doğal olarak onları etkileyen bir olay ülke ekonomisini ve zincirleme olarak her kesimi etkilemektedir.

Yapılan bu çalışmanın amacı, 2001 finansal krizinin İ.M.K.B' da işlem gören imalat işletmeleri üzerindeki finansal etkisini görmektir. 2001 kriz yılı öncesi mali tabloların görünümü ve 2001 kriz yılı dahil kriz sonrası dönemdeki mali tablolardaki değişimin ölçülmesidir. Bu sayede krizin etkilerini daha sağlıklı görebilmektir.

Çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören imalat işletmelerinden yararlanılmıştır. 1997- 2003 yılları arasında bilanço ve gelir tablolarına ulaşılan 7 sektör ve toplam 72 imalat işletmesi üzerinde çalışma yapılmıştır. Sektör seçiminde herhangi bir kriter belirlenmemiştir. Verisine ulaşılamayan sektörler çalışmaya dahil edilmemiştir. Seçilen sektörlerin isimleri ve bu sektörlerde incelenen işletme sayıları şu şekildedir. Dokuma , Giyim Eşyası Deri Sektörü 22, Gıda İçki Tütün Sanayi 9, Kimya, Petrol Plastik Ve Kauçuk Ürünleri 9, Metal Ana Sanayi 5, Metal Eşya Makine Ve Gereç Yapım 10, Orman Ürünleri Ve Mobilya 8, Taş Ve Toprağa Dayalı Sanayi 9 olmak üzere toplam 72 işletme ele alınmıştır.

Çalışma imalat sanayindeki tüm işletmelere ulaşmayı amaçlasa da, 1997-2003 arasında sağlıklı bir şekilde verisine ulaşılan işletme sayısı 72'de kalmıştır. Çalışmanın başlangıç tarihinde 163 imalat işletmesinin işlem gördüğü göz önüne alındığında ulaşılan sayı, yaklaşık %50'lik bir kesimi temsil etmektedir.

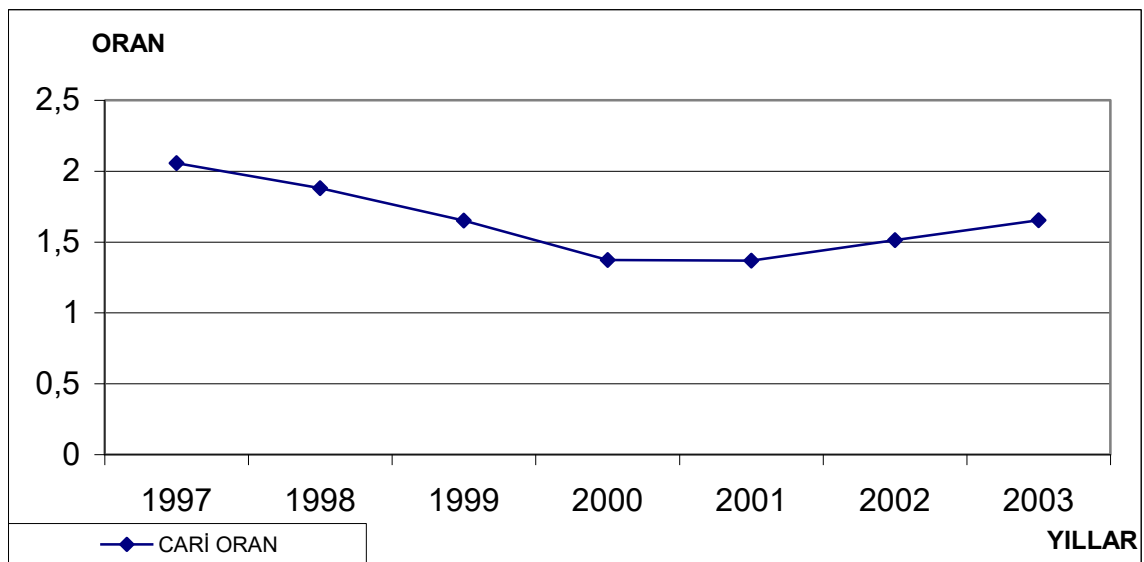
1997- 2003 yılları arasında seçilen 72 imalat işletmesinin yedi yıllık bilanço ve gelir tablolarına ulaşılmış ve bu mali tablolar üzerinde oran analizi uygulanmıştır. Mali tabloların analizi için toplam yirmi oran kullanılmıştır. Bunlar işletmelerin likidite durumunu, borçluluk durumunu, faaliyetlerindeki etkinlik durumunu ve kârlılık durumunu ölçmeye yarayan oranlardır. Elde edilen sonuçlar her oran için sektör bazında şekil yardımıyla açıklanmış ve her oran için genel eğilimler tespit edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçların şekil yardımıyla aktarılması aynı zamanda her oran için sektörlerde 7 yıllık bir trendi görebilme imkanı yaratmıştır.

## II. KRİZİN İŞLETMELERİN MALİ VE EKONOMİK DURUMUNA ETKİSİ

Yaşadığımız 2001 krizinin İ.M.K.B’da işlem gören imalat işletmeleri üzerindeki etkisi Likidite oranları, Finansal oranları, Faaliyet oranları ve Kârlılık oranları kapsamında incelenmiştir.

### A) LİKİDİTE ORANLARI

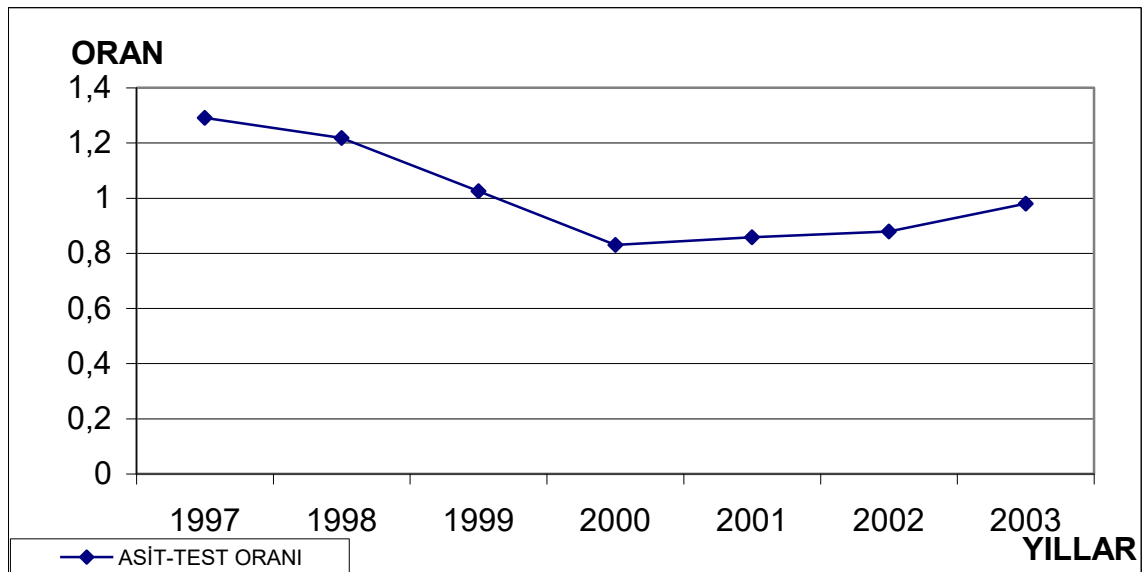
Likidite oranları, likidite işletmenin borçlarını ödeyebilme yeteneğini ifade eden bir kavramdır. Likidite oranlarının işletme sahip ve yöneticileri açısından önemi, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödemede herhangi bir sorunla karşılaşp karşılaşmayacağı iken, kredi verenler açısından ise, işletmeye verilen kısa vadeli fonların geri ödenmesinde işletmenin sıkıntı çekip çekmeyeceğini belirlemektir.



Şekil 27.Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Cari Oranı

Şekil 27’de dokuma, giyim eşyası deri sektörüne ait cari oranlar verilmiştir. Sektörde, 1997 yılında 2.05, 1998 yılında 1.87, 1999 yılında 1.65 ve 2000 yılında 1.37 oranları elde edilmiştir. Krizin meydana geldiği 2001 yılında oran 1.36, 2002 yılında 1.51 ve 2003 yılında 1.65 olarak gerçekleşmiştir. Genel kabul gören görüşe göre bu oranın ikiden büyük olması istenir. Bunun sebebi nakit dışındaki varlıkların paraya çevrilmesinde karşılaşılabilecek güçlükler ve değer kayıpları olarak gösterilmektedir. İncelenen sektörde kriz yılında cari oranın 1.36’ya kadar düştüğü görülmektedir. Bu düşüşte en büyük neden kısa vadeli borçlardaki artıştır. Her ne kadar cari oran yalnız başına analizde yeterli bir gösterge olmasa da cari oranda meydana gelen düşme sektörün likiditesinde bir zayıflama olarak görülebilecektir.

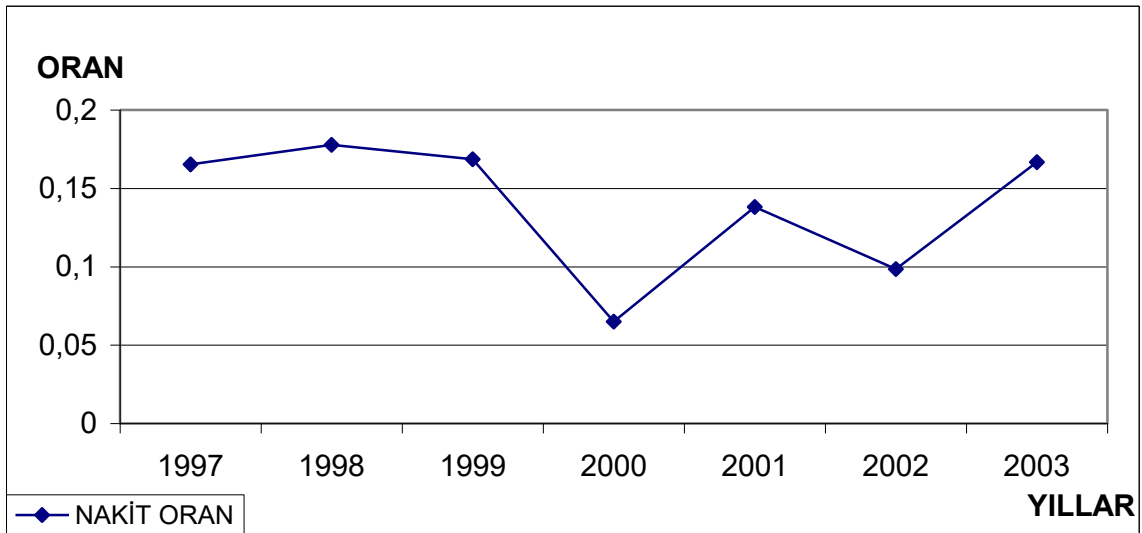
Asit – Test oranı, döner varlıklardan stokların çıkarılmasından sonra kısa vadeli borçlara bölünmesi sonucu elde edilmektedir. Bu nedenle döner varlıklar içersinde likit değeri düşük olan stokların çıkarılması sonucu elde edilen oran daha kolay ve değerinde paraya çevrilebilen varlıkların kısa vadeli borcu ödeme gücünü ölçer. Asit-test oranı için genel kabul görmüş değer 1’dir. Yani döner varlıklardan stoklar çıkarıldıktan sonra kalan değer borçların tamamı ödemeye yeterli olacaktır.



Şekil 28.Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Asit-Test Oranı



Şekil 28’de sektörün asit-test oranı verilmektedir. Buna göre,1997 yılında 1.29 olan oran, 1998 yılında 1.21, 1999 yılında 1.02 ve 2000 yılında 0.82 olmuştur. 2001 yılında 0.85 olarak gerçekleşen oran, 2002 yılında 0.87, 2003 yılında ise 0.97 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün 1997- 2003 yılları arasındaki ortalaması 1.01 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran dikkate alındığında krizin oranı olumsuz etkilediği söylenebilir.

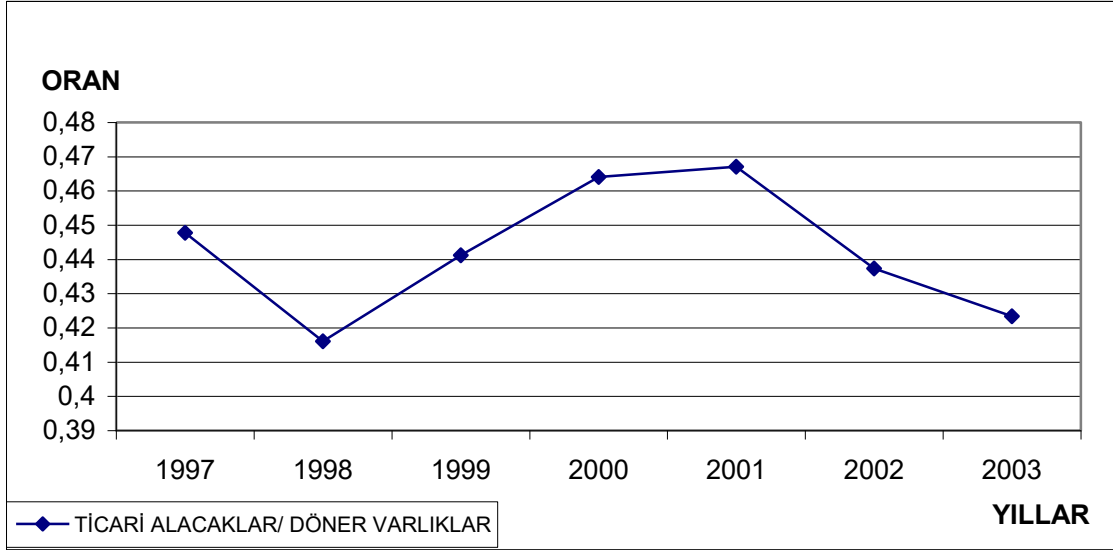


Şekil 29.Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Nakit Oranı

Gelişmiş ülkelerde, nakit oranının % 20'nin altına düşmemesi gerektiği kabul edilmektedir. Dokuma giyim eşyası deri sektöründe oran, şekil 29 'da görülebileceği gibi, 1997 yılında %16.5, 1998 yılında %17.7, 1999 yılında %16 ve 2000 yılında %6.5 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında oran %20'nin oldukça altındadır. 2001 yılıyla birlikte oran %13'e yükselmiş, 2002'de tekrar %9'a düşmüş ve 2003 yılında %16.6 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün incelenen 1997- 2003 döneminde nakit oran ortalaması %14 düzeyindedir. Sektör ortalaması dikkate alındığında dahi, 2000 yılında gerçekleşen oranın düşük olduğu söylenebilir. 2001 yılında oranın yükselmesi, 2000 yılının kasım ayında yaşanan likidite krizinden dolayı işletmelerin daha fazla nakit tutma gereksinimi duymalarından dolayı olabilir.

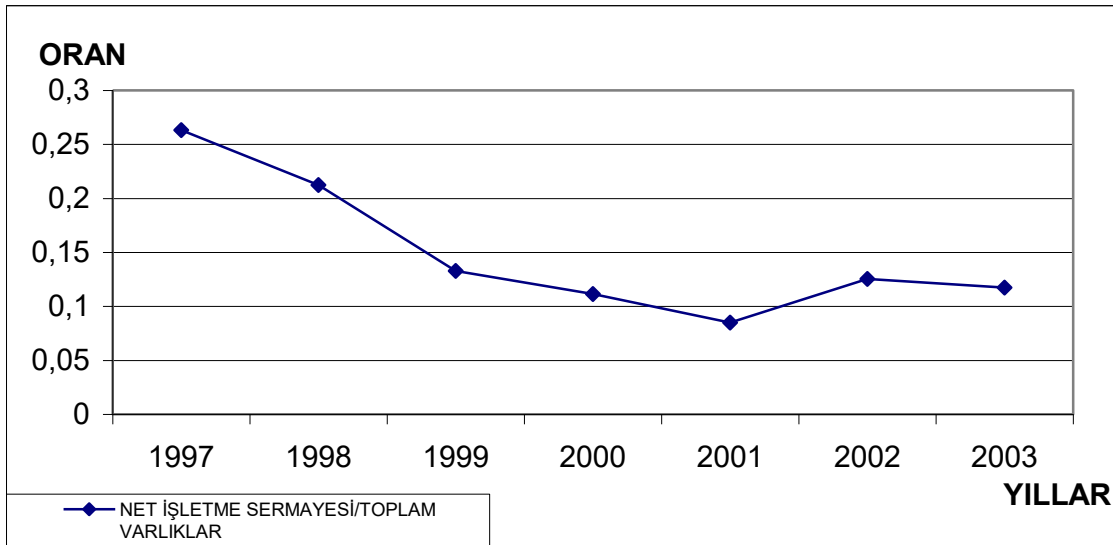
Şekil 30'da sektörün ticari alacaklarının döner varlıklara oranı verilmektedir. Buna göre, gerçekleşen oranlar 1997'de %44.7, 1998'de %41.6, 1999'da %44.1 ve

2000 yılında %46.4'dür. kriz yılında gerçekleşen oranlar ise, 2001 yılında %46.4, 2002 yılında %43.7 ve 2003 yılında %42.3'dür. İncelenen dönem itibariyle sektör ortalaması, % 44.2'dir.



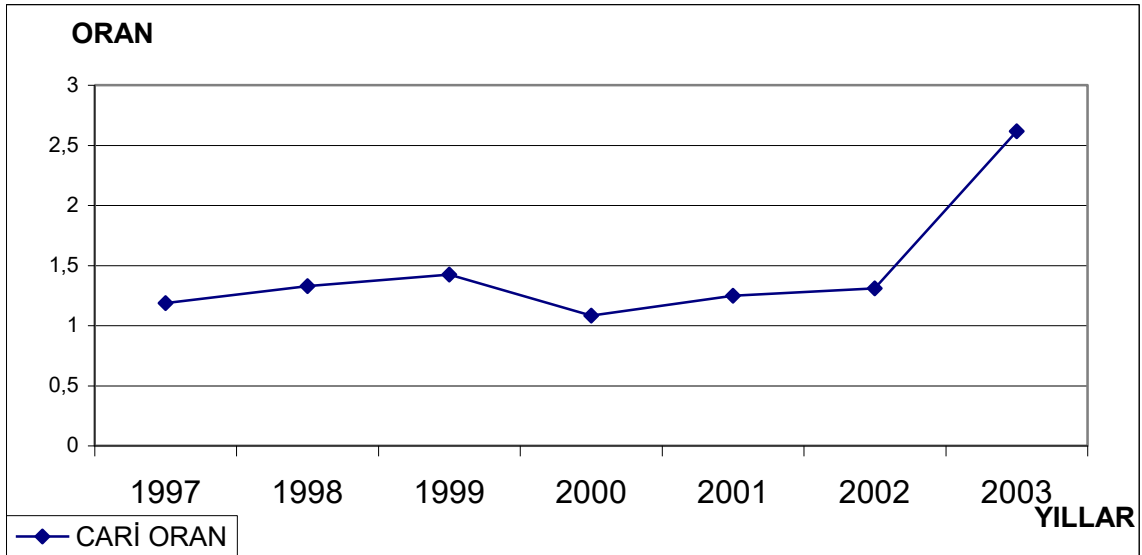
Şekil 30.Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Ticari Alacaklar/ Döner Varlıklar Oranı

Kriz yıllarında döner varlıklar içerisinde yer alan ticari alacaklarda azda olsa bir yükselme görülmüştür. Bu oranın artışında, ortaya çıkan belirsizlik ortamında bu sektörün gerek vadeli satışlarını artırması gerekse, borçluların borçlarını ödemedeki isteksizlikleri rol oynamış olabilir.



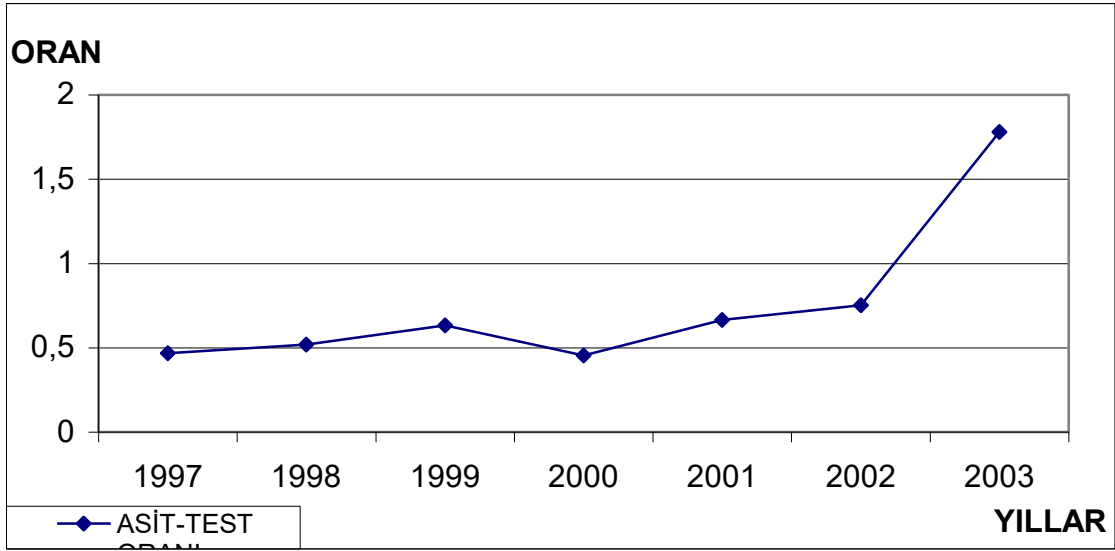
Şekil 31.Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Net İşletme Sermayesi/ Toplam Varlıklar Oranı

İşletmelerin kısa vadeli borçlarını bir anda ödemek zorunda kaldıkları zaman ellerinde ne kadar işletme sermayesi kalacağını gösteren net işletme sermayesinin toplam varlıklara oranı sektör için şekil 31’de verilmiştir. Sektörün oranları, 1997 yılında % 26, 1998 yılında %21, 1999 yılında %13, 2000 yılında %11 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de %8’e kadar düşen oran 2002’de %12’ye yükselmiş ve 2003’de tekrar %11.7’ye düşmüştür. İncelenen sektörün ortalaması %14.9 olarak gerçekleşmiştir. Bu dikkate alındığında, 2001 krizinde işletmelerin kısa vadeli borçları ve dolayısıyla net işletme sermayeleri etkilendiğini söyleyebiliriz.



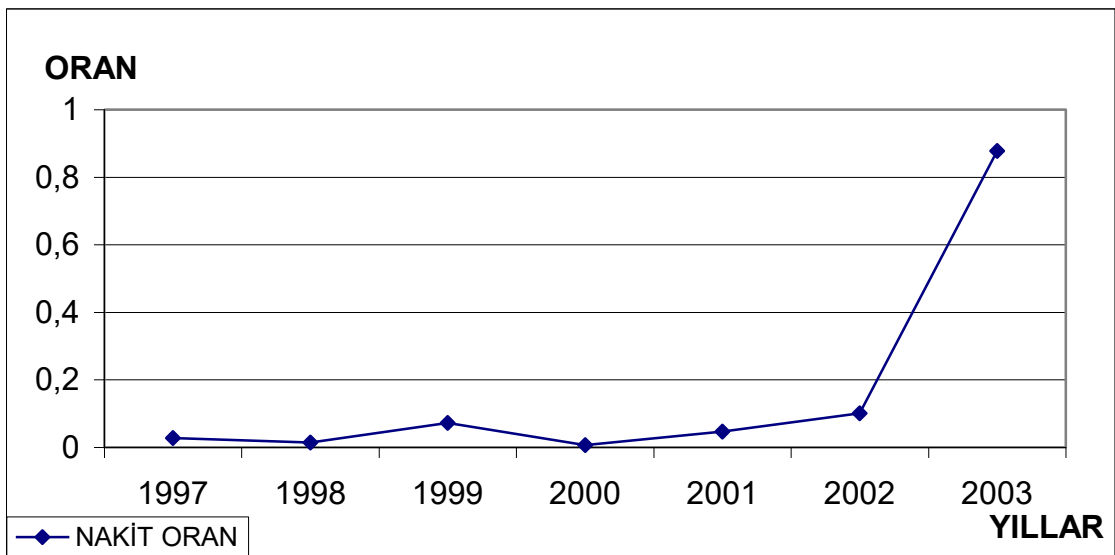
Şekil 32.Gıda, İçki Tütün Sanayi Cari Oranı

Gıda, içki tütün sanayi cari oranları şekil 32’de verilmiştir. Buna göre, oluşan oranlar, 1997 yılında 1.18, 1998 yılında 1.32, 1999 yılında 1.42 ve 2000 yılında 1.08 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran 1.24, 2002 yılında 1.30 ve 2003 yılında 2.6 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında gerçekleşen orana bakıldığında neredeyse döner varlıklar kadar kısa vadeli borçların olduğu görülmektedir. Üstelik stoklarda hesaplamının içersinde yer aldığı için sektörün likiditesi daha da düşük düzeylerde yer almaktadır. Sektörün toplam varlıklar içersinde yer alan kısa vadeli borçlarına bakıldığında, 2003 yılında 2002’de %96’dan 2003 yılında %43.57 düştüğü görülmektedir. Özellikle 2003 yılında oranda meydana gelen artışın bir nedenide kısa vadeli borçlarda meydana gelen azalma olabilir.



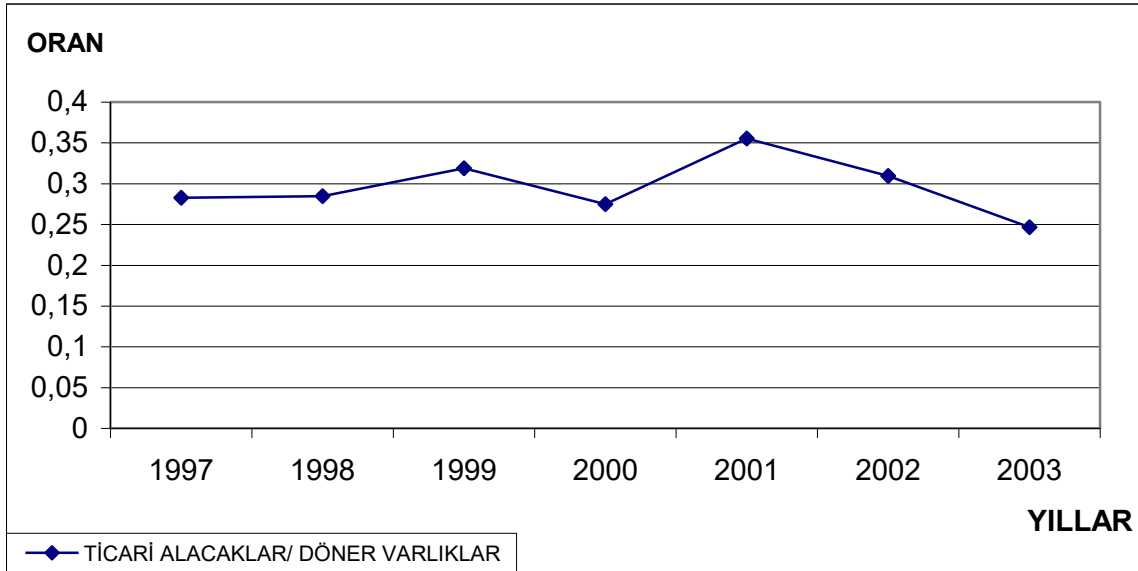
Şekil 33. Gıda, İçki Tütün Sanayi Asit-Test Oranı

Şekil 33’de sektörün asit-test oranı incelendiğinde, oranın 1997 yılında % 46.6, 1998 yılında %51.8, 1999 yılında %63.2 ve 2000 yılında %45.3 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Kriz yılı 2001’de oran %66.5, 2002 yılında %75.3 ve 2003 yılında %178 olarak gerçekleşmiştir. Genel olarak tüm sektörler itibariyle kısa vadeli borçlarda özellikle 2001 ve 2002 yılında bir artış olduğu göz önüne alınırsa, asit-test oranının yükselmesinde döner varlıklardaki bir artış ya da özellikle stoklarda meydana gelen bir azalma neden olarak gösterilebilir. Ancak 2003 yılında meydana gelen artışın en önemli nedeni kısa vadeli borçlardaki düşüştür.



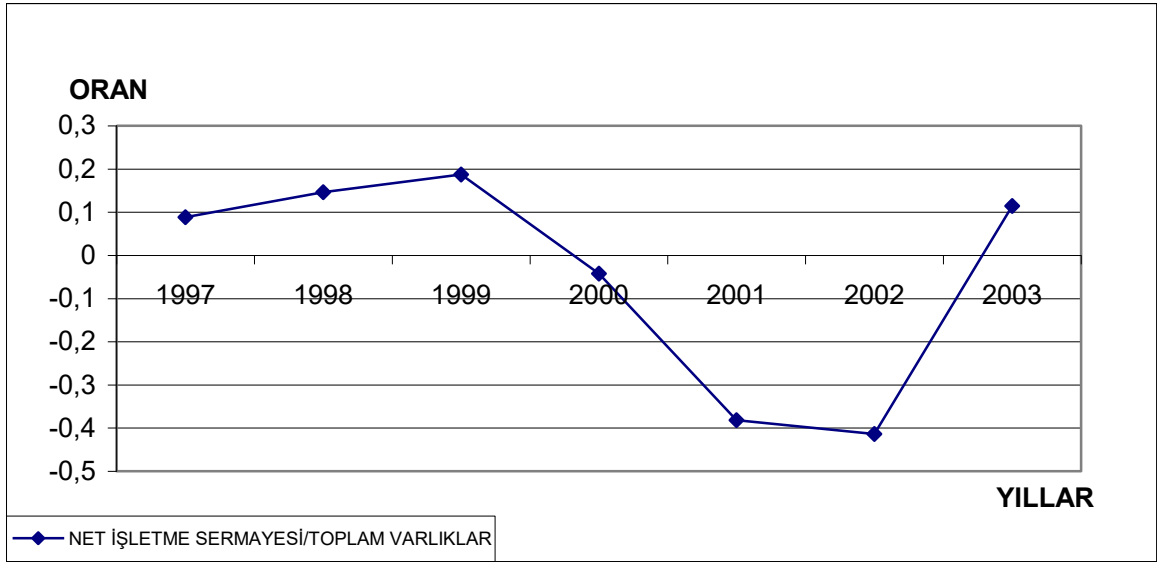
Şekil 34. Gıda, İçki Tütün Sanayi Nakit Oranı

Şekil 34’de sektörün nakit oranı incelendiğinde, 1997 yılında %2.8, 1998 yılında %14, 1999 yılında %7 ve 2000 yılında %0.6 olarak gerçekleşmişti. 2001 kriz yılında oran % 4.6, 2002 yılında %10 ve 2003 yılında %87 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalamasının %16 olduğu düşünülürse, kriz öncesi yıl ve kriz yılında oluşan rakamların bu rakamın çok altında kaldığı görülmektedir. Sektörün nakit oranı 2003 öncesi olması gereken rakamın çok altında iken 2003 yılında %87 gibi oldukça üstünde gerçekleşmiştir. Nakit oranının çok düşük olması her ne kadar ödemelerde sorun yaşanmasına neden olsada, gereğinden yüksek olması da kârlılık üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkaracaktır. 2003 yılında meydana gelen yükselmenin buradaki nedenide sektörün kısa vadeli borçlarında meydana gelen azalma gösterilebilir.



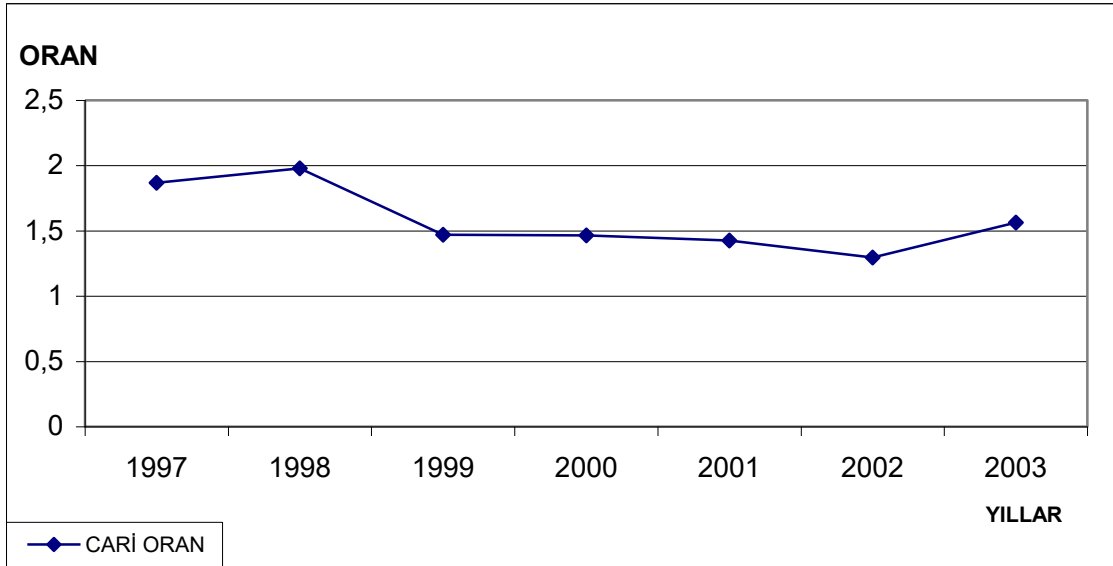
Şekil 35. Gıda, İçki Tütün Sanayi Ticari Alacaklar/Döner Varlıklar Oranı

Sektörün ticari alacaklarının döner varlıklar içindeki payı şekil 35’de verilmiştir. Oran 1997 yılında %28, 1998 yılında %28, 1999 yılında %31 ve 2000 yılında %27.4 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de oran %35.5, 2002 yılında %30 ve 2003 yılında %24 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılı dikkate alındığında döner varlıklar içerisinde ticari alacakların oranının %35 olduğu görülmektedir. Sektörün 7 yıllık ortalamasının %29.5 olduğu göz önüne alınırsa kriz yılında alacakların yükseldiği görülmektedir. Alacakların yükselmesi sektörde işletme sermayesi ihtiyacını arttırdığı için kaynak ihtiyacını da artıracaktır.



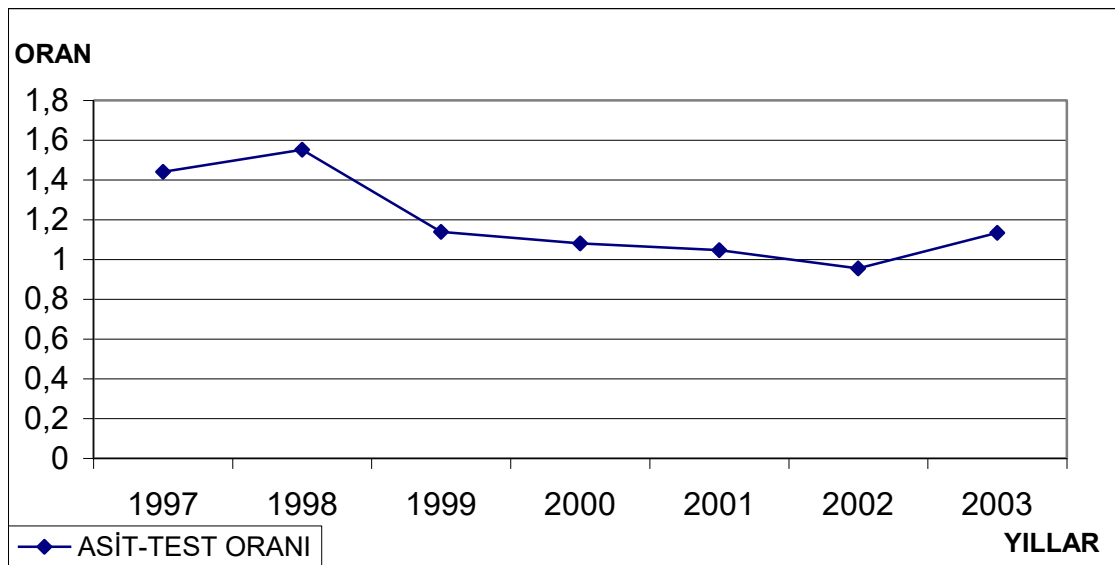
Şekil 36. Gıda, İçki Tütün Sanayi Net İşletme Sermayesi/ Toplam Varlıklar Oranı

Şekil 36'da sektörün toplam varlıklar içerisinde net işletme sermayesinin oranı verilmektedir. Şekil 36'dan görülebileceği gibi oran 2000 ve 2002 yılları arasında negatif olmuştur. 1997 yılında % 8, 1998 yılında % 14.6, 1999 yılında %18.7 ve 2000 yılında -% 4 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001 yılında -% 38 , 2002 yılında -%41.4 ve 2003 yılında %11.4 olarak gerçekleşmiştir. 2000 ve 2002 döneminde negatife düşen sektörde 2000 kasım ve 2001 şubat aylarında yaşanan krizlerin etkisiyle artan borç düzeyi işletmenin net işletme sermayesini negatife düşürmüştür.



Şekil 37. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Cari Oranı

Kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünleri, sektöründe 1997-2003 yılları arasında oluşan cari oran rakamları şekil 37’de gösterilmiştir. Buna göre, 1997’de oran 1.86, 1998’de 1.97, 1999’da 1.46 ve 2000 yılında 1.46 olarak gerçekleşmiştir. Oran kriz yılında 1.42, 2002 yılında 1.29 ve 2003 yılında 1.56 olarak gerçekleşmiştir. Sektörde yaşanan krizde oran fazla bir etki görülmemiştir. 2001 ve 2002 yıllarında hafif düşmeler olsa da çok büyük sıçramalar yaşanmamıştır. 2001 yılında sektörde kısa vadeli borçlarda artışlar yaşansa da döner varlıklarda meydana gelen artışlarla denge korunmaya çalışılmıştır.

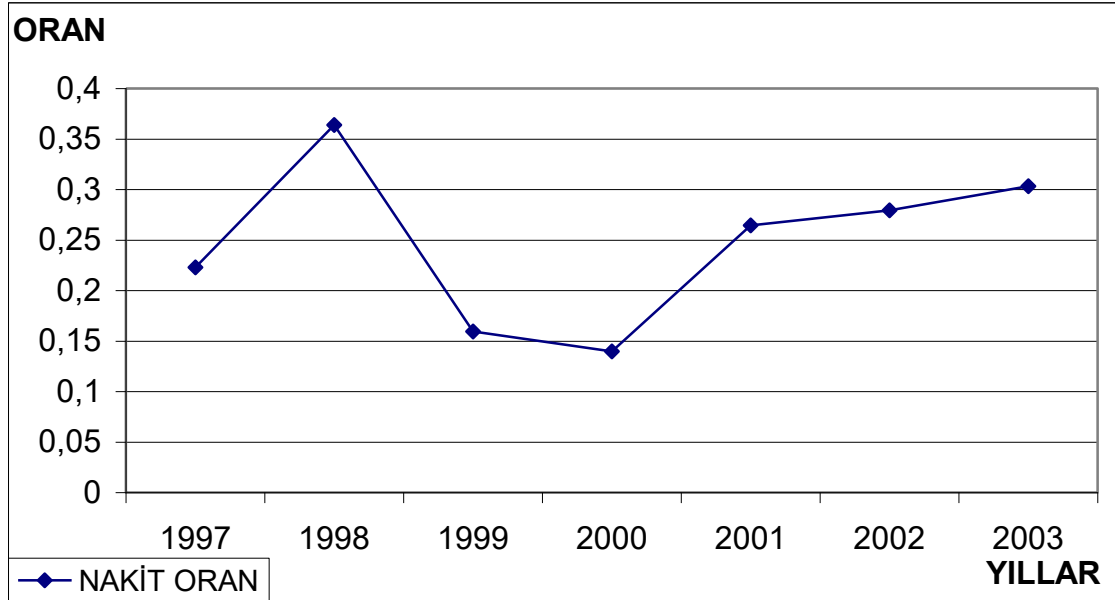


Şekil 38. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Asit-Test Oranı

Şekil 38’de sektöre ait asit- test oranları verilmiştir. Oran, 1997 yılında 1.44, 1998 yılında 1.55, 1999 yılında 1.13 ve 2000 yılında 1.08 olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan kriz yılında oran 1.04, 2002 yılında 0.95 ve 2003 yılında 1.13 olarak gerçekleşmiştir. sektörün incelenen dönemde dönem ortalaması 1.19 olarak gerçekleşmiştir. özellikle 1997 ve 1998 yıllarında oldukça yüksek olan oran, bu yıllardan sonra daha düşük seviyelere gerilemiştir. Bu gerilemede nedenler, kısa vadeli borçlarda bir artış olabileceği gibi stoklarda bir artışta kaynaklanabilir. Sektörün kısa vadeli borçlarının toplam varlıklar içerisindeki payına bakıldığında 2001 yılına kadar sürekli bir artış görülmektedir.

Şekil 37’de sektörün cari oranları ile asit-test oranları yıllar itibariyle kıyaslandığında, döner varlıklar içinde stoklarında oldukça yoğun olduğu

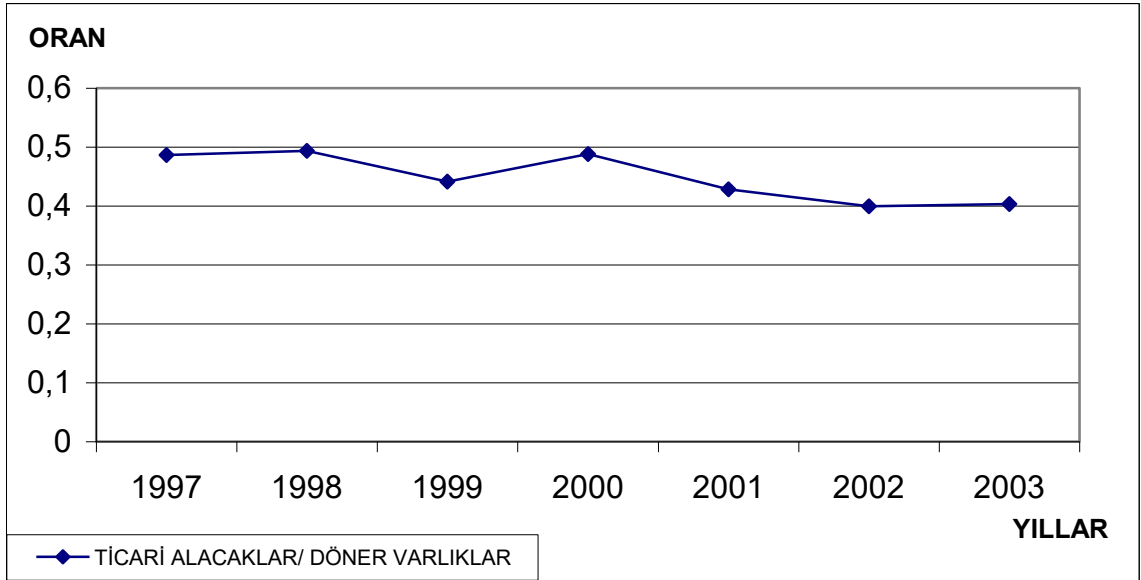
görülebilecektir. Stokları hesaplamaya dahil etmediğimiz asit-test oranında görüldüğü gibi, sektörün döner varlıkları içerisinde likiditesi yüksek varlıklarının oranı hayli yüksektir. Sektörün asit-test oranı 1997 -2003 döneminde ortalama 1.19 olarak gerçekleşmiştir. Buradan hareketle kısa vadeli borçların ödenmesinde sektörün sorunla karşılaşmayacağı öngörülmektedir.



Şekil 39. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Nakit Oranı

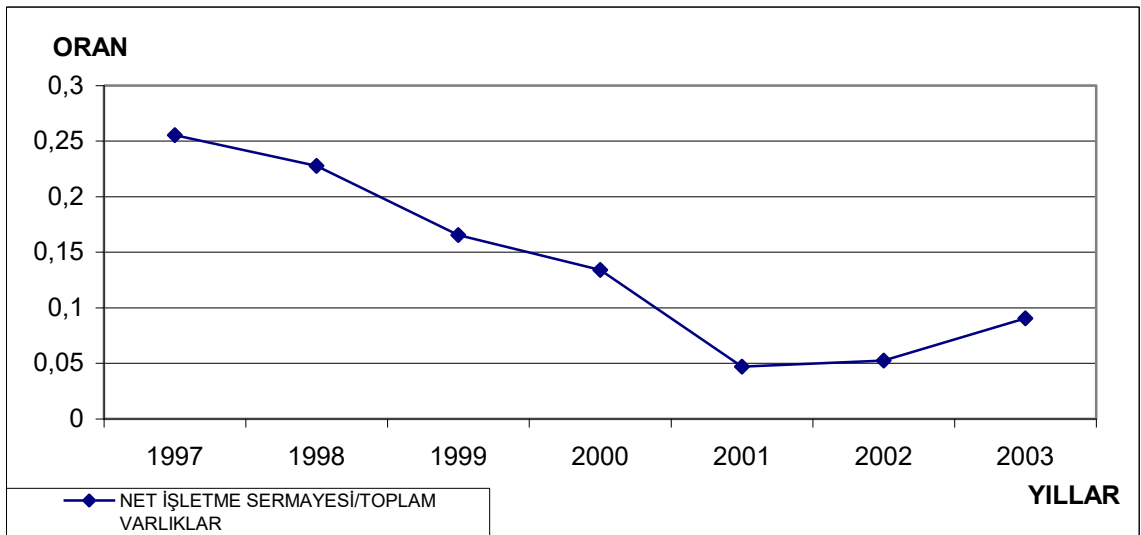
Sektörün hazır değerlerinin kısa vadeli borçlara oranlanması sonucunda oluşan nakit oranları Şekil 39'da verilmiştir. Oran 1997 yılında %22, 1998 yılında %36, 1999 yılında %15 ve 2000 yılında %13.9 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001 yılında oran %26.4, 2002 yılında %27.9 ve 2003 yılında %30 olarak gerçekleşmiştir. İncelenen dönemde sektör ortalaması, %24.7 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı ve izleyen yıllarda nakit oranının artması artan belirsizlik ortamından dolayı daha fazla nakit tutma ihtiyacından kaynaklanmıştır.





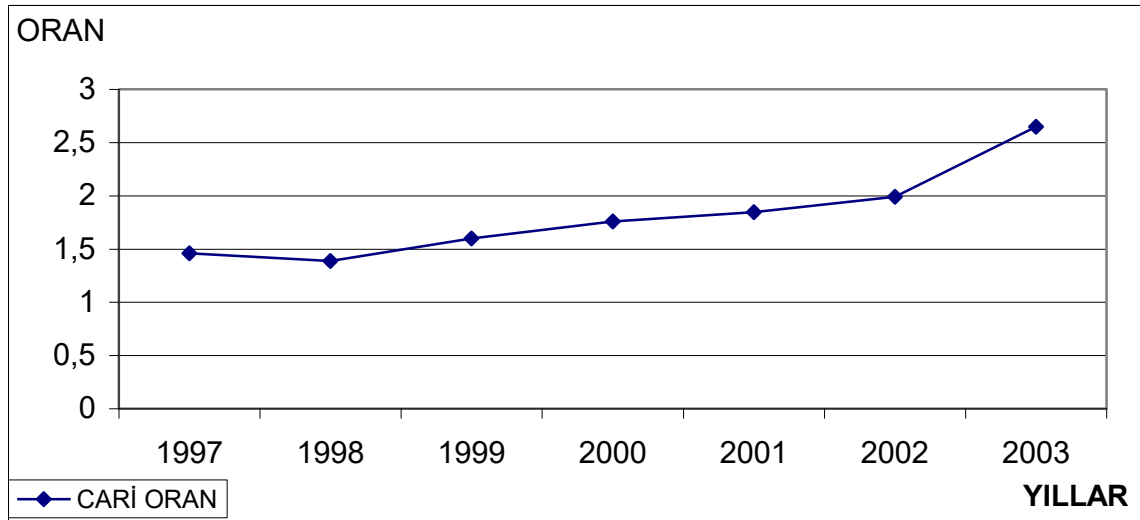
Şekil 40. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Ticari Alacaklar / Döner Varlıklar Oranı

Sektörün döner varlıkları içersinde ticari alacaklarının oranı şekil 40'da verilmiştir. Buna göre oran, 1997 yılında oran %48.6, 1998 yılında %49, 1999 yılında %44 ve 2000 yılında %48.8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran %42.8, 2002 %39.9 ve 2003 yılında %40.3 olarak gerçekleşmiştir. Ticari alacaklar 2001 ve 2002 yılında düşme göstermiştir. Ticari alacaklar sektörlere bakıldığında genel olarak kriz yıllarında yükselse de bu sektör için tersi bir durum söz konusudur. Sektörde alacakların artmaması kaynak ihtiyacını azaltan bir unsurdur.



Şekil 41. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Net İşletme Sermayesi Toplam Varlıklar Oranı

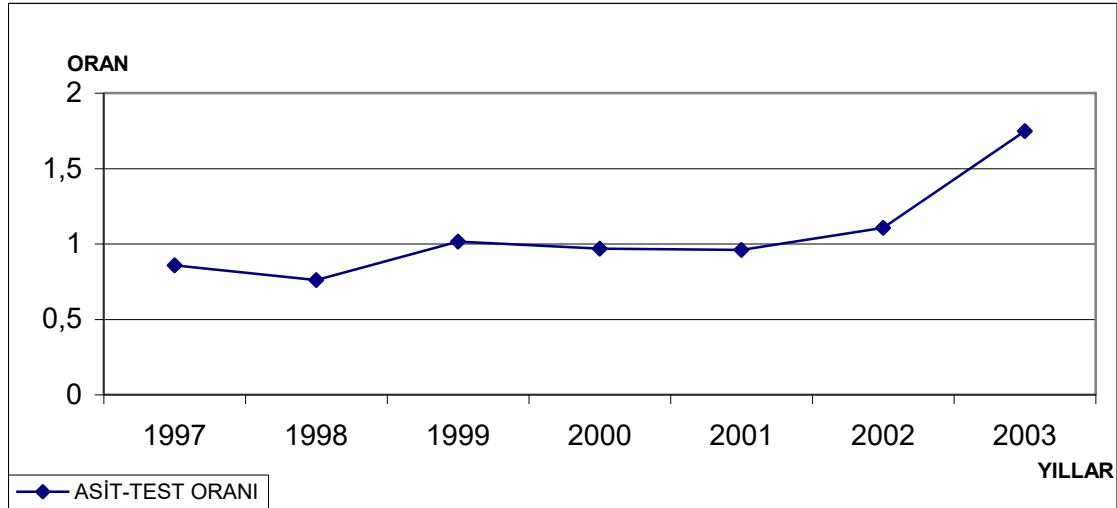
Şekil 41’de görüldüğü gibi sektörün toplam varlıklar içindeki net çalışma sermayesi miktarı 2001 yılına kadar sürekli olarak düşmüştür. Detaylı bakıldığında, oran 1997 yılında %25, 1998 yılında %22, 1999 yılında %16.5 ve 2000 yılında %13.3 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran %4.6, 2002 yılında %2 ve 2003 yılında %9 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında sektörün artan kısa vadeli borçları net işletme sermayesi oranının gerilemesinde etkili olmuştur. Sektörün incelenen dönemde ortalaması %13’dür. Bu ortalama dikkate alındığında sektörün toplam varlıkları içerisinde net işletme sermayesinin oranı kriz yılında ve izleyen yılda düşmüştür. İşletme sermayesinin azalması sektörün kapasite kullanımlarını olumsuz etkileyebilecek bir etmendir.



Şekil 42. Metal Ana Sanayi Cari Oranı

Metal ana sanayine ilişkin cari oranlar şekil 42’de verilmiştir. Sektörün oranları, 1997 yılında 1.42, 1998 yılında 1.38, 1999 yılında 1.59 ve 2000 yılında 1.75 olarak gerçekleşmiştir. Oran 2001 yılında 1.84, 2002 yılında 1.99 ve 2003 yılında 2.64 olarak gerçekleşmiştir. 1998-2003 arasında sektörün oranları sürekli bir artış göstermiştir. Sektörün özellikle 2003 yılında kısa vadeli borçlarında görülen azalma cari oranda 2003 görülen artışın nedenlerinden biridir. Sektör 1997 yılından sonra sürekli olarak cari oranlarını artırma yoluna gitmiştir. Sektör daha yüksek bir cari oranla kısa vadeli mali riskini azaltırken bunun kârlılık üzerindeki etkisini de göze almış olmalıdır. İncelenen dönemde sektörün ortalaması 1.81 olmuştur. özellikle 2000 yılında önce daha

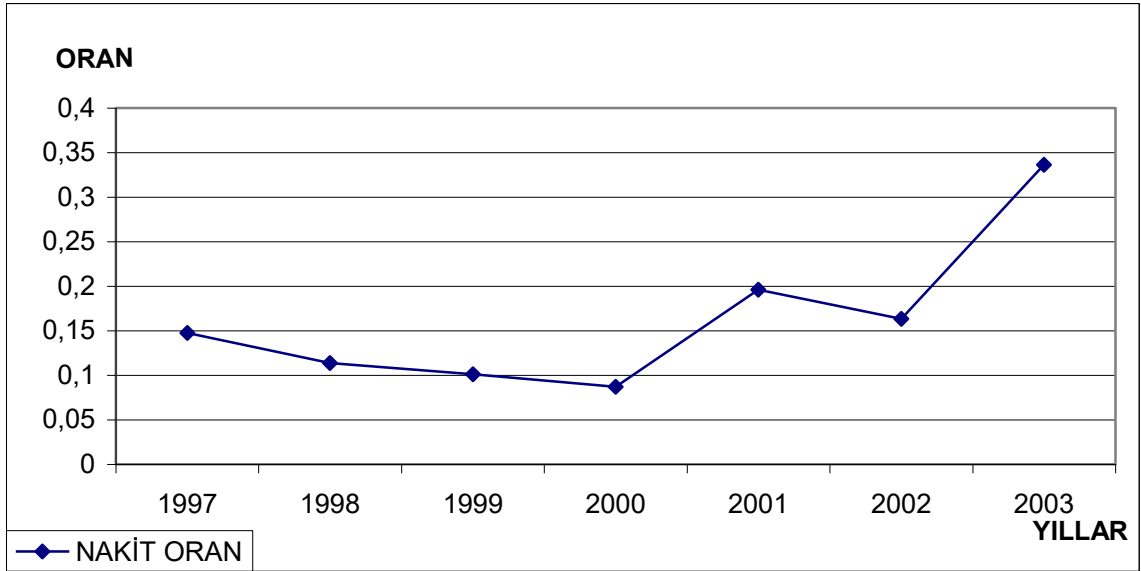
düşük cari oranlarla çalışan sektör 2000 yılından sonra cari oranını artırma yoluna gitmiştir.



Şekil 43. Metal Ana Sanayi Asit-Test Oran

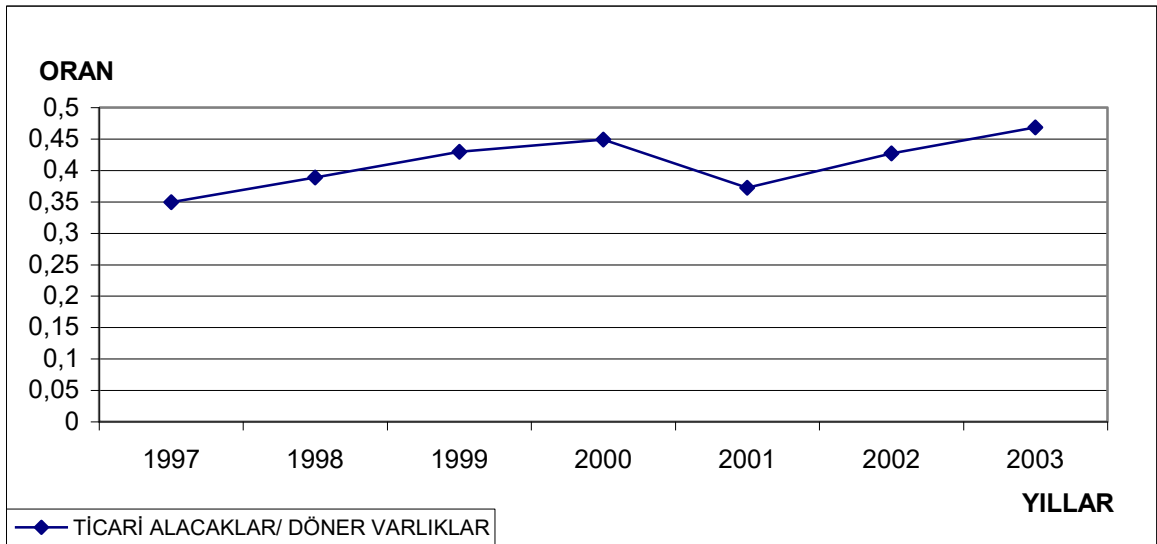
Şekil 43’de metal ana sanayine ilişkin asit-test oranları verilmektedir. Buna göre, sektörde oluşan oranlar şu şekildedir. 1997 yılında 0.85, 1998 yılında 0.76, 1999 yılında 1.01 ve 2000 yılında 0.96 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de oran 0.95’e düşmüş daha sonra 2002 yılında 1.10 ve 2003 yılındada 1.74 kadar yükselmiştir. Sektörün incelenen dönemde ortalaması 1.05 düzeyindedir. Şekil 70’de ele aldığımız sektörün cari oranlarıyla asit-test oranlarını beraber düşündüğümüzde sektör itibariyle yüksek stoklarla çalışıldığını söyleyebiliriz. Yüksek stoklar döner varlık kaleminin likiditesini zayıflatmaktadır.

Şekil 44’de sektöre ait dönemler itibariyle nakit oranlar gösterilmektedir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %14.7, 1998 yılında %11.3, 1999 yılında %10 ve 2000 yılında %8’dir. Hazır değerlerin kısa vadeli borçlara oranlanması sonucu bulunan değer 2000 yılına kadar düşüş göstermiştir. 2001 yılında oran %19.5, 2002 yılında %16.3 ve 2003 yılında %33.6 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün ortalaması 0.16 düzeyindedir.



Şekil 44. Metal Ana Sanayi Nakit Oranı

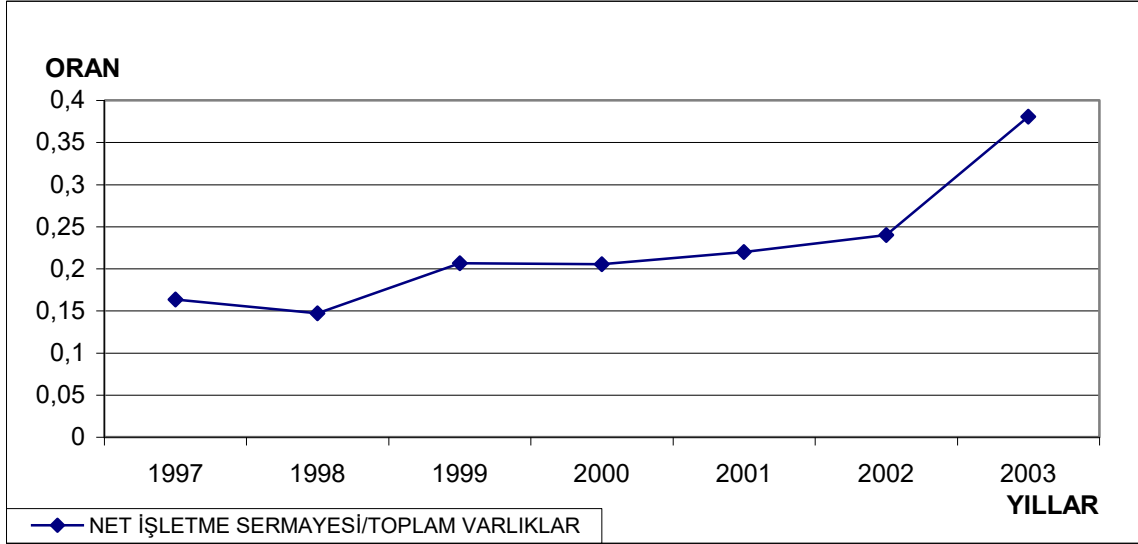
Sektörde diğer likidite oranları gibi nakit oranda krizden sonra yükseliş göstermiştir. Nakit oranının özellikle 2003'te ulaştığı seviye itibariyle kısa vadeli borçların %33.5 'lik kısmını karşılayacak bir nakit varlık söz konusudur. Bu sektör adına risk anlamında olumlu fakat kârlılık anlamında olumsuz bir durumdur.



Şekil 45. Metal Ana Sanayi Ticari Alacaklar/Döner Varlıklar Oranı

Sektörün 1997-2003 arası döner varlıklar içerisinde yer alan ticari alacakları şekil 45'de verilmiştir. Buna sektörün oranları, 1997 yılında %34.9 1998 yılında %38.8, 1999 yılında %44.9 ve 2000 yılında %44.9 olarak gerçekleşmiştir. Oran 2001 yılında

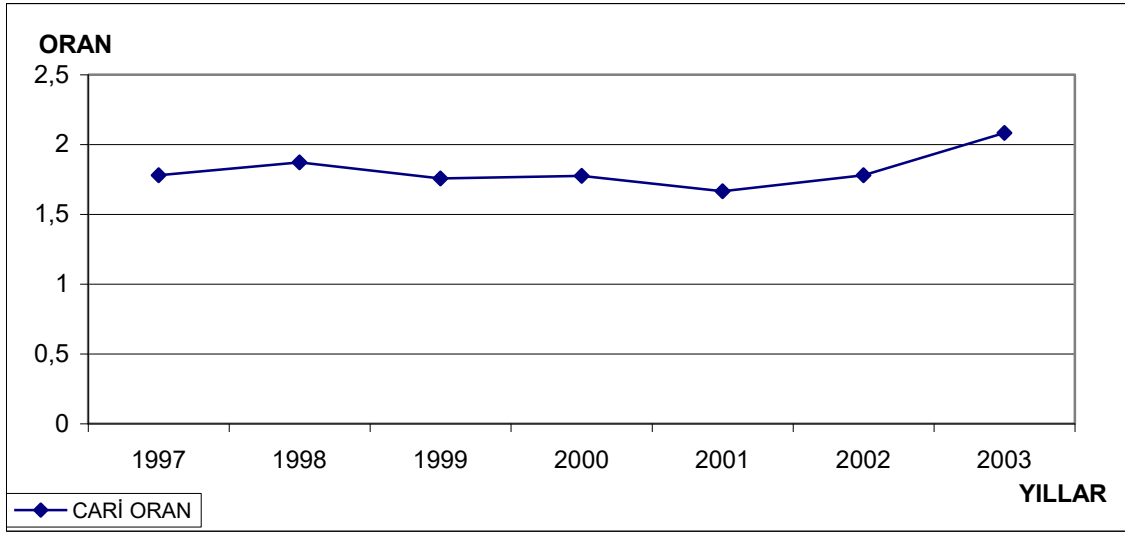
%37.2'ye düşmüş 2002 yılında %42.7 ve 2003 yılında %46.8 olarak gerçekleşmiştir. Sektörde kriz yılında ticari alacakların azaldığı görülmektedir. Sektör krizde ortaya çıkan belirsizlikten dolayı peşin satışa yönelmiş olabilir.



Şekil 46. Metal Ana Sanayi Net İşletme Sermayesi/ Toplam Varlıklar Oranı

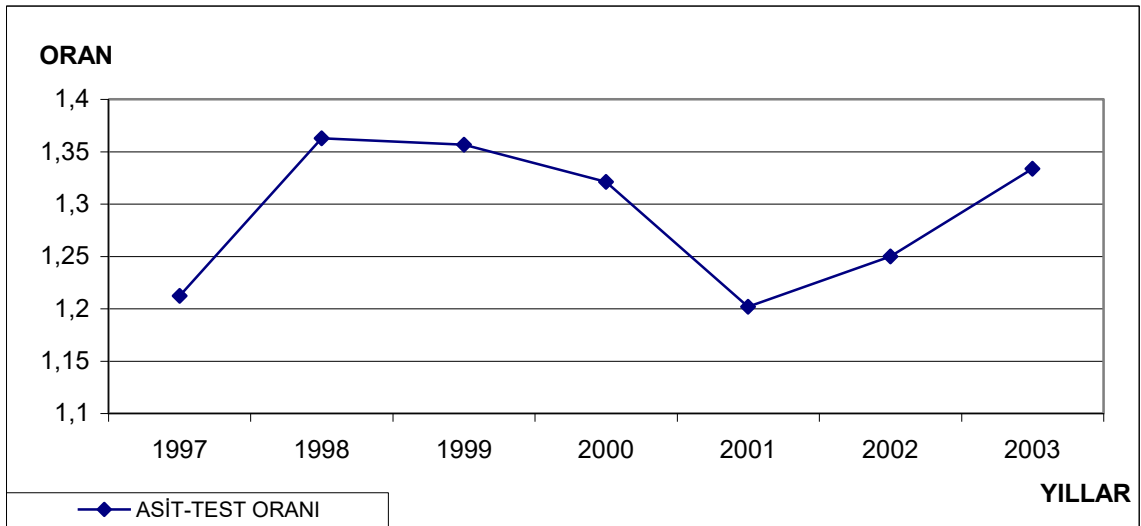
Sektörün net işletme sermayesi toplam varlıklar oranı şekil 46'da verilmiştir. Buna göre sektörün oranları, 1997 yılında %16.3, 1998 yılında %14.7, 1999 yılında %20.6 ve 2000 yılında %20.5 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran %21.9, 2002 yılında %23.9 ve 2003 yılında %38 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı sektörün net işletme sermayesinde çok fazla etki yapmamıştır. Bununla birlikte, 2003 yılında sektörün net işletme sermayesi toplam varlıklar oranı %38 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran hem diğer yıllara göre, hem de sektör ortalaması %22.31'e göre oldukça yüksektir.

Metal eşya, makine ve gereç yapım sektörüne ilişkin cari oranlar şekil 47'de verilmiştir. Buna göre oranlar, 1997 yılında 1.77, 1998 yılında 1.87, 1999 yılında 1.75 ve 2000 yılında 1.77 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında yaşanan krizde oran 1.66 olmuş, 2002 yılında 1.78 ve 2003 yılında da 2.08 olarak gerçekleşmiştir. Sektör ortalaması incelenen dönemde 1.82 olmuştur.



Şekil 47. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü Cari Oranı

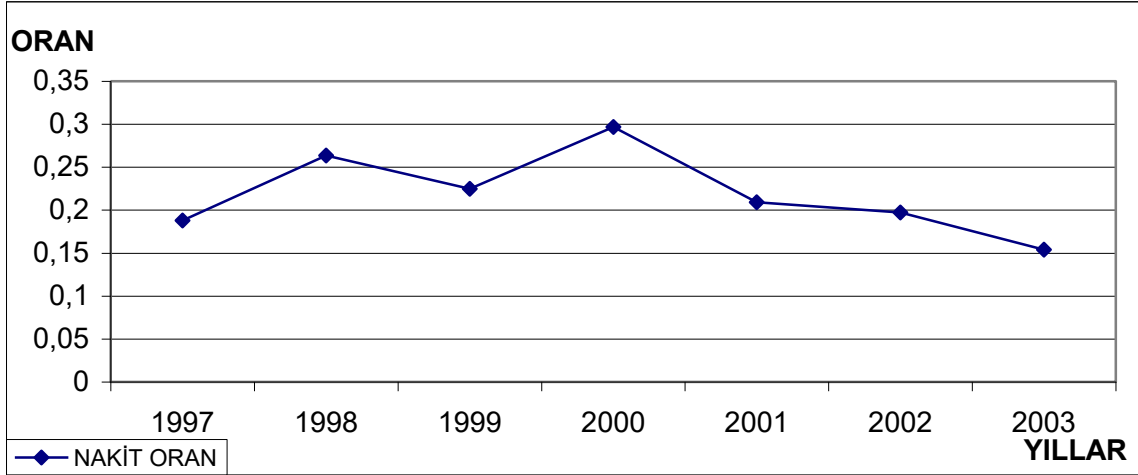
Sektörün 2001 yılı cari oranı incelenen dönemin en düşük seviyesidir. Bununla beraber sektörde 2003 yılında oran dönem ortalamasının oldukça üzerinde 2.08 olarak gerçekleşmiştir. Cari orandaki bu gelişim sektörün 2001 yılında sonra borçlanma tercihini uzun vadeli borçlanmadan yana kullanması ve özkaynaklara yönelmesinden kaynaklanmıştır.



Şekil 48. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü Asit-Test Oranı

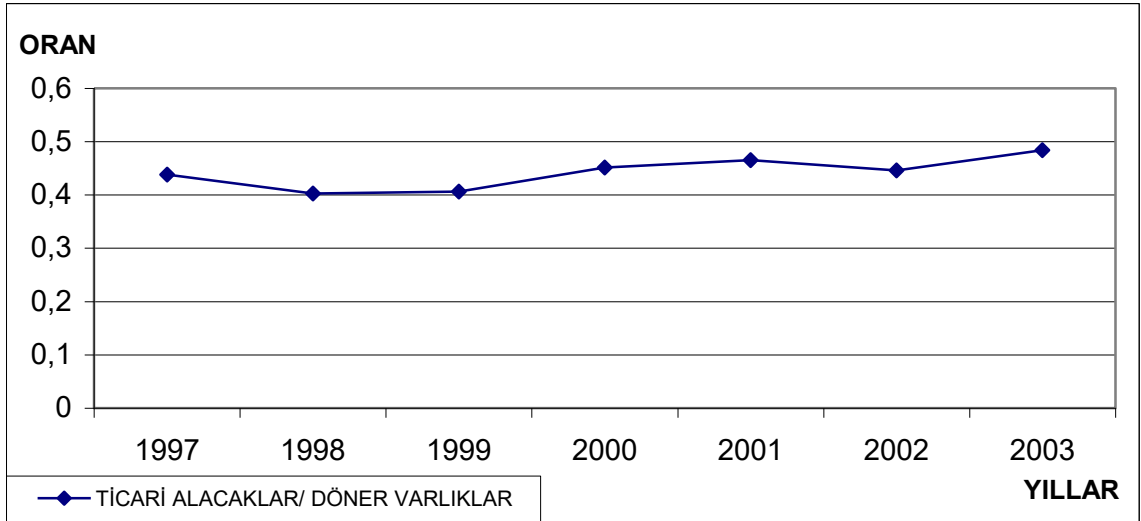
Şekil 48 sektörün asit test oranını vermektedir. Oranlar incelendiğinde, 1997 yılında 1.21, 1998 yılında 1.36, 1999 yılında 1.35 ve 2000 yılında 1.32'lik oranlar karşımıza çıkmaktadır. 2001 kriz yılında oran 1.20'ye düşmüş, 2002 yılında 1.24'e ve 2003 yılında da 1.33'e yükselmiştir. Sektör ortalamasının 1.29 olduğu göz önüne

alındığında kriz yılında oranın düştüğü seviye daha anlamlı olacaktır. Diğer likidite oranlarında olduğu gibi buradaki hareketinde ana nedeni kısa vadeli borçlarda özellikle kriz döneminde meydana gelen yükselmedir.



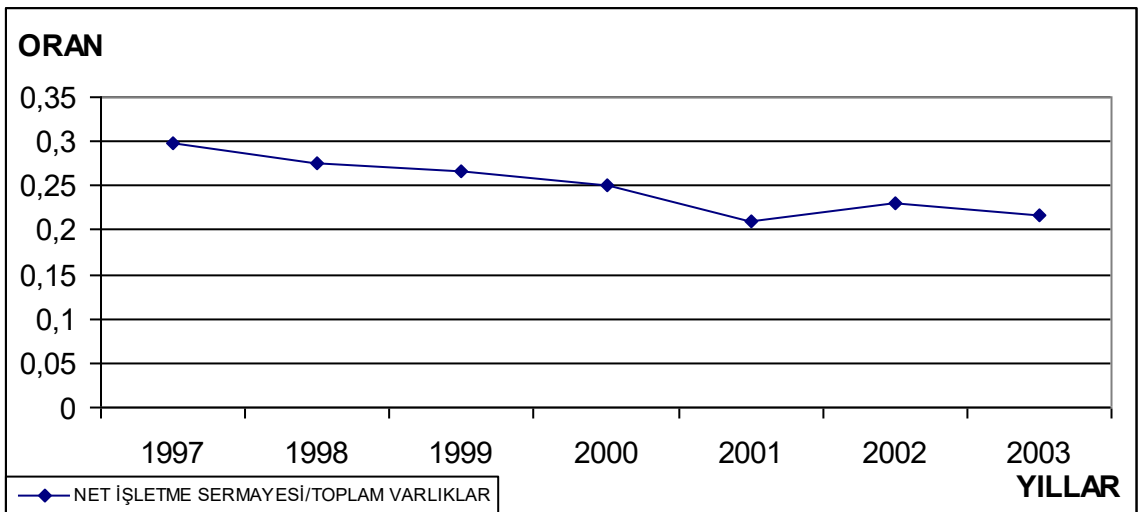
Şekil 49. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü Nakit Oranı

Nakit oranı, metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe diğer sektörlerin tersi bir hareket yapmaktadır. Diğer sektörlerin nakit oranları incelendiğinde krizden sonra oransal olarak bir yükselme görülürken bu sektörde kriz yılından sonra bir düşme meydana gelmiştir. Oranlar incelendiğinde, 1997 yılında %18.8, 1998 yılında %26.3, 1999 yılında %22.4 ve 2000 yılında %29.6 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu sektör için incelenen dönemde en yüksek seviyedir. 2001 yılında oran %20'ye, 2002 yılında %19.7'ye ve 2003 yılında da %15.3'e düşmüştür. Sektörün ortalaması %21.8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Sektörde kriz sonrası dönemde kısa vadeli borçların düştüğü göz önüne alındığında, aynı dönemde hazır değerler kaleminde de bir eksilmenin sektör için geçerli olduğu söylenebilir.



Şekil 50. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü Ticari Alacaklar/ Döner Varlıklar Oranı

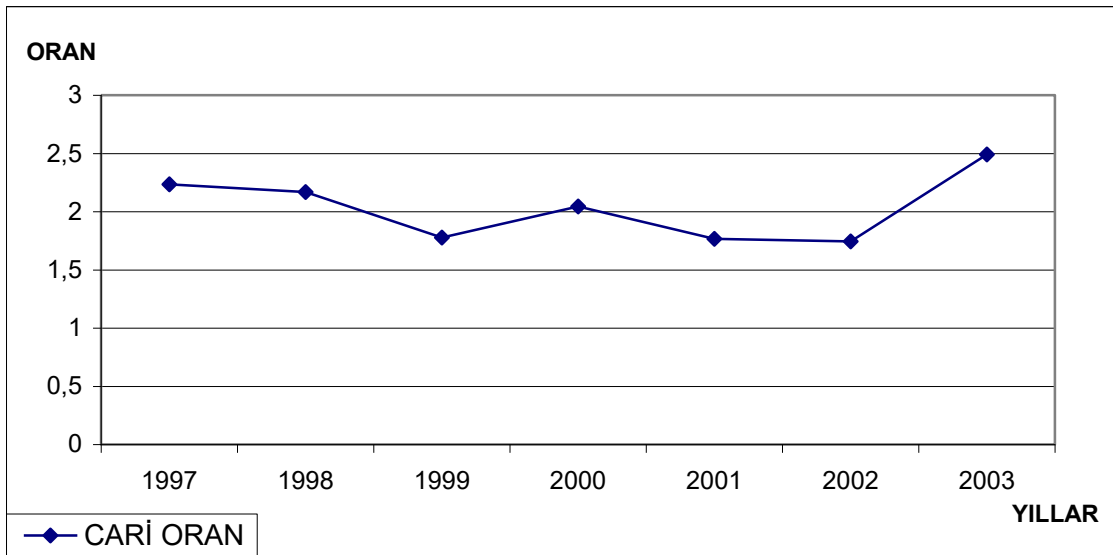
Sektörün döner varlıklar içerisindeki ticari alacakları Şekil 50’de gösterilmiştir. Sektörde oranlar, 1997 yılında % 43,8, 1998 yılında %40, 1999 yılında %40 ve 2000 yılında %45 şeklinde oluşmuştur. Kriz yılında bir önceki yıla göre hafif bir artışla %46,5 olan oran, 2002 yılında %44,5’e 2003 yılında ise %48’e yükselmiştir. Sektörde dönem ortalaması %44,1 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılında sektörün oranı ortalamanın biraz üzerindedir. Görüldüğü gibi bu sektörde alacakların döner varlıklara oranına bakıldığında fazla bir etki görülmemektedir. Diğer sektörlerde daha sert yansımalar olmasına rağmen bu oran için bu sektörde böyle bir etki görülmemektedir.



Şekil 51. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sektörü Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar Oranı

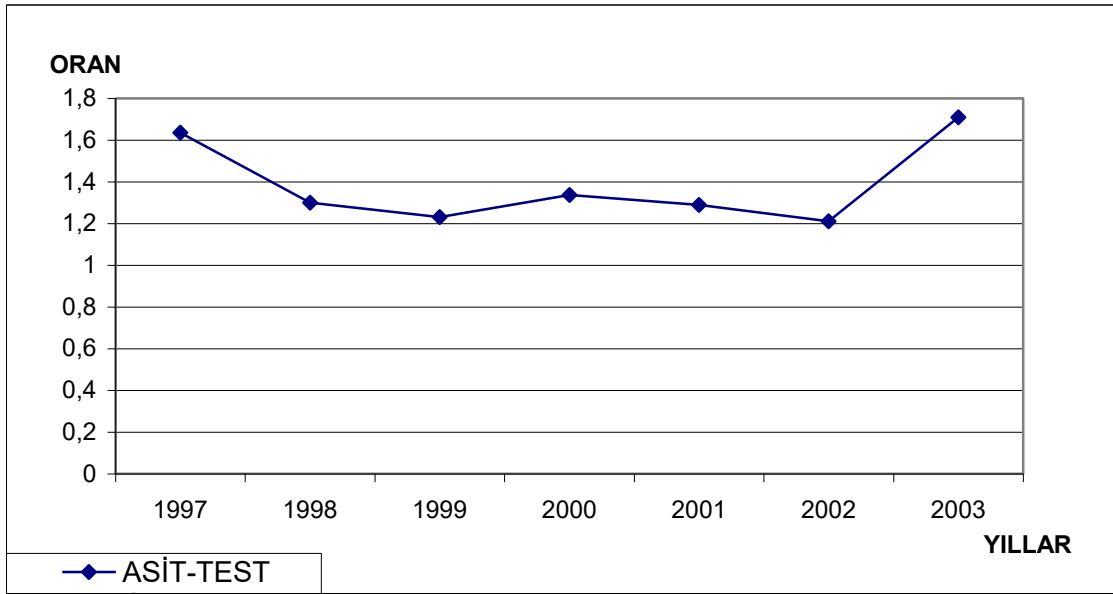


Şekil 51'de sektörün net işletme sermayesinin toplam varlıklara oranı incelendiğinde, oran 1997 yılında %29, 1998 yılında %27, 1999 yılında %26.6 ve 2000 yılında %25 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında %21 olan oran 2002 yılında %23 ve 2003 yılında %21 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün ortalaması %24.9 olmuştur. 2001 kriz yılında oran en düşük düzeyine inmiştir. Kısa vadeli borçlarda kriz sonrası meydana gelen azalmayla birlikte net işletme sermayesinin toplam varlıklara oranı yükselme eğilimine girmiştir.



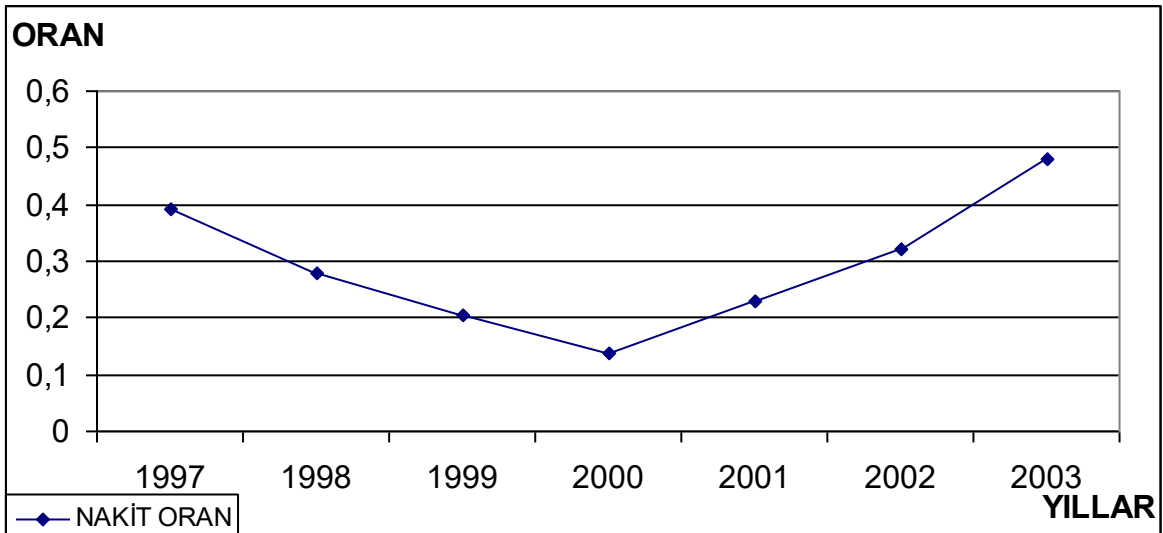
Şekil 52.Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Cari Oranı

Şekil 52'de sektöre ait cari oranlar verilmiştir. Cari oran 1997 yılında 2.23, 1998 yılında 2.16, 1999 yılında 1.77 ve 2000 yılında 2.04 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran 1.76'ya, 2002 yılında 1.74'e düşmüş ve 2003 yılında 2.48'e yükselmiştir. Sektörün ortalaması ise 2.03'tür. Görüldüğü gibi bu sektörde de özellikle kriz dönemlerinde artan kısa vadeli borçlar nedeniyle cari oranda bir düşme olmuş, 2001 ve 2002 yıllarında sektörün ortalamasının altına inmiştir. Özellikle 2002 yılından sonra kısa vadeli borçlarda meydana gelen azalmayla birlikte oran tekrar sektör ortalaması olan 2'li seviyelere doğru yükselmiştir.



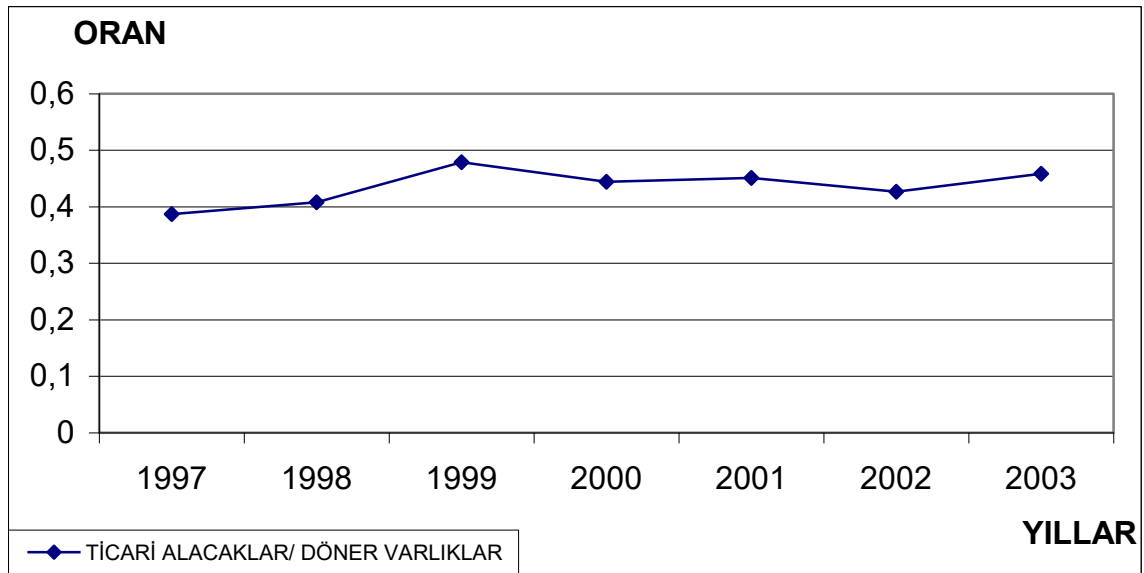
Şekil 53.Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Asit- Test Oranı

Sektörün asit-test oranı şekil 53’de verilmiştir. Sektörün incelenen dönemde ortalaması 1.37’dir. Sektöre yıllar itibariyle bakıldığında, 1997 yılında oran 1.63, 1998 yılında 1.29, 1999 yılında 1.23 ve 2000 yılında 1.33 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran 1.28’e, 2002 yılında ise 1.21’e düşmüştür. 2003 yılında ise cari oranla paralel olarak 1.70’e çıkmıştır. Cari oranla karşılaştırma yapılarak bakıldığında, stok seviyesinin kriz öncesi döneme göre kriz sonrasında azaldığını söyleyebiliriz. Asit-test oranında artış meydana gelmesi sektör adına kriz sonrası olumlu bir gelişmedir.



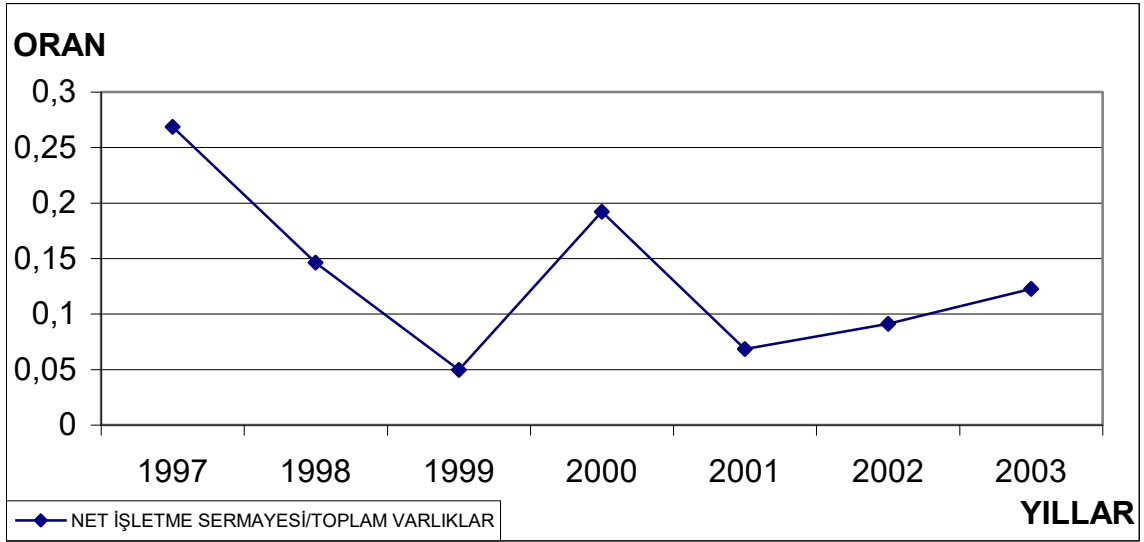
Şekil 54.Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Nakit Oranı

Oranları vermeden şekil 54’de bakıldığında sektörün nakit oranının, 2000 yılına kadar sürekli azaldığını, 2001’den itibaren 2003 yılına kadar sürekli arttığını görebiliriz. Bu dönemde gerçekleşen oranlar ise, 1997 yılında %39, 1998 yılında %27 1999 yılında %20 ve 2000 yılında ise %13.6 şeklinde gerçekleşmiştir. Oran kriz yılı ve sonrası tam ters bir hareketle, 2001 yılında % 23 , 2002 yılında %31 ve 2003 yılında %47’lik seviyelerde gerçekleşmiştir. Sektörün ortalamasının %29.3 olduğu düşünüldüğünde kriz öncesi yıl ve kriz yılında oluşan değerler bu ortalamamın altındadır. Özellikle oranın krizden sonra artış göstermesi sektörde krizin yarattığı bir tedirginlikten dolayı olabilir.



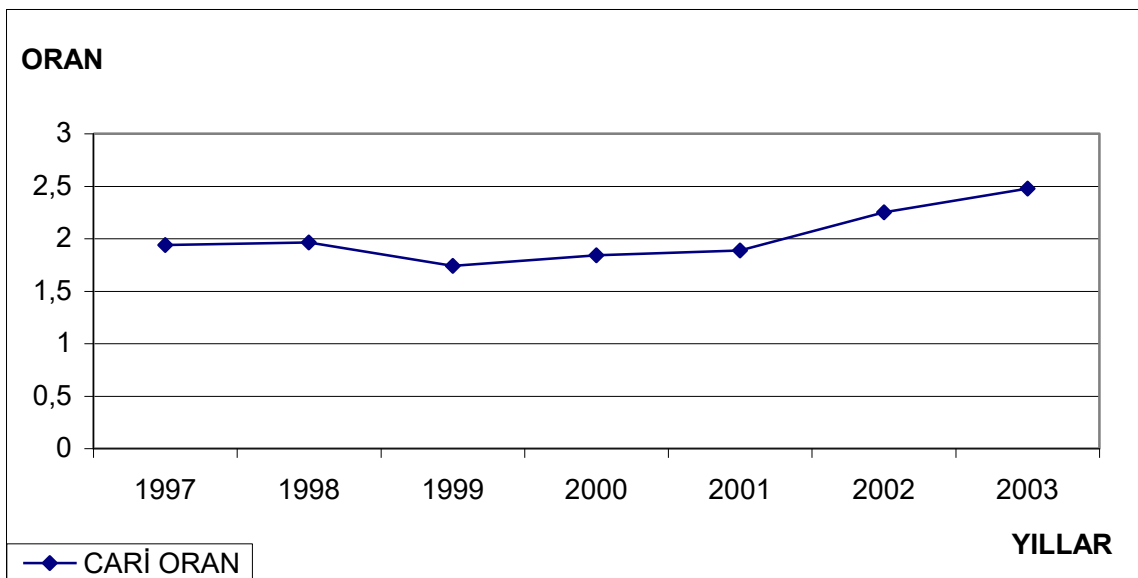
Şekil 55.Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Ticari Alacaklar/Döner Varlıklar Oranı

Şekil 55, sektörün döner varlıkları içerisinde yer alan ticari alacaklarını vermektedir. Buna göre, sektörün oranları 1997 yılında %38.6, 1998 yılında %40.7, 1999 yılında %47.8 ve 2000 yılında %44.4 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında sektörün oranı %45, 2002 yılında %42.6 ve 2003 yılında %45.8 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün ortalamasının % 43.5 olduğu yoruma dahil edildiğinde, sektörün ticari alacaklarında kriz döneminde çok büyük değişmelerin meydana gelmediği söylenebilir. Kriz döneminde sektörün kredi politikasında bir değişikliğe gitmediği ve alacaklarını tahsilde zorlanmadığı söylenebilir.



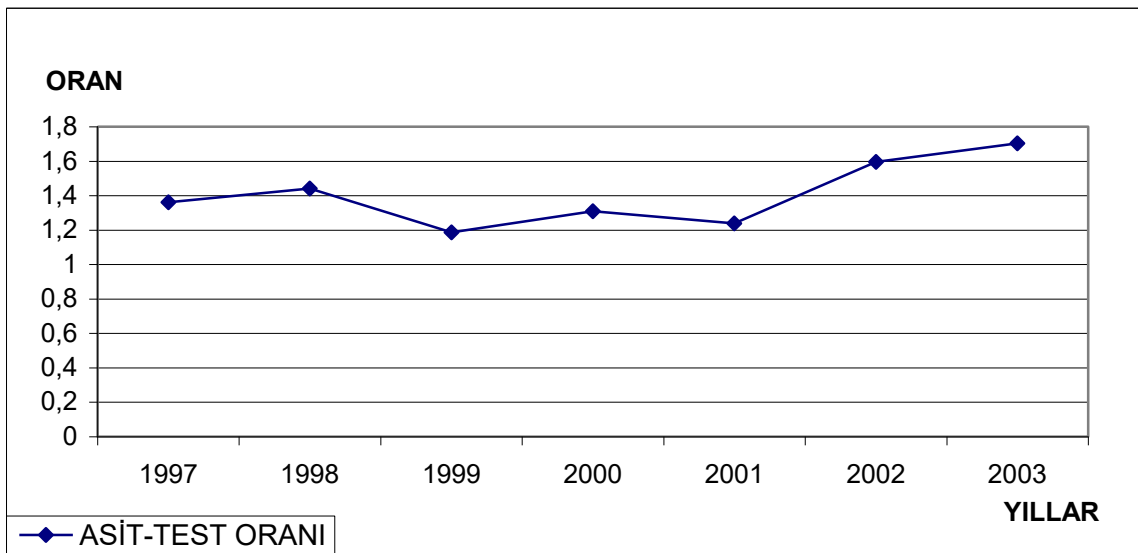
Şekil 56.Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Net İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar Oranı

Sektörün net işletme sermayesine ilişkin oranları şekil 56’da verilmiştir. Sektörün net işletme sermayesi oranları, 1997 yılında,%26.8, 1998 yılında %14.6, 1999 yılında %4 ve 2000 yılında %19.2 olarak gerçekleşmiştir. Krizle birlikte oran 2001 yılında %6 , 2002 yılında %9 ve 2003 yılında %12.2 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün incelenen dönem ortalaması %13’dür. Bu ortalamaya bakıldığında kriz döneminde meydana gelen etki daha net görülmektedir. Net işletme sermayesinde 1999 ve 2001 yıllarında meydana gelen azalma sektörün üretim kapasitesini olumsuz yönde etkilemiştir.



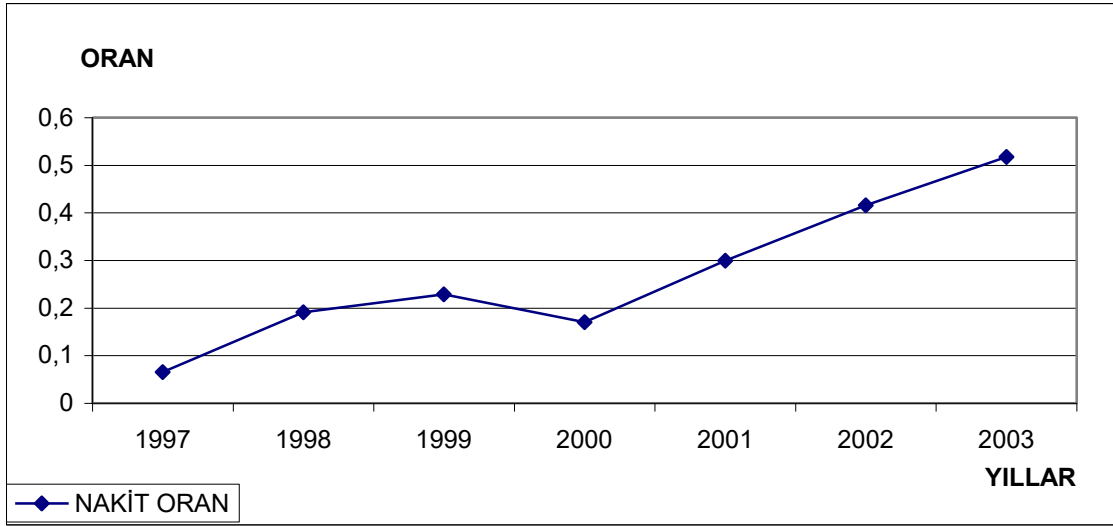
Şekil 57.Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Cari Oranı

Taş ve toprağa dayalı sanayi sektörüne ait cari oranlar şekil 57’de verilmiştir. Sektörün oranları, 1997 yılında 1.94, 1998 yılında 1.96,1999 yılında, 1.73 ve 2000 yılında 1.84 olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan 2001 krizinde oran 1.88 olmuş, izleyen yılda 2.25 ve 2003 yılında da 2.47 olarak gerçekleşmiştir. İncelen dönem ortalaması 2.02’dir. Görüldüğü gibi özellikle 2000 ve 2001 yıllarında sektör ortalamasının aşağısında oranlar gerçekleşmiştir. Bununla en büyük nedeni diğer sektörlerde olduğu gibi artan kısa vadeli borçlardan kaynaklanan finansman yükleridir.



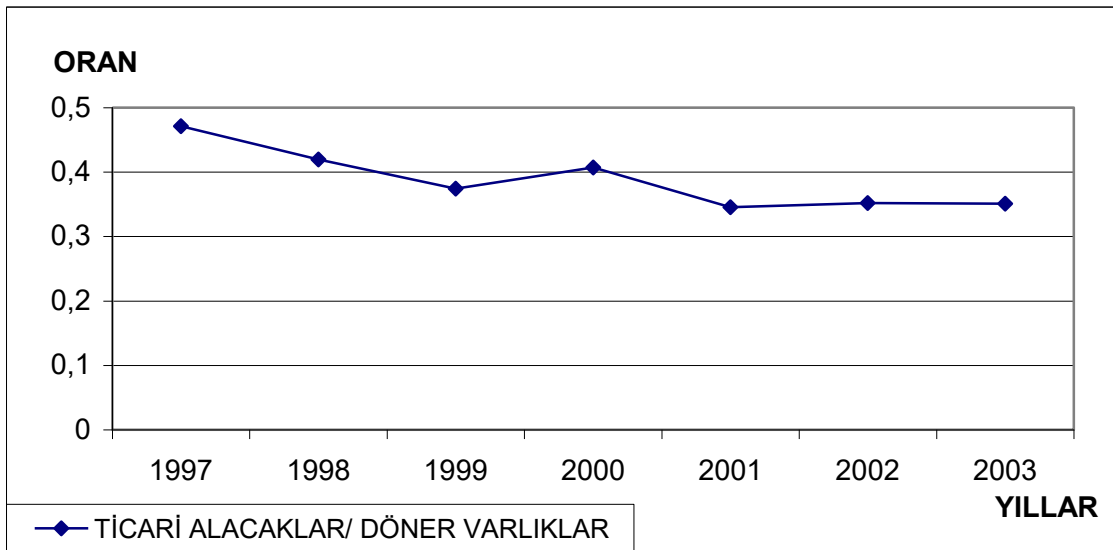
Şekil 58. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Asit-Test Oranı

Şekil 58’de sektöre ait asit-test oranları verilmiştir. Sektörün oranları 1997 yılında 1.36, 1998 yılında 1.44, 1999 yılında 1.18 ve 2000 yılında 1.30 olmuştur. Kriz döneminde oran 1.23 olmuş, izleyen 2002 yılında 1.59 ve 2003 yılında 1.70 olarak gerçekleşmiştir. Döner varlıkları stoklardan arandıktan sonra kalan değerler kriz yılında dahil olmak üzere genellikle 1’in üzerindedir. Sektörün bu dönem ortalaması 1.41 olarak gerçekleşmiştir. Oran her ne kadar 1’in üstünde yer alsa da 1999-2001 yılları arasında sektörde oluşan ortalamanın altında yer almaktadır. Ancak her şekilde sektör stokların istenildiği anda paraya çevrilemediği varsayımı altında dahi kısa vadeli borçlarını ödeme kapasitesine sahiptir.



**Şekil 59. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Nakit Oranı**

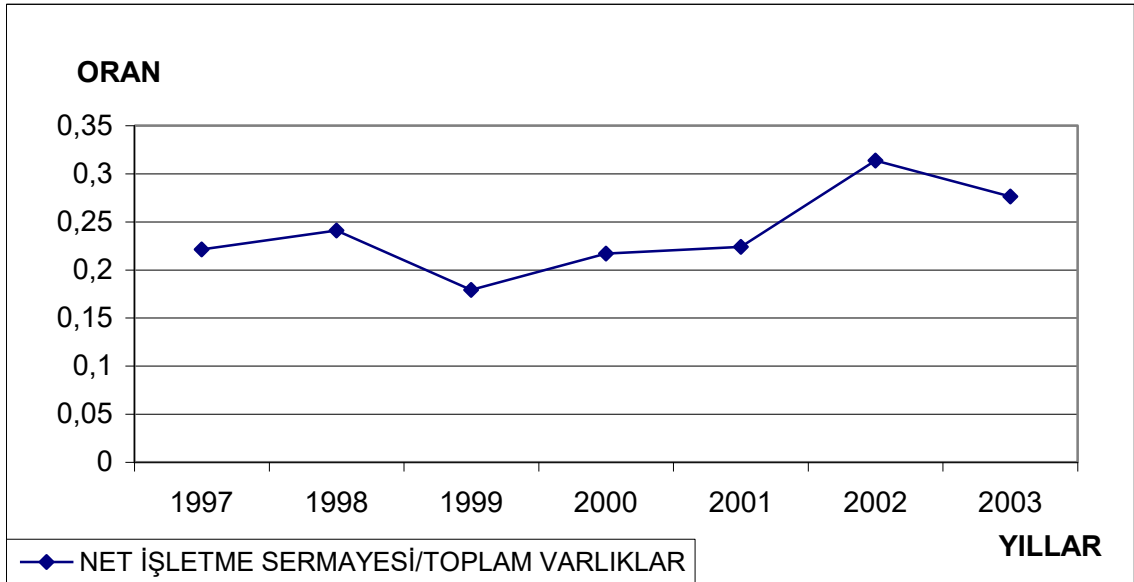
Sektörün nakit oranları şekil 59’da verilmiştir. Buna göre, oranlar 1997 yılında %6, 1998 yılında %19, 1999 yılında %22.8 2000 yılında %17 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında %29.9 olan oran 2002 yılında %41 ve 2003 yılında %51 seviyesine gelmiştir. 2000 yılında düşen oran 2001 ve izleyen yıllarda sürekli olarak yukarı yönlü bir eğilim izlemiştir. Sektör ortalaması %27 olduğu düşünülürse özellikle 2002 ve 2003 yıllarında bu ortalamayı oldukça üstünde yer almıştır. Sektörün daha fazla nakit tutması ve bu artışın özellikle krizden sonra ortaya çıkması sektörün kendini şoklara karşı koruma mekanizması olarak görülebilir.



**Şekil 60. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Ticari Alacaklar/ Döner Varlıklar Oranı**

Ticari alacakların döner varlıklara oranı şekli 60'da verilmiştir. Oranlar 1997 yılında %47, 1998 yılında %41, 1999 yılında %37 ve 2000 yılında %40 olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan krizle birlikte ticari alacakların döner varlıklar içerisindeki payı azalmış 2001 yılında %34'e düşmüştür. Oran 2002 ve 2003 yıllarında %35'li seviyelerde gerçekleşmiştir. Ticari alacakların düşmesi hem sektörün yaşanan belirsizlik ortamından dolayı peşin satışa yönelmesinden hem de satışların kriz döneminde azalmasından kaynaklanmış olabilir. Ancak 2002 ve özellikle 2003 yıllarında ekonomideki canlanmaya rağmen alacakların payının %35'lerde kalması sektörün geçmişe göre daha çok peşin satışa yöneldiğinin bir göstergesidir. Sektörün ortalamasının incelenecek dönemde %38 olması ve 1997'den itibaren düşen bir trend bunu doğrular niteliktedir.

Şekil 61'de sektörün toplam varlıklar içerisinde işletme sermayesine ayırdığı net tutarın oranı verilmektedir. Buna göre sektörde oranlar 1997 yılında % 22, 1998 yılında %24, 1999 yılında %17,9 ve 2000 yılında %21,7 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran %22, 2002 yılında %31 ve 2003 yılında %27,6 olarak gerçekleşmiştir.



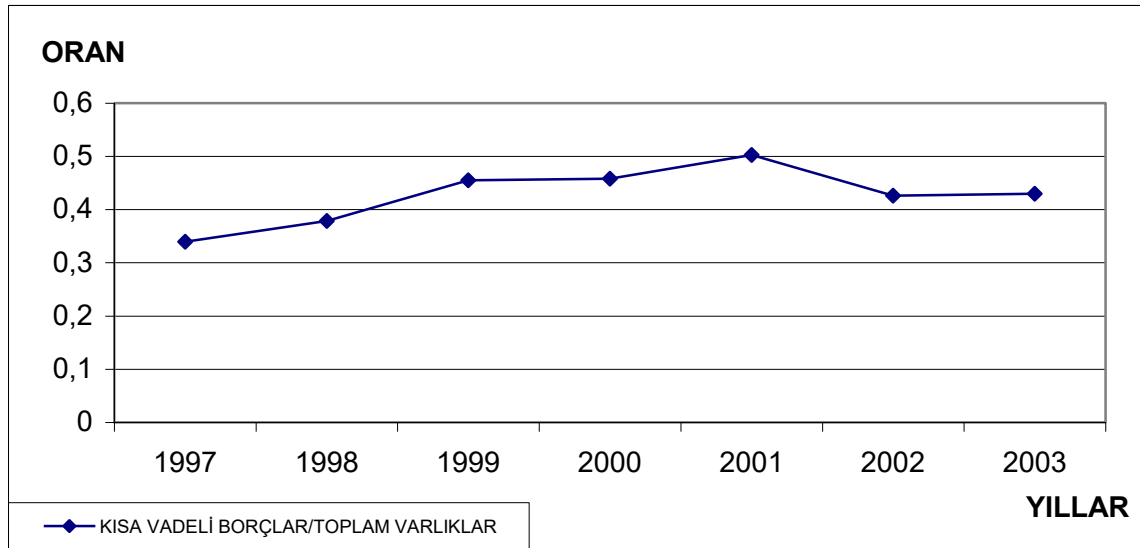
Şekil 61. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Net İşletme Sermayesi /Toplam Varlıklar Oranı

Sektörün dönem ortalaması %24'tür. Bu ortalamadan en büyük sapma, 1999 yılında görülmüştür. Kriz yılı 2001'in net işletme sermayesi üzerinde hissedilir bir etkisi

görülmemektedir. Ancak kriz yılından sonra daha fazla net işletme sermayesi tutulduğu oranların seyrinden görülmektedir.

## B) FİNANSAL (BORÇ) ORANLARI

Finansal (borç) oranları, işletmenin özsermaye ve borçları ile bunlar arasındaki ilişkiyi inceler. Finansal oranlar işletmenin özsermayesinin yeterli olup olmadığını, kaynak yapısı içinde borç özsermaye dengesini, özsermaye olarak yaratılan fonların dönen ve ya duran varlıkların hangisine yatırıldığının ölçülmesinde kullanılır. Bir işletmenin toplam kaynakları içinde borç oranının yüksek olması, riskin bir kısmını borç verenler üzerinde bırakırken, işletmeye belli bir maliyette getirmektedir. Bu nedenle alınan borçların etkin olarak kullanılması kârı artırıcı etki yaparken, alınan borçlar etkin olarak kullanılmazsa kârı azaltıcı etki yapar.<sup>146</sup>



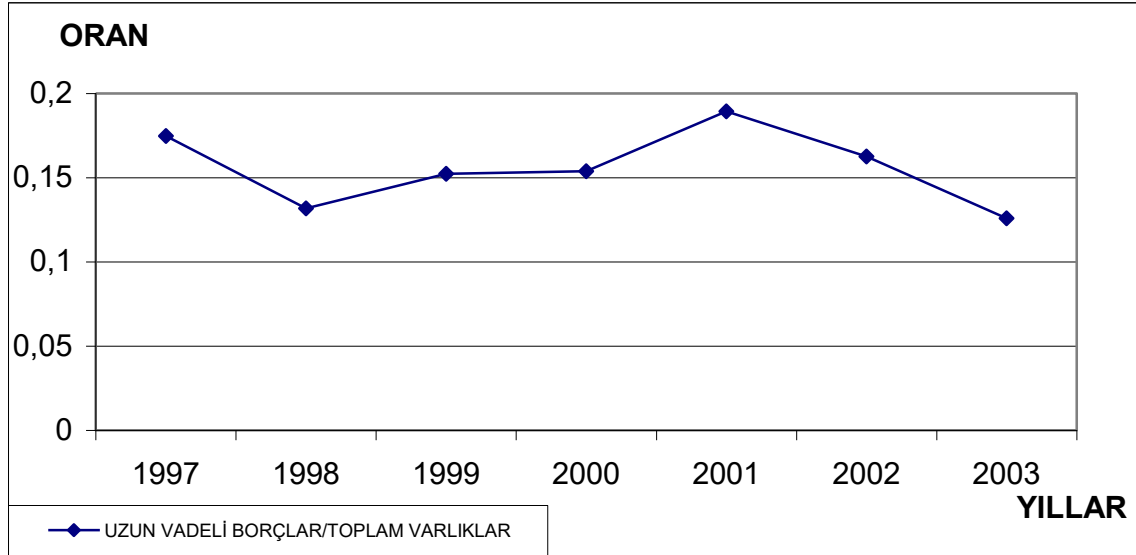
Şekil 62. Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Kısa Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Dokuma giyim eşyası deri sektöründe, Kısa vadeli borçların toplam varlıklar içindeki oranı, şekil 62’de görülebileceği gibi, 1997 yılında %33,9, 1998 yılında %37,8 1999 yılında %45,4, 2000 yılında %45,8 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı olarak aldığımız 2001 yılında oran %50,2, 2002 yılında %42,58 ve 2003 yılında %42’95

<sup>146</sup> Semih BÜKER, Rıza AŞIKOĞLU, Güven SEVİL, “Finansal Yönetim”, (Anadolu Üniversitesi Basımevi, Şubat 1997, Eskişehir),s.47.



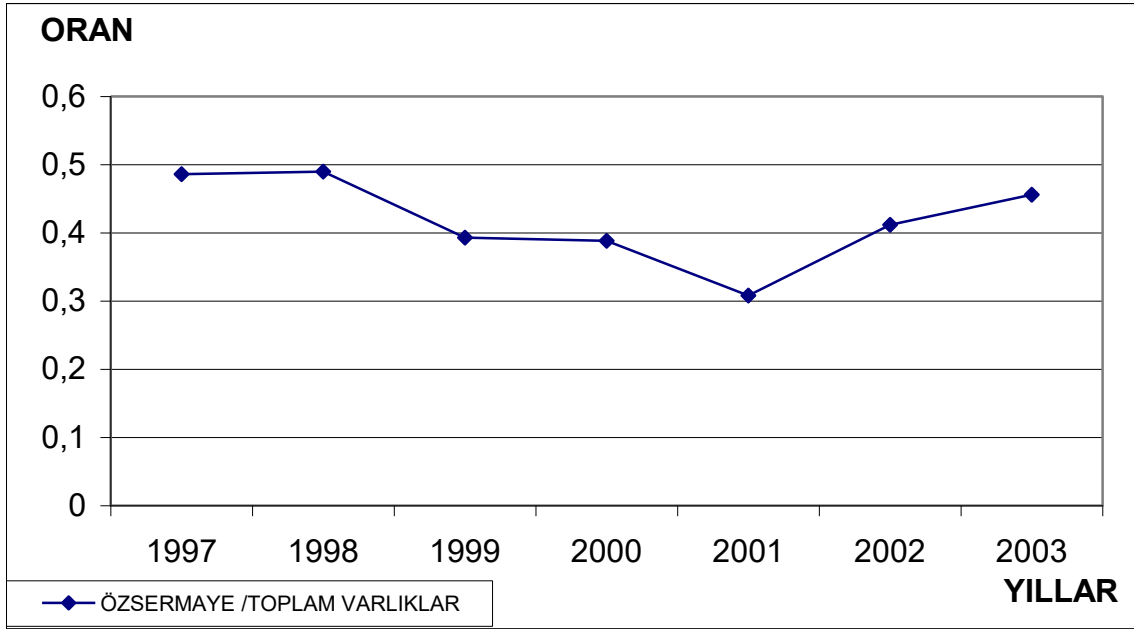
olarak gerçekleşmiştir. Krizde sektörün kısa vadeli borçlarının toplam varlıklara oranı %50 olmuştur. Bu sektörün varlıkların yarısını kısa vadeli yabancı kaynakla finanse ettiğini ve doğal olarak riskinin arttığını göstermektedir. Kriz yılında gerek artan faiz oranları gerekse vadenin kısılması bu artışta etkili olmuştur. 2002 ve 2003 'te ise sektör %42'lik oranlara düşmeyi başarmıştır.



Şekil 63. Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Uzun Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

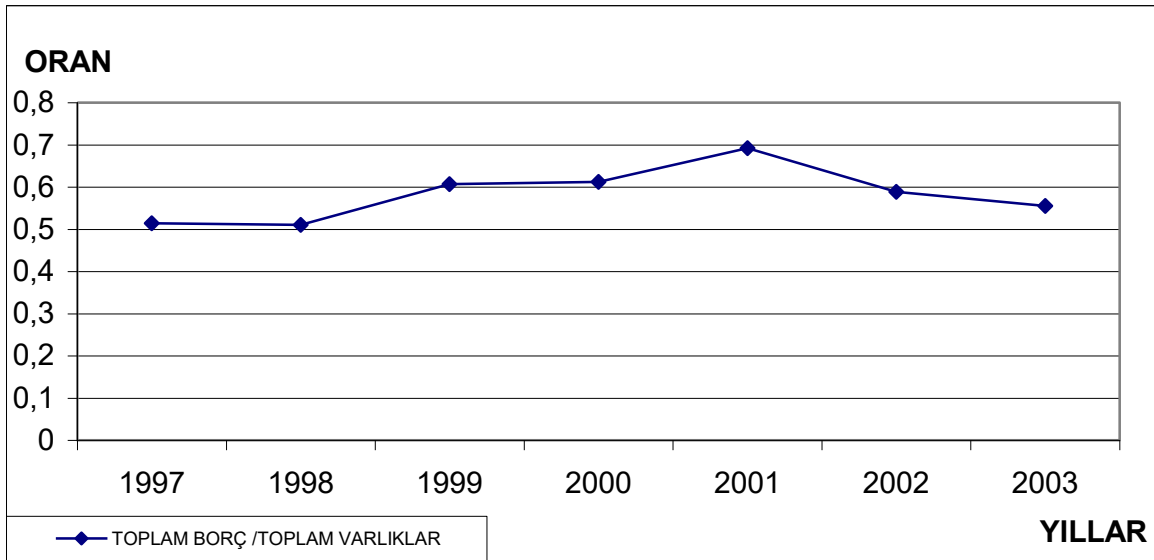
Aynı dönemde sektörün uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranına şekil 63'de bakıldığında, 1997 yılında % 17.4 , 1998 yılında %13.1, 1999 yılında %15.2 2000 yılında %15.3 'lük oranlar görülmektedir. 2001 yılında oran %18.9'a yükselmiş, daha sonra 2002 'de %16.2 ve 2003'de %12.5'e düşmüştür. 2001 yılında sektörün uzun vadeli borçlarında da bir artış görülmektedir. Uzun vadeli borçlar, maliyet açısından kısa vadeli borçlara göre daha yüksek maliyetlere sahiptir. Kriz döneminde uzun vadeli borçların yükselmesi, kısa vadeli borçlanmaya göre riski azaltırken, maliyetleri artırmaktadır.

Şekil 64'de sektörün özsermaye toplam varlık oranına bakıldığında, 1997 yılında %48.5, 1998 yılında %48.9, 1999 yılında %39.2 ve 2000 yılında %38 .8 olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2001 kriz yılında, %30.8'e düşen oranın 2002 yılında %41.1'e, 2003 yılında da %45.6 ya çıktığı görülmektedir. Dokuma ve giyim eşyası sektöründe yaşanan krizde kullanılan yabancı kaynaklarda, hem kısa vadede hem de



**Şekil 64. Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Özsermaye Toplam Varlık Oranı**

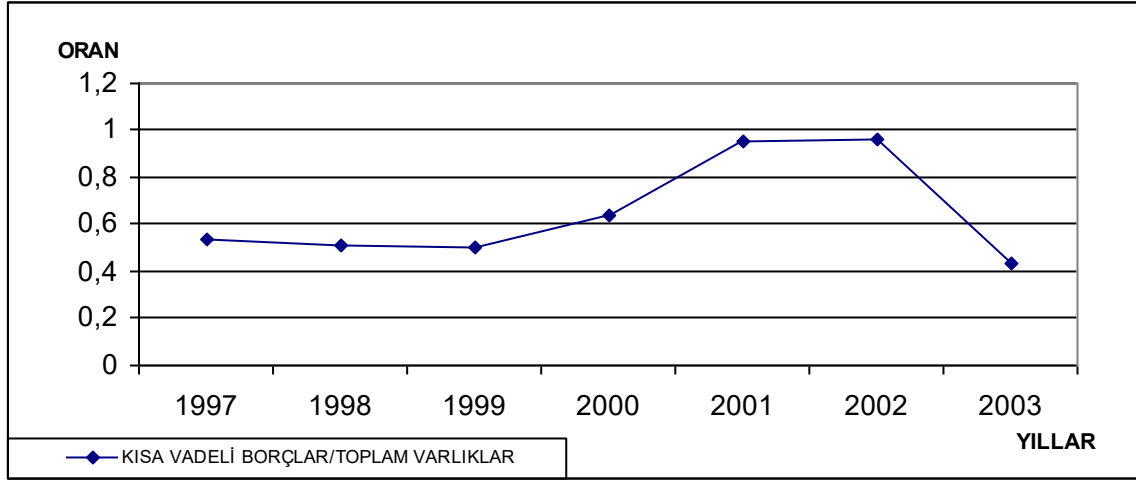
uzun vadede bir artış olduğu, özsermayenin kullanımda ise bir azalma olduğu görülmektedir. Ancak krizi izleyen yıllarda, özkaynak kullanımı artarken yabancı kaynak kullanımı azalmıştır.



**Şekil 65. Dokuma Giyim Eşyası Deri Sektörü Toplam Borç Toplam Varlık Oranı**

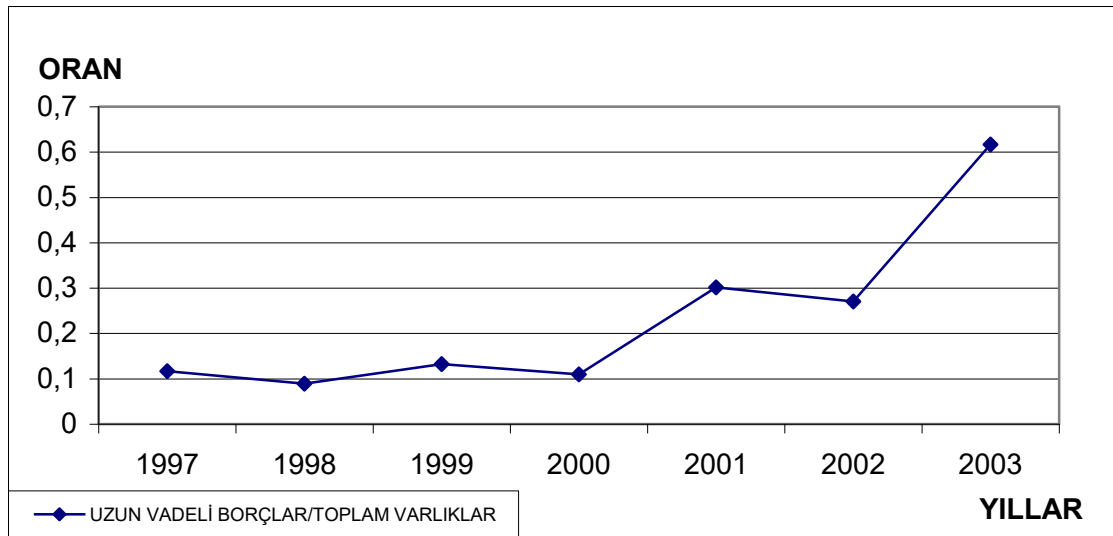
Şekil 65’de sektörün toplam borç toplam varlık oranına bakıldığında oranın, 1997 yılında %51.4, 1998 yılında %51.03, 1999 yılında %60.7 ve 2000 yılında %61 olduğu görülmektedir. 2001 kriz yılında %69.1’e yükselen oran 2002’de %58.8’e ve 2003 yılında ise, %55.5’e düşmüştür. Sektörde kriz dönemlerinde artan kısa ve uzun

vadeli yabancı kaynak kullanımı sektörün toplam borç toplam varlık oranını yükselmesine neden olmuştur.



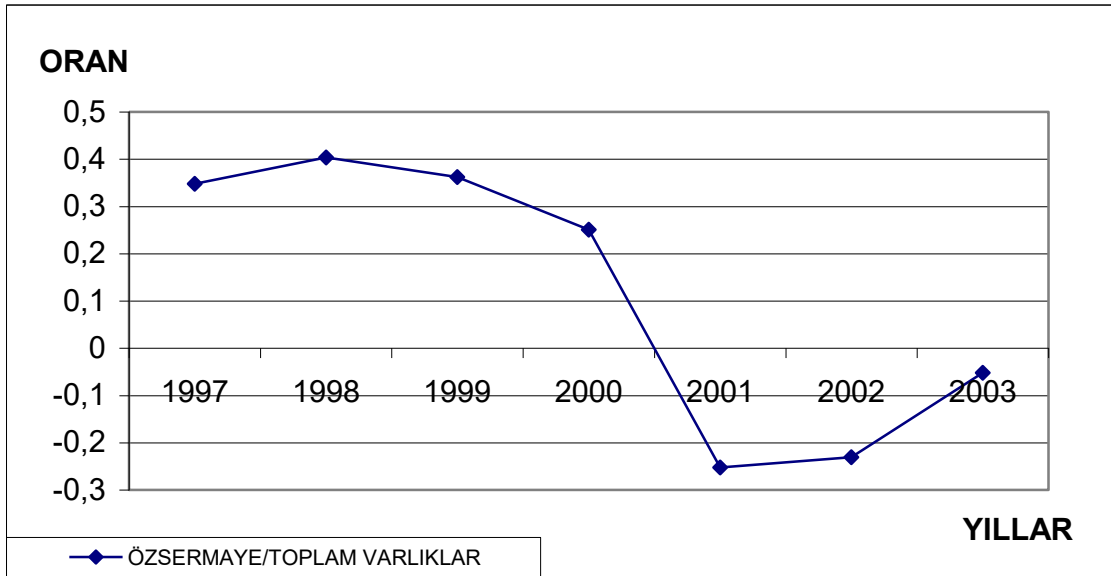
**Şekil 66. Gıda, İçki, Tütün Sektörü Kısa Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı**

Gıda, içki, tütün sektörüne bakıldığında diğer sektörlerle göre daha yoğun bir kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı görülmektedir. Şekil 66'da sektörün kısa vadeli borçlarının toplam varlıklara oranı görülmektedir. 1997 yılında %53.4, 1998 yılında %50.7, 1999 yılında %50.5 ve 2000 yılında %63.8 olan kısa vadeli borç toplam varlık oranı, ortaya çıkan kriz ortamıyla birlikte, 2001'de %95.1, 2002'de %96 ve 2003 yılında sert bir düşüşle %43.57 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle inceleme grubu içerisinde yer alan Kerevitaş ve Dardanel işletmelerinin oranları sektörün ortalamasını da yükseltmiştir.



**Şekil 67. Gıda, İçki, Tütün Sektörü Uzun Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı**

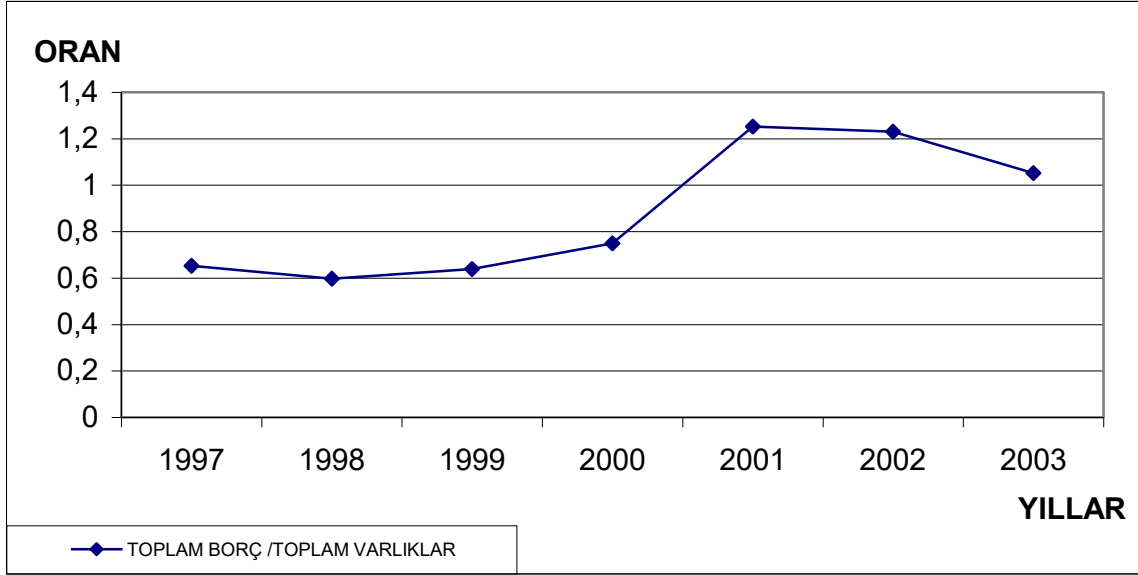
Şekil 67’de uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranına bakıldığında, 1997 yılında %11.6, 1998 yılında %8.8, 1999 yılında %13.25 ve 2000 yılında %11 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında ise bir önceki yıla öre sert bir yükseliş göstermiş ve %30.1 olmuştur. 2002 yılında % 27.02 ve 2003 yılında ise % 61.6 olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli borçlarda 2003’de meydana gelen düşmenin, borçların vade yapısını değiştirilerek elde edildiği görülmektedir. Sektörün daha uzun vadeli yabancı kaynak sağlaması risk seviyesini düşürürken, borçlanmanın maliyetini ve dolayısıyla sektörün kârlılığını düşürecektir.



Şekil 68. Gıda, İçki, Tütün Sektörü Özsermaye Toplam Varlık Oranı

Sektörün Şekil 68’de özsermaye toplam varlık oranına bakıldığında, 1997 yılında %34.8, 1998 yılında %40, 1999 yılında %36 ve 2000 yılında %25.1 olan oran krizle birlikte, 2001 yılında -%25.2, 2002 yılında -%23.04 ve 2003 yılında ise -%5 olmuştur. 2001 yılından sonra ortaya çıkan negatif oranlar sektörde bu dönemde gözüken büyük zararlardan kaynaklanmaktadır. Ancak 2003 yılına bakıldığında sektörün özkaynak toplam varlıklar oranını iyileşmeye başladığı ve sermaye yapısının gerek uzun vadeli borçlanma gerekse sermayedeki iyileşmeyle kuvvetlendirmeye başladığı söylenebilir. 2001 kriziyle birlikte sektörde yaşanan büyük zararlar sermaye yapısını oldukça bozmuştur. Sermayedeki kayıplardan dolayı sektör yabancı kaynaklara

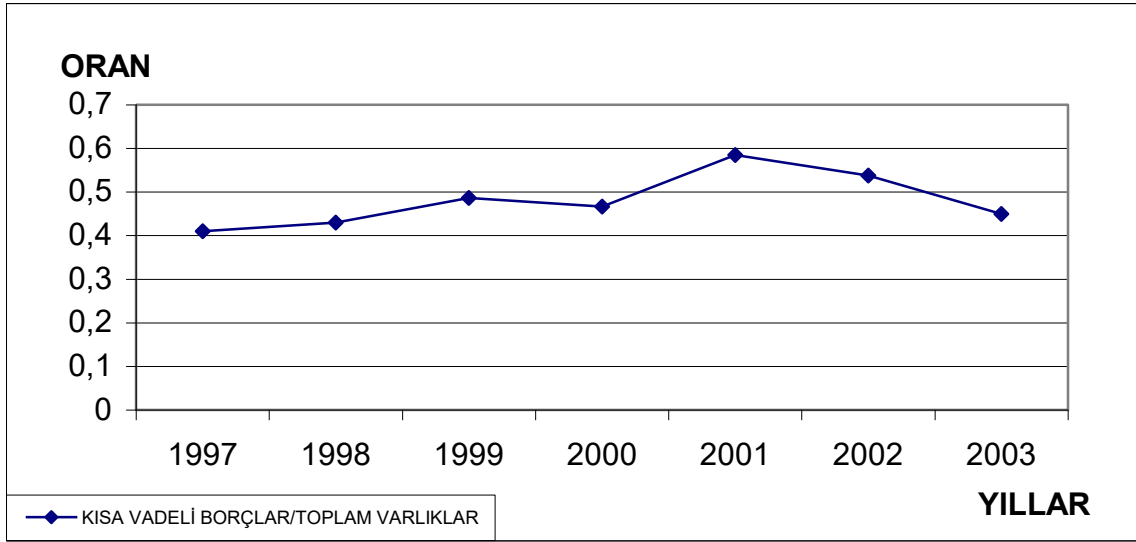
başvurmuştur. Özellikle riski daha düşük olan ve vadeye yayılabilen uzun vadeli borçlar toparlanma sürecinde sektöre yardımcı olacaktır.



Şekil 69. Gıda, İki, Tütün Sektörü Toplam Borç Toplam Varlık Oranı

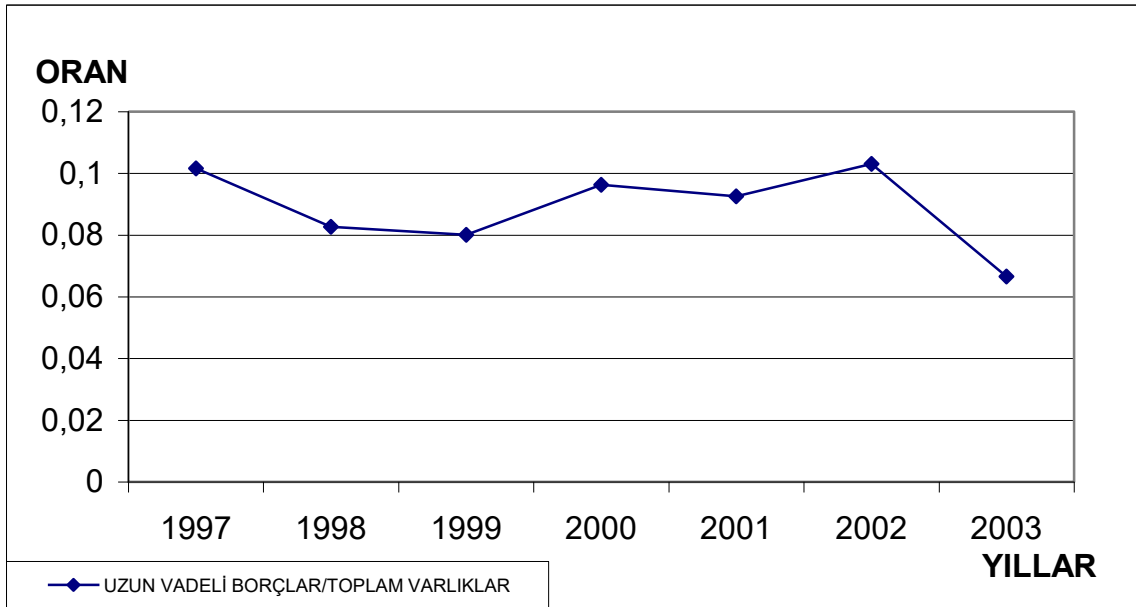
Şekil 69'da sektörün toplam borç toplam varlık oranına bakıldığında, 1997 yılında %65.1, 1998 yılında %59.6, 1999 yılında %63.8 ve 2000 yılına %74.8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılındaki krizle % 125.2 olan oran, 2002 yılında %123.04 ve 2003 yılında ise %105.2 olarak gerçekleşmiştir. Zararlardan dolayı uğranılan sermaye kaybı nedeniyle oransal olarak bakıldığında sektörün varlık yapısının tümünden daha fazlasının yabancı kaynakla finanse edildiği görülmektedir. Ancak burada da görüldüğü gibi sektör 2001 yılına oranla 2003 te daha iyi bir yerdedir

Kimya, petrol, kauçuk ve plastik sektöründe de kısa vadeli borçların toplam varlıklarına oranı Şekil 70'de gösterilmiştir. Sektörün kısa vadeli borçlarının toplam varlıklara oranı incelendiğinde, 1997 yılında %41, 1998 yılında %43, 1999 yılında %48.6 ve 2000 yılında %46.6 olmuştur. Sektörde 2001 yılında oran %58.4, 2002 yılında %53.7 ve 2003 yılında 2000 yılındaki seviyelerine yakın bir nokta olan %44.9 olarak gerçekleşmiştir.



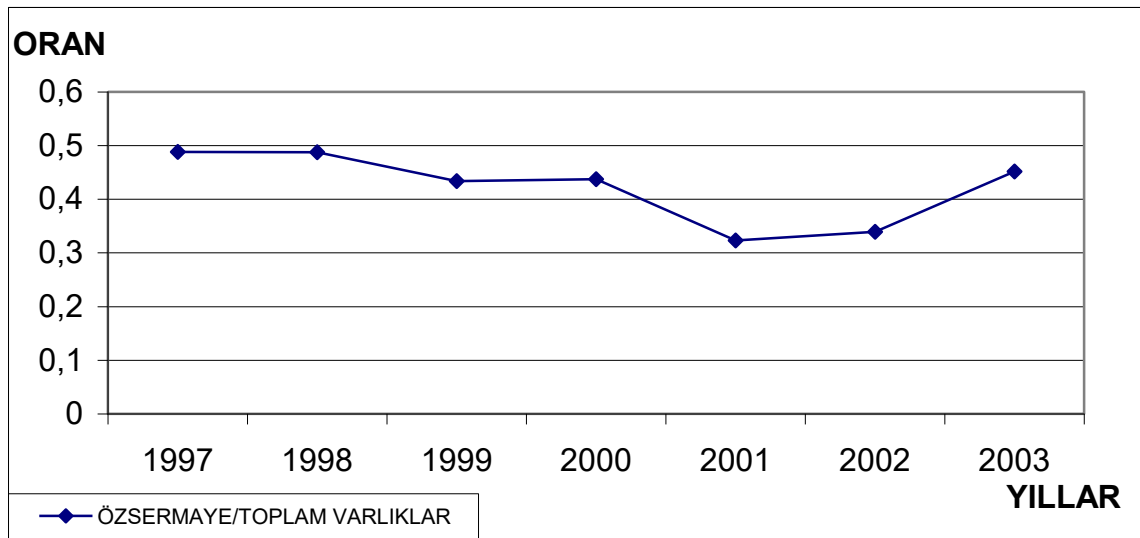
Şekil 70. Kimya, Petrol, Kauçuk Ve Plastik Sektörü Kısa Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Kimya, petrol, kauçuk ve plastik sektöründe kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklar içerisindeki payı 2001 kriz yılında oldukça yüksek bir düzeye çıkmıştır. Daha sonraki dönemlerde oran düşmüş olsa da 2001 ve 2002 yıllarında sektörün kısa vadeli yabancı borçlardan kaynaklanan riski oldukça yükselmiştir. Artan yabancı kaynak kullanımı sektörün kârlılığını da etkilemiştir.



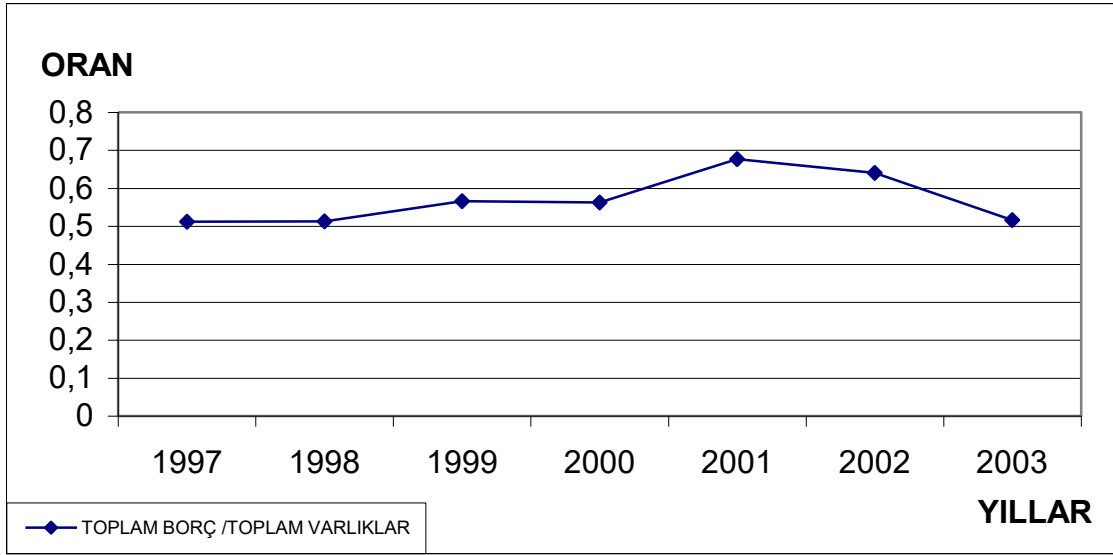
Şekil 71. Kimya, Petrol, Kauçuk Ve Plastik Sektörü Uzun Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 71’de uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranına bakıldığında oranın, 1997 yılında %10, 1998 yılında, %8, 1999 yılında %9 ve 2000 yılında %9.6, olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2001 krizinde %9.2 olan oran, 2002 yılında %10.3 ve 2003 yılında da %6.6 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün uzun vadeli borçlarının toplam varlıklara oranına bakıldığında kriz yılı dahil çok sert hareketlerin meydana gelmediği görülmektedir. 2003 yılında uzun vadeli borçların toplama varlıklar içerisindeki payı diğer yıllara oranla çok daha aşağı seviyelerde gerçekleşmiştir. Gerek kısa vadeli borçlarda gerekse uzun vadeli borçlarda kriz dönemi sonrası meydana gelen düşmeler sektörün yabancı kaynak –özsermaye bileşimini özsermaye yönünde değiştirdiğinin bir göstergesidir. Sektör daha az maliyetli fakat özellikle kriz dönemlerinde daha riskli yabancı kaynak yerine , daha maliyetli fakat düşük riskli özkaynakları tercih etmektedir.



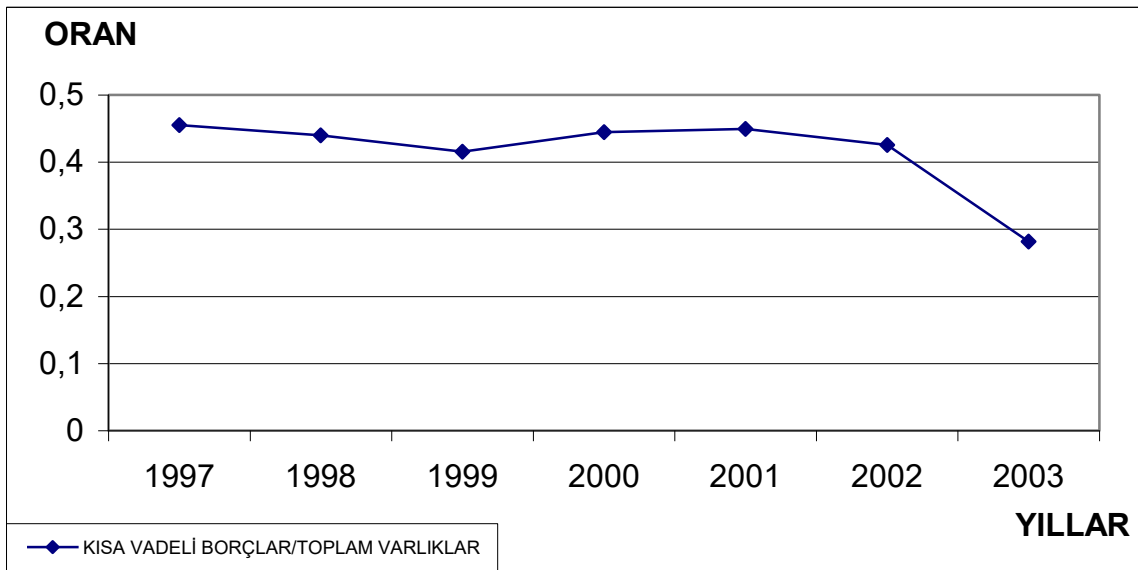
Şekil 72. Kimya, Petrol, Kauçuk Ve Plastik Sektörü Özsermaye Toplam Varlık Oranı

Şekil 72’de sektörün özkaynak toplam varlık oranına bakıldığında, 1997 ‘de %48.8, 1998’de %48.7, 1999’da %43.3 ve 2000 yılında %43.6 olduğu görülmüştür. 2001 yılına gelindiğinde oran %32.2, 2002 yılında %33.9, 2003 yılında ise %45.1 olarak gerçekleşmiştir. 2001 ve 2002 yıllarında özsermayenin toplam varlıklar içindeki payında, diğer yıllara oranla % 10’luk düşme meydana gelmiştir. Sektörün özellikle kriz döneminde özsermayenin toplam kaynaklar içindeki payının düştüğünü ve bununla sektörü riskli hale getirdiğini söyleyebiliriz.



Şekil 73. Kimya, Petrol, Kauçuk Ve Plastik Sektörü Toplam Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 73’de sektörün toplam borç toplam varlık oranı, 1997 yılında %51, 1998 yılında %51, 1999 yılında %56.6 ve 2000 yılında %56.3 olarak gerçekleşmiştir. Oran 2001 yılında %67.7 olmuş, 2002 yılında %64 ve 2003 yılında %51.6 olarak gerçekleşmiştir. Toplam borçların toplam varlıklar içindeki payı özsermayenin aksine 2001 ve 2002 yıllarında artışlar göstermiştir. Kriz yılı ve sonraki yıl sektör varlıklarının büyük bir kısmını borçlarla finanse etmiştir. Bunun neticesinde özellikle kriz dönemlerinde daha yüksek maliyete katlanmış ve kârlılığı azalmıştır.

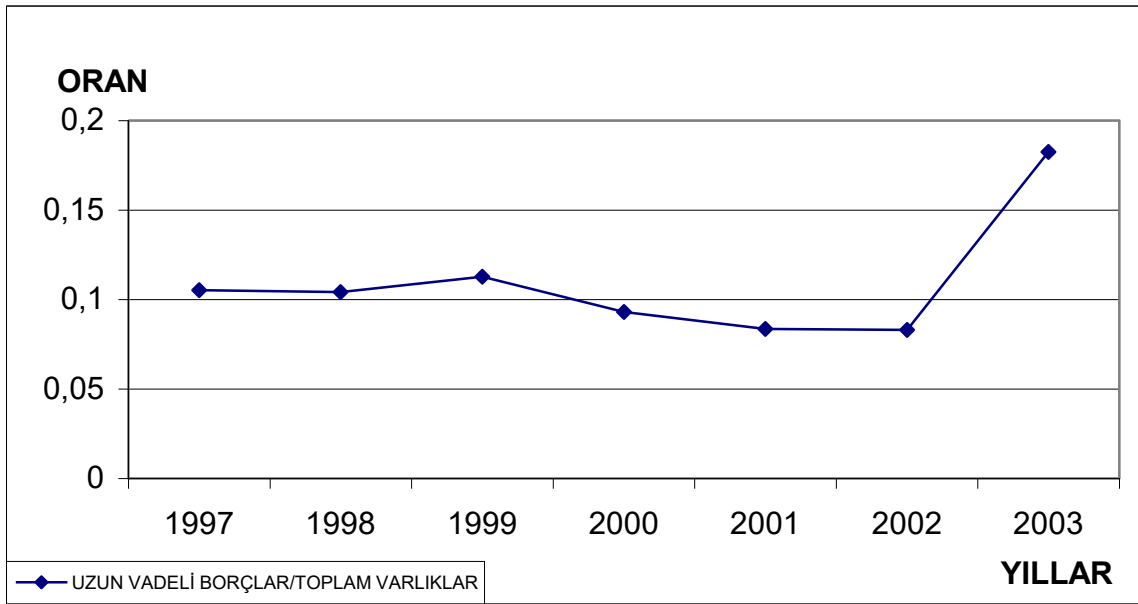


Şekil 74. Metal Ana Sanayi Kısa Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı



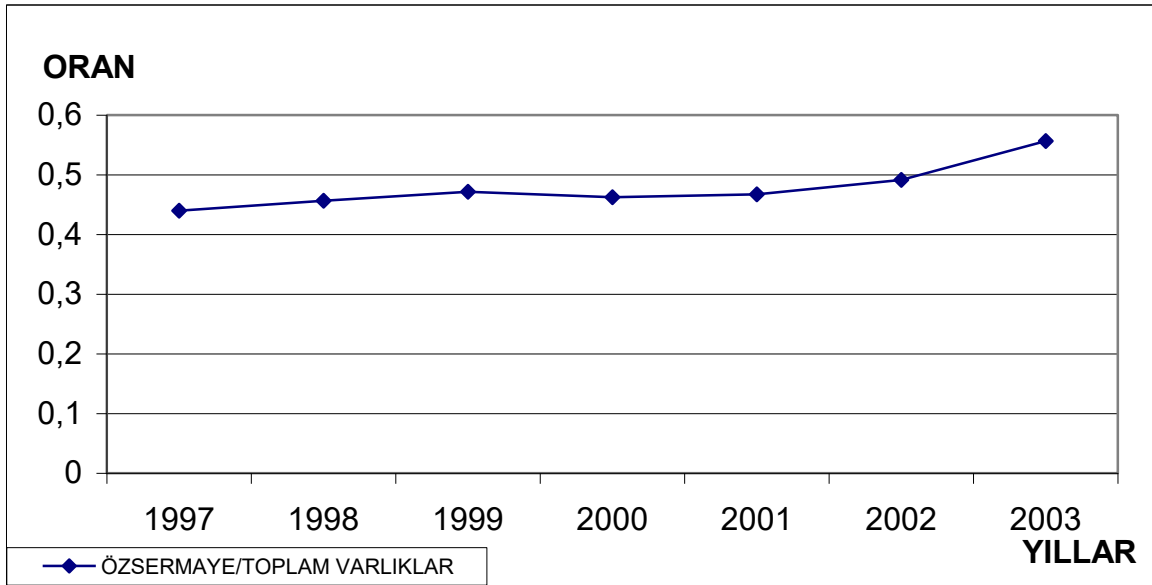
Metal ana sanayi sektörüne bakıldığında, Şekil 74’de kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranında çok büyük değişimler olmadığı görülmektedir. Bu oran, sektörde 1997 yılında, % 45.5, 1998 ‘de %43.9, 1999 yılında %41.5 ve 2000 yılında %44.4 olarak gerçekleşmiştir. Oran 2001 ‘de %44.9, 2002’de %42.5 ve 2003 yılında ise %28.1 olmuştur. 2001 yılında sektörün toplam varlıklar içinde kısa vadeli borçlarının payı çok fazla değişmemiştir. Ancak 2003 yılı itibariyle bu oran bir önceki yıla oranla %14 düşmüştür. Sektör itibariyle kısa vadeli yabancı kaynaklarda kriz yılında büyük artışların meydana gelmemesi, kaynak sıkıntısı olmamasına bağlanabilir.

Şekil 75’da uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranına bakıldığında, 1997 yılında, %10.5, 1998 yılında %10.4, 1999 yılında %11.2 ve 2000 yılında %9.3 olduğu görülmektedir. 2001 yılında %8.3 olan oran, 2002 yılında %8.2 ve 2003 yılında %18.2 olarak gerçekleşmiştir.



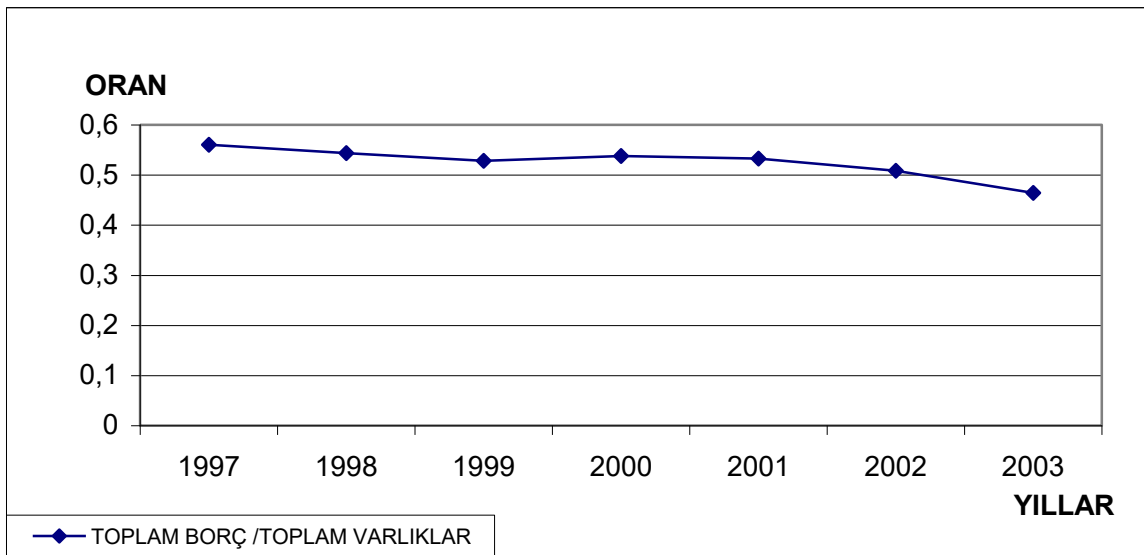
Şekil 75. Metal Ana Sanayi Uzun Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Sektör 2003 yılında toplam varlıklar içerisinde uzun vadeli yabancı kaynakların payını artırmıştır. Sektörün 2003 yılında kısa vadeli borçlarının toplam varlıklar içerisindeki payını düşürdüğünü, fakat bununla birlikte uzun vadeli borçlarının toplam varlıklar içerisindeki payını arttırdığını söyleyebiliriz. Sektör yeni yatırımlara gitmekte, ya da vadeyi uzatarak daha maliyetli fakat daha az riskli bir kaynak tercihi yapmaktadır.



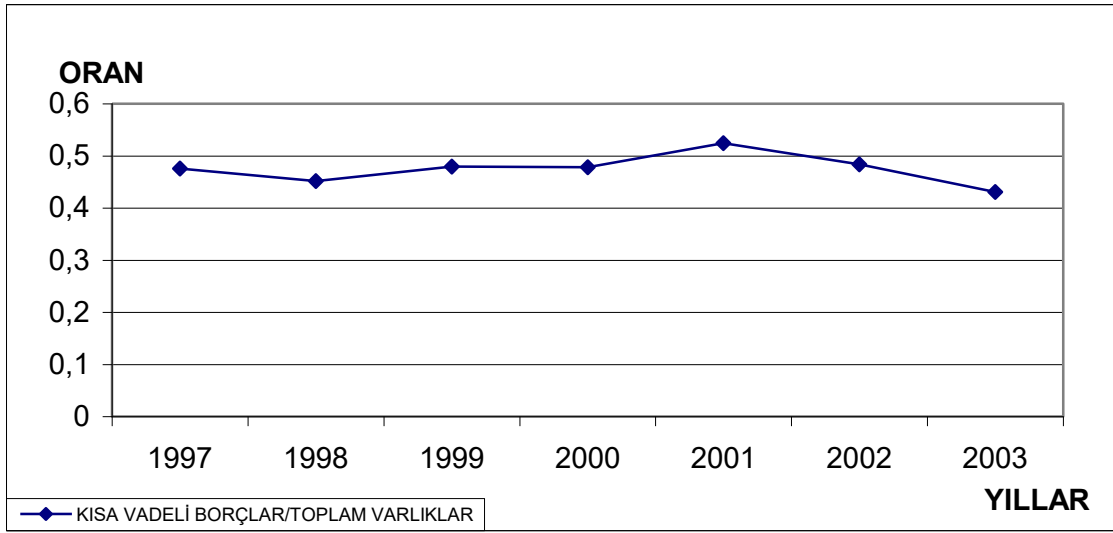
Şekil 76. Metal Ana Sanayi Özsermaye Toplam Varlık Oranı

Sektörün şekil 76’de özsermaye toplam varlık oranına bakıldığında, 1997 yılında %43.9, 1998 yılında % 45.6, 1999 yılında % 47.1 ve 2000 yılında %46.2 olduğu görülmektedir. 2001’de oran %46.7, 2002’de %49.1 ve 2003 yılında %55.6 olarak gerçekleşmiştir. Metal ana sanayi sektörüne bu dönemler itibariyle bakıldığında kriz yıllarında özsermayenin toplam varlıklar içerisindeki payında pek değişiklik yaşanmadığını, ancak özellikle 2003 yılında özsermaye ve uzun vadeli borçlarda bir artış, kısa vadeli borçlarda ise bir azalış meydana geldiğini, sektörün daha az riskli ama daha maliyetli bir kaynak bileşimi tercihi yaptığını söyleyebiliriz.



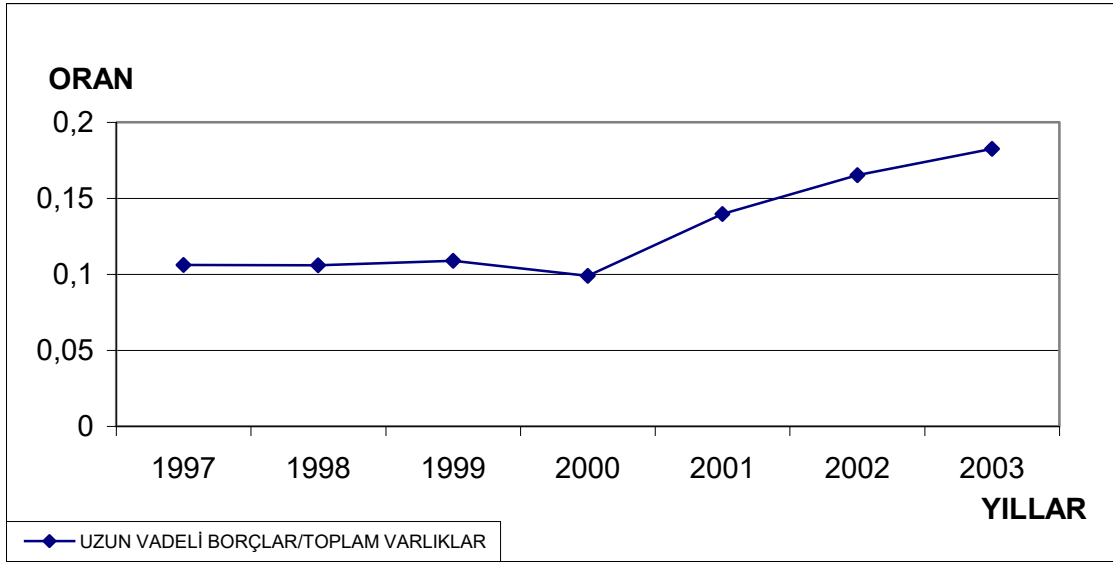
Şekil 77. Metal Ana Sanayi Toplam Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 77’de sektörün toplam borç toplam varlık oranı verilmiştir. Oran 1997 yılında % 56, 1998 yılında %54.3, 1999 yılında %52.8 ve 2000 yılında %53.7, olarak gerçekleşmiştir. Oran 2001’de %53.2, 2002’de %50.8 ve 2003’de %46.4 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün varlık yapısı içerisinde borçların miktarını azalttığı ve özkaynakların miktarını arttırdığını söyleyebiliriz. Bu sektörde diğer sektörlerin aksine özellikle yabancı kaynak kullanımında kriz yılında dahil olmak üzere çok sert hareketler görülmemiştir. Bu sektörün krize hazırlıklı olduğunu yada kaynak bulma anlamında fazla zorluk çekmediğinin bir göstergesi olabilir.



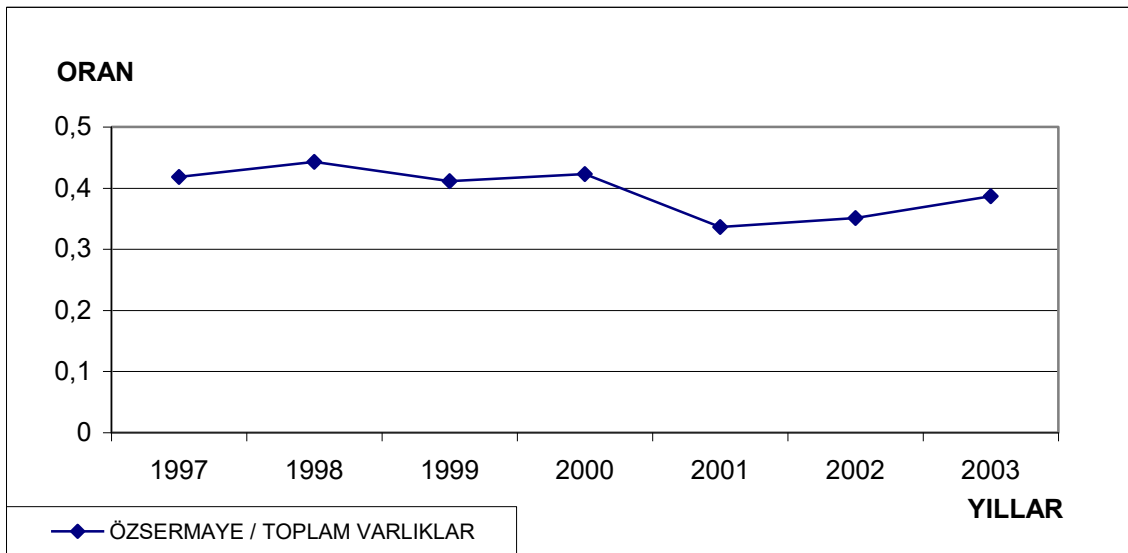
Şekil 78. Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Sektörü Kısa Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Metal eşya, makine ve gereç yapım sektörüne, şekil 78’de bakıldığında, kısa vadeli borçların toplam varlıklara oranı, 1997 yılında % 47.5, 1998 yılında %45.1, 1999 yılında %47.9 ve 2000 yılında % %47.8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran %52.4, 2002 yılında %%48.3 ve 2003 yılında %43.06 olmuştur. Sektörde kısa vadeli borçların toplam varlıklar içindeki payı 2001 ve 2002 yıllarında artış göstermiştir. Kriz sektörde kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını artırmıştır. Bu artış sektöre maliyet olarak yansımaktadır. Sektörde 2001 yılından sonra düşen kısa vadeli yabancı kaynak oranı sektör için olumludur.



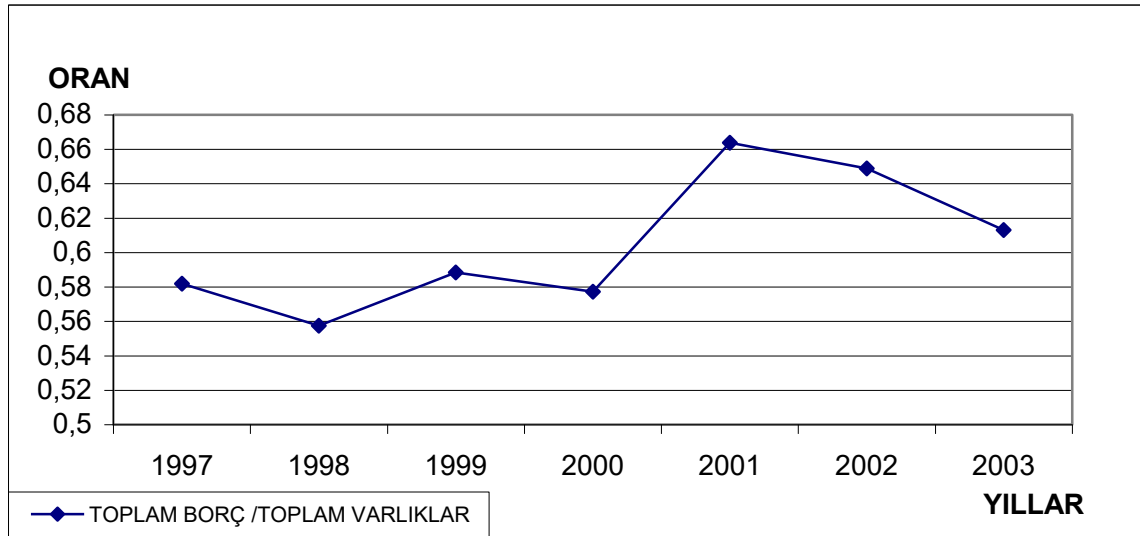
Şekil 79. Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Sektörü Uzun Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 79 Metal eşya, makine ve gereç yapım sektörünün toplam varlıklar içerisindeki uzun vadeli yabancı kaynakların oranını göstermektedir. Sektörde oran, 1997 yılında %10.6, 1998 yılında % 10.5, 1999 yılında%10.8 ve 2000 yılında %9.8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında % 13.9, 2002 yılında % 16.5 ve 2003 yılında % 12.9 olarak gerçekleşmiştir. 2001 krizinden sonra sektörün toplam varlıkları içerisinde uzun vadeli yabancı kaynakların oranı sürekli artmıştır. Kısa vadeli yabancı kaynaklardaki düşüşte dikkate alındığında, sektörde yabancı kaynaklarda daha uzun vadenin tercih edildiği görülmektedir.



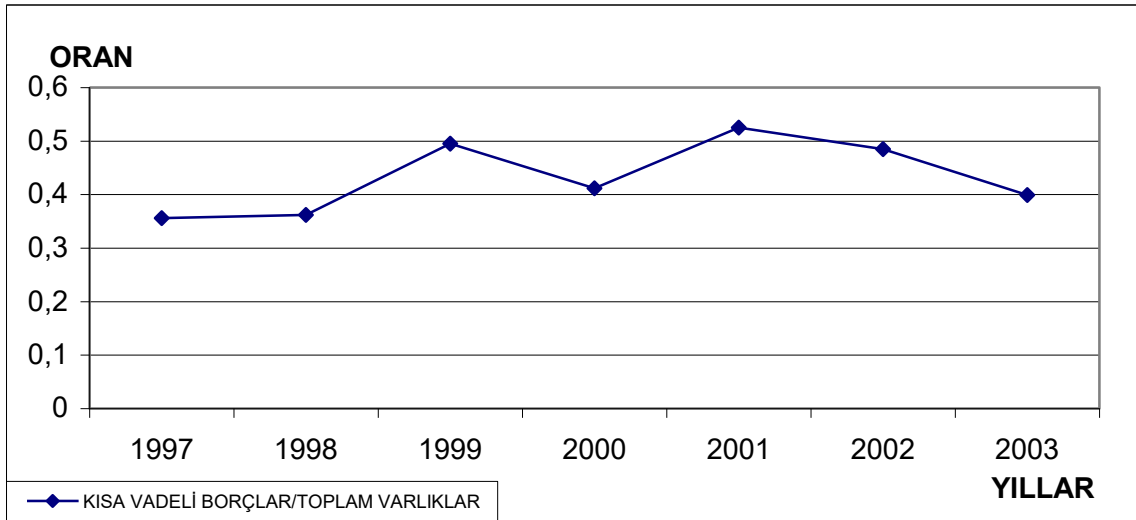
Şekil 80. Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Sektörü Özsermaye Toplam Varlık Oranı

Şekil 80’de sektörün toplam varlıkları içersinde yer alan özsermaye oranını göstermektedir. Sektörde oran, 1997 yılında % 41.8, 1998 yılında %44.2, 1999 yılında % 41.1 ve 2000 yılında %42 .2 olarak gerçekleşmiştir. 2001’deki krizle birlikte sektör de oran % 33.6 ‘a kadar düşmüş, 2002’de % 35 ve 2003’de % 38 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi sektör krizle birlikte daha çok yabancı kaynak ihtiyacı duymuş ve oransal olarak toplam varlıklar içindeki yabancı kaynakları artırmıştır. Bununla birlikte zayıflayan sermaye yapısı ve artan borçlar sektörü riskli bir duruma getirmiştir. 2003 yılına bakıldığında sermayenin toplam varlıklar içinde oransal olarak arttığı görülmektedir. Sektörde oransal olarak artan özsermaye ve uzun vadeli borçlar sektörün kaynak yapısını daha az riskli ama daha maliyetli yapıya sokmuştur.



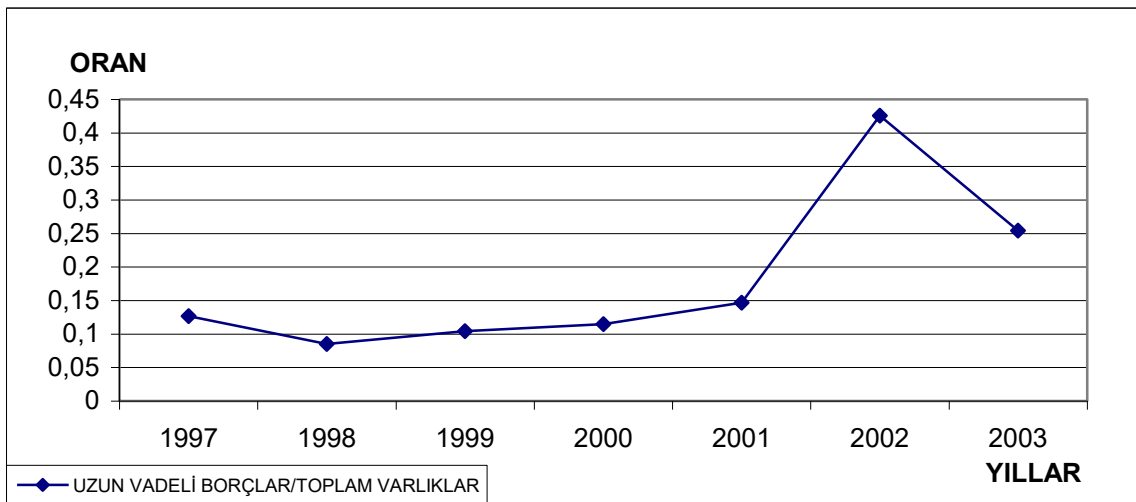
Şekil 81. Metal Eşya, Makine Ve Gereç Yapım Sektörü Toplam Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 81’de metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründe toplam borç toplam varlık oranı, 1997 yılında % 58, 1998 yılında % 55.7, 1999 yılında % 58.8 ve 2000 yılında % 57 .7 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında, oran % 66.3, 2002 yılında % 64.8 ve 2003 yılında % 61.3 olmuştur. Toplam borcun toplam varlıklar içindeki oranına bakıldığında 2001 yılında toplam borcun varlıklara oranında artış meydana gelmiştir. Bu oranın yükselmesi sektörün maliyetlerini artırırken kârlılığında olumsuz yönde etkilemiştir.



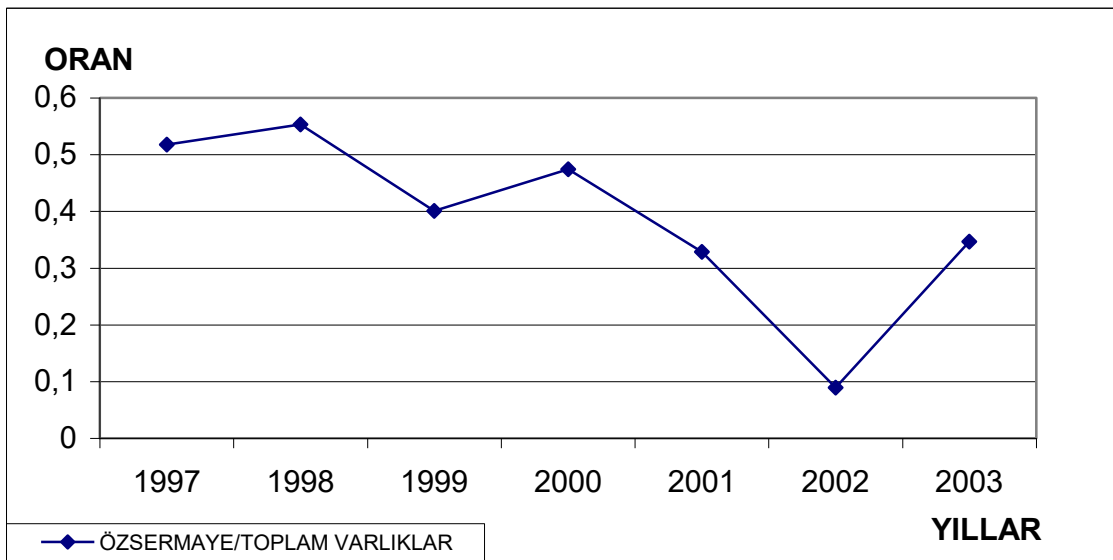
Şekil 82. Orman Ürünleri Mobilya Sektörü Kısa Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 82 'de orman ürünleri ve mobilya sektöründe, kısa vadeli borçların toplam varlıklar içindeki oranına baktığımızda, 1997 yılında % 35.5, 1998 yılında %36.1, 1999 yılında %49.4 ve 2000 yılında %41 .1 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılına geldiğimizde oran %52.5 e yükselmiş, 2001 yılında %48.4 ve 2003 yılında %39.8'e düşmüştür. Sektörde diğer sektörlerle benzer şekilde kriz yılında toplam varlıklar içersindeki kısa vadeli borçların oranı artmıştır. Krizle birlikte artan finansman yükü tüm sektörlerde özellikle kısa vadeli borçların toplam varlıklar içindeki oranında artışlara neden olmuştur.



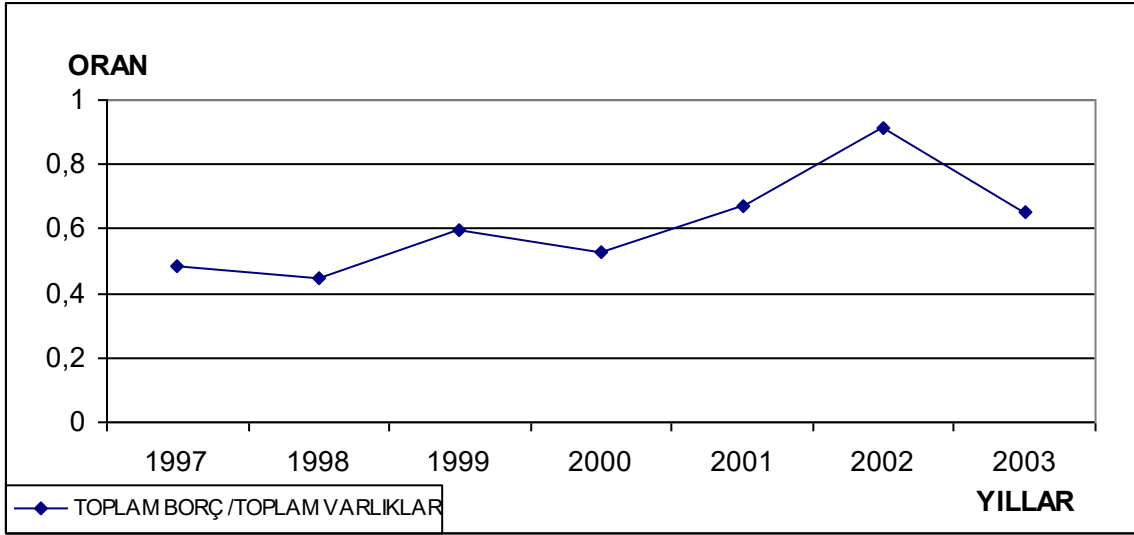
Şekil 83. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Uzun Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 83’de sektörün toplam varlıklarının içinde uzun vadeli yabancı kaynakların oranı verilmiştir. Oran,1997 yılında %12.6, 1998 yılında %8.5 1999 yılında %10 ve 2000 yılında %11.4 olarak gerçekleşmiştir 2001 yılında sektörün oranı %14.6, 2002 yılında % 42.5 ve 2003 yılında % 25.4 olarak gerçekleşmiştir. Şekil 49’da sektörde özsermayenin toplam varlıklar içindeki payına bakıldığına 2002 yılında %8 ‘e kadar düşmüştür. 2002 yılındaki uzun vadeli borçlardaki ani artış özsermayedeki bu düşüşle açıklanabilir. Sektör özsermayedeki kaybını uzun vadeli borçlanma yoluyla kapatmıştır.



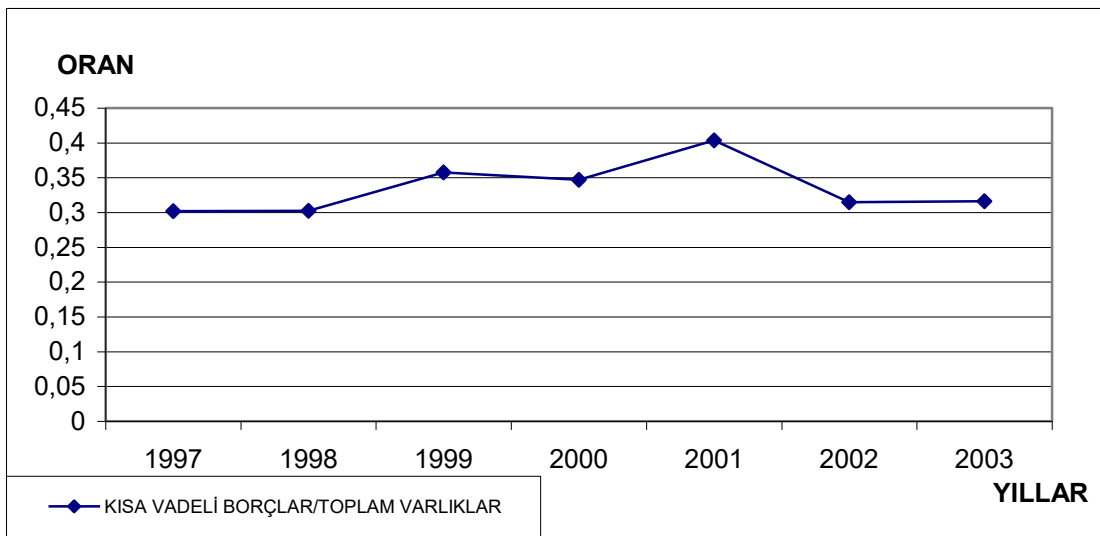
Şekil 84. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Özsermaye Toplam Varlık Oranı

Şekil 84’de sektörün özsermayesinin toplam varlıklara oranı verilmektedir. Buna göre, 1997 yılında % 51.7 olan oran, 1998 yılında % 55.3, 1999 yılında %40 ve 2000 yılında % 47.3 olarak gerçekleşmiştir. Sektörde özellikle 2001 kriz yılından sonra öz sermayenin toplam varlıklar içindeki oranı düşmüştür. Oran 2001 yılında %32.8, 2002 yılında %8.9 ve 2003 yılında %34.6 olmuştur. Özellikle 2002 yılında büyük bir düşüş yaşanmıştır. Sektör özsermayede yaşadığı sıkıntıyı yabancı borçlarla özellikle uzun vadeli borçlarla telafi etmeye çalışmıştır. Sektörde özsermaye toplam varlıklara oranı, asıl düşüşü 2001 kriz yılında değil bir sonraki sene 2002 yılında olmuştur.



Şekil 85. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Toplam Borç Toplam Varlık Oranı

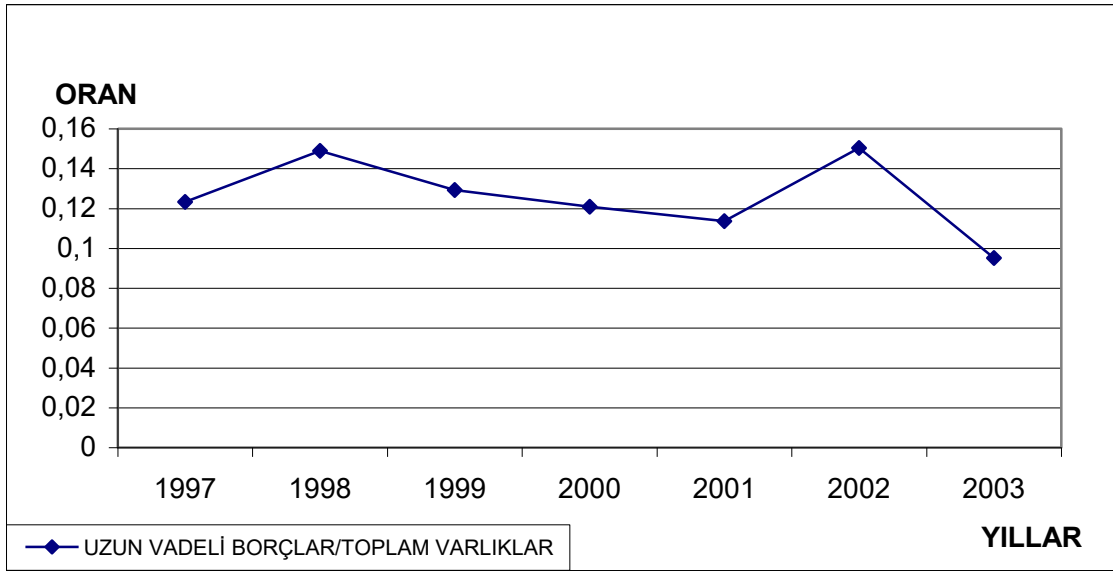
Şekil 85’de orman ürünleri ve mobilya sektörünün toplam borç toplam varlık oranı verilmektedir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %48.2, 1998 yılında %44.6, 1999 yılında %59.9, 2000 %52.6 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılına gelindiğinde borçların toplam varlıklara oran %67.1’e yükselmiştir. 2002 yılında %91’e çıkan oran, 2003 yılında %65’e kadar gerilemiştir. Buradan da görüldüğü gibi sektörün toplam borçlarının toplam varlıklara oranı 2001 krizinde artmış, ama özellikle 2002 yılında neredeyse toplam varlıkların tamamı kadar borçlanma yapılmıştır. Özellikle 2002 yılında sektörün borç yükü artmıştır.



Şekil 86. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Kısa Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

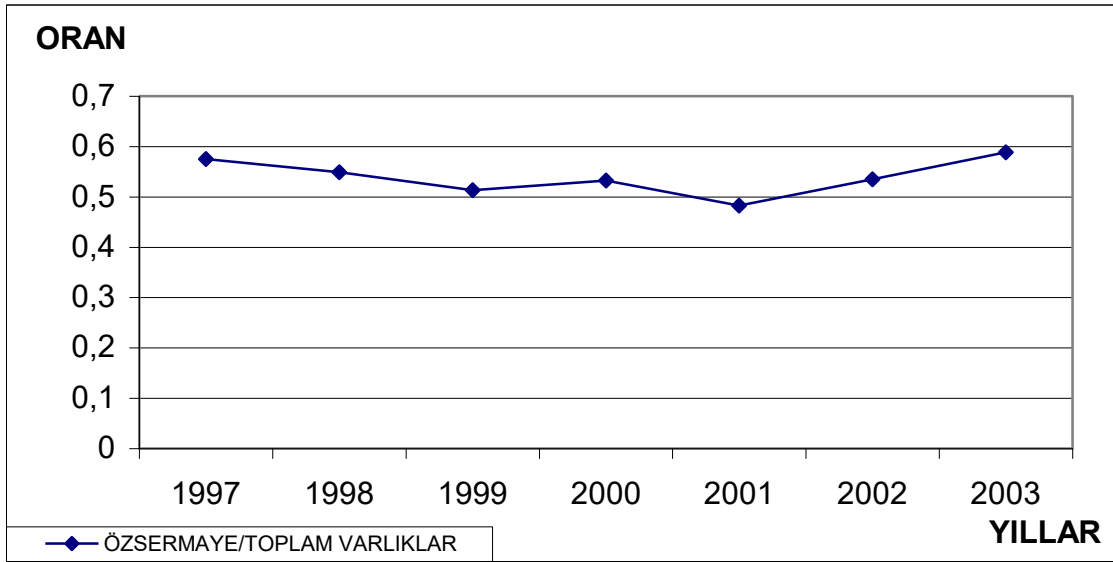


Taş ve toprağa dayalı sanayi’de kriz öncesi ve kriz sonrası borç oranları açısından diğer sektörlerle benzer gelişmeler yaşanmıştır. Şekil 86 incelendiğinde, toplam varlıklar içersinde kısa vadeli borçların oranı, 1997 yılında %30.1, 1998 yılında %30.2, 1999 yılında %35.7 ve 2000 yılında %34.6 olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan kriz sonrası döneme bakıldığında ise, 2001 yılında %40.3, 2002 yılında %31.4 ve 2003 yılında %31.6 olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2001 kriz döneminde sektörün kısa vadeli borç yükü artmıştır. Daha sonra yeniden sektörün kısa vadeli borçları kriz öncesi dönemdeki seviyelere dönmüştür.



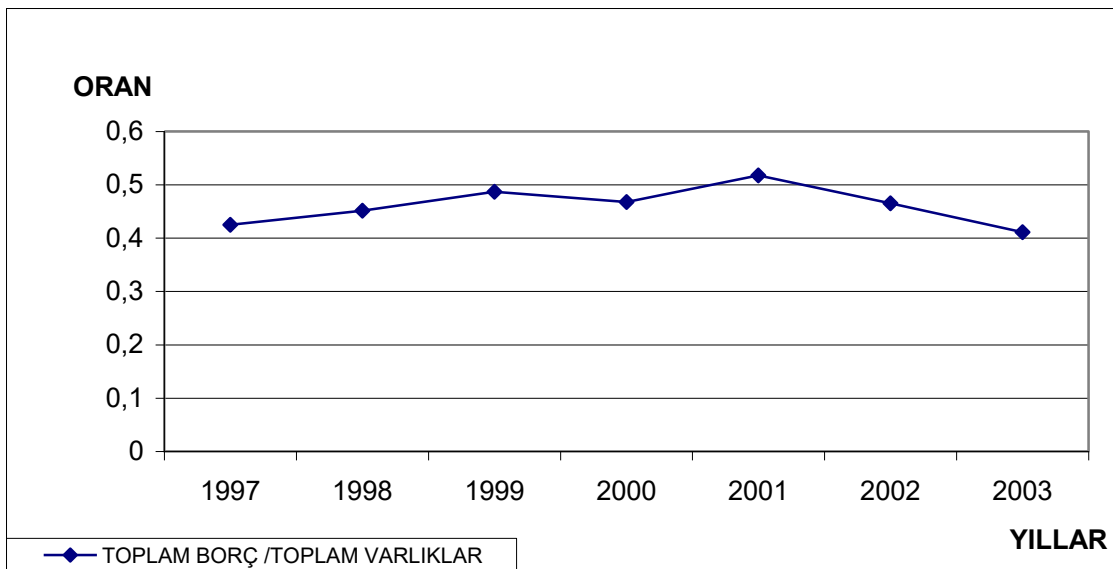
Şekil 87. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Uzun Vadeli Borç Toplam Varlık Oranı

Şekil 87’de sektörün toplam varlıklar içersinde uzun vadeli yabancı kaynakların oranına bakıldığında, oran 1997 yılında % 12.3, 1998 yılında %14.8, 1999 yılında %12.9 ve 2000 yılında %12 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında %11.3 olan oran, 2002 yılında %15 ve 2003 yılında %9 olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli borçlarda 2002 yılında meydana gelen düşme ve uzun vadeli borçlarda 2002 yılında meydana gelen yükselme göz önüne alındığında borçların vadesinde daha uzun vadenin tercih edildiği görülmektedir. 2003 yılına gelindiğinde ise, özsermaye ağırlıklı bir yapı oluşmuştur.



**Şekil 88. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Özsermaye Toplam Varlık Oranı**

Şekil 88’de sektörün toplam varlıklarının ne kadarını özsermayeyle finanse ettiği verilmektedir. Buna göre, sektör varlıklarının 1997 yılında %57.5, 1998 yılında %54.8 1999 yılında %51.3 ve 2000 yılında %53.2’sini özsermayesiyle finanse etmiştir. 2001 yılına gelindiğinde, oran %48.2 ‘ye düşmüş olan oran, 2002 yılında %53.4’e ve 2003 yılında %58.8’e yükselmiştir. 2001 yılında sektörün toplam varlıkları içerisinde daha az özsermaye olsa da, daha sonraki iki yılda varlıkların daha fazlası özsermaye ile finanse edilmiştir. 2001 yılında özellikle kısa vadeli borç yükünde meydana gelen artış özsermayenin toplam varlıklar içerisindeki payının düşmesinde etkili olmuştur.

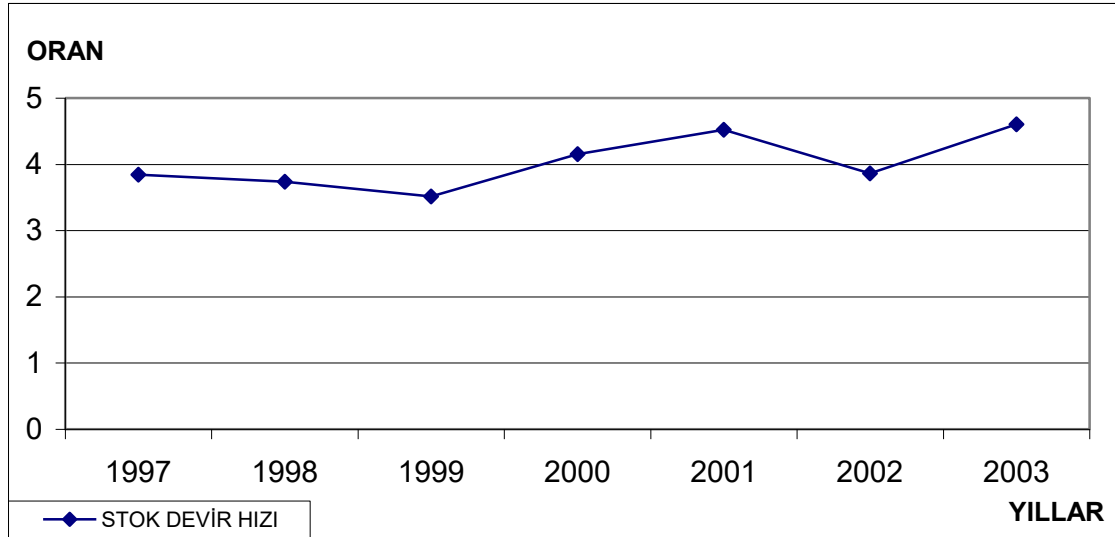


**Şekil 89. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Toplam Borç Toplam Varlık Oranı**

Şekil 89’de sektörün toplam borcunun toplam varlıklar içindeki payı verilmiştir. Buna göre, 1997 yılında %42.5 olan oran 1998 %45.1, 1999 yılında %48.6 ve 2000 yılında %46.7 olarak gerçekleşmiştir. Kriz ve sonrası oranlara bakıldığında, 2001 yılında %51.7, 2002 yılında % 46.5 ve 2003 yılında %41.1 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Burada görüldüğü gibi kriz yılında sektör kaynak ihtiyacını yabancı kaynakla gidermiş ve yabancı kaynakta da kısa vadeli yabancı kaynağa yönelmiştir. 2001 yılından sonra ise yabancı kaynağın toplam varlıklar içersindeki oranı düşmüş, özsermayenin ise artmıştır.

### C) FAALİYET (ETKİNLİK) ORANLARI

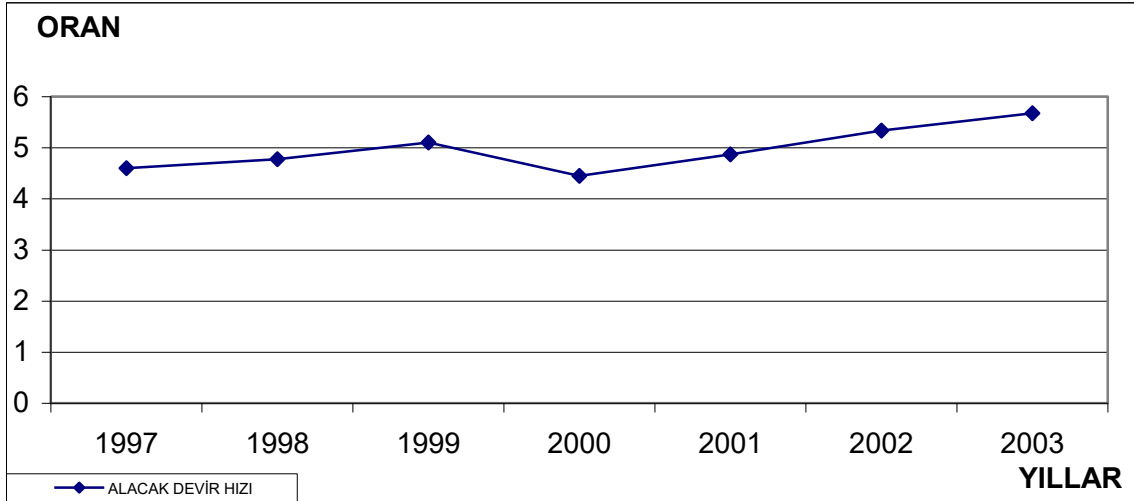
İşletmelerin yapmış oldukları faaliyetlerinde etkinliği ölçmeye yarayan oranlardır. Satışlarla çeşitli varlık kalemleri arasındaki ilişkiden yararlanılır.



Şekil 90. Dokuma Giyim Eşyası, Deri Sektörü Stok Devir Hızı

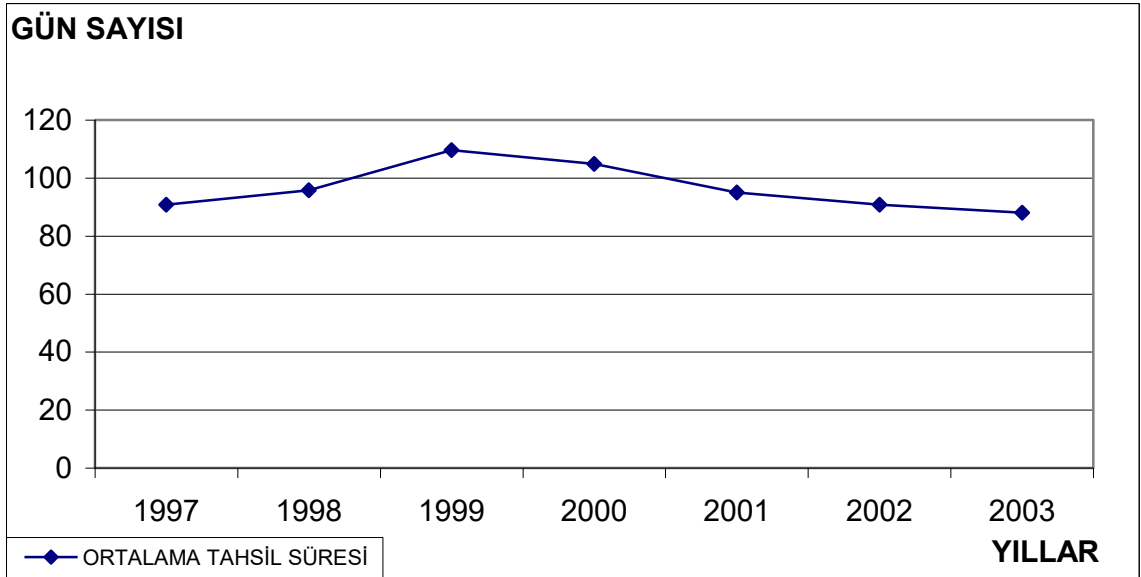
Şekil 90 dokuma giyim eşyası, deri sektörüne ait stok devir hızı oranlarını vermektedir. Sektörün oranları, 1997 yılında 3.84, 1998 yılında 3.73, 1999 yılında 3.51 ve 2000 yılında 4.15 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de oran 4.51, 2002’de 3.86 ve 2003 yılında da 4.60 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün ortalaması aynı dönemde 4.04 olarak gerçekleşmiştir. Genel olarak bakıldığında sektörün stok devir hızının krizden sonra yükselme eğilimi içinde olduğu söylenebilir. Genellikle stok devir hızlarının

yüksek olması kârlılık üzerinde olumlu etkiler yaratır. Stok devir hızının yüksek olması stoklara daha az kaynak ayrılmasını ve alternatif maliyetlerin daha düşük olmasını sağlar.



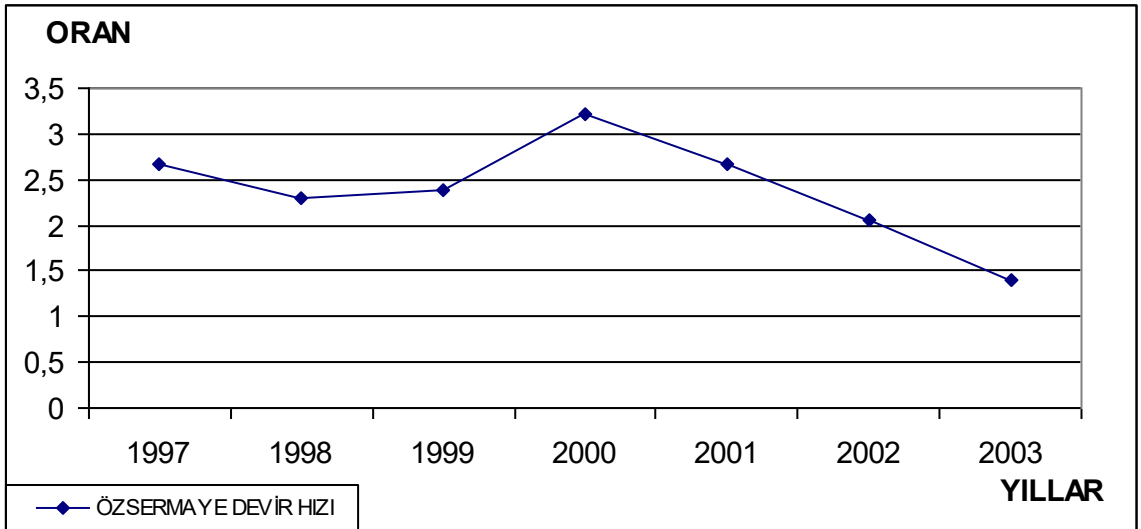
Şekil 91. Dokuma Giyim Eşyası, Deri Sektörü Alacak Devir Hızı

Sektörün alacak devir hızı ortalaması incelenen dönemde 4.98 olarak hesaplanmıştır. Şekil 91'e bakıldığında, 1997 yılında oran 4.60, 1998 yılında 4.77, 1999 yılında 5.10 ve 2000 yılında 4.44 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılında 4.86 olan oran, izleyen yılda 4.86 ve 2003 yılında ise 5.67 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle krizden sonraki yıllara bakıldığında oranını sürekli yükselme eğilimi içerisinde olduğu görülmektedir. Kriz sonrası artan oranın nedeni, kredili satışların azaltılması yada kredi koşullarının ağırlaştırılmasına dayanıyorsa bu durumda alacak devir hızının artması sektörün kârlılığı üzerinde olumsuz etkiler meydana getirebilecektir. Krizden sonra oranın artmaya başlaması yukarıdaki durumu destekler niteliktedir.



**Şekil 92. Dokuma Giyim Eşyası, Deri Sektörü Ortalama Tahsil Süresi**

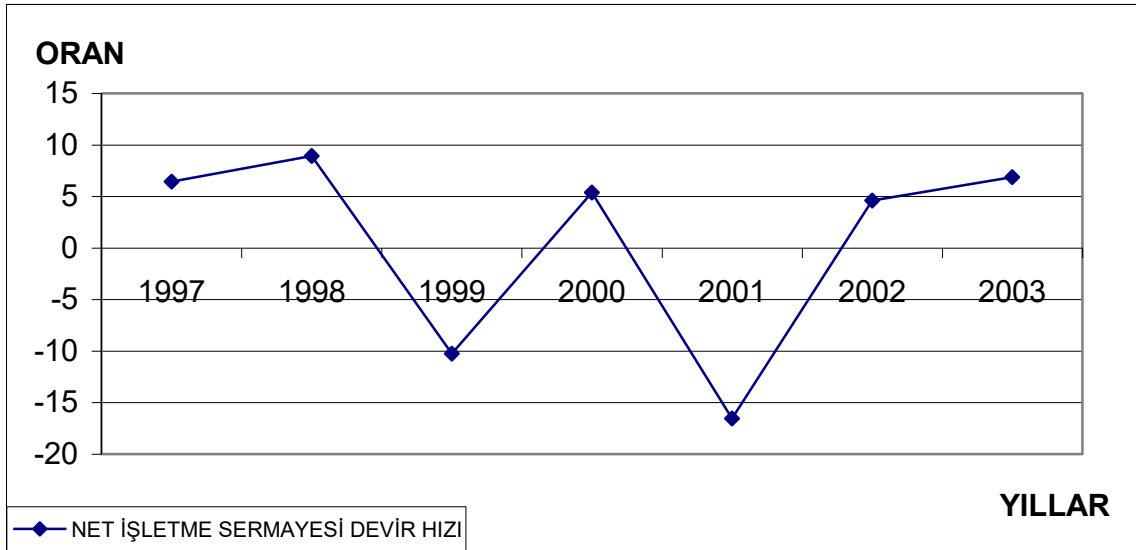
Şekil 92 alacak devir hızıyla ilişkili bir oran olup ortalama tahsil süresini göstermektedir. Gün olarak bakıldığında ortalama tahsil süresi sektörde, 1997 yılında 90, 1998 yılında 95, 1999 yılında 109 ve 2000 yılında 104 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılı ile birlikte ortalama tahsil süresi önce 94'e, izleyen yılda 90'a ve 2003 yılında da 88 güne düşmüştür. Ortalama tahsil süresinde krizden sonra azalma eğilimindedir. Bu sektörde kredi vadesinin kısaldığı anlamına gelmektedir.



**Şekil 93. Dokuma Giyim Eşyası, Deri Sektörü Özsermaye Devir Hızı**

Özsermaye devir hızı, bir firmanın özsermayesini ne derece etkin kullandığının bir göstergesidir. Şekil 93'de incelenen sektörün oranlarına bakıldığında, 1997 yılında

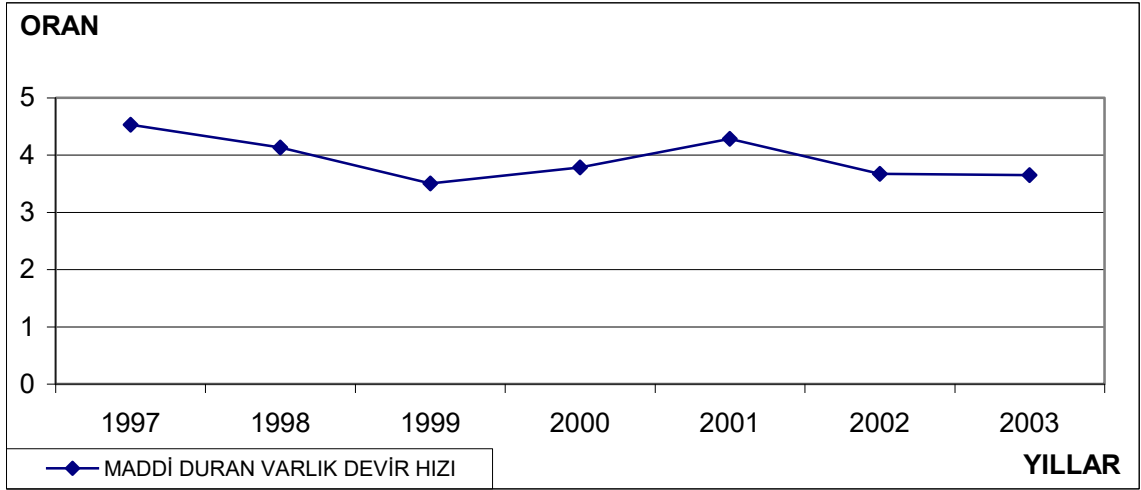
2.66, 1998 yılında 2.29, 1999 yılında 2.37 ve 2000 yılında 3.22 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Kriz yılı 2001’de oran 2.67, 2002 yılında 2.06 ve 2003 yılında 1.39 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün ortalaması 2.38 olarak gerçekleşmiştir. 2000 ve 2001 yıllarında yabancı kaynakların artması özsermaye devir hızını yüksek göstermektedir. Oranın yüksekliği yorumlanırken dikkat edilmesi gereken nokta, sektörün gerçekten özsermayesini etkin olarak kullanmış olabileceği gibi o dönemde yabancı kaynak kullanımını artırarak nispeten daha düşük özsermayeyle çalışmış olabileceğidir. 2001’den sonra düşen oran yorumlanırken dikkat edilmesi gereken nokta ise tüm sektörlerde kriz sonrası görülen özsermaye ve daha uzun vadeli yabancı kaynak kullanma eğilimidir. Bunun neticesinde özsermaye devir hızında düşme meydana gelmiştir.



Şekil 94. Dokuma Giyim Eşyası, Deri Sektörü Net İşletme Sermayesi Devir Hızı

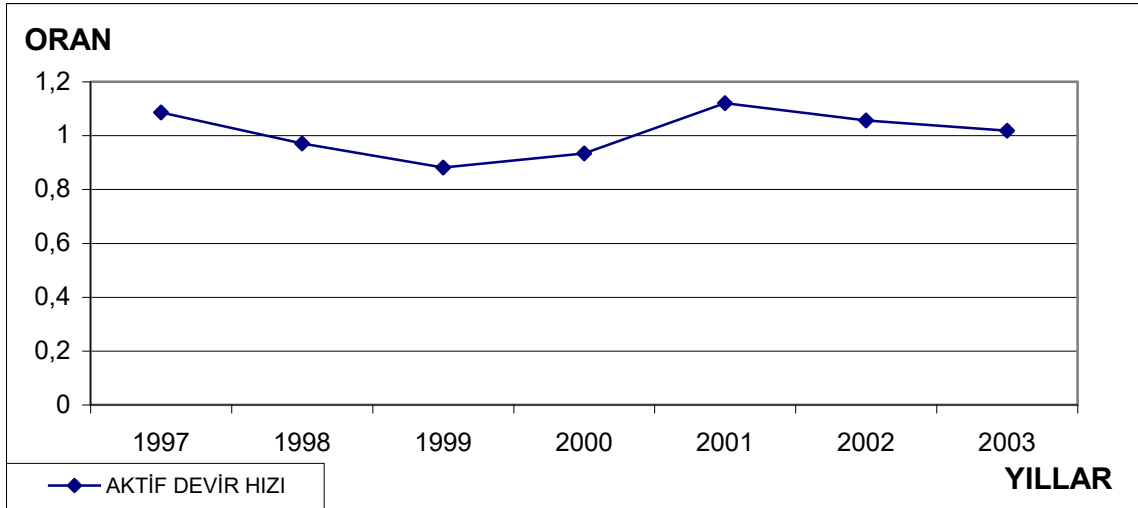
Satışlar ile net işletme sermayesi arasında yakın bir ilişki vardır. Çünkü satışlar arttıkça alacaklar ve stoklarda artacak ve işletmeler daha fazla işletme sermayesine ihtiyaç duyacaklardır. Bu nedenle oranın yüksekliği işletme sermayesinin etkin olarak kullanıldığını göstermekle birlikte aynı zamanda yetersiz işletme sermayesiyle çalışıldığında bir göstergesi olabilir. Şekil 94’de sektörün net işletme sermayesi devir hızlarına bakıldığında, 1997 yılında 6.42, 1998 yılında 8.9, 1999 yılında -10 ve 2000 yılında 5.3’lük oranlar karşımıza çıkmaktadır. 2001 kriz yılında oran -16’ya kadar düşmüş, ancak 2002 yılıyla birlikte toparlanarak önce 4.5’e izleyen yıldada 6.8’e

yükselmiştir. Sektörün dönem ortalaması 0.7 düzeyindedir. 1999 ve 2001’de karşılaşılan negatif oranlar döner varlık ve kısa vadeli borçların miktarı hakkında bir fikir vermektedir. Bu dönemlerde artan kısa vadeli finansman yükleri sektörün net işletme sermayesi devir hızının negatif olmasına neden olmuştur.



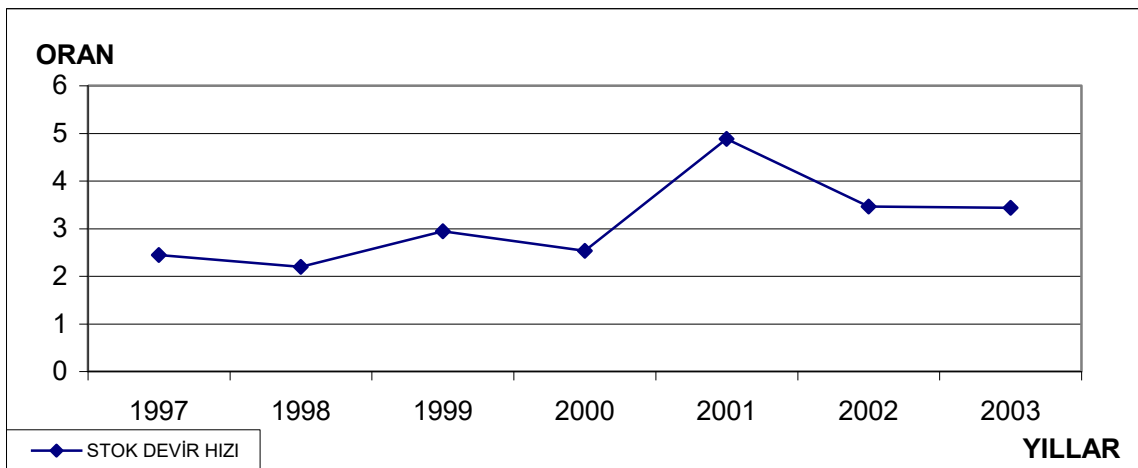
Şekil 95. Dokuma Giyim Eşyası, Deri Sektörü Maddi Duran Varlık Devir Hızı

Maddi duran varlıklar devir hızı, işletmelerin maddi duran varlıklara aşırı yatırım yapıp yapmadıklarını bununla birlikte aylak üretim kapasitelerine sahip olup olmadıklarını göstermektedir. Oranın yıllar içerisinde azalması atıl kapasite konusunda bir ipucu verebilir. Sektörün maddi duran varlık devir hızlarına bakıldığında şekil 95’de, 1997 yılında 4.5, 1998 yılında 4.13 1999 yılında 3.5 ve 2000 yılında 3.78 olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2001 yılında 4.28’e çıkan oran, 2002 yılında 3.67’ye, 2003 yılındada 3.65’e düşmüştür. Kriz yılında sonra meydana gelen düşme satışlardaki bir azalmadan olabileceği gibi, yukarıda bahsedildiği gibi atıl bir kapasiteninde işareti olabilir.



Şekil 96.Dokuma Giyim Eşyası, Deri Sektörü Aktif Devir Hızı

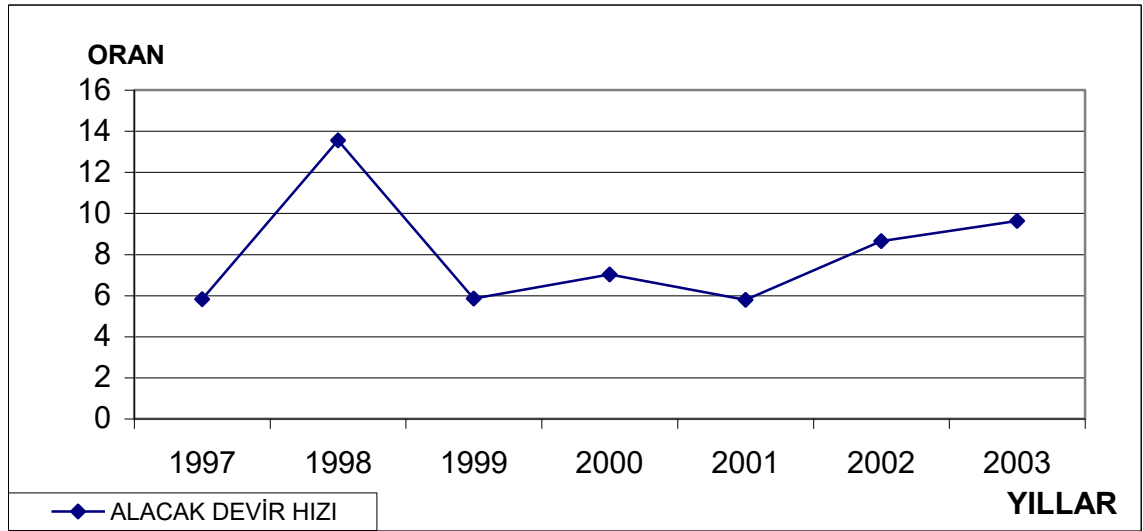
Aktif devir hızı, satışların toplam varlıklara oranlanması yoluyla bulunmaktadır. Oran nispeten duran varlıkları yüksek olan işletmelerde/sektörlerde düşük olacak, az olan sektörlerde ise yüksek olacaktır. Varlık devir hızının azalması atıl kaynaklar konusunda bir ipucu verebilir. Şekil 96'da sektörün oranlarına bakıldığında, 1997 yılında 1.08, 1998 yılında 0.97, 1999 yılında 0.88 ve 2000 yılında 0.93 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Kriz yılında oran 1.12, 2002 yılında 1.05 ve 2003 yılında ise 1.01 olmuştur. aktif devir hızında kriz öncesi dönemdeki düşüklük yüksek stok tutma ve alacak tutma eğilimine bağlanabilir aynı şekilde kriz sonrası dönemde artan stok devir hızı ve alacak devir hızlarıyla birlikte aktif devir hızında da bir azalış meydana gelmiştir.



Şekil 97.Gıda, İçki, Tütün Sanayi Stok Devir Hızı

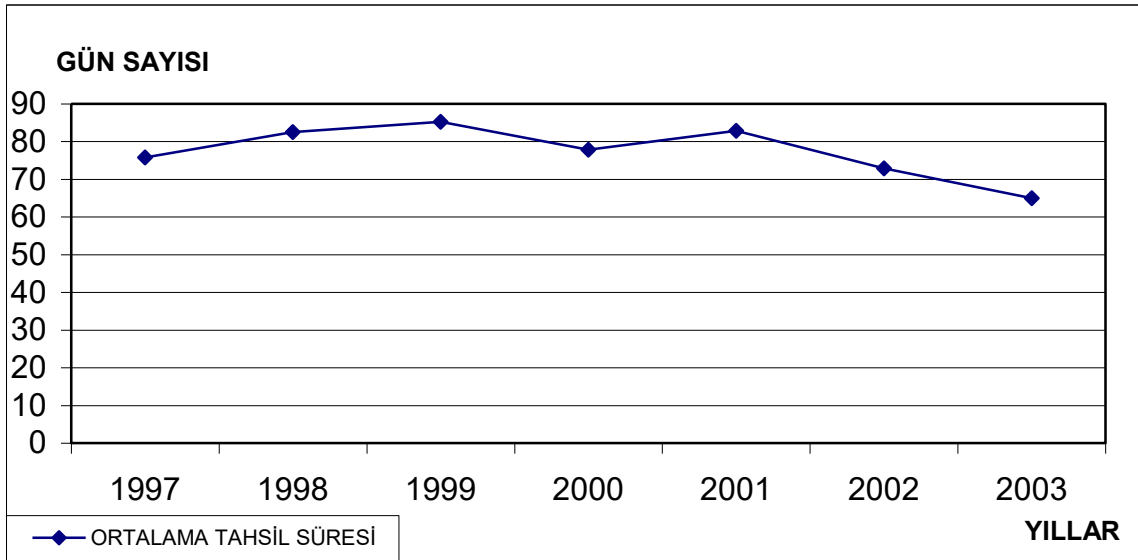


Gıda, içki tütün sanayine ilişkin stok devir hızları şekil 97’de verilmiştir. buna göre oran, 1997 yılında 2.44, 1998 yılında 2.19, 1999 yılında 2.94 ve 2000 yılında 2.53 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılıyla birlikte oran 4.87’ye çıkmış, 2002 yılında 3.46 ve 2003 yılında 3.43’e düşmüştür. Sektörün dönem ortalaması 3.09 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılında oran ortalamasının hayli üzerinde gerçekleşmiştir. Stok devir hızının artması olumlu bir gösterge olsada krizi izleyen yıllarda oran ortalama seviyelere geri gelmiştir. Sektör artan belirsizlik ortamında fazla stok tutmak istememiş olabilir ve daha az stok seviyelerinde çalışma, doğal olarak devir hızını yükseltmiştir.



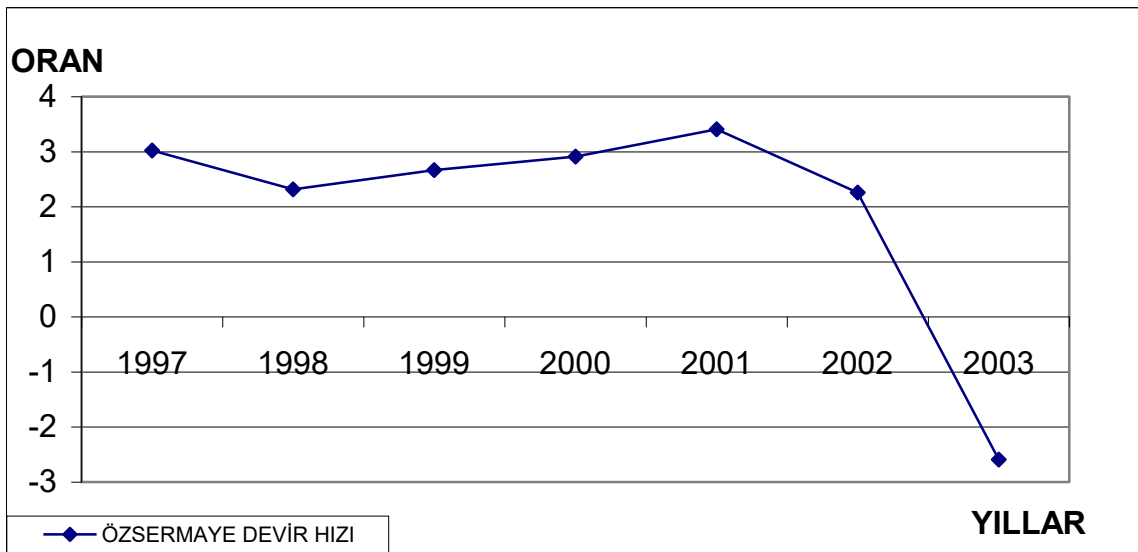
Şekil 98.Gıda, İçki, Tütün Sanayi Alacak Devir Hızı

Sektörün alacak devir hızı şekil 98’de verilmiştir. Oran 1997 yılında 5.82, 1998 yılında 13.55, 1999 yılında 5.85, 2000 yılında 7.02, 2001 yılında 5.78, 2002 yılında 8.64 ve 2003 yılında ise 9.62 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması 8’dir. Kriz yılında ortalamaya göre aşağıda bir oran gerçekleşmiştir. Sektörde kriz yılından sonra alacak devir hızı artma eğilimine girmiştir. Kriz yılında alacak devir hızında yavaşlama, mevcut koşullardan dolayı peşin yada kısa vadeli satışların azalmasından kaynaklanmış olabilir. Bununla birlikte yükselen alacak devir hızları, kredili satış politikasında esnekliğin azaldığının göstergesi olarak algılandığında kârlılıkta olumsuz etkiler yaratabilecektir



Şekil 99.Gıda, İçki, Tütün Sanayi Ortalama Tahsil Süresi

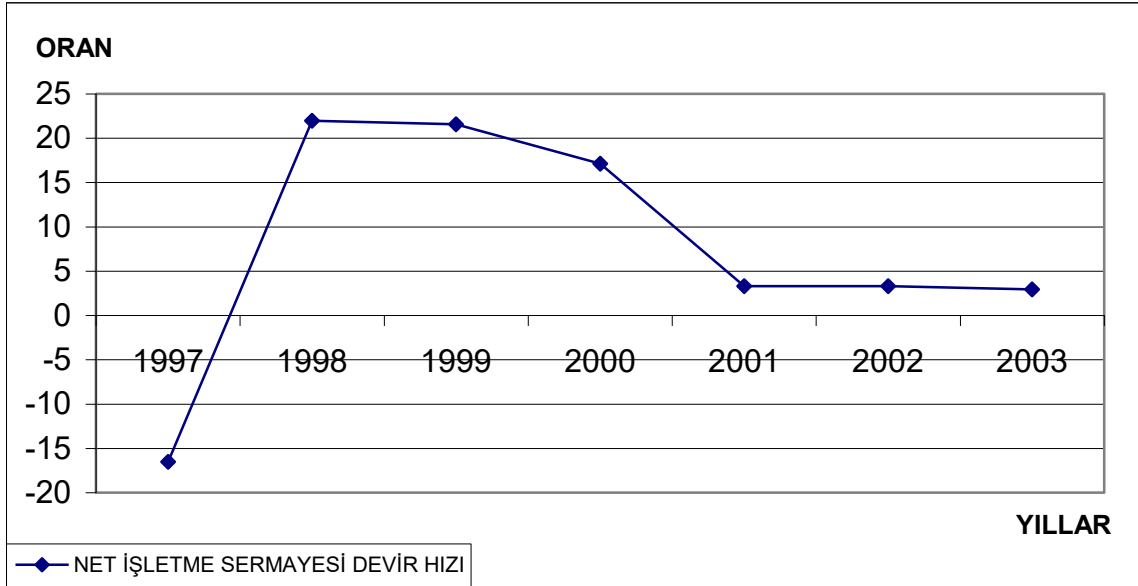
Ortalama tahsil süreleri şekil 99'da verilmiştir. Sektörün oranları gün olarak 1997 yılında 75, 1998 yılında 82, 1999 yılında 85 ve 2000 yılında 77 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında süre 82 güne çıkmış, 2002 yılında 72 güne ve 2003 yılında 64 güne düşmüştür. Dönem ortalamasının 77 gün olduğu göz önüne alındığında, kriz yılında sürenin uzadığı krizden sonra ise düştüğü görülmektedir. Alacak devir hızında artışa paralel olarak ortalama tahsil süreside düşmüştür.



Şekil 100.Gıda, İçki, Tütün Sanayi Özsermaye Devir Hızı

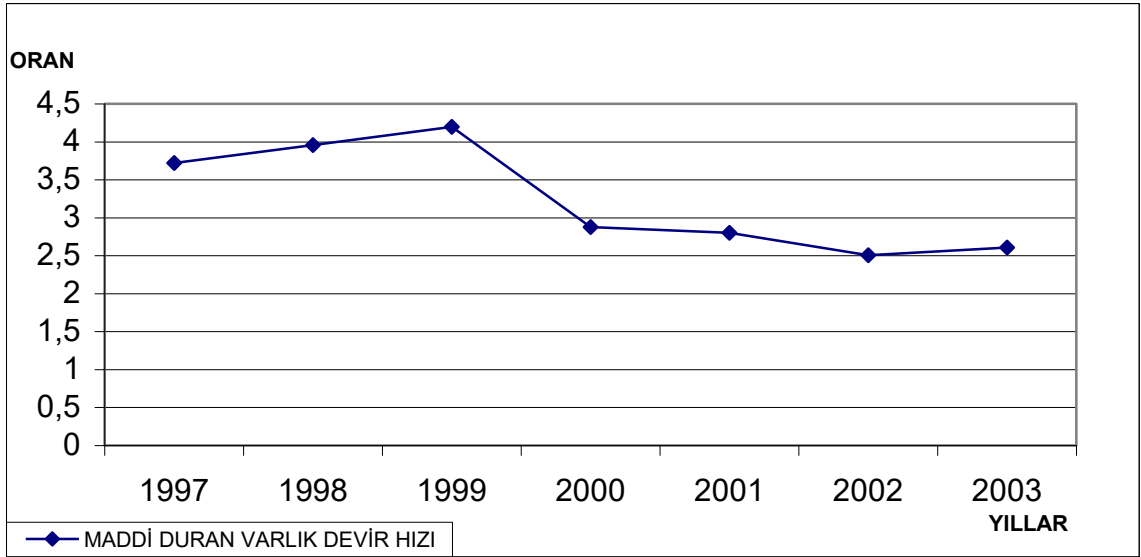
Sektörün özsermaye devir hızı şekil 100'de verilmiştir. Sektörün oranları 1997 yılında 3, 1998 yılında 2.3, 1999 yılında 2.6 ve 2000 yılında 2.9 olarak gerçekleşmiştir.

Kriz yılında 3.4 olan oran 2002’de 2.25 ve 2003’de -2.59 olarak gerçekleşmiştir. Sektör ortalamasının 1.98 olduğu düşünülürse 2001 yılında yaşanan yüksek oran o dönemde zarar kaleminin özsermaye kalemini olumsuz etkilemiş olmasından kaynaklanmış olabilir.



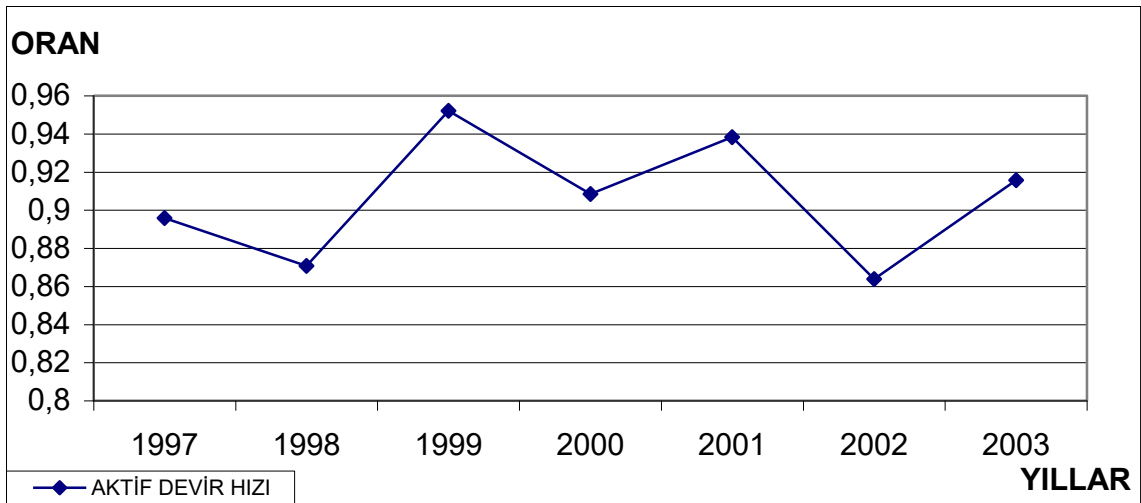
**Şekil 101.Gıda, İçki, Tütün Sanayi Net İşletme Sermayesi Devir Hızı**

Şekil 101’de sektörün net işletme sermayesi devir hızı oranları verilmektedir. 1997 ‘de -16 olarak gerçekleşen oran 1998’de 21.9, 1999’da 21.5 ve 2000 yılında 17.1 olmuştur. 2001’de yaşanan krizle birlikte 3.28 olan oran, 2002’de 3.31 ve 2003 yılındada 2.91 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması 7.64 olmuştur. sektörde kriz öncesi ve kriz sonrası dönem birbirinden çok farklılık göstermektedir. Kriz öncesinde çok yüksek oranlar söz konusuyken kriz sonrası daha küçük oranlara düşmüştür. Kriz öncesi oluşan büyük oranların temelinde düşük işletme sermayesiyle çalışma, kısa vadeli borçların fazla olması ve stok ve alacak kalemlerine yüklü yatırımlar yapması olabilir. Aynı şekilde kriz sonrası, stokların ve alacakların azaltılması ki, sektörün stok devir hızı ve alacak devir hızındaki artıştan böyle olduğu görülmektedir. Ayrıca kısa vadeli borçlardaki azalıştan veya satışlardaki düşüşten de kaynaklanmış olabilir.



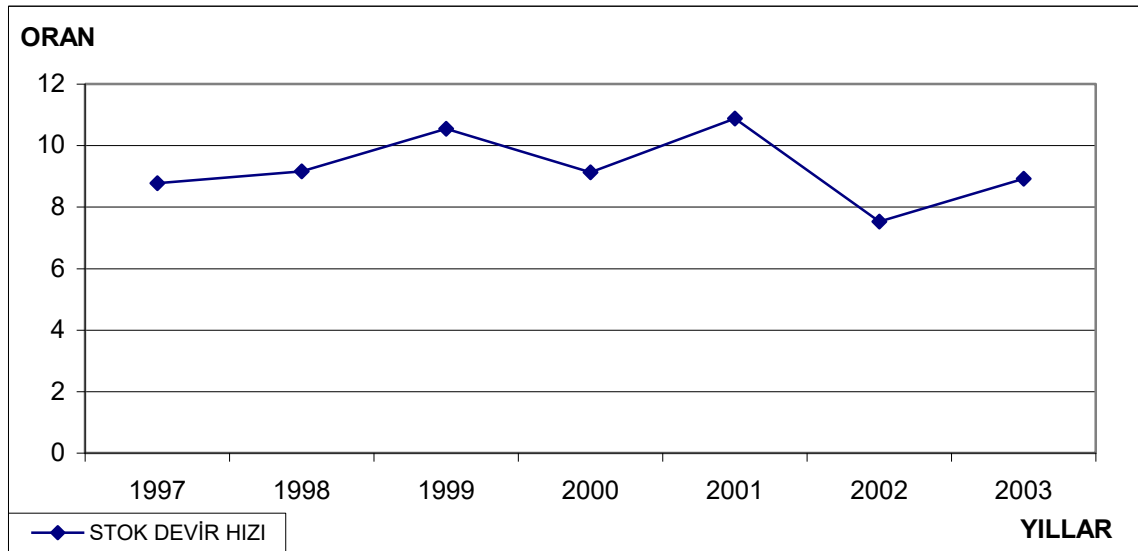
Şekil 102.Gıda, İçki, Tütün Sanayi Maddi Duran Varlık Devir Hızı

Sektörün maddi duran varlık devir hızına ilişkin oranları şekil 102’de verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar 1997 yılında 3.72, 1998 yılında 3.95, 1999 yılında 4.19 ve 2000 yılında 2.87’dir. Krizde oran 2.80 izleyen yılda 2.50 ve 2003 yılındada 2.60 olarak gerçekleşmiştir. Maddi duran varlık devir hızı sektörde 1999 yılından günümüze sürekli azalma göstermiştir. Oranın zaman içinde düşme göstermesi sektörde kullanılmayan bir kapasitenin var olduğunu göstermektedir. 1999’dan sonra satışlarda meydana gelen düşmede ikinci bir neden olarak gösterilebilir.



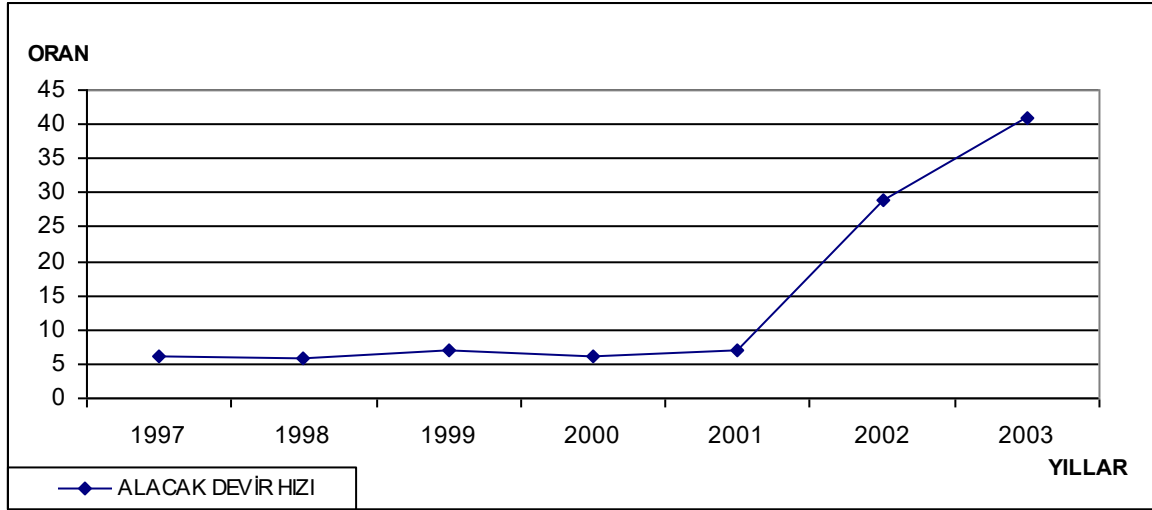
Şekil 103.Gıda, İçki, Tütün Sanayi Aktif Devir Hızı

Şekil 103’de sektöre ait aktif devir hızı oranları verilmektedir. Sektörün oranları,1997 yılında 0.89, 1998 yılında 0.87, 1999 yılında 0.95 ve 2000 yılında 0.90 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de oran 0.93, 2002 yılında 0.86 ve 2003 yılında 0.91 olmuştur. Sektörün dönem ortalaması 0.89 olarak gerçekleşmiştir. Aktif devir hızındaki artışlar varlıkların etkin kullanıldığının bir göstergesi olabileceği gibi yetersiz aktif varlığada işaret edebilir.



Şekil 104.Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünleri Stok Devir Hızı

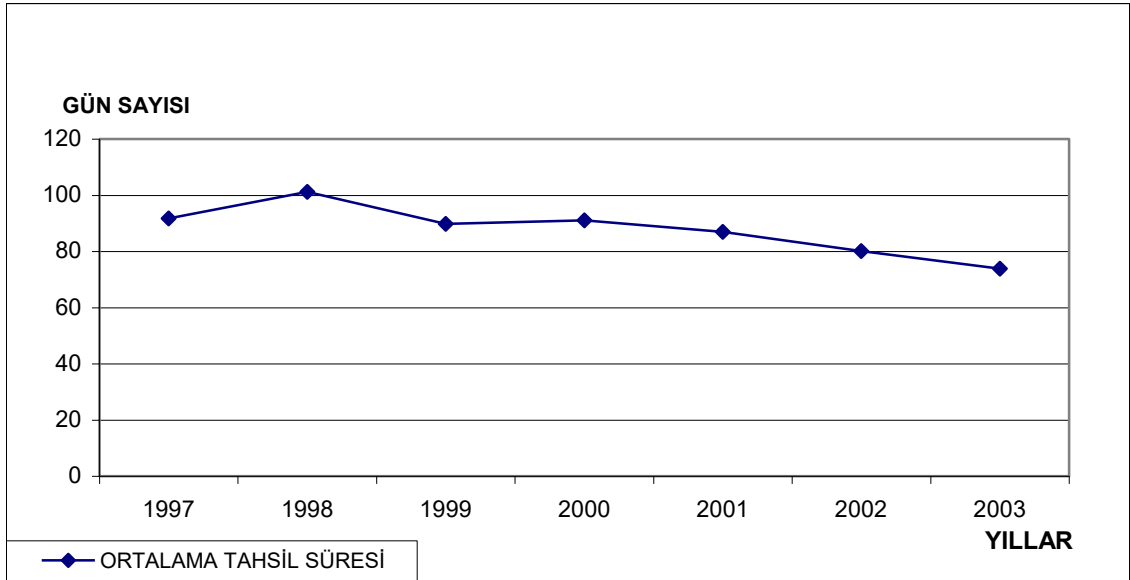
Kimya, petrol kauçuk ve plastik ürünleri sektörünün stok devir hızı şekil 104’de verilmiştir. Sektörün oranları, 1997 yılında 8.7, 1998 yılında 9.1, 1999 yılında 10.5 ve 2000 yılında 9.12 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran 10.8, 2002 yılında 7.57 ve 2003 yılında da 8.9 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması, 9.2 olarak gerçekleşmiştir. 2001 krizinde sektörün stok devir hızı 10.8’e yükselmiştir. Dönem ortalaması dikkate alındığında daha yüksek bir devir hızıdır. Kriz döneminde stok devir hızının artması daha az stok tutma eğiliminin bir göstergesi olabilir.



**Şekil 105. Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünleri Alacak Devir Hızı**

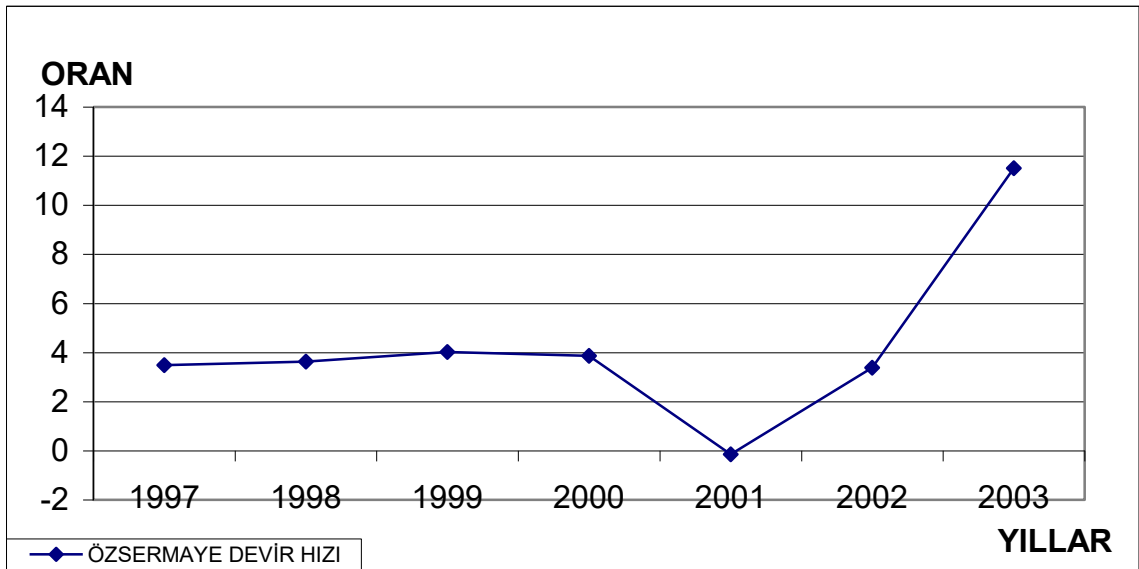
Sektöre ait alacak devir hızı oranları Şekil 105’de verilmiştir. Oranlar 1997 yılında 6.2, 1998 yılında 5.9, 1999 yılında 7 ve 2000 yılında 6 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında 6.8 olan oran 2002 yılında 28.7’ye ve 2003 yılında da 41’e yükselmiştir. Sektörün ortalaması incelenen dönemde 14.6 olmuştur. 2001 kriz yılından sonra sektörün alacak devir hızı oranları hızla yükselmiş 2003 yılında ortalamanın 3 katı düzeyinde gerçekleşmiştir. Kriz yılından sonra alacak devir hızının yükselmesi sektör için olumlu bir gelişmedir. Alacak devir hızının yükselmesi daha az işletme sermayesine ihtiyaç duyulacağını göstermektedir. Bu da sektörün kârlılığında olumlu bir gösterge olacaktır. Ancak eğer sektörde oluşan yüksek devir hızlarının nedeni, satış koşullarındaki katı tutumdan kaynaklanıyorsa bu tutum satışlara dolayısıyla kârlılığa olumsuz yansıtacaktır.

Alacak devir hızıyla bağlantılı diğer bir göstergede ortalama tahsil süresidir. Sektöre ait ortalama tahsil süreleri Şekil 106’da verilmiştir. Ortalama tahsil süreleri, 1997 yılında 91 gün, 1998 yılında 101, 1999 yılında 89.8 ve 2000 yılında 91 gün olarak oluşmuştur. 2001 kriz yılında 86 gün olan ortalama tahsil süresi 2002 yılında 80 güne 2003 yılında ise 73 güne düşmüştür. Alacak devir hızına paralel bir yorumla ortalama tahsil süresinin kısalması sektör adına olumlu bir gelişmedir.



Şekil 106. Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünleri Ortalama Tahsil Süresi

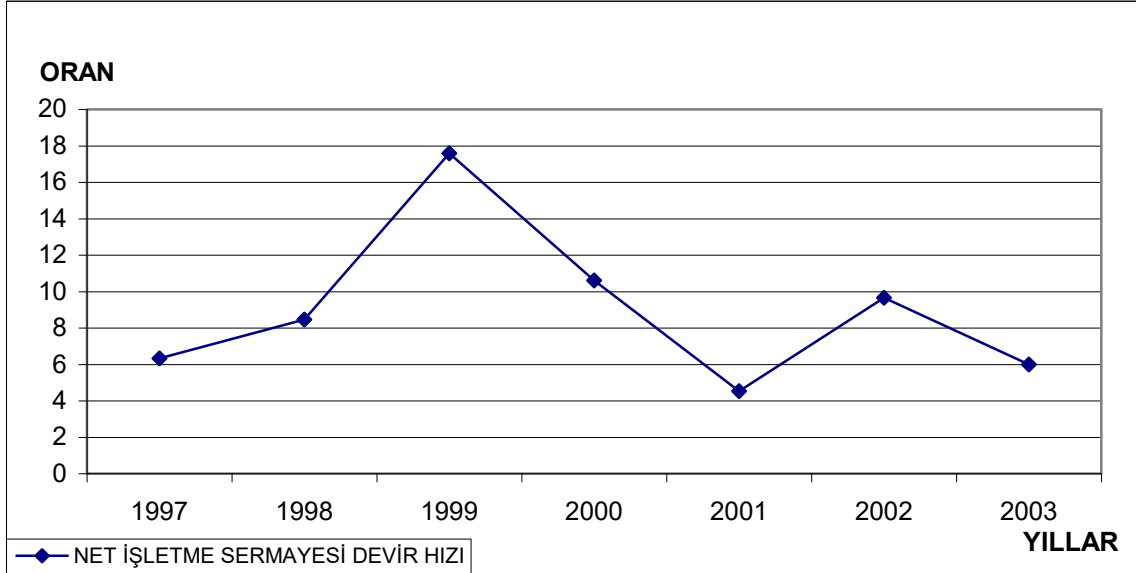
Alacak devir hızıyla benzer bir şekilde sektörün ortalama tahsil süresi 2001 yılında sonra düşmüştür.



Şekil 107. Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünleri Özsermaye Devir Hızı

Özsermaye devir hızı şekil 107’de verilmiştir. sektörün özsermaye devir hızı 1997 yılında 3.48, 1998 yılında 3.62, 1999 yılında 4.01 ve 2000 yılında 3.86 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran - 0.014’e düşmüş, izleyen yılda 3.37 ve 2003 yılındada 11.5 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması, 4.1 olarak gerçekleşmiştir. Özellikle kriz yılında oranın negatife düştüğü, sonraki yıllarda ise hızla

arttığı görülmektedir. Özsermaye devir hızının yüksek olması istenen bir durumdur. Sektörün yabancı kaynak kullanımının 2001 yılından itibaren azaldığı göz önüne alınırsa, yabancı kaynaktan dolayı yüksek devir hızından söz edilemeyecektir. Bu şekilde olması, özsermayenin etkin kullanıldığının işaretidir. Buda sektör adına olumlu bir durumdur.

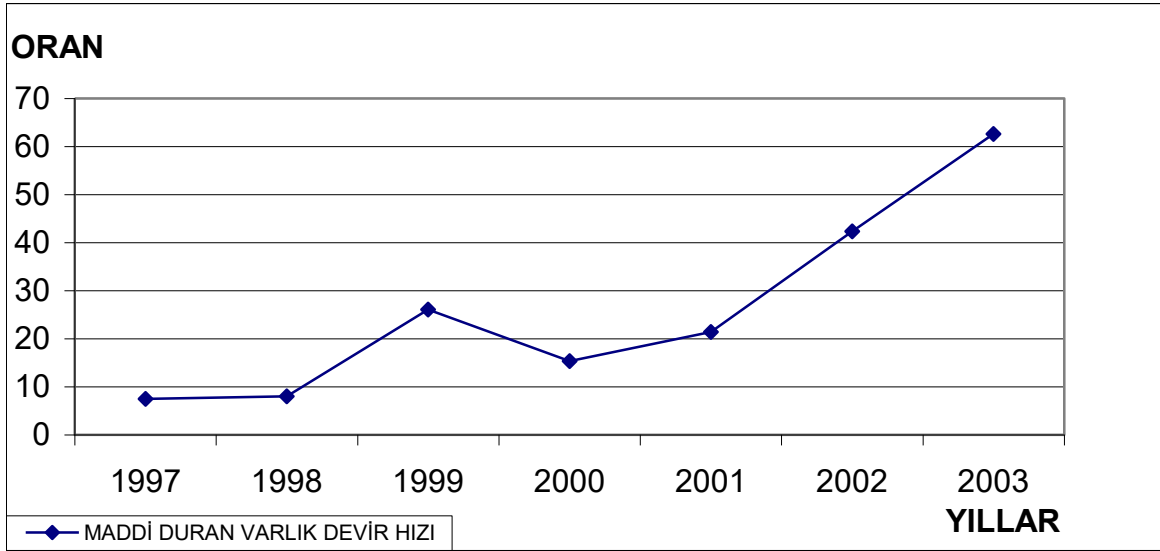


Şekil 108. Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünleri Net İşletme Sermayesi Devir Hızı

Net işletme sermayesi devir hızı şekil 108’te verilmektedir. Sektörün incelenen dönem oranları, 1997 yılında 6.3, 1998 yılında 8.4, 1999 yılında 17.5 ve 2000 yılında 10.6 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılıyla birlikte oran 4.5’e düşmüş, 2002 yılında 9.6’ya çıkmış ve 2003 yılındada 5.98 olmuştur. Sektörün incelenen dönem ortalaması, 9.1 olmuştur. 2001 yılında artan kısa vadeli borçlar sektörün devir hızına olumsuz yansımıştır. Sektörün borçların vade yapısını değiştirmesiyle ve özkaynaklara yönelmesi sonucu oran kriz yılından sonra yükselmiştir.

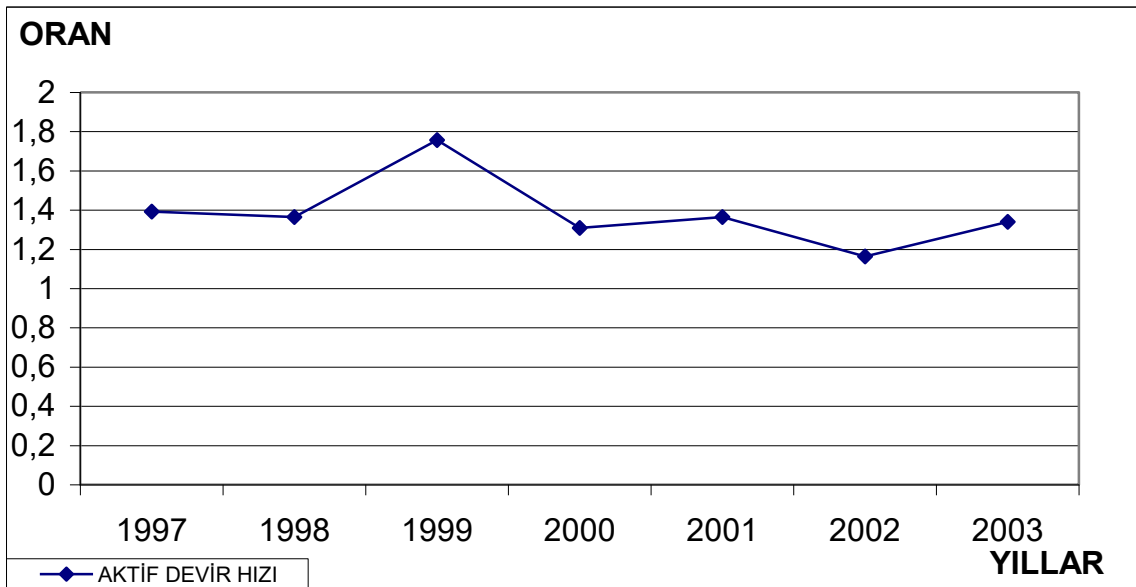
Sektörün maddi duran varlıklar devir hızına ait oranları şekil 109’da verilmiştir.





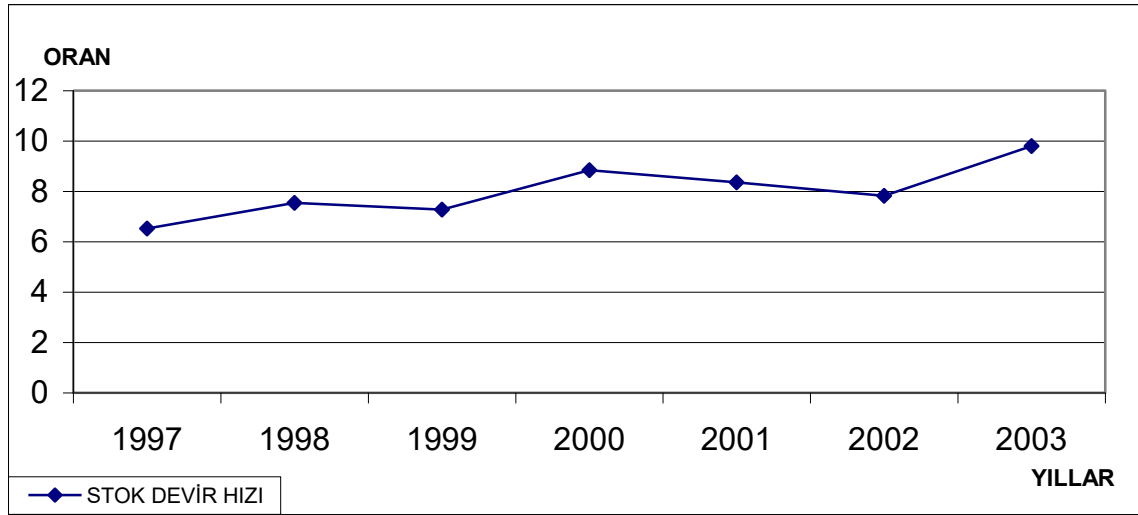
Şekil 109. Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünleri Maddi Duran Varlık Devir Hızı

Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında 7.45 1998 yılında 8, 1999 yılında 26 ve 2000 yılında 15.34 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran 21.39, 2002 yılında 42.36 ve 2003 62.56 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılından sonra oranın sürekli olarak artması, satışlardaki artışın yanında sektörün 2001 krizinden sonra yoğun duran varlık yatırımlarına gitmediği şeklinde yorumlanabilir. Bununla birlikte oranın artması atıl şekilde bekleyen yatırımın üretime dahil edildiğini göstermektedir. Bu sektör adına olumlu bir gelişmedir. Sektörün dönem ortalaması 24.27'dir.



Şekil 110. Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünleri Aktif Devir Hızı

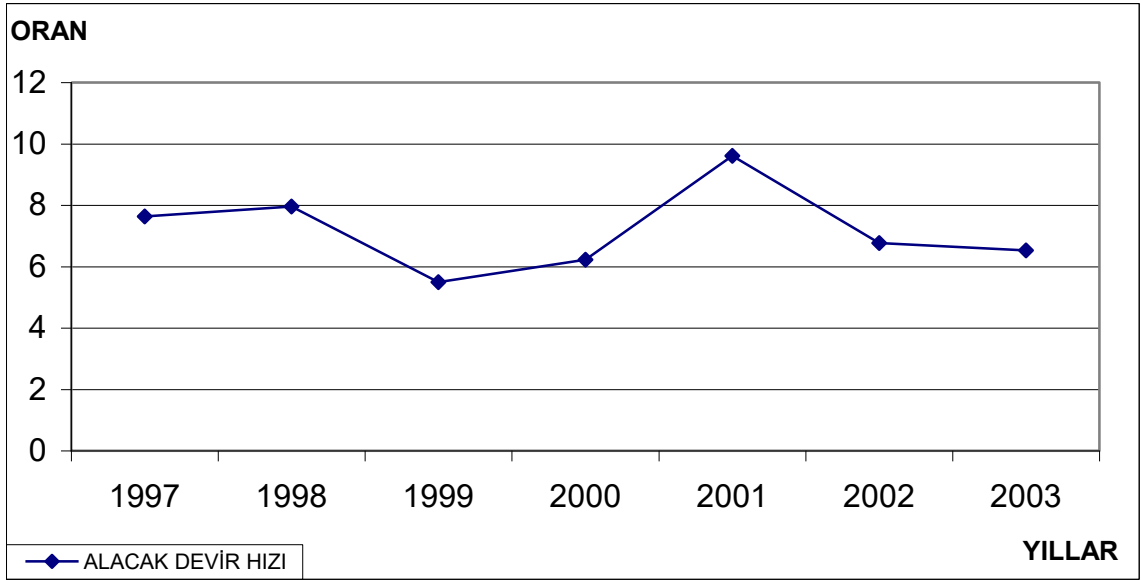
Sektörün aktif devir hızı oranları, şekil 110'da verilmiştir. Oran 1997 yılında 1.39, 1998 yılında 1.36, 1999 yılında 1.75 ve 2000 yılında 1.30 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran 1.36, 2002 yılında 1.16 ve 2003 yılında da 1.33 olmuştur. Sektörün dönem ortalaması 1.38'dir.



Şekil 111. Metal Ana Sanayi Stok Devir Hızı

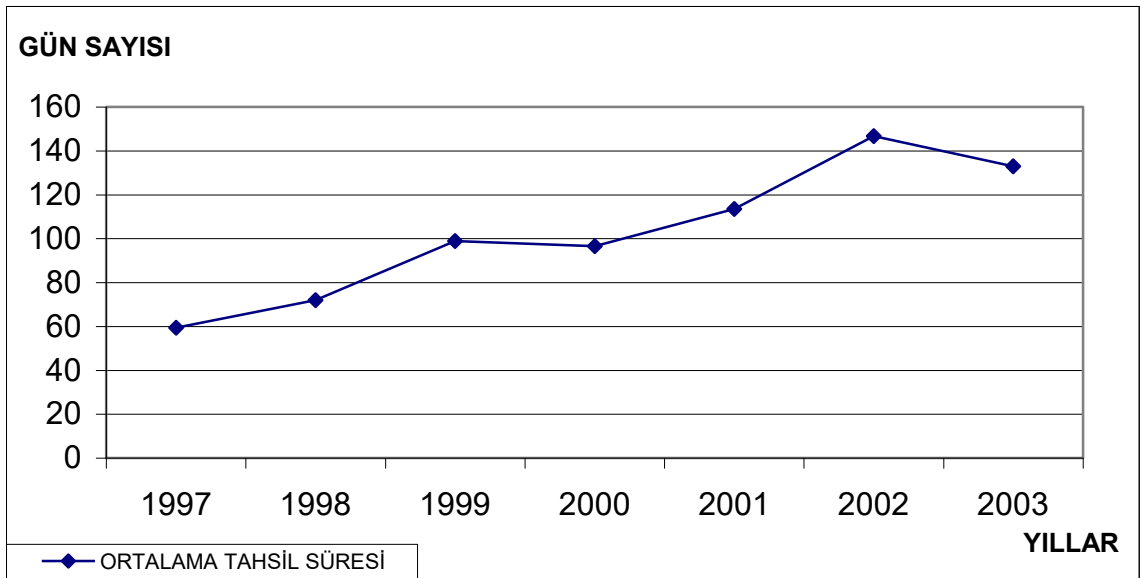
Metal ana sanayine ilişkin stok devir hızları şekil 111'de verilmiştir. Sektörün oranları 1997 yılında 6.5, 1998 yılında 7.5, 1999 yılında 7.2 ve 2000 yılında 8.8 olmuştur. Kriz yılında 8.35 olan oran, 2002 yılında 7.8 ve 2003 yılındada 9.7 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü sektörün stok devir hızı 1997-2003 arası yükselen bir eğilim içersindedir. Kriz öncesi dönemle, kriz sonrası döneme bakıldığında ise, krizden sonraki dönemde sektörde daha yüksek stok devir hızı oranları görülmektedir. Stok devir hızının artması sektörün stok kalemine daha az yatırım yaptığı ve dolayısıyla daha az işletme sermayesi ihtiyacı duyacağıının bir göstergesidir. Kaynak ihtiyacının azalması sektörün kârlılığı üzerinde olumlu etki yaratacaktır.

Sektörün alacak devir hızlarına ilişkin oranları şekil 112'de verilmiştir. Oluşan oranlar, 1997 yılında 7.6, 1998 yılında 7.9, 1999 yılında 5.4 ve 2000 yılında 6.2'dir. 2001 kriz yılında oran 9.6'ya çıkmış, 2002'de 6.76'ya, 2003 yılındada 6.5'e düşmüştür. Sektörün ortalamasına bakıldığında, incelenen dönemde 7.15 olduğu görülmektedir.



Şekil 112. Metal Ana Sanayi Alacak Devir Hızı

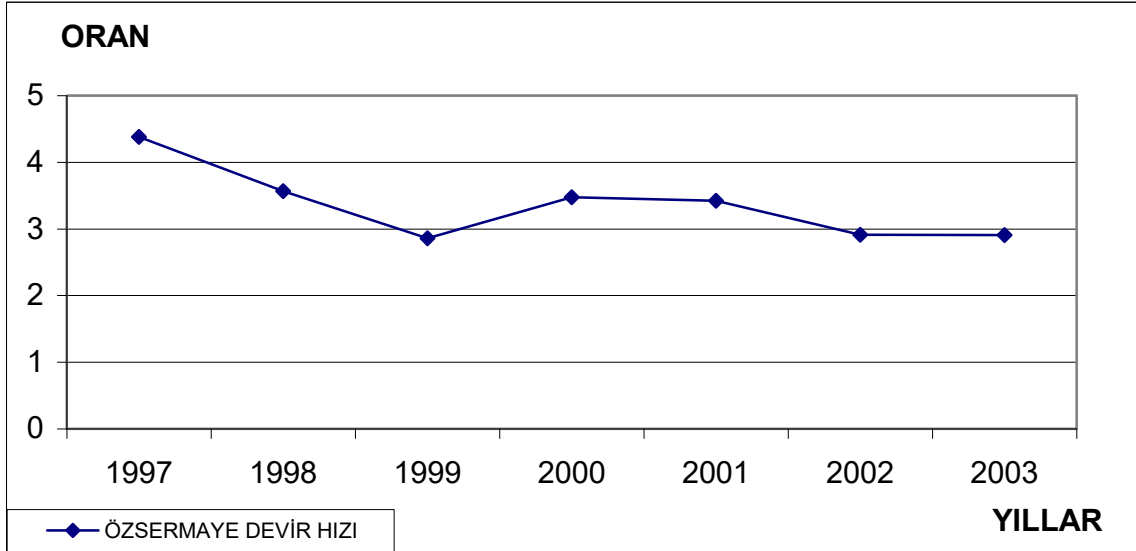
Kriz öncesi dönemde ortalamamın altına düşen oran, kriz yılında ortalamamın üstüne çıkmış ve krizi izleyen yıllarda yine ortalamamın altına inmiştir. Kriz yılında yükselen alacak devir hızı, sektörün alacaklarının tahsilini hızlandırmasına ve kredili satış imkanlarını daraltmasına bağlanabilir.



Şekil 113. Metal Ana Sanayi Ortalama Tahsil Süresi

Şekil 113'de sektörün ortalama tahsil sürelerine bakıldığında 1997-2002 arası vadenin sürekli uzadığını görmekteyiz. Sektörün ortalama tahsil süreleri 1997 yılında 59 gün, 1998 yılında 71 gün, 1999 yılında 98 gün ve 2000 yılında 96 gün olarak

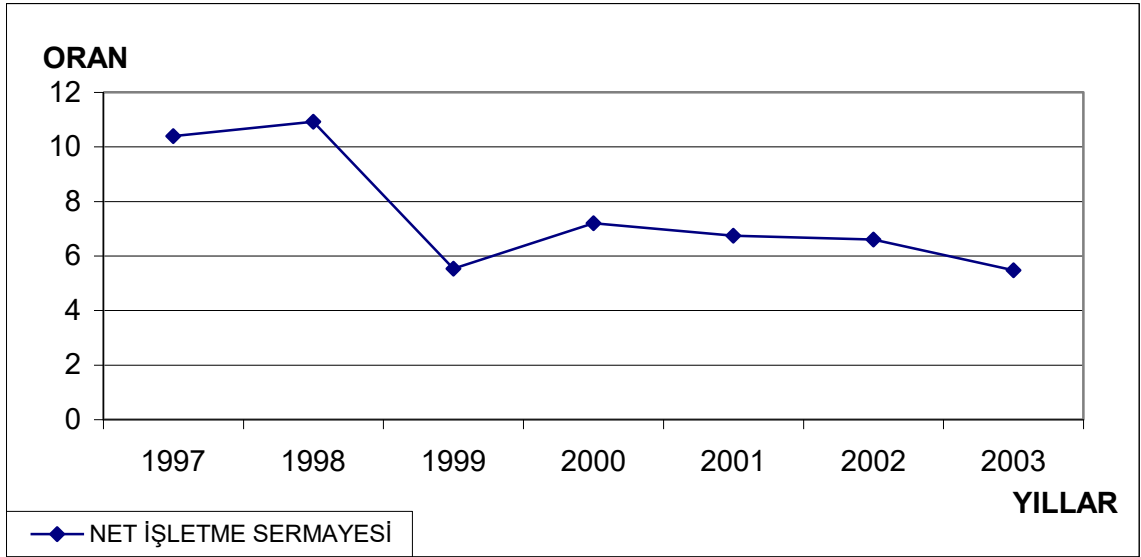
bulunmuştur. 2001 yılında süre 113 gün, 2002 yılında 146 gün ve 2003 yılında ise 132 gün olmuştur. Sektörün ortalaması 102 gündür. Oranın sektörün alacak devir hızıyla farklılık göstermesi iki oranın ortalamalarının ayrı ayrı alınmasından kaynaklanmaktadır.



Şekil 114. Metal Ana Sanayi Özsermaye Devir Hızı

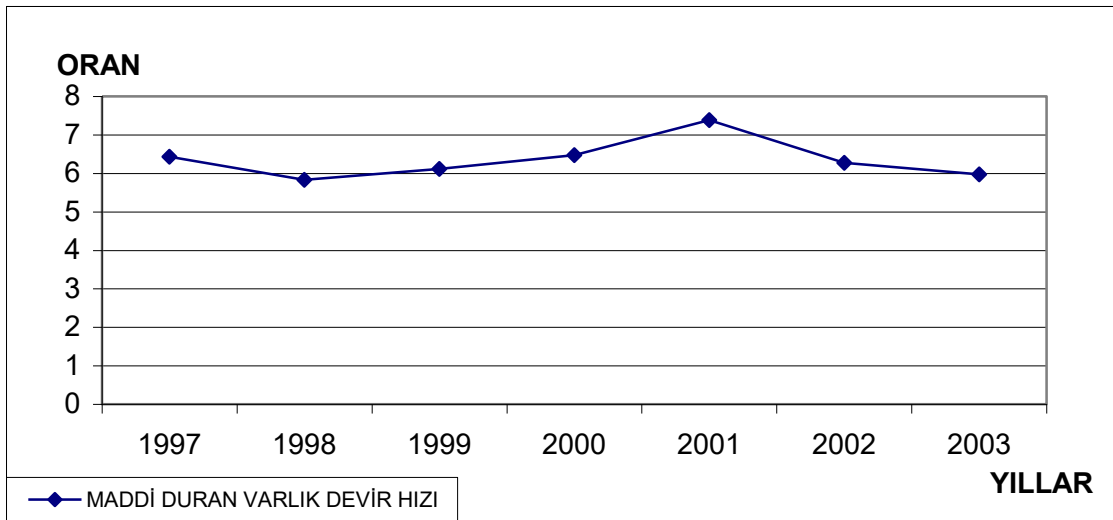
Şekil 114’de sektörün özsermaye devir hızları verilmiştir. Sektörün oranları 1997 yılında 4.37, 1998 yılında 3.56, 1999 yılında 2.85 ve 2000 yılında 3.47 olmuştur. Krizde oran 3.42 olmuş, izleyen yıllarda önce 2.91 sonrada 2.90 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün ortalaması 3.33 düzeyindedir. Oranın yüksek olması, sektörün finansmanını geniş ölçüde yabancı kaynaktan sağlamadığı durumlarda olumlu bir göstergedir. Oranın düşüklüğü özsermayenin etkin olarak kullanılmadığının bir göstergesidir. Metal ana sanayi sektöründe oranın krizden sonra düşmesinin nedeni finansman ihtiyacını özkaynaklardan sağlama eğilimi gibi gözükmemektedir. Özsermayenin yoğun kullanılması sektörün riskini azaltırken beraberinde kârlılığını da azaltmaktadır. Fakat kriz sonrası görülen bu eğilim belirsizliğin azalmasıyla birlikte yeniden tersine dönebilir.

Net işletme sermayesi devir hızına ilişkin oranlar şekil 115 ‘de verilmiştir. Şekil 115’de oranın incelenen dönem boyunca azalma eğilimi içerisinde olduğu söylenebilir. Sektörün oranları, 1997 yılında 10.3, 1998 yılında 10.9, 1999 yılında 5.5 ve 2000 yılında 7.1 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran 6.7’ye, 2002’de 6.5’e ve 2003 yılındada 5.4’e gerilemiştir. Sektörün incelenen dönem ortalaması, 7.48’dir. Krizden sonra oluşan oranlar bu ortalamasının altında kalmıştır.



Şekil 115. Metal Ana Sanayi Net İşletme Sermayesi Devir Hızı

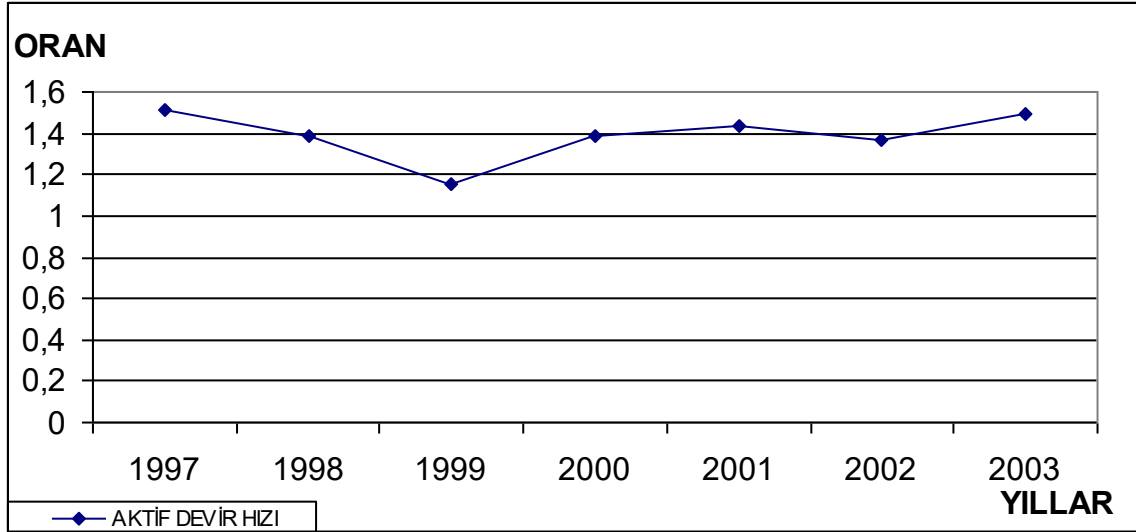
Net işletme sermayesi devir hızının düşmesinde, sektörün aşırı işletme sermayesine sahip oluşu ki, kısa vadeli borçlarda krizden sonra meydana gelen düşüş bunda etkili olabilir, yada firmanın para ve benzeri varlıklara gereğinden fazla kaynak ayırması gösterilebilir.



Şekil 116. Metal Ana Sanayi Maddi Duran Varlık Devir Hızı

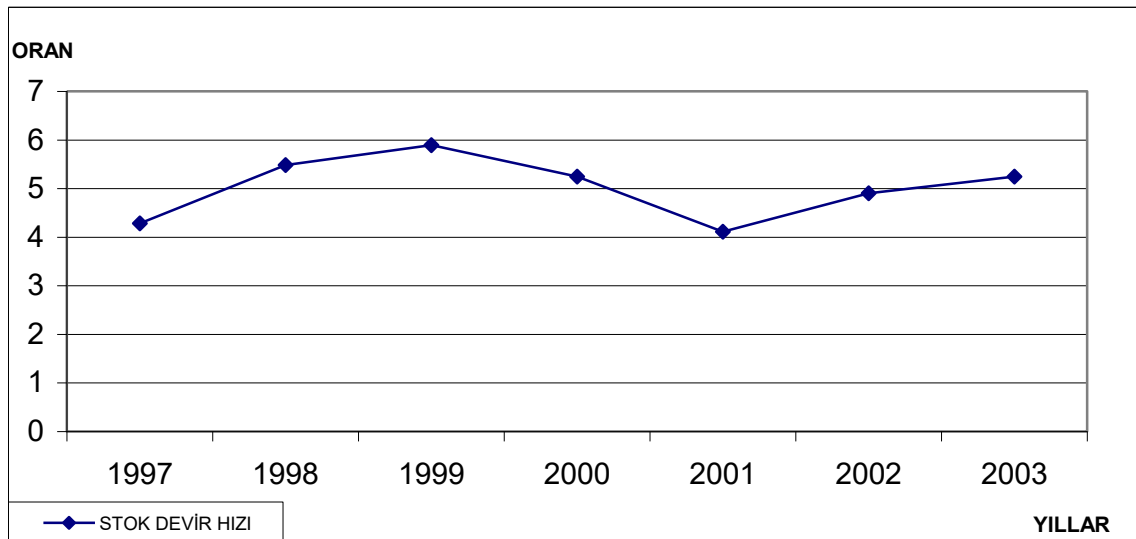
Şekil 116 maddi duran varlık devir hızına ilişkin oranları vermektedir. Buna göre sektörün oranları 1997 yılında 6.43, 1998 yılında 5.83, 1999 yılında 6.11 ve 2000 yılında 6.47 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran 7.37'ye çıkmış, 2002'de 6.27 ve 2003 yılındada 5.97'ye düşmüştür. Kriz döneminde yükselen maddi duran varlık devir

hızı sektörün krizde duran varlıklarını daha etkin bir şekilde kullandığını göstermektedir. İncelenen dönemin ortalamasının 6.3 olduğu düşünülürse sektör 2001 yılında ortalamanın üstünde bir performans göstermiştir.



Şekil 117. Metal Ana Sanayi Aktif Devir Hızı

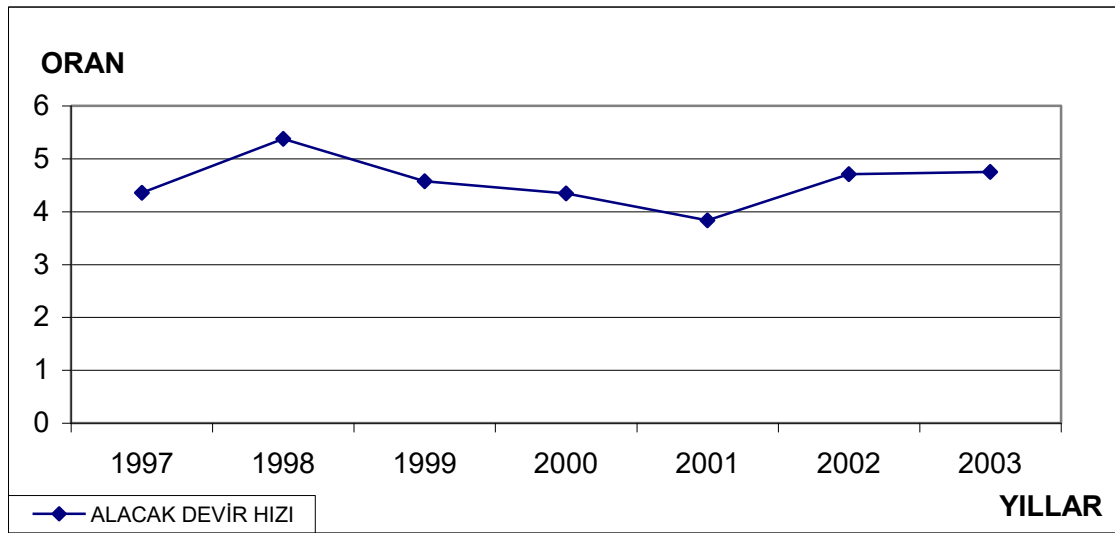
Metal ana sanayi aktif devir hızı oranları şekil 117’de verilmiştir. Sektörün aktif devir hızı oranları 1997 yılında 1.51, 1998 yılında 1.38, 1999 yılında 1.15 ve 2000 yılında 1.38 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de oran 1.43, 2002 yılında 1.36 ve 2003 yılında 1.49 olarak gerçekleşmiştir. Dönem ortalaması 1.36 olmuştur. Aktif devir hızı üzerinde net bir etki görülmemektedir.



Şekil 118. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü Stok Devir Hızı

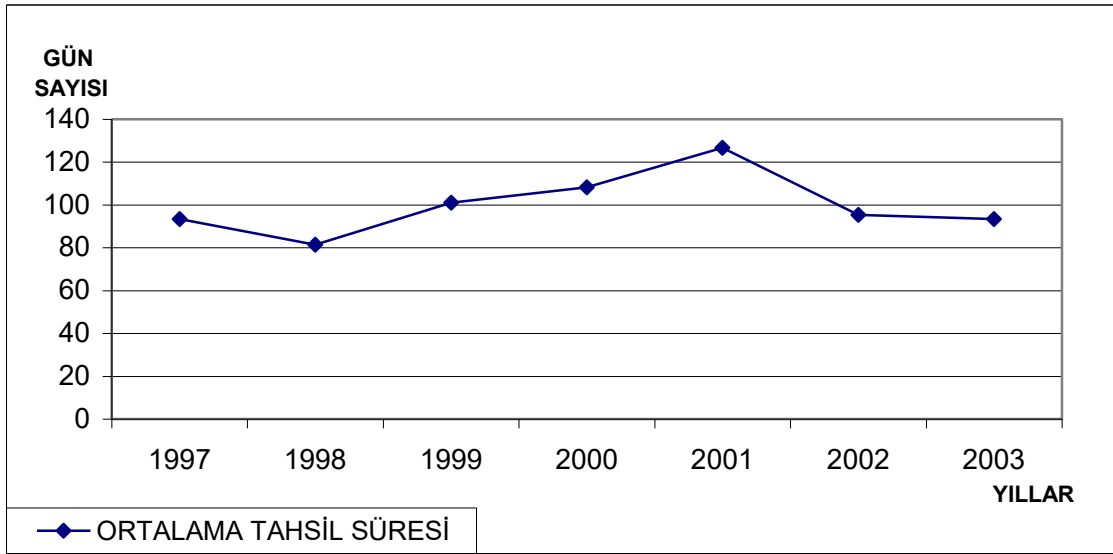
Metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü stok devir hızına ilişkin oranlar şekil 118’de verilmiştir. Sektörde oranlar 1997 yılında 4.2, 1998 yılında 5.4, 1999 yılında 5.8 ve 2000 yılında 5.2 olmuştur. 2001 kriz yılında 4.1, 2002 yılında 4.9 ve 2003 yılında 5.2 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması, 5.02’dir. Kriz yılında stok devir hızı 4.1’e kadar düşmüştür. Kriz döneminde stok devir hızının yavaşlaması sektör itibariyle belirsizlikten dolayı ertelenen talep nedeniyle satışların düşmesiyle açıklanabilir.

Sektörün alacak devir hızında en düşük seviyesine 2001 yılında düşmüştür. Şekil 119’da sektörün oluşan oranları verilmektedir.



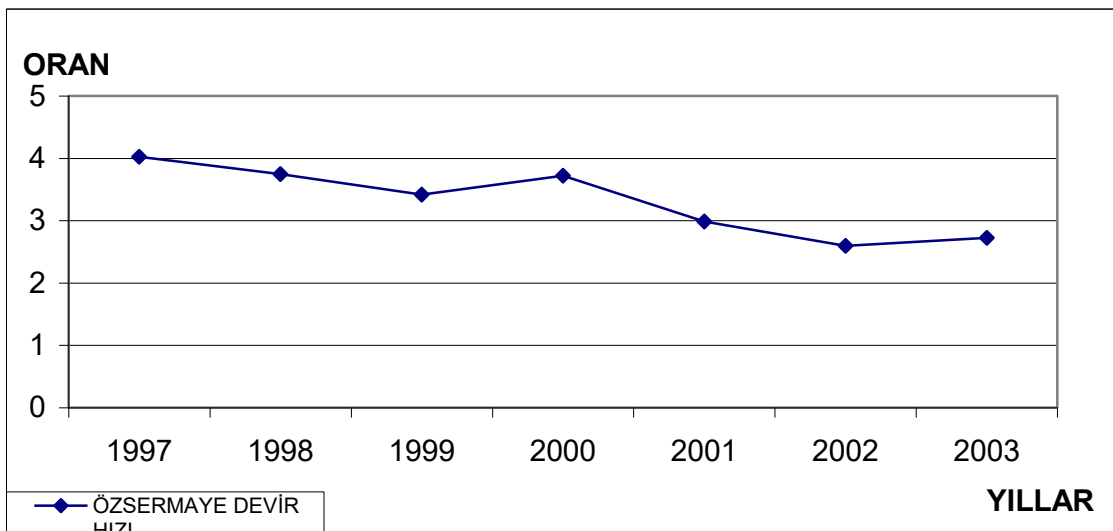
**Şekil 119. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü Alacak Devir Hızı**

Oranlar 1997 yılında 4.35, 1998 yılında 5.37, 1999 yılında 4.57 ve 2000 yılında 4.34 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılında 3.83’e düşen oran, 2002 yılında 4.70’e 2003 yılındada 4.75’e yükselmiştir. Beyaz eşya üretiminin ağırlıkta olduğu bir sektör olması itibariyle kriz yılında hem stok devir hızı düşmüş hem de gerek vadenin uzatılması gerekse düşen satışlar nedeniyle alacak devir hızında yavaşlama görülmüştür. Sektör ortalamasının 4.5 olduğu göz önünde bulundurulduğunda, krizden sonraki yıllarda yeniden ortalamanın üzerine çıkmıştır.



Şekil 120. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü Ortalama Tahsil Süresi

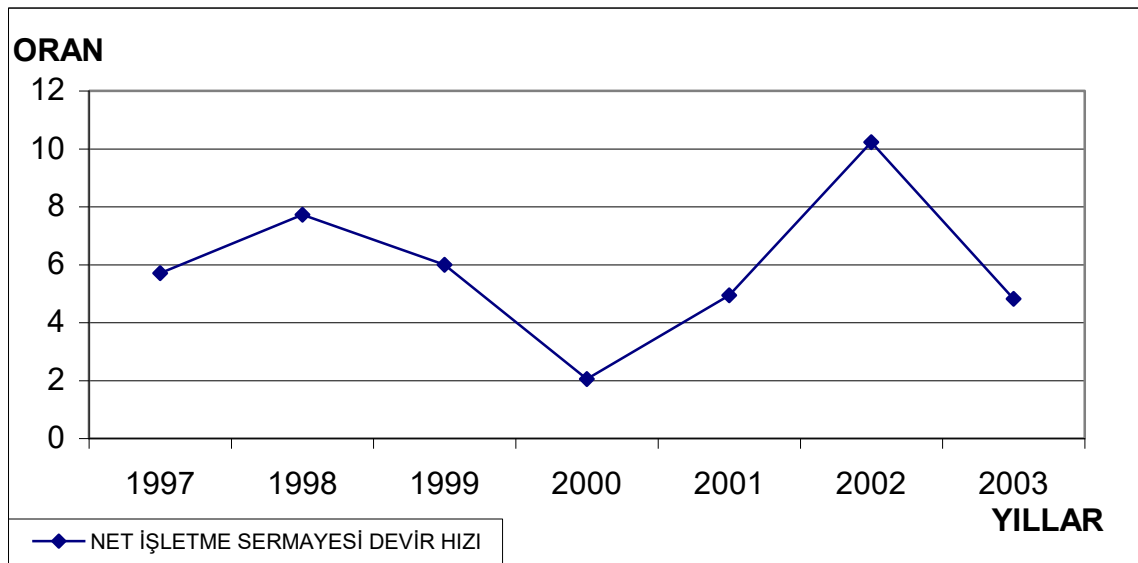
Ortalama tahsil süresi, alacak devir hızıyla ilişkili olarak 2001 yılı vadenin en uzun olduğu yıl olmuştur. Şekil 120’de verilen oranlara göre, 1997 yılında 93 gün, 1998 yılında 81 gün, 1999 yılında 101 gün ve 2000 yılında 108 gün olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılına gelindiğinde ise gün sayısı 126 güne çıkmış, 2002 yılında 95 güne 2003 yılında ise 93 güne düşmüştür. Alacak devir hızıyla benzer şekilde kriz döneminde alacakların tahsil süresi uzamıştır. Yukarıda da söylediğimiz gibi sektör itibariyle uzun vadeye dayanan kampanyaların yoğun olması tahsil süresini etkileyen etmenlerden en önemlisidir.



Şekil 121. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü Özsermaye Devir Hızı



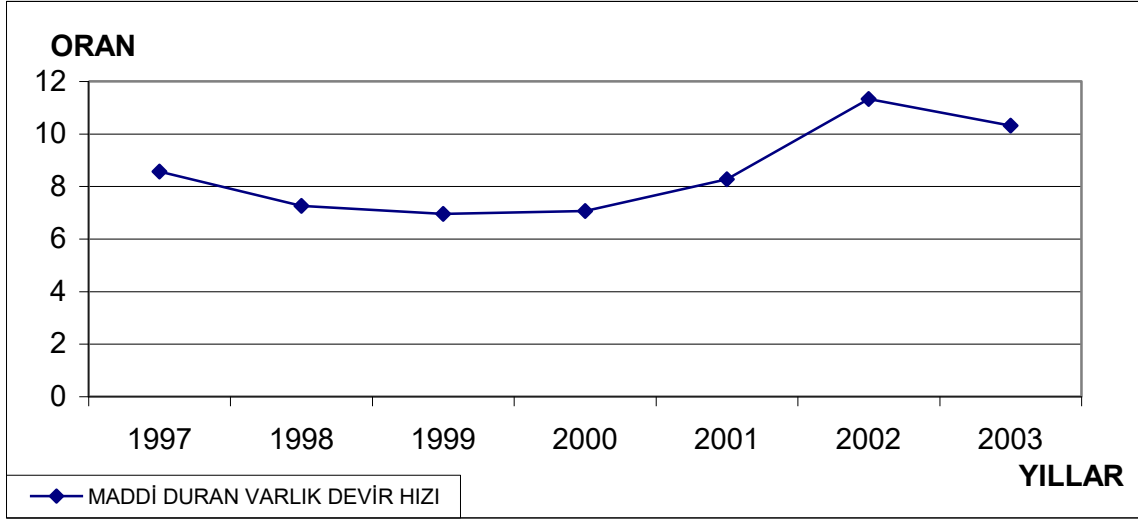
Sektörün özsermaye devir hızına ilişkin oranları şekil 121’de verilmiştir. Oranlar incelendiğinde, 1997 yılında 4, 1998 yılında 3.7, 1999 yılında 3.4 ve 2000 yılında 3.7’lik oranlar karşımıza çıkmaktadır. Kriz yılında 2.9’a düşen oran, 2002 yılında 2.5 ve 2003 yılındada 2.7 olarak gerçekleşmiştir. Özsermayenin etkinliğini gösteren oran, kriz yılı ve izleyen yıllarda dönem ortalaması 3.3’ün altında kalmıştır. Sektörün krizden sonra özsermaye yönelmesi ve özsermayenin toplam kaynaklar içersindeki payının artması oranın düşmesinde etkili olmuştur. Normalde kaynak yapısında bir değişme olmadan meydana gelen düşme olumsuz olarak algılanabilir, sektörün özsermayesini etkin olarak kullanmadığı söylenebilirdi.



Şekil 122. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü Net İşletme Sermayesi Devir Hızı

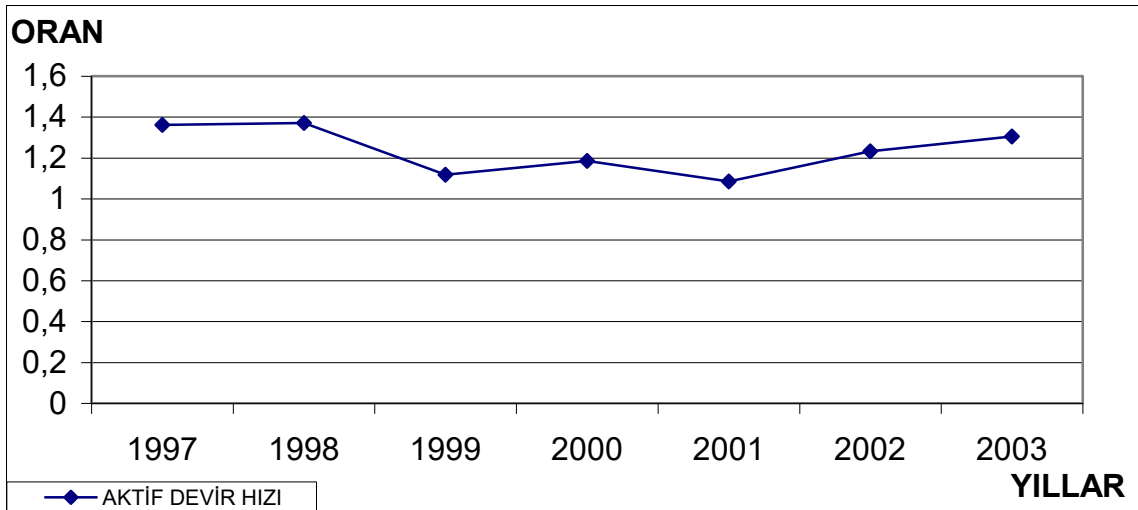
Sektörün net işletme sermayesi devir hızı şekil 122’de verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında 5.7, 1998 yılında 7.7, 1999 yılında 5.98 ve 2000 yılında 2.05 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran 4.9, 2002 yılında 10.2 ve 2003 yılındada 4.8 olmuştur. Sektörün dönem ortalaması 5.9 olarak gerçekleşmiştir. Artan stok ve alacak devir hızları aynı zamanda düşen kısa vadeli yabancı kaynaklara rağmen net işletme sermayesinin artması büyük ölçüde krizden sonra artma satışlara bağlanabilir. Sektör itibariyle krizden çıkışta ertelenen taleplerin ilk yöneldiği sektörlerden biri olarak kabul edilirse, metal eşya, makine ve gereç sektöründeki satışlardaki artış net işletme sermayesindeki artışın temel nedenlerinden biri olarak

kabul edilebilir. 2003 yılında özellikle kısa vadeli borçlarda meydana gelen azalmadan dolayı net işletme sermayesi devir hızında bir düşme meydana gelmiştir.



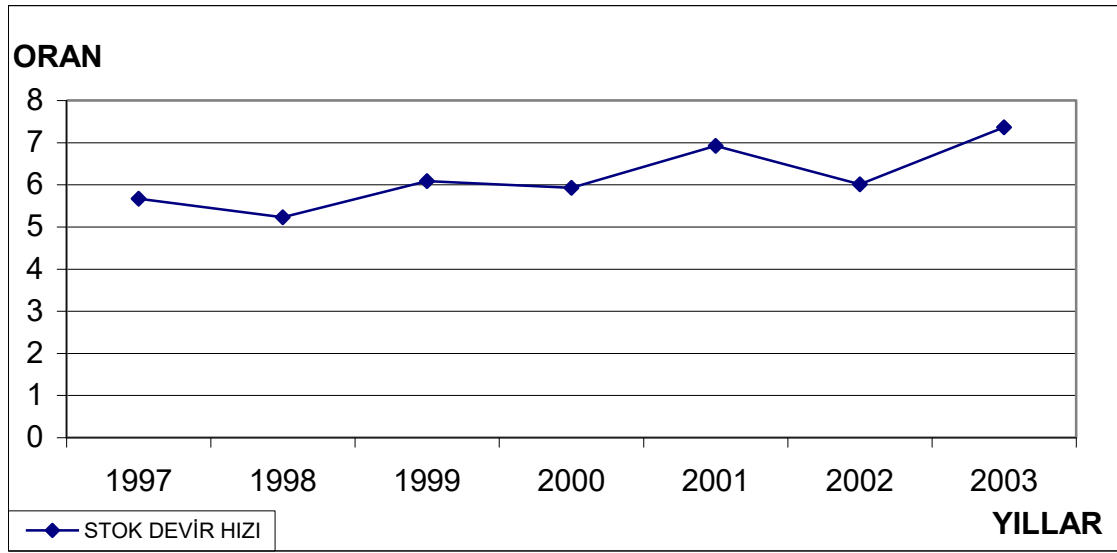
Şekil 123. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı

Sektörün maddi duran varlıklar devir hızı oranları şekil 123’de verilmektedir. Sektörde oranlar, 1997 yılında 8.5, 1998 yılında 7.2, 1999 yılında 6.9 ve 2000 yılında 7 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında 8.2 olan oran, 2002 yılında 11.3 ve 2003 yılında 10.3 olmuştur. Sektörün ortalaması 8.2’dir. Krizden sonra maddi duran varlık devir hızında bir artış meydana gelmiştir. Maddi duran varlık devir hızında artış olumlu bir göstergedir. Devir hızının artması atıl durumda kalan varlıkların azaldığının bir göstergesidir.



Şekil 124. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Sektörü Aktif Devir Hızı

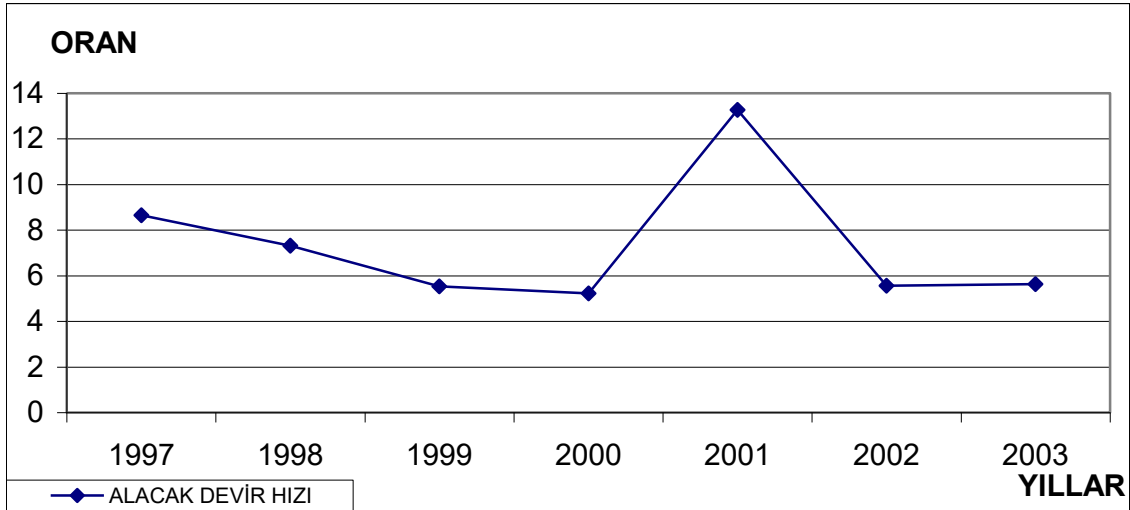
Şekil 124’de aktif devir hızı oranları verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında 1.36, 1998 yılında 1.37, 1999 yılında 1.11 ve 2000 yılında 1.18’dir. 2001 krizinde oran 1.08 olmuş, 2002’ de 1.23 ve 2003 yılındada 1.30 düzeyinde gerçekleşmiştir. Aktif devir hızında krizden sonra meydana gelen artış duran varlıklardaki gibi varlıkların daha etkin kullanıldığına bir işarettir. Özellikle bu sektörde krizden sonra izleyen 2002 yılındaki tüm oranlardaki artış kriz sonrası dönemde artan taleple birlikte yükselen satış hacimleridir.



Şekil 125. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Stok Devir Hızı

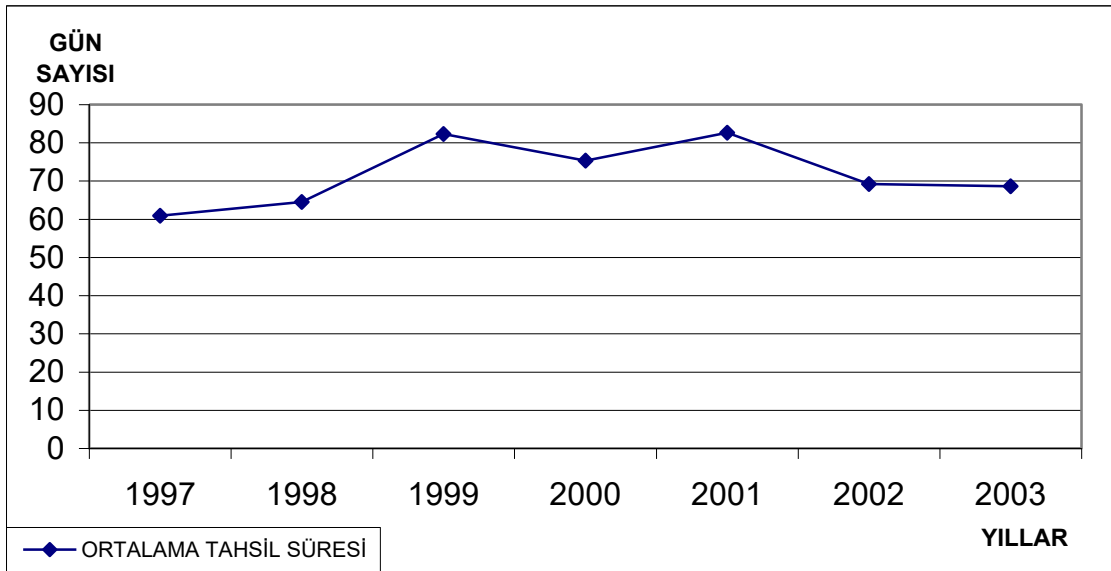
Orman ürünleri ve mobilya sektörüne ilişkin stok devir hızı oranları şekil 125’de verilmiştir. Sektörün oranları, 1997 yılında 5.6, 1998 yılında 5.2, 1999 yılında 6 ve 2000 yılında 5.9 olmuştur. 2001 krizinde 6.9’a çıkan oran, 2002 yılında 6’ya düşmüş ve 2003 yılında tekrar 7.3’e çıkmıştır. Sektörün ortalaması 6.1 olarak gerçekleşmiştir. Diğer sektörlerle benzer şekilde krizde artan stok devir hızı takip eden yıllarda da artma eğilimi göstermiştir.

Sektörün alacak devir hızına ilişkin oranlar şekil 126’de verilmiştir. İncelenen dönemde sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında 8.65, 1998 yılında 7.3, 1999 yılında 5.5 ve 2000 yılında 5.2’dir. Krizle birlikte sektörün alacak devir hızı 13.2’ye yükselmiş, izleyen iki yılda ise sırasıyla 5.5 ve 5.6’lık oranlar gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması 7.3’dür.



Şekil 126. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Alacak Devir Hızı

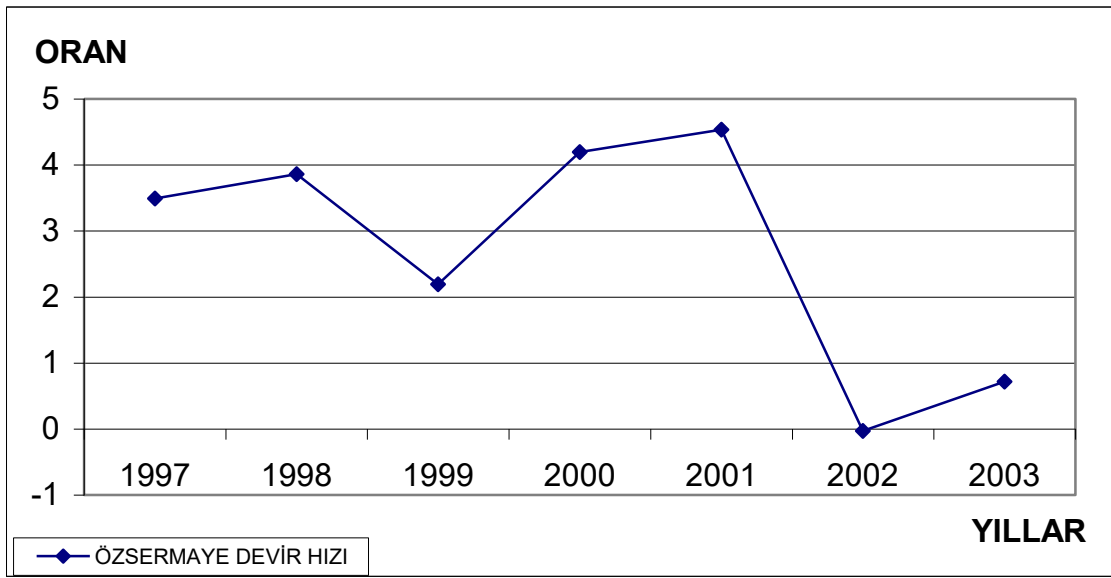
Sektörde özellikle 2001 yılında çok yüksek bir alacak devir hızı meydana gelmiştir. Bunun en önemli nedeni olarak yaşanan kriz ortamında sektörün vade imkanını daraltması gösterilebilir. Yaşanan kriz yılından sonra sektörde oranlar kriz öncesi dönemdeki seyrine geri dönmüştür.



Şekil 127. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Ortalama Tahsil Süresi

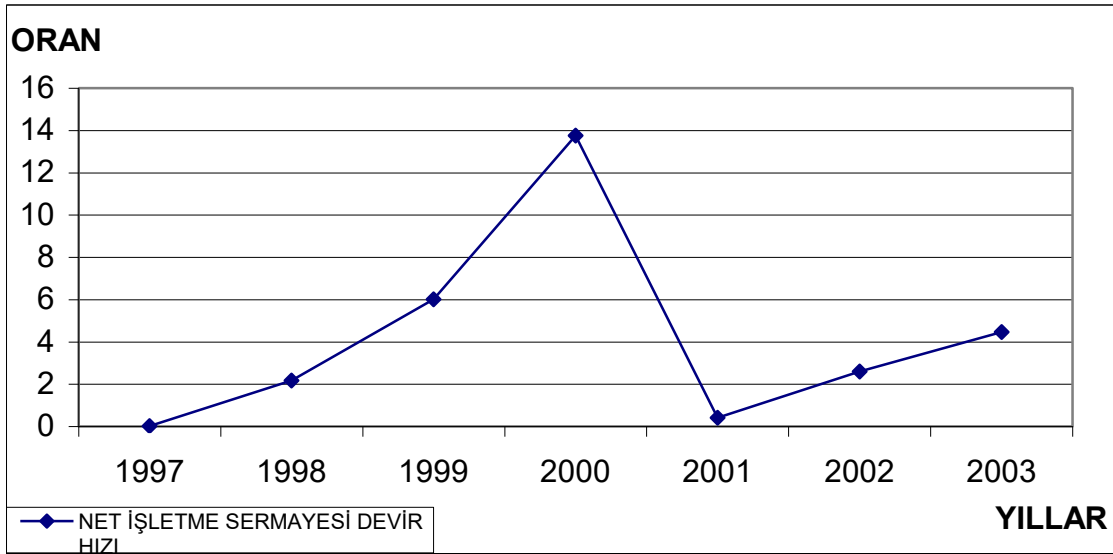
Şekil 127’de sektörün ortalama tahsil süreleri verilmektedir. Sektörün dönem ortalaması 71 gündür. Yıllar itibariyle bakıldığında, 1997 yılında 60 gün, 1998 yılında 64 gün, 1999 yılında 82 gün ve 2000 yılında 75 günlük ortalama tahsil süreleri oluşmuştur. Krizde ortalama tahsil süresi 82 güne çıkarken, 2002’de 69 gün ve 2003

yılındada 68 gün olarak gerçekleşmiştir. Burada alacak devir hızı ve ortalama tahsil süreleri aslında birbirinin aynı oranlardır. Dikkat çekilebileceği gibi, 2001 krizinde alacak devir hızının en yüksek olduğu noktada, ortalama tahsil süresinin en aşağıda olması gerekmektedir. ancak yapılan çalışmada sektör ortalamaları kullanıldığı için alacak devir hızına ilişkin ortalamalar ile ortalama tahsil süresine ilişkin ortalamalar farklılık gösterebilmektedir. İşletme bazında iki oran arasında gereken denklik sağlanmaktadır.



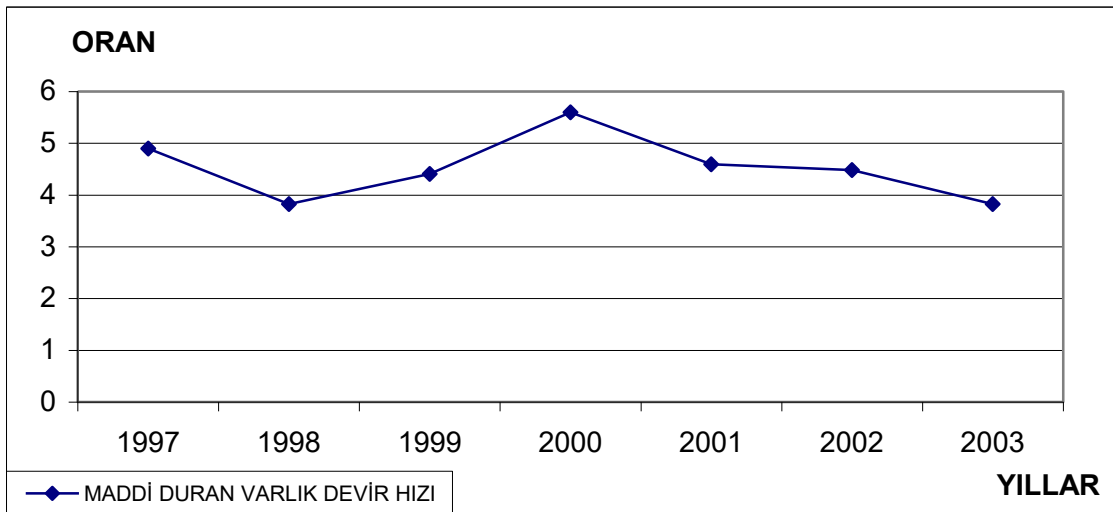
Şekil 128. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Özsermaye Devir Hızı

Sektörün özsermaye devir hızı şekil 128’de verilmiştir. Sektörün oranları, 1997 yılında 3.49, 1998 yılında 3.86, 1999 yılında 2.19 ve 2000 yılında 4.19 olmuştur. Krizde oran 4.53’e çıkmış, 2002 yılında -0.02 ve 2003 yılındada 0.7 olarak gerçekleşmiştir. Özsermaye devir hızında kriz yılında yaşanan artışın nedeni ortaya çıkan finansman ihtiyacının yabancı kaynakla sağlanmasından olabilir. Ertesi yılda yaşanan negatif oran özsermaye içersinde yer zarar kaleminin büyüklüğünden kaynaklanmaktadır. Krizden sonra özsermaye devir hızında yaşanan düşüş kaynak seçiminin özkaynağa yönelmesinden dolayı olmaktadır.



**Şekil 129. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Net İşletme Sermayesi Devir Hız**

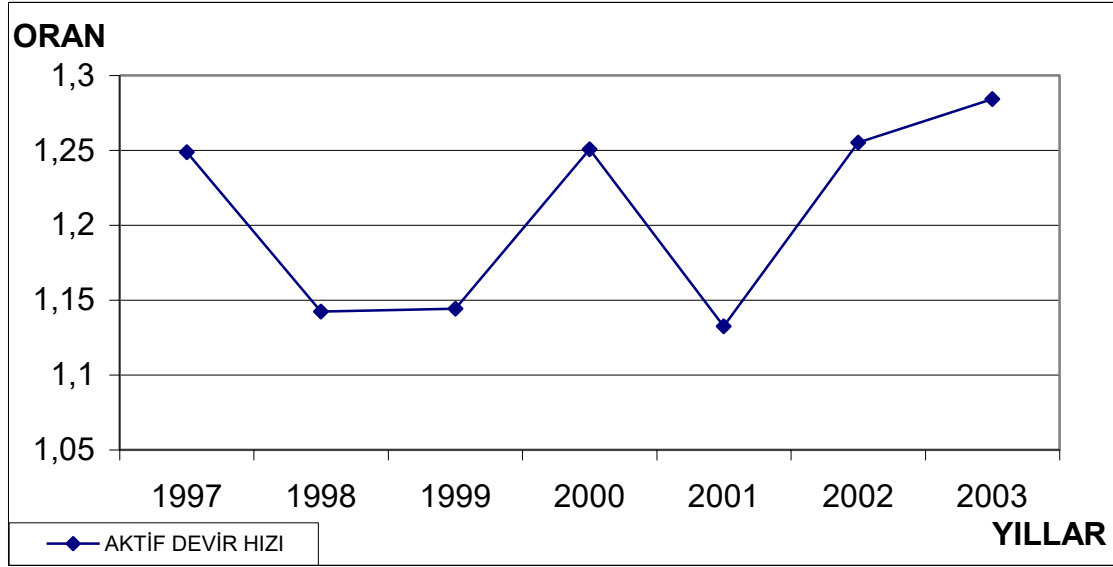
Net işletme sermayesine ilişkin oranlar şekil 129’da verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar 1997 yılında 0.01, 1998 yılında 2.17, 1999 yılında 6 ve 2000 yılında 13.75 şekline olmuştur. Krizde oran 0.41’e düşmüş, 2002 yılında 2.59 ve 2003 yılında 4.47 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması 4.2 düzeyindedir. 2001 yılında sektörün kısa vadeli borçlarındaki artıştan dolayı net işletme sermayesi devir hızı yükselmesi beklenirken düşüş göstermesi, satışlarda meydana gelen düşmeden yada stok ve alacak kalemlerinde meydana gelen artışlardan kaynaklanabilir.



**Şekil 130. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Maddi Duran Varlık Devir Hız**

Maddi duran varlık devir hızına ilişkin oranlar şekil 130’da verilmiştir. 1997 yılında 4.89 olan oran 1998 yılında 3.82, 1999 yılında 4.40 ve 2000 yılında 5.59 olarak

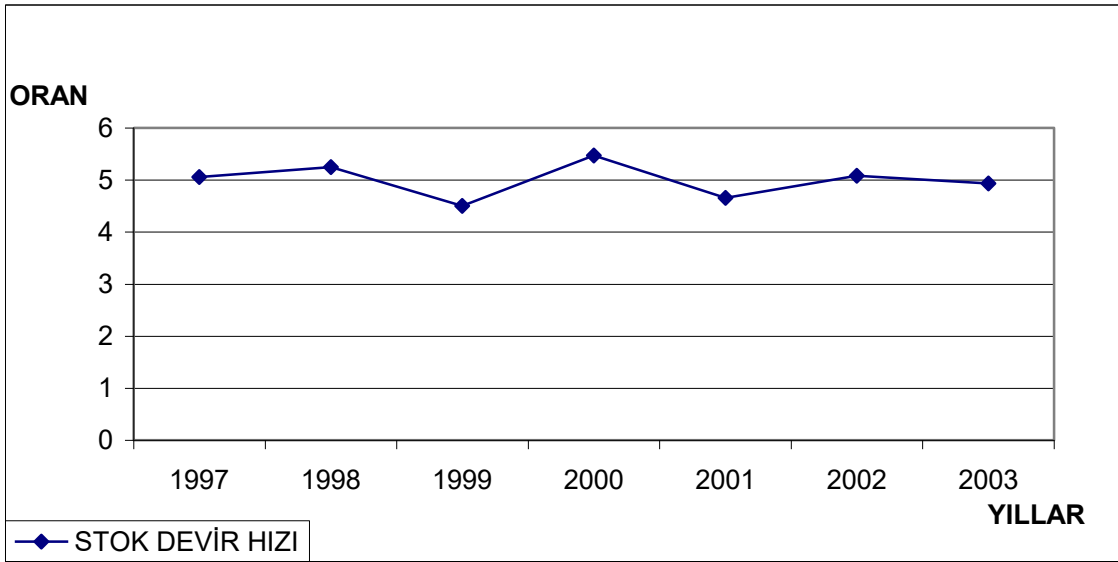
gerçekleşmiştir. 2001 yılında 4.59'a gerileyen oran takip eden yılda 4.48 ve 2003 yılındada 3.82 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün maddi duran varlık devir hızı ortalaması 4.5 düzeyindedir. Maddi duran varlıkların etkinliğini gösteren oranın krizden sonra düşüş göstermesi canlanan ekonomiyle birlikte sabit yatırımların arttığına bir göstergesidir.



Şekil 131. Orman Ürünleri ve Mobilya Sektörü Aktif Devir Hızı

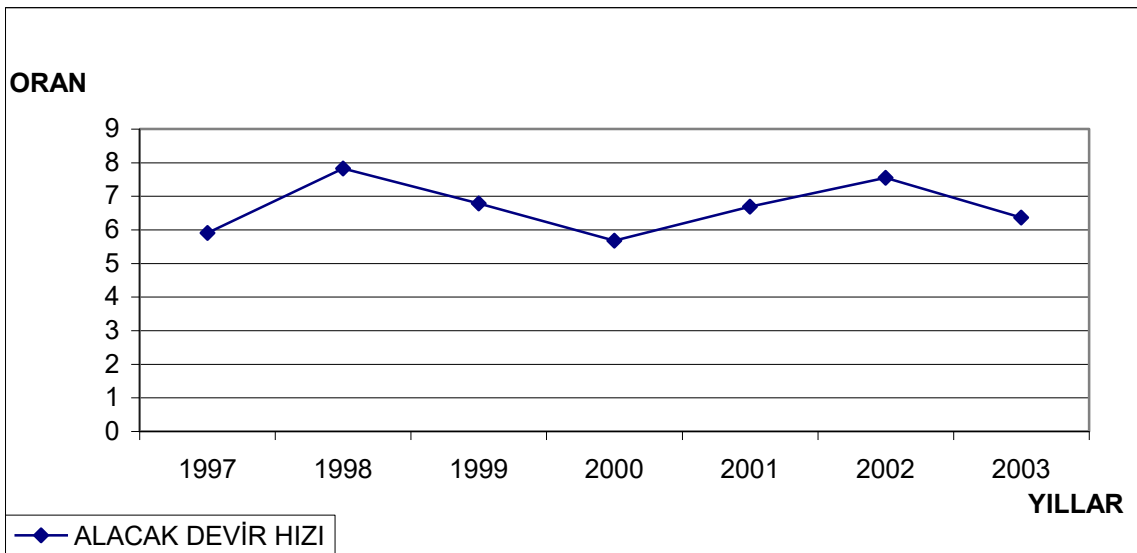
Şekil 131'de sektörün aktif devir hızı oranları verilmiştir. sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında 1.24, 1998 yılında 1.14, 1999 yılında 1.14 ve 2000 yılında 1.25 düzeyindedir. 2001 yılında 1.13 olan oran 2002 yılında 1.25 ve 2003 yılındada 1.28 seviyesinde gerçekleşmiştir. Aktif devir hızını yavaşlaması varlıkların etkin kullanılmadığının bir göstergesidir. Kriz döneminde düşen aktif devir hızı krizi izleyen iki yılda artmıştır. Duran varlık devir hızı düşerken toplam varlıkların oluşturduğu aktif devir hızı artmıştır. Bu artış duran varlıklardan gerçekleşmediğine göre döner varlık kalemlerinde bir azalmadan meydana gelebilir.

Taş ve toprağa dayalı sanayinin stok devir hızı şekil 132'de verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında 5.05, 1998 yılında 5.24, 1999 yılında 4.5 ve 2000 yılında 5.46'dır.



Şekil 132. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Stok Devir Hızı

Krizde 4.6'ya düşen devir hızı, 2002 yılında 5 ve 2003 yılında 4.9 olarak gerçekleşmiştir. Sektör itibariyle ekonomik dalgalanmalardan en çok etkilenen kesimlerden biri olması nedeniyle kriz satışları etkilemiş, hatta durma noktasına gelmiştir. Bu nedenle sektörün stok devir hızı kriz yılında yavaşlamıştır.

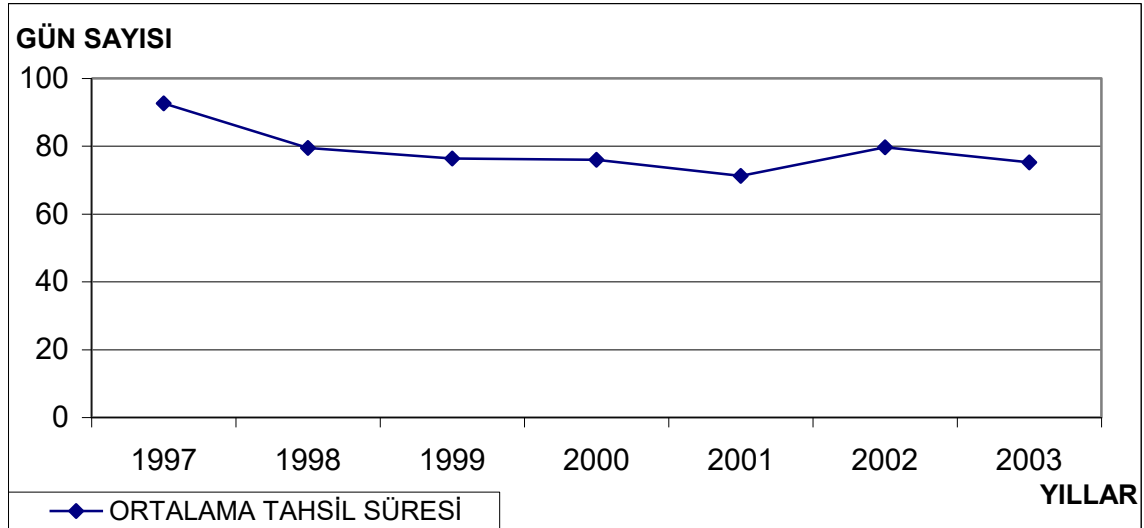


Şekil 133. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Alacak Devir Hızı

Alacak devir hızına ilişkin oranlar şekil 133'de verilmiştir. 1997 yılında 5.9 olan oran, 1998 yılında 7.8, 1999 yılında 6.7 ve 2000 yılında 5.6 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılında 6.69, izleyen yılda 7.54 ve 2003 yılında da 6.36 olarak gerçekleşmiştir.



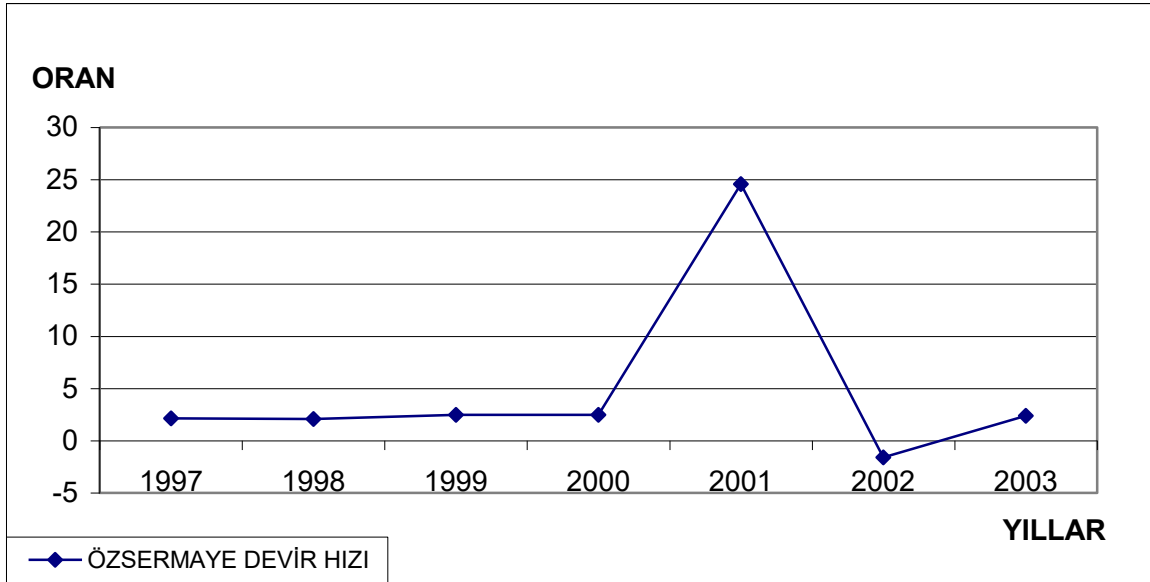
Diğer sektörlerde olduğu gibi buradada alacak devir hızı krizde yükselmiş izleyen yıllarda da yüksek seyrini sürdürmüştür. Oranın sektör ortalaması 6.68 olmuştur. Krizin ertesinde 2002 yılında da alacak devir hızının yükselmesi krizin etkisinin hala sürdüğünün bir göstergesi olarak algılanabilir.



Şekil 134. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Ortalama Tahsil Süresi

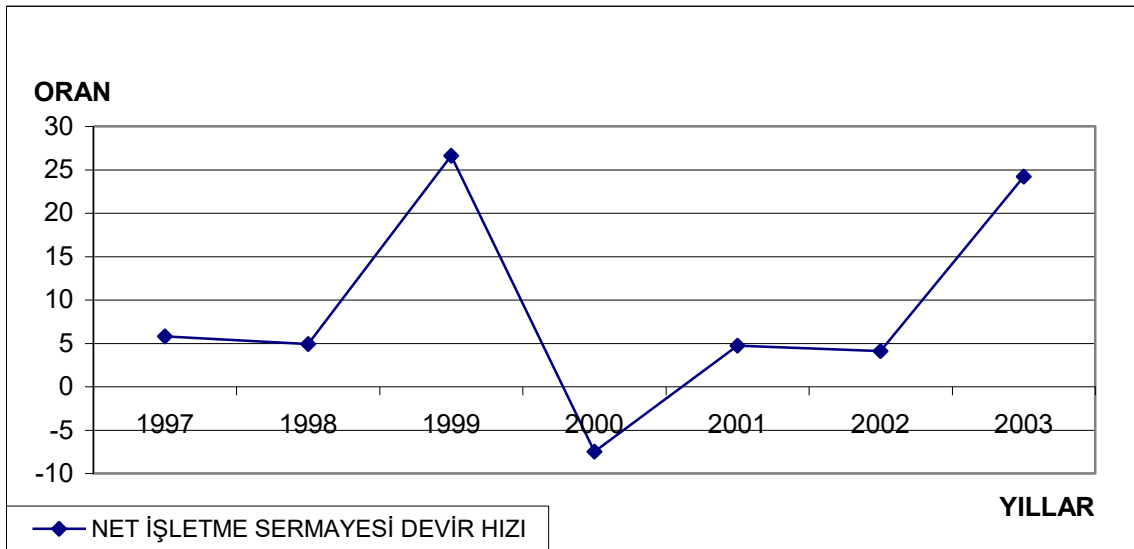
Ortalama tahsil süresi sektörde ortalama 78 gündür. Şekil 134'den görülebileceği gibi ortalama 1997 yılı hariç genelde 60-80 gün aralığında hareket etmiştir. Sektörde ortalama tahsil süresi, 1997 yılında 92 gün, 1998 yılında 79 gün, 1999 yılında 76 gün ve 2000 yılında 75 gün olarak gerçekleşmiştir. Krizde 71 güne düşmüş olan oran 2002 yılında 79 gün ve 2003 yılında ise 75 gün olarak gerçekleşmiştir. Genel olarak kriz dönemlerinde alacak devir hızının artmasına paralel olarak ortalama tahsil süresinde de bir azalma olmuştur.

Sektörün özsermaye devir hızı oranları şekil 135'de verilmiştir. 1997 yılında sektörün oranı 2.14, 1998 yılında 2.07, 1999 yılında 2.48 ve 2000 yılında 2.46 olmuştur. Yaşanan krizle birlikte finansman kaynağının içerisinde yabancı kaynakların oranının artmasıyla oran 24'e çıkmış izleyen yılda özsermayenin artmasıyla birlikte -1.5'a düşmüştür. 2003 yılında ise 2.37 olarak gerçekleşmiştir. Özsermaye devir hızının yüksek olması aslında olumlu bir gösterge olsa da bu artışın kaynağı eğer yetersiz özsermaye ise olumsuz bir durumdur.



Şekil 135. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Özsermaye Devir Hızı

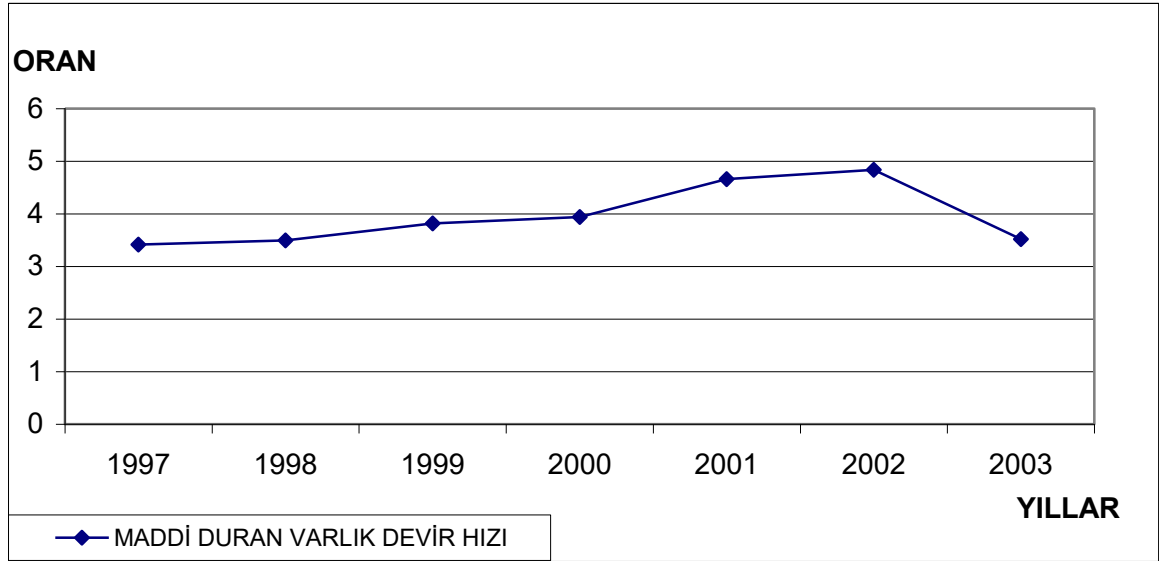
Şekil 136'da sektörün net işletme sermayesi devir hızı oranları verilmektedir. Sektörde oranlar, 1997 yılında 5.7, 1998 yılında 4.9, 1999 yılında 26.6 ve 2000 yılında -7.5 şeklinde oluşmuştur.



Şekil 136. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Net İşletme Sermayesi Devir Hızı

2001 yılına gelindiğinde oran 4.7 olmuş, 2002'de 4.08 ve 2003 yılındada 24.2 olmuştur. Sektörün ortalaması 8.9'dur. 1999 ve 2003 yıllarında yukarı doğru sert hareketler meydana gelmiştir. Taş ve toprağa dayalı sanayi sektöründe net işletme sermayesi 2000 yılında oldukça büyük oranda negatif gerçekleşmiştir. Net işletme

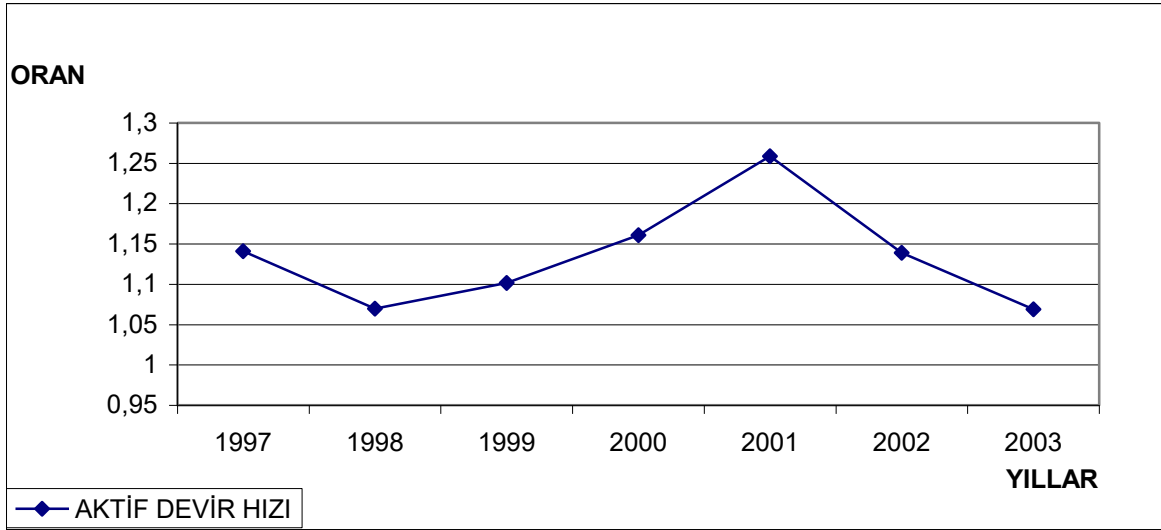
sermayesinin negatif oranda gerçekleşmesi, artan kısa vadeli yabancı kaynakların net işletme sermayesini negatife düşürmesinden kaynaklanmıştır.



Şekil 137. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Maddi Duran Varlık Devir Hızı

Şekil 137’de sektörün maddi duran varlıklar devir hızının 2002 yılına kadar sürekli olarak arttığı görülmektedir. Maddi duran varlık devir hızında sürekli artışın anlamı, sektörün yaptığı yatırımdan daha fazla satış rakamları elde etmesi ve sürekli olarak duran varlıklarını daha etkin olarak kullanması anlamına gelmektedir. Yalnızca sektörde 2003 yılında devir hızında bir yavaşlama meydana gelmiştir. Sektörün oranlarına bakıldığında, 1997 yılında 3.41, 1998 yılında 3.49, 1999 yılında 3.81 ve 2000 yılında 3.93 olmuştur. 2001 kriz yılına geldiğimizde oran 4.66 olmuş, 2002 yılında 4.83 ve 2003 yılındada 3.52 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün ortalaması 3.95 olduğu düşünülürse özellikle 2001 ve 2002 yılında ortalamanın üzerinde oranların gerçekleştiğini söyleyebiliriz. Tabii bu oranda dikkat edilmesi gereken nokta varlıkların ne kadarının yeni yatırım olduğu ve dikkate alınan değerleridir.

Dönen ve duran varlıkların birlikte ele alındığı aktif devir hızı oranları, şekil 138’de verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında 1.14, 1998 yılında 1.06, 1999 yılında 1.10 ve 2000 yılında 1.16 düzeyindedir. 2001 krizinde oran 1.25 düzeyine çıkarken 2002 yılında 1.13 ve 2003 yılında ise 1.06 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün alacak devir hızı ve stok devir hızlarına bakılacak olursa krizden sonrası yavaşlama muhtemelen bu kalemler daha fazla yatırım yapıldığını göstermektedir.

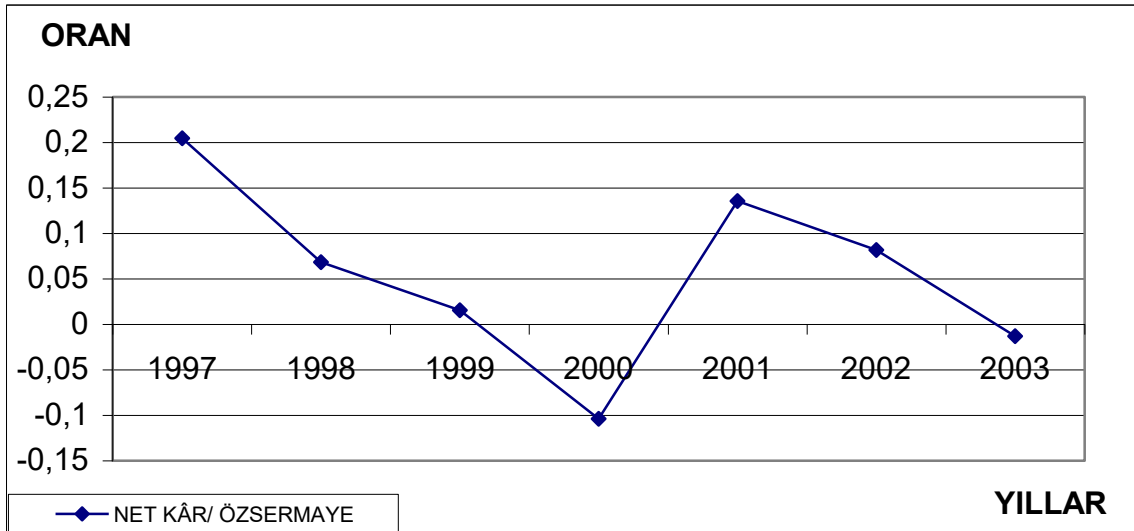


Şekil 138. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektörü Aktif Devir Hızı

Bu nedenle döner varlıklardan kaynaklanan artış sektörün aktif devir hızında bir yavaşlamaya neden olmuştur.

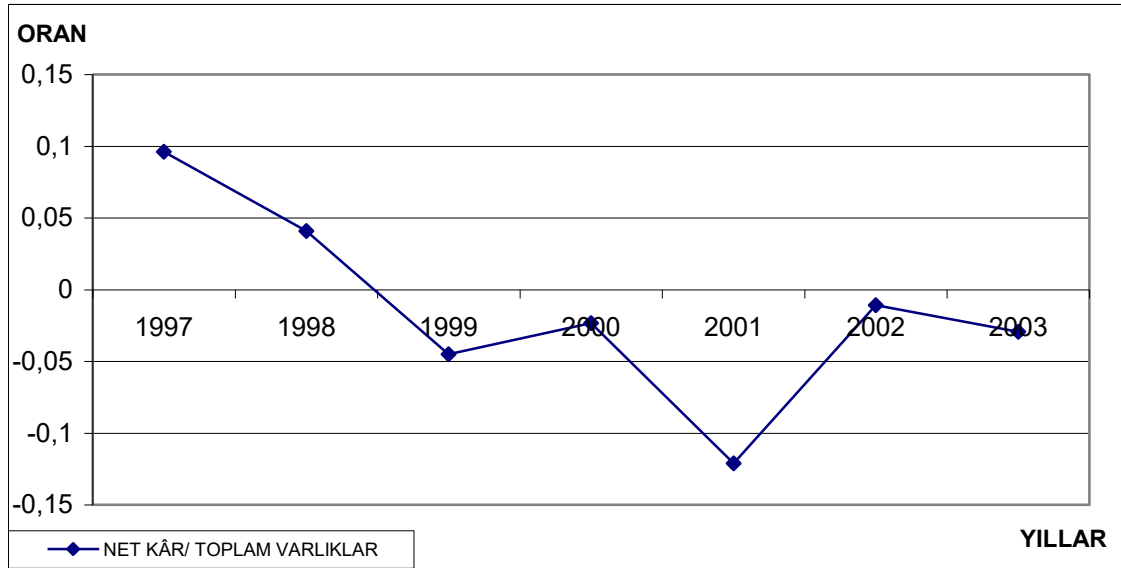
#### D) KÂRLILIK ORANLARI

Her yatırımcı yaptığı yatırımdan kâr elde etmek ister. Bu her türü yatırımda geçerli olan bir ifadedir. Uygulamanın son bölümünde yatırımların kârlılığı üzerine 2001 krizinin etkilerine bakılacaktır. Kârlılık, yatırımların ve satışların kârlılığı olmak üzere, iki bölümde incelenmektedir. Bu çalışmada yalnızca yatırımların kârlılığı üzerinde durulacaktır.



Şekil 139. Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektörü Net Kâr/ Özsermaye Oranı

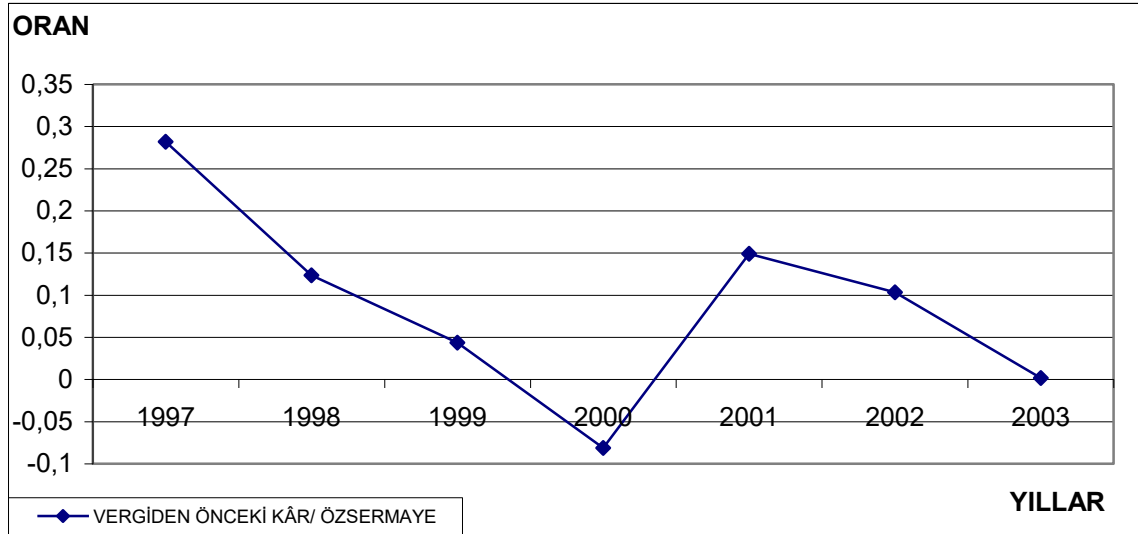
Dokuma, giyim eşyası, deri sektörünün net kârının özsermayeye oranı şekil 139'da verilmiştir. Sektörün oranları 1997 yılında %20, 1998 yılında %6, 1999 yılında %1.5 ve 2000 yılında -%10 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında net kârın özsermayeye oranı %13 , 2002 yılında %8 ve 2003 yılında -%1 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün dönem ortalaması %5 düzeyindedir. Yatırım yapmanın ana amacının kâr elde etmek olduğunu söylemiştik. Ancak görüldüğü gibi, bu sektörde 2000 yılında kâr elde etmek yerine yatırımcılar %10 zarar etmişlerdir. 2001 yılında ortaya çıkan artışın nedenlerinden en önemlisi varlıkların finansmanında yabancı kaynakların artmış olmasıdır.



Şekil 140. Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektörü Net Kâr/ Toplam Varlıklar

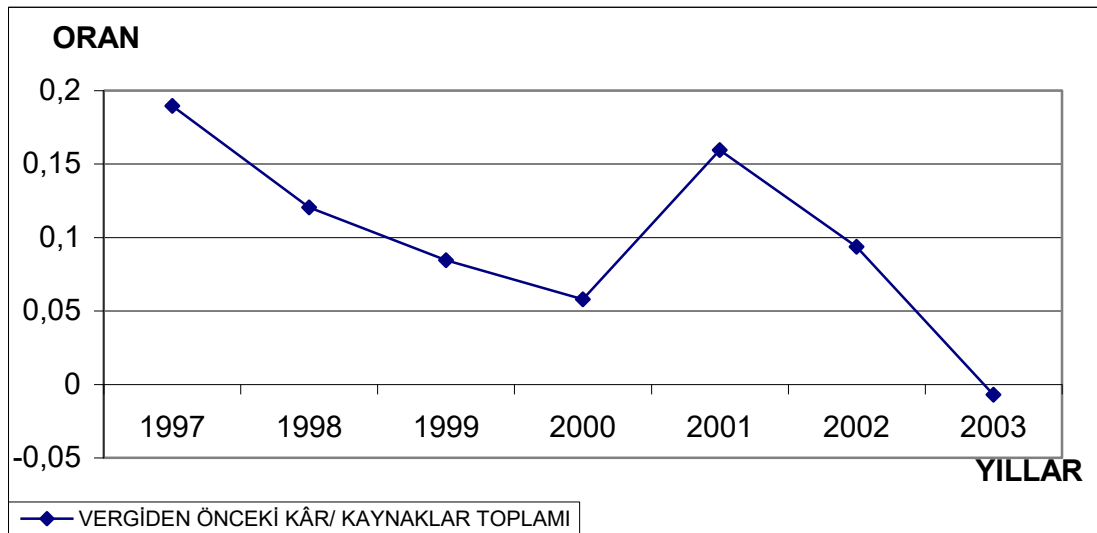
Sektörün net kârının toplam varlıklara oranı şekil 140'da verilmektedir. Sektörde incelenen dönemde oluşan oranlar, 1997 yılında %9, 1998 yılında %4, 1999 yılında - %4 ve 2000 yılında -%2 şeklindedir. Krizde oran -%12 olmuş, 2002 yılında -1 ve 2003 yılında ise -%2 olarak gerçekleşmiştir. Oran yorumlanırken, finansman yapısı ve elde ettiği faaliyet dışı gelirlere göz önüne alınmalıdır. Net kâr, faiz gelirleri ve giderleri çıkarıldıktan sonra bulunduğu göre, yoğun olarak yabancı kaynak kullanan işletmelerde oranın düşük çıkması ya da daha çok özsermaye kullanan işletmelerde oranın yüksek çıkması beklenmelidir. Oran aktif varlıklarının ne derece verimli kullanıldığını ölçmek için kullanılmaktadır. Buradan hareketle 1999 yılında itibaren sektörün aktif varlıklarını verimli olarak kullanmadığını söyleyebiliriz. Sektörün 1997- 2003 yılları arasında toplam borçlarının toplam varlıklara oranı ortalama % 58

düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu da sektörde incelenen dönemde finansman yükünün fazla olabileceğine dair bir işarettir.



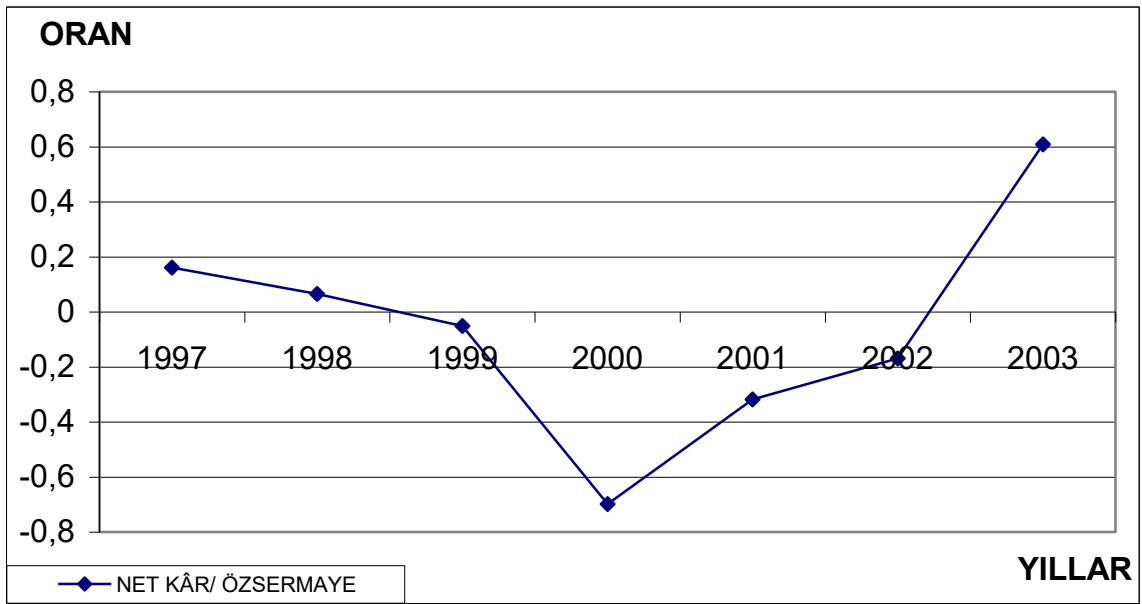
Şekil 141. Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektörü Vergiden Önceki Kâr/ Özsermaye Oranı

Sektörün vergiden önceki kârının özsermayeye oranı şekil 141’de verilmiştir. Sektörün oranları, 1997 yılında %28, 1998 yılında %12, 1999 yılında %4 ve 2000 yılında -%8 olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de oran % 14, 2002 yılında %10 ve 2003 yılında -%01 olarak gerçekleşmiştir. Oranın net karın özsermayeye oranından farkı vergi ödemesinden önceki kârı almasıdır. Vergide meydana gelen değişmelerin net kâr üzerindeki etkisini göstermektedir.



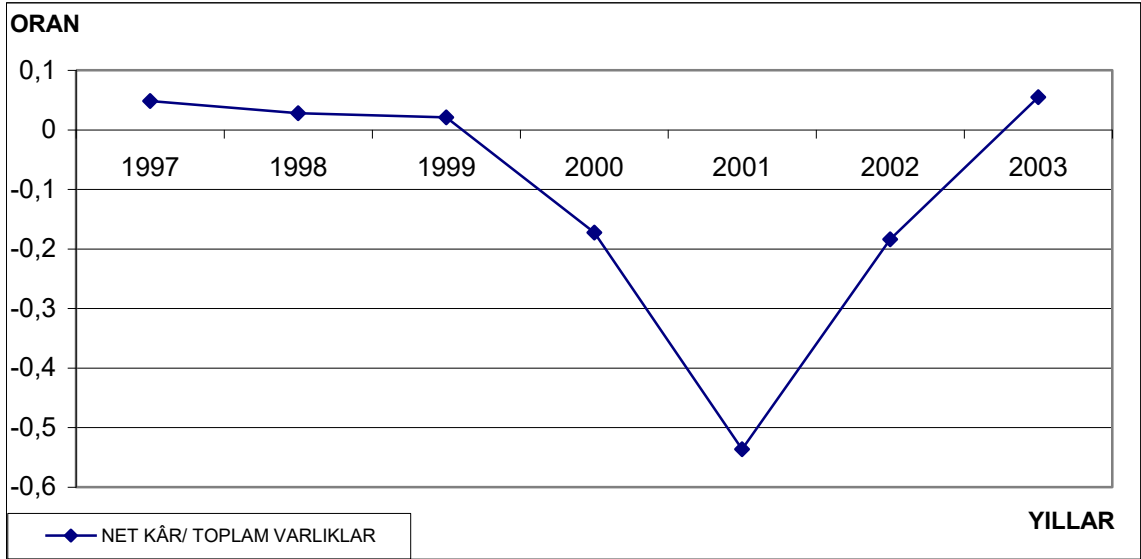
Şekil 142. Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektörü Vergiden Önceki Kâr/ Kaynaklar Toplamı Oranı

Sektörde vergiden önceki kârın kaynaklar toplamına oranı şekil 142’de verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %18, 1998 yılında %12, 1999 yılında %8 ve 2000 yılında %5 şeklindedir. 2001 krizinde oran %15, izleyen yılda %9 ve 2003 yılında  $-%_7$  şeklinde gerçekleşmiştir. Faiz ve vergiden önceki kârın kaynaklar toplamına oranı, kaynaklarla finanse edilen asıl faaliyet konusundan elde edilen verimi göstermektedir. Sektörün diğer kârlılık oranlarında görünen negatiflik bu oranda 2003 yılı dışında görülmemektedir. Bu da sektörün özellikle finansman giderlerinin kârlılık üzerinde olumsuz etkisi olduğunu göstermektedir.



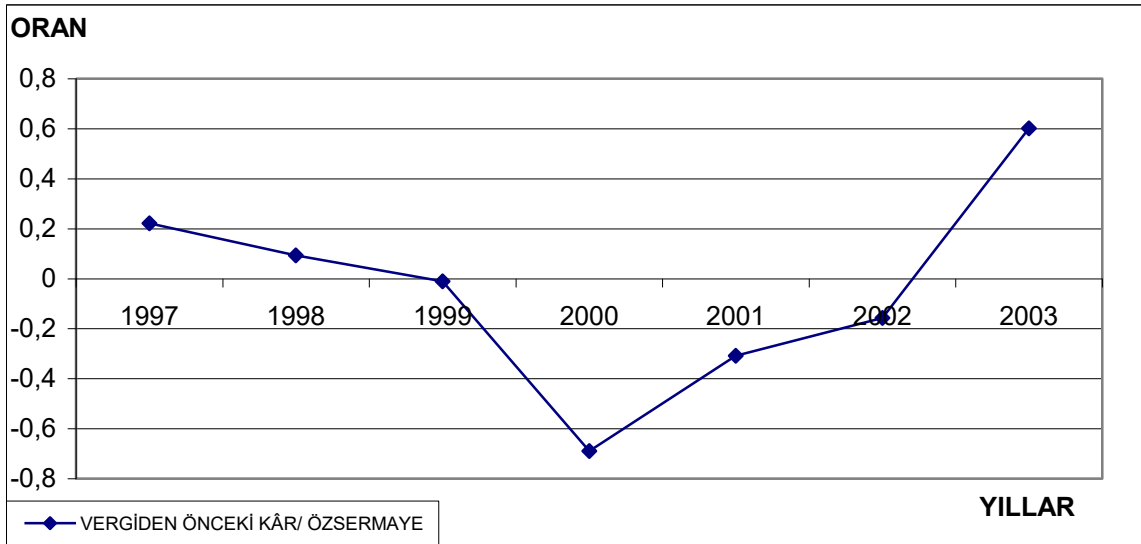
Şekil 143. Gıda, İçki, Tütün Sanayi Net Kâr/ Özsermaye Oranı

Gıda, içki, tütün sanayisinin net kârının özsermayeye oranı şekil 143’de verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %16 , 1998 yılında %6, 1999 yılında  $-%_5$  ve 2000 yılında  $-%_69$  olarak gerçekleşmiştir. Kriz yılı 2001’de oran  $-%_31$ , 2002 yılında  $-%_16$  ve 2003 yılında %60 olarak gerçekleşmiştir. Sektörün toplam borç toplam varlık oranına bakıldığında oldukça büyük oranda yabancı kaynak kullanıldığı görülmektedir. Ortalama % 88 olan borç-varlık oranı 2001 yılında %125, 2002 yılında %123 ve 2003 yılında %105 olarak gerçekleşmiştir. Buradan hareketle sektörün finansman yükünün krizden sonra büyük oranda arttığını ve bununla kârlılık üzerinde negatif etki yarattığını görmekteyiz. Özellikle 2001 krizinde sonra sektörün negatif sermayeyle çalıştığını varlıklarının tamamını ve zararlarının da yabancı kaynakla finanse ettiğini söyleyebiliriz.



Şekil 144. Gıda, İçki, Tütün Sanayi Net Kâr/ Toplam Varlıklar Oranı

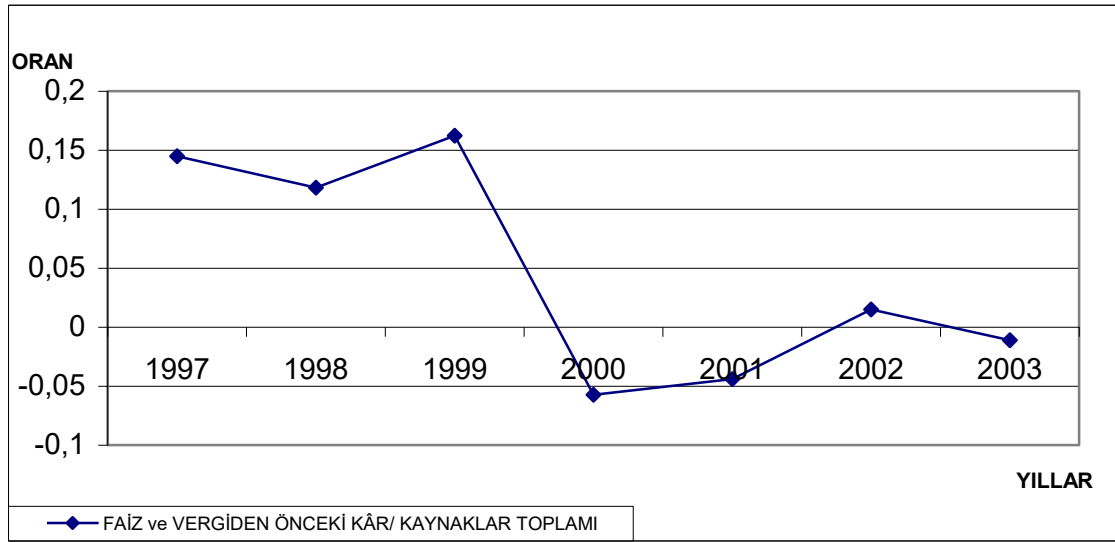
Şekil 144’de sektörün net kârının toplam varlıklara oranı verilmektedir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %4, 1998 yılında %2, 1999 yılında %2 ve 2000 yılında -%17 düzeyindedir. Krizde oran -%53, takip eden yılda -%18 ve 2003 yılında % 5 olarak gerçekleşmiştir. Varlıkların kârlılığın bakıldığında özellikle 2000, 2001 ve 2002 yılında negatif oranlarla karşılaşılmaktadır. Kriz öncesi yıl, kriz yılı ve sonrası yılda yaşanan negatiflik sektörde varlıkların kârlı bir şekilde kullanılmadığını göstermektedir.



Şekil 145. Gıda, İçki, Tütün Sanayi Vergiden Önceki Kâr/ Özsermaye Oranı



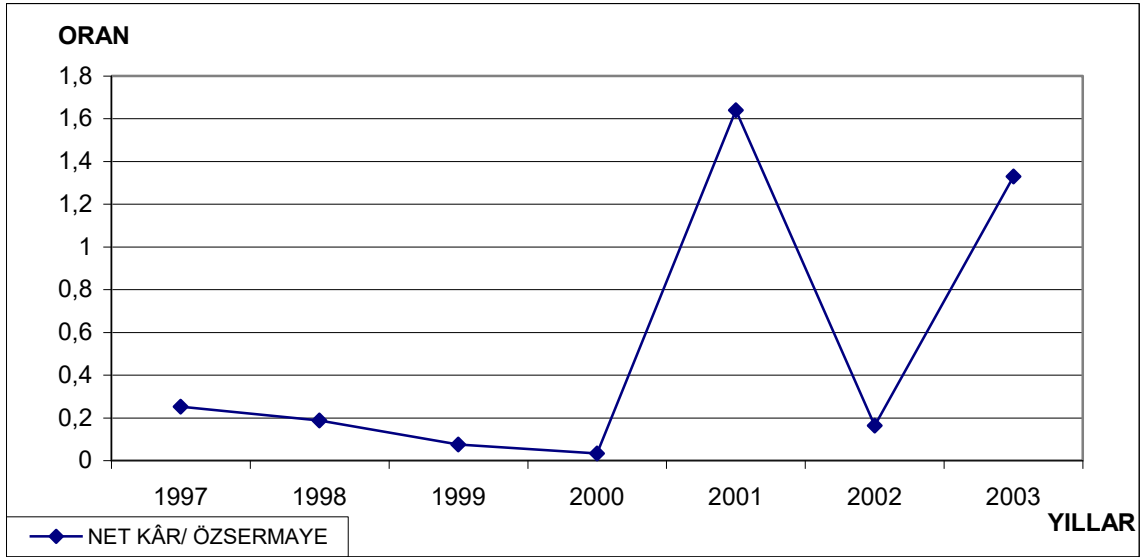
Şekil 145’de sektörün vergiden önceki kârının özsermayeye oranı verilmektedir. Sektörün oranlarına bakıldığında, 1997 yılında %22, 1998 yılında %9 , 1999 yılında -%1 ve 2000 yılında -%68 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında -%30 olan oran, 2002 yılında -%15 ve 2003 yılında %60 olmuştur. Özsermayenin kârlılığın a bakıldığında sektörde 2000 yılından itibaren 2003 yılı hariç sürekli zarar görülmektedir. Sektörde artan finansman yükleri hem sermayede hem de kârlılıkta bir azalma olarak karşımıza çıkmaktadır.



Şekil 146. Gıda, İçki, Tütün Sanayi Faiz ve Vergiden Önceki Kâr / Kaynaklar Toplamı Oranı

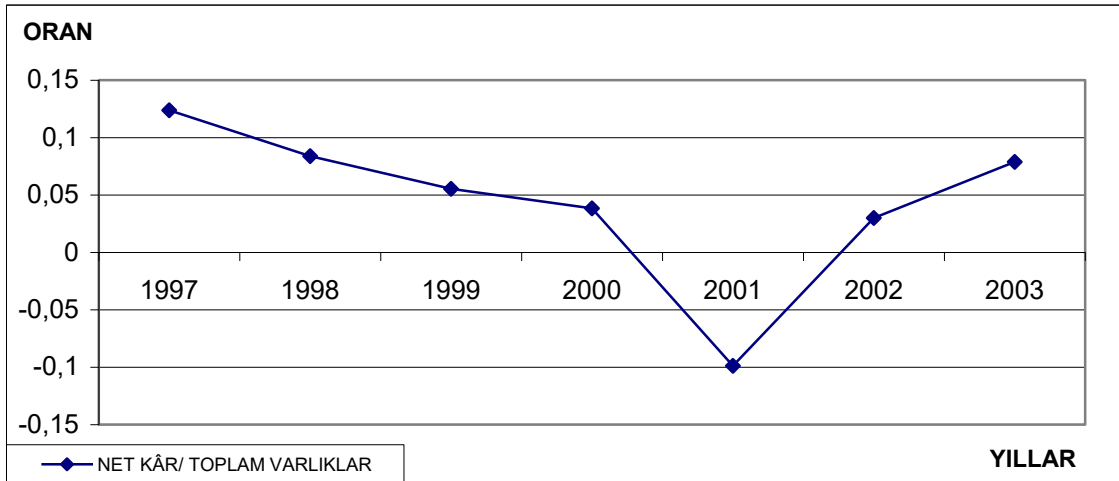
Sektörün faiz ve vergiden önceki kârının kaynaklar toplamına oranı şekil 146’da verilmiştir. Sektörde incelenen dönemde oranlar, 1997 yılında %14, 1998 yılında %11, 1999 yılında %16 ve 2000 yılında -%5 olarak gerçekleşmiştir. 2001 krizinde oran -%4, 2002 yılında %1 ve 2003 yılında -%1 seviyesinde olmuştur. Oran esas faaliyet konusundan elde edilen kârın toplam kaynaklara oranlanması sonucu bulunduğu ndan kaynakların faaliyet konusunda verimli kullanılıp kullanılmadığına göstermektedir. Sektörde 2000 ve 2001 yılları arasında elde edilen negatif oranlar bu yıllarda kaynakların çokta verimli kullanılmadığını göstermektedir.

Kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünleri sektöründe net kârın özsermayeye oranı şekil 147’de verilmiştir. Sektörde oranlar, 1997 yılında %25, 1998 yılında %18, 1999 yılında %7 ve 2000 yılında %3 şeklindedir. Kriz yılında sektörde oran %164 bir sonraki yılda ise %16 olmuştur. 2003 yılında ise o %132 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 147. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Net Kâr / Özsermaye Oranı

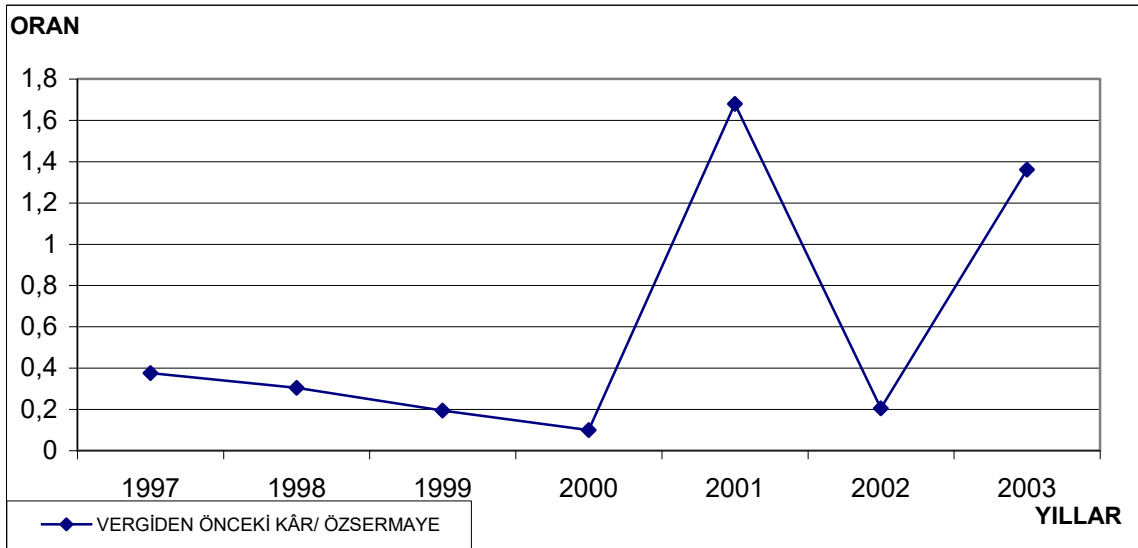
Sektörde özsermayenin toplam varlıklar içindeki payı 2001 yılında %32 ile en düşük düzeyinde gerçekleşmiştir. 2001 krizinde bu sektörün krizden etkilenmediği hatta kazançlı çıktığı söylenmekle beraber, sektörün incelenen oran itibariyle 2001 yılında en düşük özsermaye oranına sahip olduğuda unutulmamalıdır. Özellikle son dönemde yükselen petrol talebi ve artan fiyatların genel anlamda sektörün kârlılığına olumlu etkilerde bulunması muhtemeldir.



Şekil 148. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Net Kâr / Toplam Varlıklar Oranı

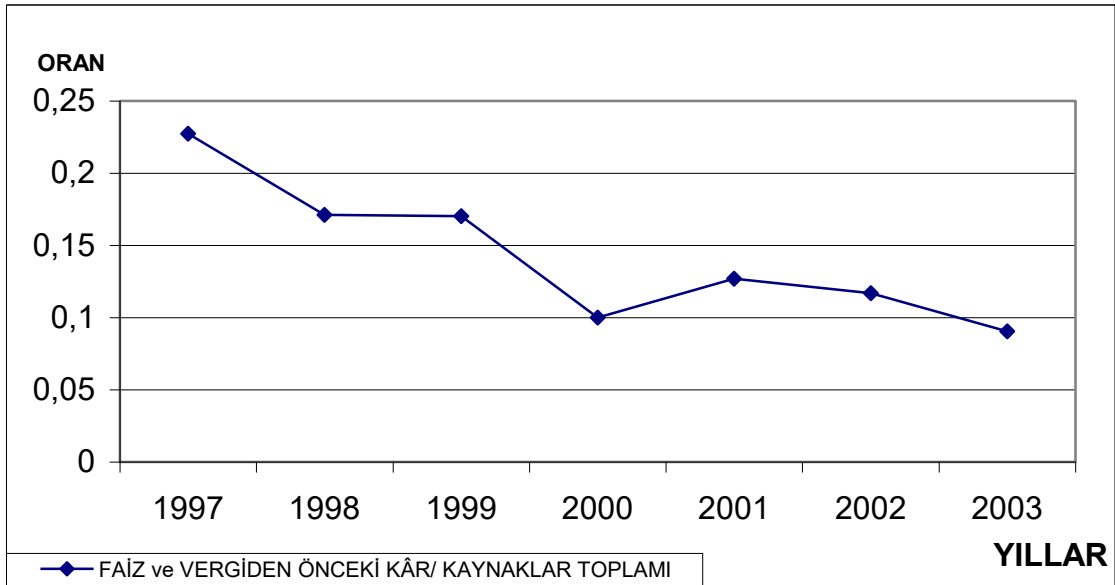
Şekil 148'de sektörün net kârının toplam varlıklara oranı verilmektedir. Sektörün toplam varlıklarının kârlılığı, 1997 yılında %12, 1998 yılında %8, 1999 yılında % 5 ve 2000 yılında %3 olmuştur. 2001 kriz yılında -%9 olan oran, 2002

yılında %2 ve 2003 yılında %7 olarak gerçekleşmiştir. Şekil 147’de özsermayenin kârlılığı gösterilmişti. Orada 2001 kriz yılında yüksek bir özsermaye kârlılığı oluşmuştu. Ancak bu oranda toplam varlıkların kârlılığında negatif oran karşımıza çıkmaktadır. Buda sektörün aslında 2001 krizinden kârlılık anlamında etkilendiğinin bir göstergesi olmaktadır. Fakat yaşanan krizden sonraki yıllarda toplam varlıkların kârlılığında da bir artış eğilimi olduğundan genel olarak sektörde kâr düzeyinin iyileştiğini bu orana bakarak da söyleyebiliriz. .



**Şekil 149. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Vergiden Önceki Kâr / Özsermaye Oranı**

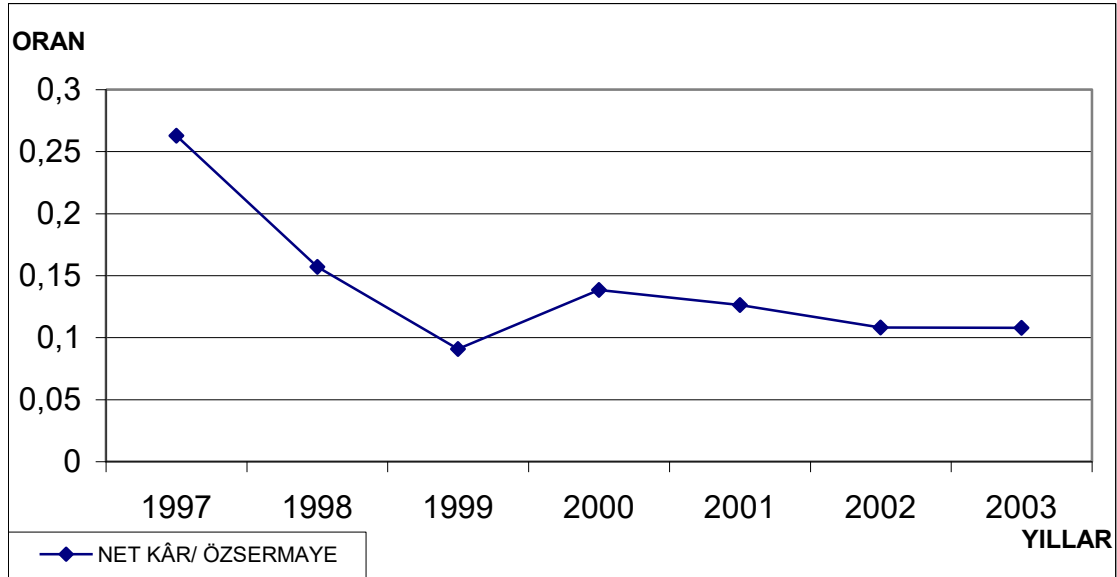
Şekil 149’da vergiden önceki kârın özsermayeye oranı verilmektedir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %37, 1998 yılında %30, 1999 yılında %19 ve 2000 yılında %9 düzeyindedir. 2001 yılına gelindiğinde oran %167 seviyesine çıkmış, 2002 yılında %20 ve 2003 yılındada %136 olarak gerçekleşmiştir. Şekil 147’de yer net kâr özsermaye oranına benzer bir grafik oluşmuştur. Bu durumda vergi oranlarında etki yaratabilecek çok sert değişmelerin olmadığı söylenebilir



**Şekil 150. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri Faiz ve Vergiden Önceki Kâr / Kaynaklar Toplamı**

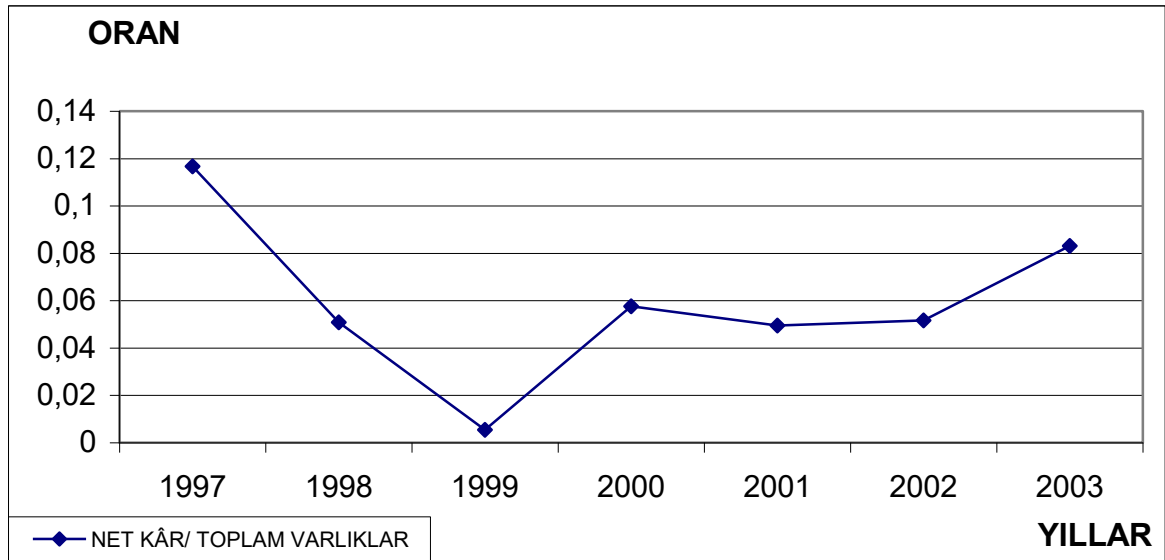
Faiz ve vergiden önceki kârın kaynaklar toplamına oranı şekil 150'de verilmiştir. Oran 1997 yılında %22, 1998 yılında %17, 1999 yılında %17 ve 2000 yılında %10 olarak gerçekleşmiştir. Krizde %12 olan oran izleyen yılda %11 ve 2003 yılındada %9 olarak gerçekleşmiştir. Faiz ve vergiden önceki karın kaynaklar toplamına oranı, sağlanan kaynakların esas faaliyet konusunda verimli kullanılıp kullanılmadığını göstermektedir. Oran incelenen tüm yıllarda kriz döneminde dahil pozitif olmakla beraber bir düşüş eğilimi içersindedir. Net kârın toplam varlıklara oranlandığı şekil 148'de 2001 yaşanan negatiflik sektörün faiz giderlerinin fazlalığına dolayısıyla borç yükünün fazlalığına bağlanabilir. Sektörün 2001 yılı toplam borç toplam varlık oranına bakıldığında, %67 olduğu görülmektedir. 7 yıllık inceleme döneminde en yüksek oran 2001 yılında yaşanmıştır ve bu gösterge faiz yükünün yüksekliğine dair bir ipucu vermektedir.

Metal ana sanayinin özsermaye kârlılığını gösteren oran şekil 151'de verilmiştir. Sektörün özsermaye kârlılığı, 1997 yılında %26, 1998 yılında %15, 1999 yılında %9 ve 2000 yılında %13 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran % 12, 2002 ve 2003 yıllarında %10 düzeyinde gerçekleşmiştir.



Şekil 151. Metal Ana Sanayi Net Kâr / Özsermaye Oranı

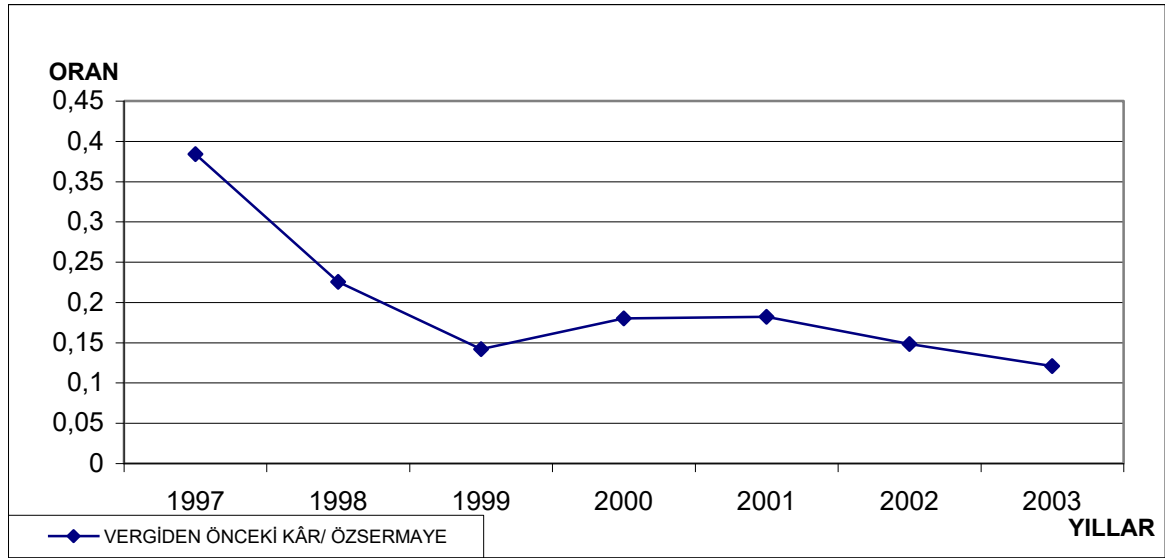
Metal ana sanayinde krizin negatif bir etkisi görülmemekle birlikte dikkat çeken nokta 1997 yılında %26 olan özsermayenin kârlılığı daha sonra sürekli olarak azalmış ve 2000'li yıllarda %10 seviyelerine gerilemiştir. Bu özellikle yatırımcılar açısından olumsuz bir tablodur.



Şekil 152. Metal Ana Sanayi Net Kâr / Toplam Varlıklar Oranı

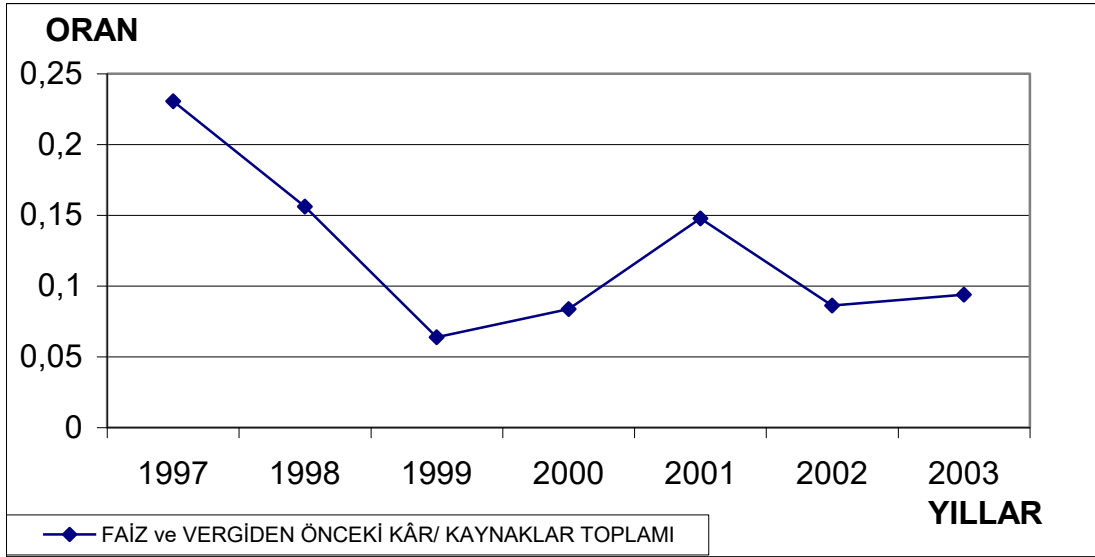
Sektörün toplam varlıklarının kârlılığı şekil 152'de verilmiştir. Buna göre sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %11, 1998 yılında %5, 1999 yılında %05 ve 2000 yılında % 5 düzeyindedir. 2001 krizinde oran %4, 2002 yılında %5 ve 2003 yılında da %8 olarak gerçekleşmiştir.

Sektörde en büyük düşüş 1999 yılında yaşanmıştır. Sonrasında kriz yılı dahil durağan seyreden oran 2003 yılında yükselme göstermiştir. Buda sektörde 2003 yılı için kârlardaki artışın varlıklarda yapılan artıştan daha fazla olduğunu göstermektedir. Sektör adına olumlu bir durumdur.



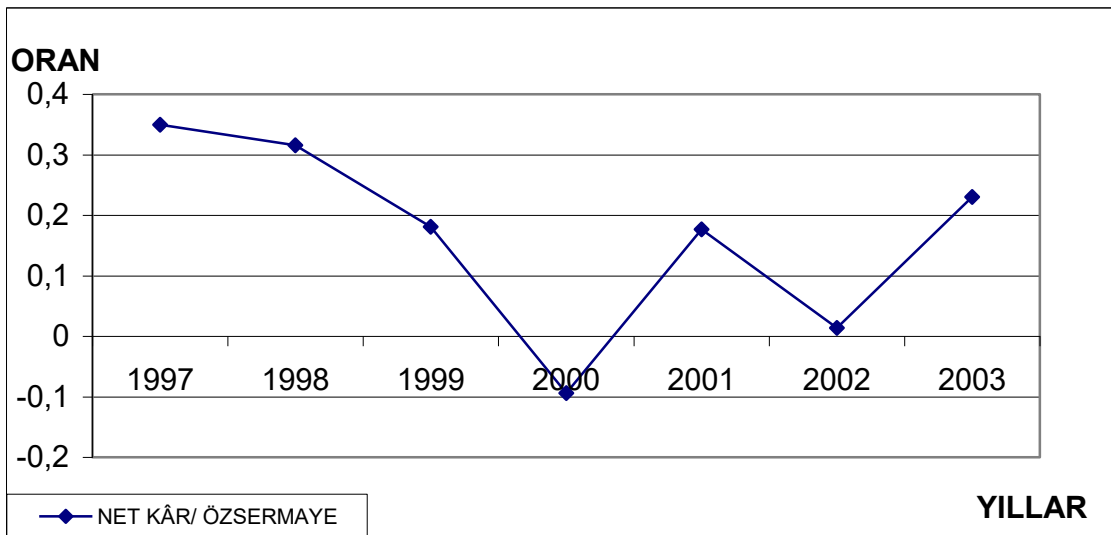
Şekil 153. Metal Ana Sanayi Vergiden Önceki Kâr / Özsermaye Oranı

Metal ana sanayinin vergiden önceki kârının özsermayeye oranı şekil 153'de verilmiştir. Şekil 151'deki net kârın özsermayeye oranına benzer bir şekil ortaya çıkmıştır. Özsermayenin kârlılığında vergiden önceki kârda da bir azalma yıllar itibariyle görülmektedir. Sektörün oranlarına bakıldığında, 1997 yılında 538 olan oran, 1998 yılında %22, 1999 yılında %14 ve 2000 yılında %18 olarak gerçekleşmiştir. 2001 krizinde oran yine %18 olarak gerçekleşirken, 2002 yılında %14 ve 2003 yılındada %12 seviyelerinde oluşmuştur. Net kâr-özsermaye oranı 2002 ve 2003 yıllarında aynı kalırken, vergiden önceki kâr- özsermaye oranı 2003 yılında 2002 yılına göre azalma göstermiştir. Buda muhtemel vergi oranları değişmesinden kaynaklanmış olabilir.



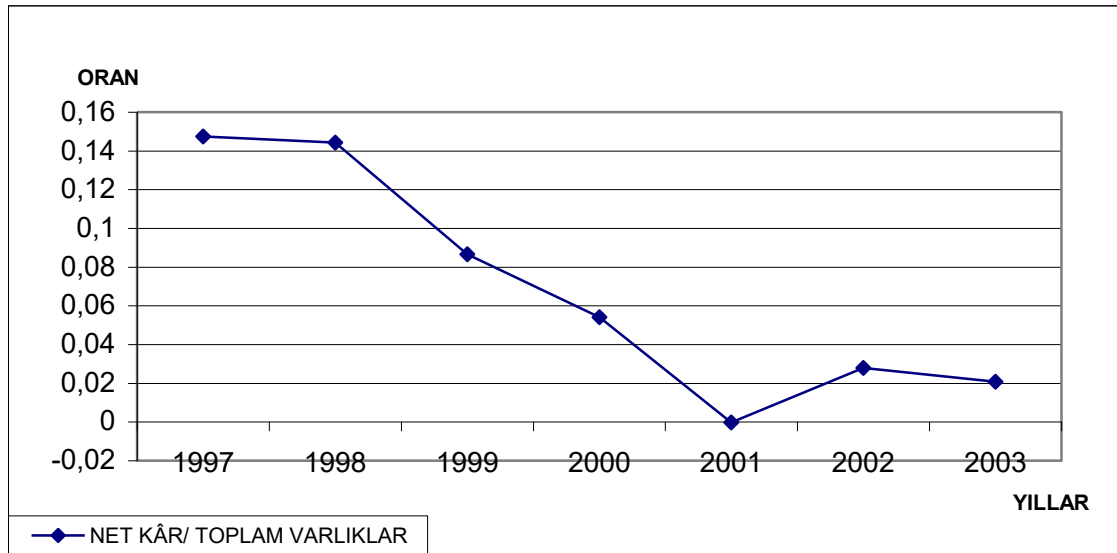
Şekil 154. Metal Ana Sanayi Faiz ve Vergiden Önceki Kâr / Kaynaklar Toplamı

Sektörün esas faaliyetlerinden elde ettiği kârın kaynaklar toplamına oranlanması sonucunda elde edilen oranlar Şekil 154’de gösterilmiştir. Sektörün kriz yılı dahil olmak üzere faaliyetlerinden kâr elde etmesi olumlu bir göstergedir. Sektörün oranlarına bakıldığında, 1997 yılında %23, 1998 yılında %15, 1999 yılında %6 ve 2000 yılında %8 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran %14’e çıkmış izleyen yılda %8 ve 2003 yılındada %9 olmuştur. 2001 kriz yılında sektörün kaynaklarını daha verimli kullandığı görülmektedir. Kısa vadeli borçlanmasına bakıldığında sektörün kriz döneminde, borçlarında bir artış görülmemekte hatta uzun vadeli borçlarında bir azalma görülmektedir. Buda finansman yükünde artış olmadığını göstermektedir.



Şekil 155. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Net Kâr / Özsermaye Oranı

Metal eşya, makine ve gereç yapım sektörünün özsermaye kârlılığı şekil 155’de verilmiştir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %34, 1998 yılında %31, 1999 yılında %18 ve 2000 yılında -%9 şeklindedir. Kriz yılında sektörün özsermaye kârlılığı %17 olmuş, 2002 yılında %1 ve 2003 yılında %23 seviyesinde gerçekleşmiştir. Özsermayenin toplam varlıklar içersindeki payı 2000 yılında %42 iken 2001 yılında bu oran %33’e kadar düşmüştür. Kısa vadeli borçların toplam varlıklar içersindeki payı %47’den %52’ye çıkmıştır. Özsermayede oransal olarak meydana gelen bu azalma 2001 yılındaki kâr artışının bir nedeni olabilir. 1997 ve 1998 senelerinde %30 kâr düzeylerinde çalışan sektör, sonraki senelerde daha düşük kâr rakamları ile çalışmıştır. Bunda gerek , krizin etkisi gerekse, özellikle Çin sektör itibariyle rekabete katılması gösterilebilir.

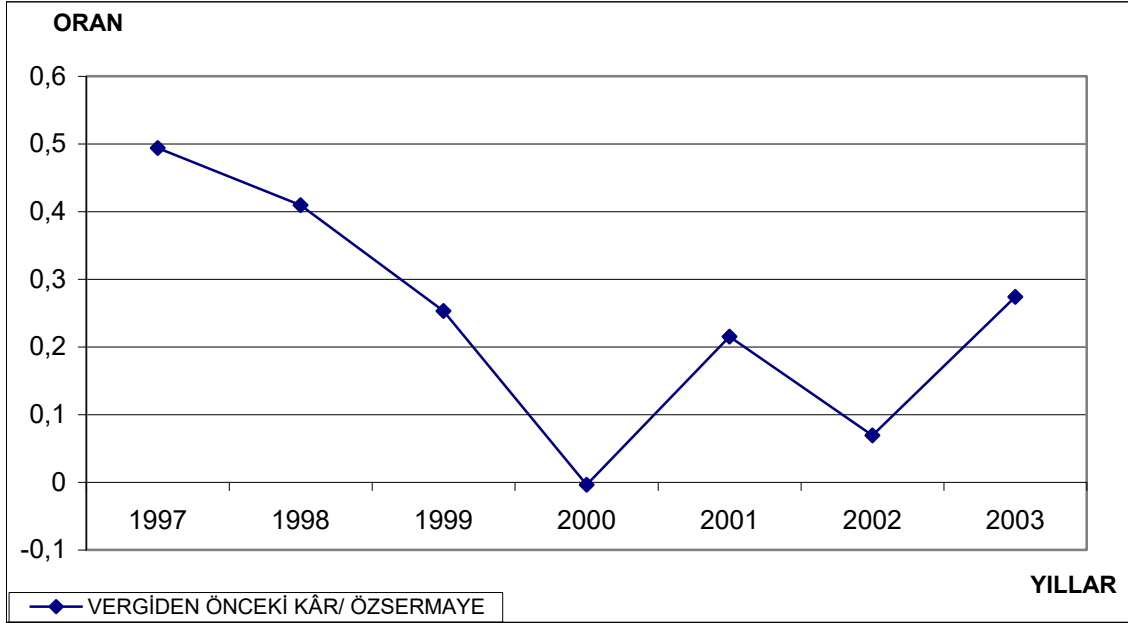


Şekil 156. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Net Kâr / Toplam Varlıklar Oranı

Toplam varlıkların kârlılığı, şekil 156’da verilmektedir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %14, 1998 yılında %14, 1999 yılında %8 ve 2000 yılında %5 şeklindedir. Kriz yılında oran - %<sub>003</sub> seviyesine düşmüş, takip eden yılda oran %2.7 ve 2003 yılındada %2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Görüldüğü gibi toplam varlıkların kârlılığına bakıldığında 2001 yılında bir zarar oluşmuştur. Yine burada da 1997 ve 1998 yıllarında varlıkların kârlılığında %14’lük rakamlar oluşurken, özellikle 2001 krizinden sonra %2’li düzeylere düşmüştür. Yapılan yatırımın ne derece verimli kullanıldığını



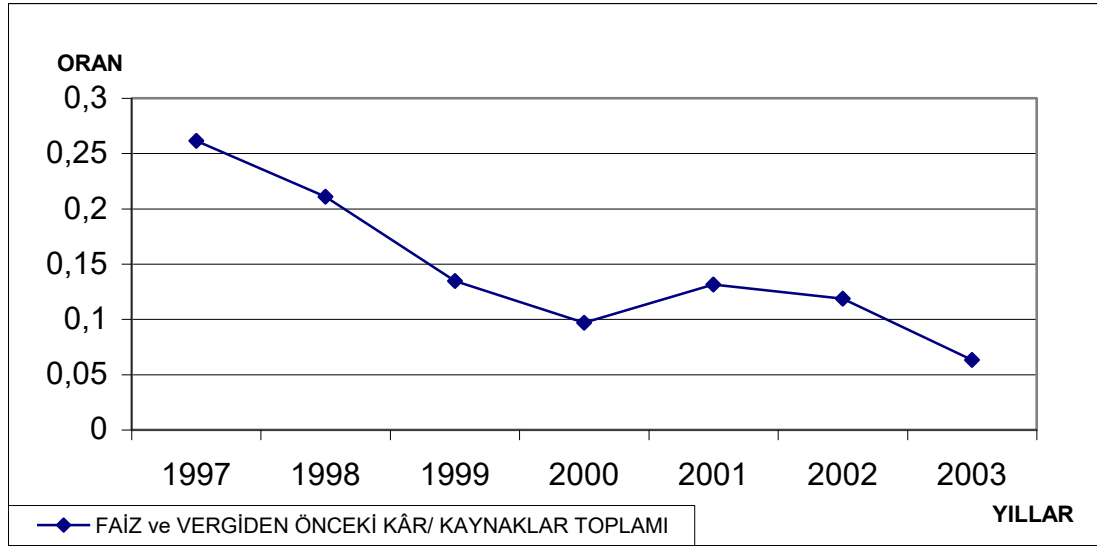
gösteren bu oran, sektörde krizden sonra varlıkların geçmişe oranla daha az verimle kullanıldığını göstermektedir.



Şekil 157. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Vergiden Önceki Kâr / Özsermaye Oranı

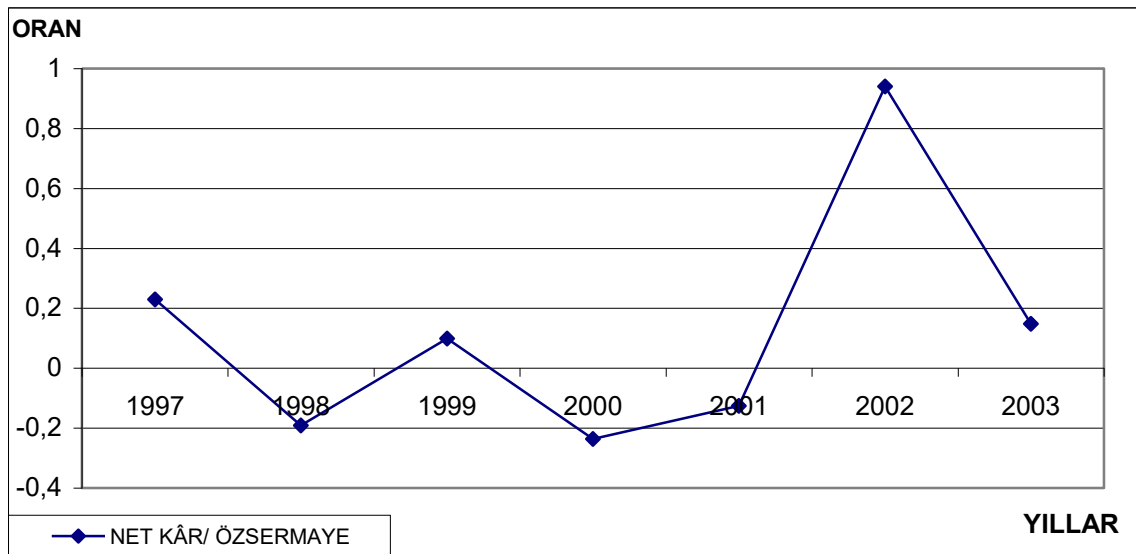
Şekil 157’de sektörün vergiden önceki kârının özsermayeye oranı verilmektedir. sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %49, 1998 yılında %40, 1999 yılında %25 ve 2000 yılında %0,03 şeklindedir. Krizde oran %21 izleyen yılda %6 ve 2003 yılındada %27 düzeyinde gerçekleşmiştir. Vergiden önceki kârın özsermaye oranlanması sonucu bulunan değerlere bakıldığında 2000 yılında negatif oran 2001 kriz yılında ise hızlı bir artış görülmektedir. Sektörde daha öncede bahsedildiği gibi 2001 yılında oransal olarak azalan özsermaye miktarı bu durumu ortaya çıkarmış olabilir.

Metal eşya, makine ve gereç yapım sektörünün kaynaklar toplamının, faiz ve vergiden önceki kâra oranlanması sonucu bulunan değerler şekil 158’de verilmiştir. Buna göre sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %26, 1998 yılında %21, 1999 yılında %13 ve 2000 yılında %9 düzeyindedir.



Şekil 158. Metal Eşya Makine ve Gereç Yapım Faiz ve Vergiden Önceki Kâr / Kaynaklar Toplamı

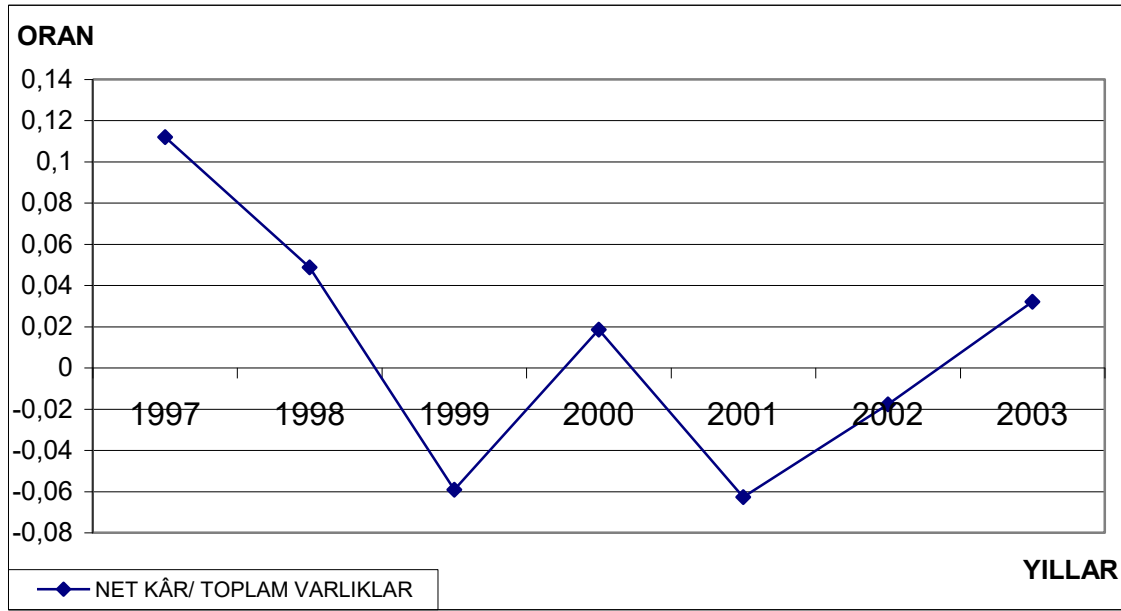
2001 kriz yılında oran %13, 2002 yılında %11 ve 2003 yılında %6 olarak gerçekleşmiştir. Faiz ve vergiden önceki kârın kaynaklar toplamına oranlanması sonucu bulunan oran pozitif olması sektör adına olumlu bir gelişmedir. Ancak net kâr toplam varlıklara oranlandığında negatif sonuçlar çıkmıştır. Bu da sektörde faiz giderlerinin fazla olduğuna dair bir gösterge olabilir.



Şekil 159. Orman Ürünleri ve Mobilya Net Kâr / Özsermaye Oranı

Şekil 159 orman ürünleri ve mobilya sektörüne ait özsermaye kârlılığını vermektedir. Sektörde oluşan oranlar, 1997 yılında %22, 1998 yılında -%19, 1999 yılında %9 ve 2000 yılında ise -%23 düzeyindedir. 2001 krizinde oran -%12 iken, 2002 yılında %93 ve 2003 yılında ise %14 seviyesinde gerçekleşmiştir. 1998, 2000 ve 2001

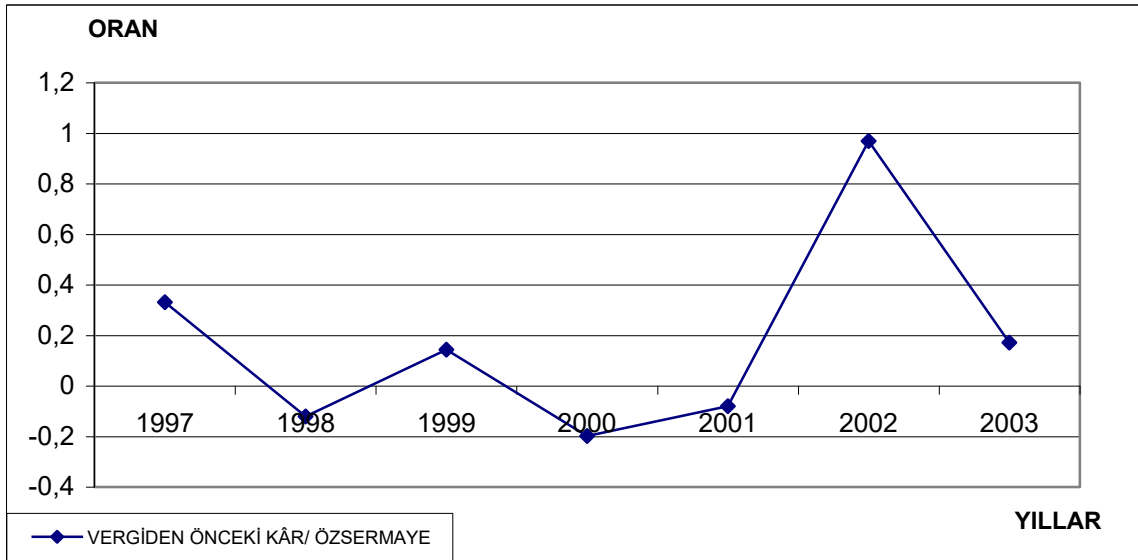
yıllarında özsermayenin kârlılığı negatif oranda gerçekleşmiştir. Sektörün kaynak yapısı incelendiğinde sermayenin toplam varlıklara oranı, 2001 yılında %32'den, 2002 yılında ise %8'e kadar düşmüştür. 2001 yılındaki yüksek kârlılık oranının nedeni sermayedeki bu kayıp gösterilebilir. Sektörün 2002 yılında uzun vadeli borçlarının toplam varlıklar içerisindeki payı %42 olarak gerçekleşmiştir. Oysa aynı oran 2001 yılında %14 seviyesindedir.



Şekil 160. Orman Ürünleri ve Mobilya Net Kâr / Toplam Varlıklar Oranı

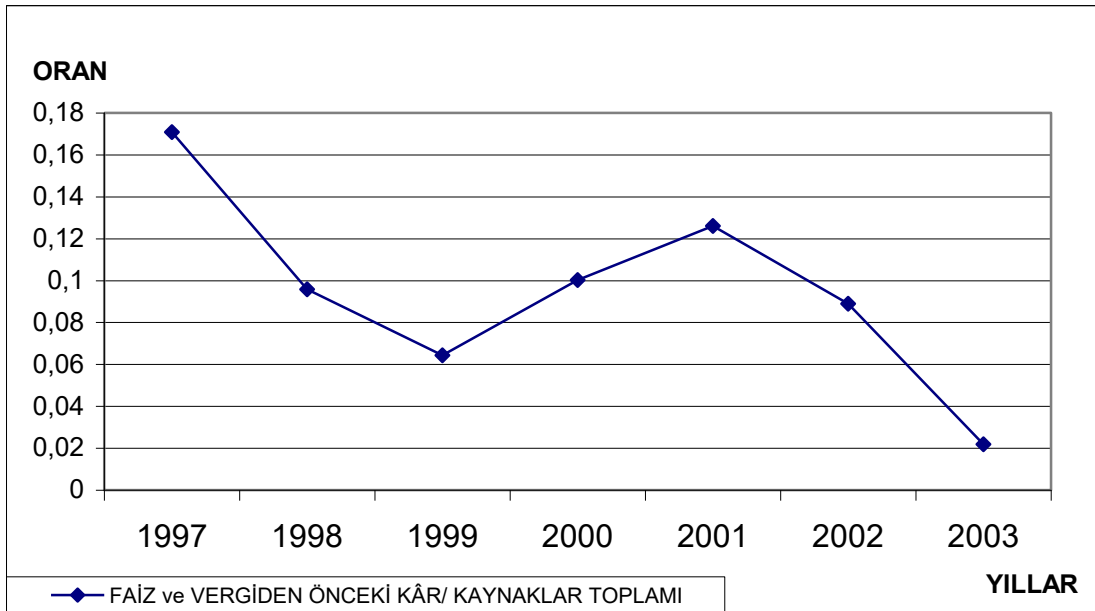
Toplam varlıkların kârlılığı şekil 160'da verilmiştir. Sektörde oranlar, 1997 yılında %11, 1998 yılında %4, 1999 yılında -%5 ve 2000 yılında % 1 olarak gerçekleşmiştir. 2001 kriz yılında oran -%6, 2002 yılında -%1 ve 2003 yılında % 3 olarak gerçekleşmiştir. 1999, 2001 ve 2002 yılında toplam varlıkların kârlılığı negatif gerçekleşmiştir. Kriz varlıkların kârlılığını olumsuz etkilemiştir. Krizden sonra ise varlıkların kârlılığında pozitif bir gelişme söz konusudur.

Şekil 161'de vergiden önceki kârın özsermayeye oranı verilmektedir. Oranlar, 1997 yılında %22, 1998 yılında -%19, 1999 yılında %9, 2000 yılında -%23 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında oran -%12, 2002 yılında %93 ve 2003 yılında %14 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 161. Orman Ürünleri ve Mobilya Vergiden Önceki Kâr / Özsermaye Oranı

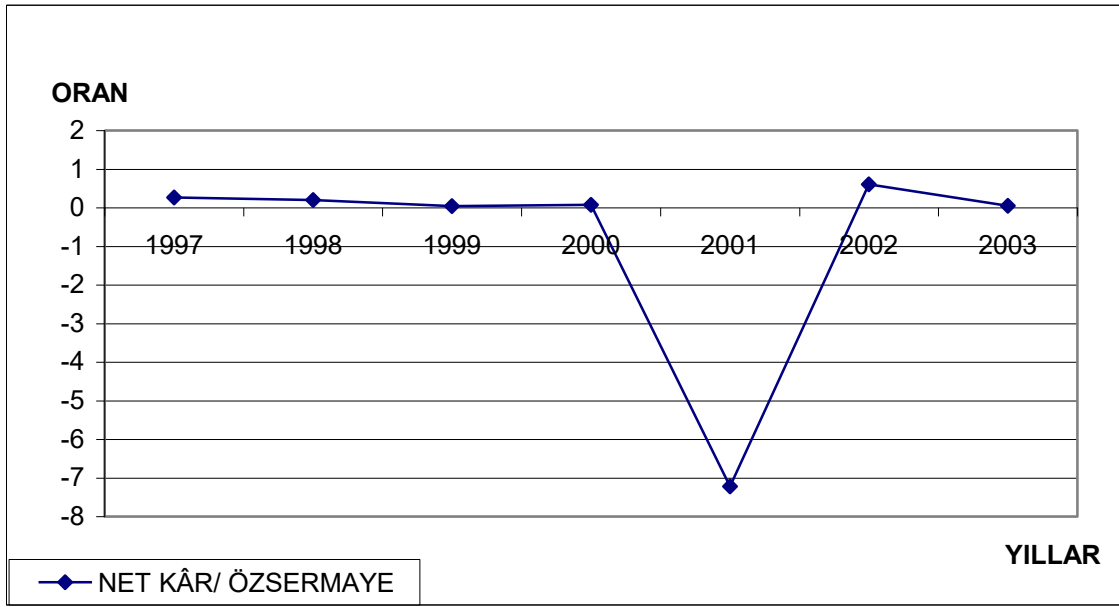
Sermayenin en düşük noktaya geldiği 2002 yılında oran yüksek 2003 yılında ise sermayenin toplam varlıklar içerisinde payının artmasıyla daha düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. bu sektörde orandaki değişmelerin en önemli nedeni özsermayede meydana gelen değişmelerdir ifadesi yanlış olmayacaktır.



Şekil 162. Orman Ürünleri ve Mobilya Faiz ve Vergiden Önceki Kâr / Kaynaklar Toplamı Oranı

Sektörün faiz ve vergiden önceki kârın karının kaynaklar toplamına oranı şekil 162'de verilmiştir. Verginin ve finansal gelir ve giderlerin dahil edilmediği bu oranda sektörde oluşan değerler şu şekildedir. 1997 yılında %17, 1998 yılında %9, 1999

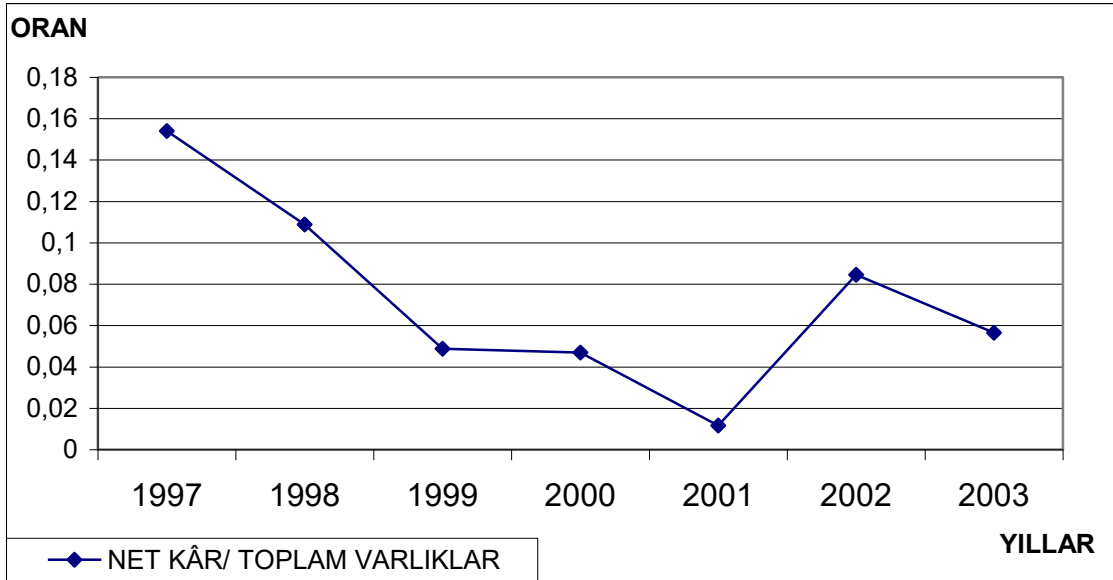
yılında %6 ve 2000 yılında %10'dur. Krizde sözü edilen oran, %12 , 2002 yılında %8 ve 2003 yılında %2 olarak gerçekleşmiştir. Sektör , esas faaliyet alanında aslında kâr potansiyeli olan bir durumdadır. Ancak net kâr- toplam varlıklar oranına bakıldığında elde edilen negatif gerçekleştirmeler, sektörde özellikle finansal giderlerin finansal gelirlerden daha fazla olduğunu ve bu yükünde kârlılık üzerinde olumsuz etkilerde bulunduğunu göstermektedir.



Şekil 163. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Net Kâr / Özsermaye Oranı

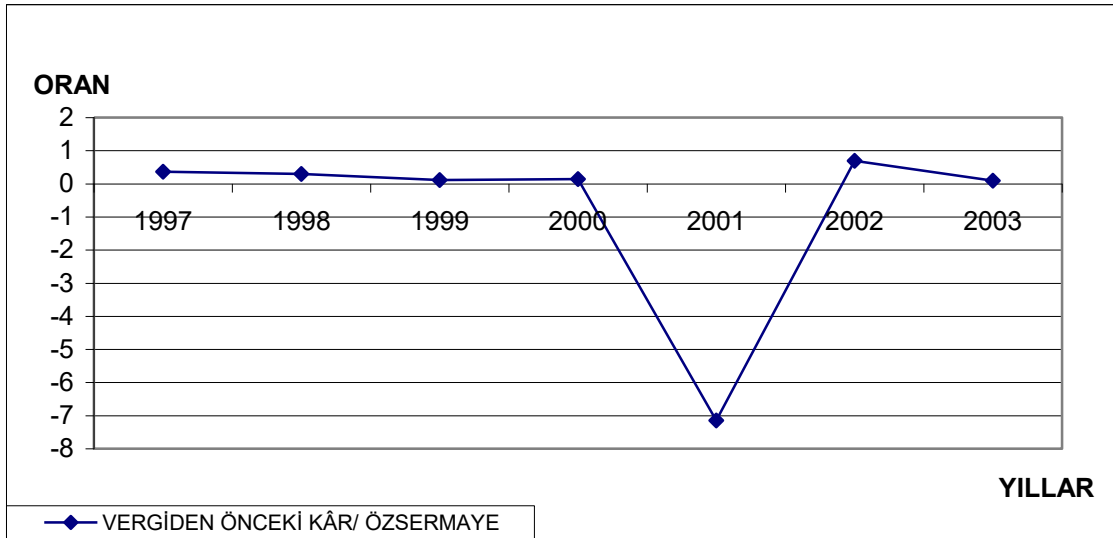
Şekil 163'da taş ve toprağa dayalı sanayinin özsermaye kârlılığına ilişkin oranlar yer almaktadır. Sektörün oranlarına bakıldığında, 1997 yılında %26, 1998 yılında %19, 1999 yılında %4 ve 2000 yılında %7 olarak gerçekleşmiştir. 2001 krizinde -%700'leri bulan oran 2002 yılında %60 ve 2003 yılındada %5 olarak gerçekleşmiştir. Sermaye yapısında özsermaye oranında büyük miktarda bir değişim olmamasına rağmen 2001 yılında böyle bir oranın çıkması krizde ortaya çıkan zararlarla açıklanabilir. Ancak net kâr toplam varlıklar oranında ortaya çıkan pozitif durum, bu durumun özellikle geçmiş yıl zararlarıyla birlikte sektörün sermayesinde meydana gelen kayıpla açıklanırsa daha doğru olacaktır.

Şekil 164'de toplam varlıkların kârlılığına ilişkin oranlar yer almaktadır. Oranlar incelendiğinde 1997 yılında %15, 1998 yılında %10, 1999 yılında %4 ve 2000 yılında %4' lük değerler karşımıza çıkmaktadır. 2001 krizine geldiğimizde oran %1'e düşmekte, oran izleyen yılda %8 ve 2003 yılındada %5 olarak gerçekleşmektedir.



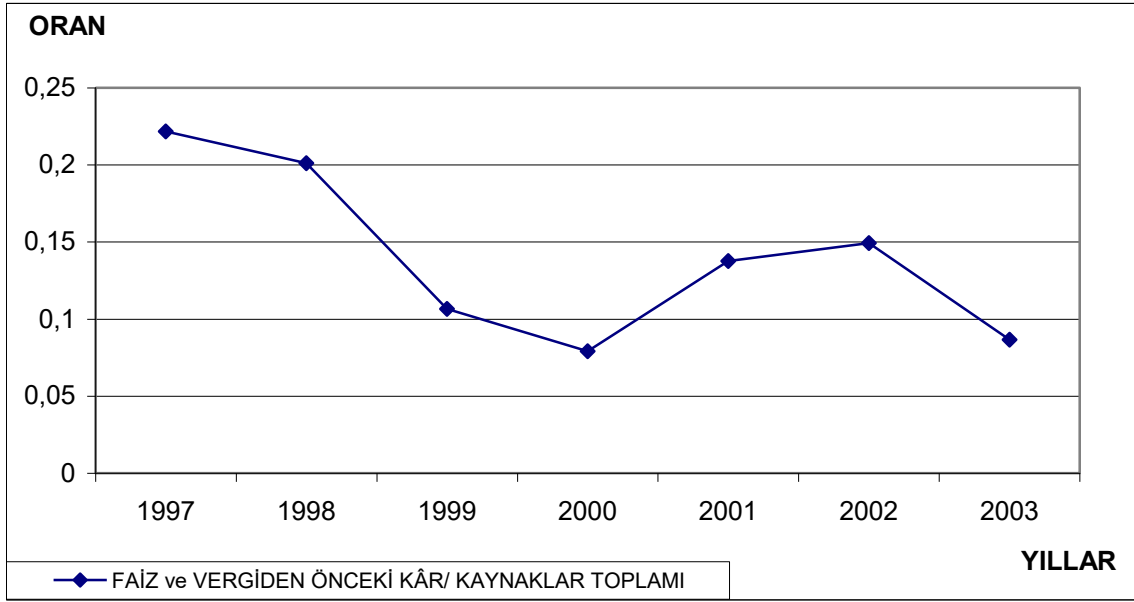
Şekil 164. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Net Kâr / Toplam Varlıklar Oranı

1997 ve 1998 yılına göre varlıkların kârlılığında gözle görülür bir azalma vardır. Oran incelen dönem içerisinde en düşük düzeyine 2001 kriz yılında gelmiştir.



Şekil 165. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Vergiden Önceki Kâr / Özsermaye Oranı

Vergiden önceki kârın özsermayeye oranı şekil 165’de yer almaktadır. Bu oranda sektörde oluşan değerle şu şekildedir. 1997 yılında %36, 1998 yılında %29, 1999 yılında %11 ve 2000 yılında %13’tür. Kriz yılı 2001’de oran - %700 olmuş, izleyen yılda %69 ve 2003 yılında ise %8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sektörün net kârının özsermayeye oranlanmasıyla elde edilen şekle benzer bir şekil çıkmıştır. Buradada, özellikle 2001 yılında meydana gelen büyük negatif durum sermayede meydana gelen kayıplarla açıklanabilir.



**Şekil 166. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Faiz ve Vergiden Önceki Kâr / Kaynaklar Toplamı Oranı**

Şekil 166’de sektörün faiz ve vergiden önceki kârının kaynaklar toplamına oranı verilmektedir. Sektörde kullanılan kaynakların ne kadar verimli kullanıldığına bakıldığında, 1997 yılında %22 , 1998 yılında %20, 1999 yılında %10 ve 2000 yılında %7’lik rakamlar karşımıza çıkmaktadır. 2001 krizine geldiğimizde oran %13, 2002 yılında %14 ve 2003 yılındada %5.8 olarak gerçekleşmiştir. Sektörde kriz yılında meydana gelen kaynaklarda meydana gelen azalma ile açıklanabilir. Şekil 165’e bakıldığında, FVÖK’ ın özkaynakalara oranında çok büyük bir düşme görülmektedir. Kaynağı bir tarafı olan özsermayede azalışlar toplam kaynaklarda bir azalmayı dolayısıyla oranda bir artışı beraberinde getirmiştir.

### III. TÜRKİYE'DE 2001 KRİZİNİN İŞLETMELERİN FİNANSAL YAPISINA ETKİSİNİN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Yaşadığımız 2001 şubat krizinin, imalat işletmelerinin finansal yapısı üzerindeki etkilerini temel birkaç başlık altında topladığımızda karşımıza şu sonuçlar çıkmaktadır.

Finansal (borç) oranları belirlenen yedi (7) sektör için incelendiğinde, özellikle kriz yılı olan 2001 yılında sektörlerin oranlarında hissedilir değişmelerin olduğu söylenebilir. Sektörlerin kriz yılında özellikle kısa vadeli yabancı kaynaklarında, daha sonra ise uzun vadeli yabancı kaynaklarında bir artış olmuştur. Bu doğal olarak, sektörlerin finansman yükünü artırmıştır. Sektörlerin finansman yükünün artması kârlılıkları olumsuz yönde etkilemiştir. Kriz yılı ve izleyen yıllarda sektörlerin zararlarının büyümesi sermayelerini olumsuz etkilemiş yabancı kaynak kullanımındaki artışta bunun da etkisi olmuştur. Sektörlerin sermaye yapılarında özsermaye yabancı kaynak bileşiminin yabancı kaynak lehine bozulması sektörlerin risk düzeylerini de artırmıştır.

Krizi izleyen iki yılda sektörler kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklar içersindeki payını azaltma yoluna gitmişlerdir ki, bu işletmelerin mali yapılarını güçlendiren bir gelişmedir. Aynı şekilde, bazı sektörlerde borçların vadelerinde değişiklik olmuş, kısa vadeli borçlarda azalma meydana gelirken uzun vadeli borçlarda bir artış olmuştur. Uzun vadeli borçların artması vadenin uzamasından dolayı riski azaltırken, faizlerin yükselmesinden dolayı borç maliyetini yükseltecektir. Ekonomideki canlanmanın da etkisiyle kârlarda meydana gelen artışlar, krizi izleyen yıllarda özsermayenin toplam varlıklar içersindeki payının yükselmesini sağlamıştır. Krizden sonra, gerek kısa vadeli yabancı kaynaklarda ki azalış, gerekse özsermaye ve uzun vadeli borçlardaki artış işletmelerin mali yapılarını daha güçlü hale getirmiştir.

Likidite oranlarına bakıldığında ise, cari oranda özellikle 2001 yılında artan kısa vadeli borçlardan dolayı aşağı yönlü bir sarkma olsa da krizden sonra tüm sektörlerde cari oranların arttığı görülmektedir. Metal ana sanayi ve taş ve toprağa dayalı sanayide istikrarlı bir artış söz konusudur. Sektörlere ait asit test oranları incelendiğinde ise bazı sektörlerde stok miktarının önemli miktarda olduğu görülmektedir. Metal eşya makine ve gereç yapım sektöründe meydana gelen sert düşüş bu sektörde krizde oluşan stok



miktarında işaret etmektedir. Kriz yılında, dokuma, giyim eşyası deri ve gıda, içki, tütün sanayi hariç tüm sektörlerde düşüş yaşanmıştır. Bu iki sektörde ise düşüş 2000 yılında gerçekleşmiştir. Taş ve toprağa dayalı sanayi ve metal ana sanayide cari orandaki kriz yılı dahil istikrarlı artış bu oranda görülmemektedir. Bu nedenle adı geçen iki sektörde cari oranda meydana gelen artış stok kalemindeki artışlara bağlanabilir. Nakit oranında metal eşya, makine araç ve gereçleri sektörü haricindeki tüm sektörlerde kriz yılında bir artış yaşanmıştır. Nakit oranındaki bu artış sektörlerin bu dönemde artan kısa vadeli borçlarından kaynaklanan riski azaltmak yada kriz döneminde artan piyasa faizlerinden dolayı faaliyet dışı gelirleri artırma isteği olabilir. Metal eşya, makine ve gereçleri sektöründe ise kriz yılında nakit oranda bir azalma meydana gelmiştir. Piyasadaki belirsizliklerin artması, alıcıların tüketim isteklerini erteleme davranışı ve nakit varlıkların değerli hale gelmesi gibi nedenlerden dolayı ticari alacakların döner varlıklar içerisinde payının artması kriz dönemleri için beklenen bir sonuçtur. Nitekim, kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünleri, metal ana sanayi ve taş toprağa dayalı sanayi dışında kalan sektörlerde alacakların döner varlıklar içerisindeki payında bir artış yaşanmıştır. Bahsi geçen üç sektörde ise kriz yılında bir önceki seneye göre düşüş yaşanmıştır. Ancak bu üç sektörde benzer artışlar 2000 yılında yani şubat 2001 krizinden bir sene önce gözlenmiştir. Sektörlerin normal çalışma düzenlerini sürdürebilmeleri için gerekli olan işletme sermayesinin toplam varlıklar içerisindeki payı, 2001 yılında metal ana sanayi ve taş ve toprağa dayalı sanayi dışında kalan sektörlerde düşme göstermiştir. Bu iki sektörde belirtilen dönemde sözü geçen oranda artışlar gözlenmiştir. Krizde yaşanan kaynak sıkıntısı nedeniyle işletmelerin kısa vadeli yabancı kaynaklara başvurmak zorunda kalmaları doğal olarak net işletme sermayelerinin azalmasına ve toplam varlıklar içerisindeki payının düşmesine neden olmuştur. Net işletme sermayesinde meydana gelen düşmeler beraberinde işletmelerin kapasitelerini de etkileyecektir. Daha az kapasiteyle çalışmaları, üretim hacminin düşmesine ve pazar kayıplarına neden olacaktır.

Sektörlerin faaliyet (etkinlik ) oranlarına bakıldığında karşımıza çıkan sonuçlar ise şu şekilde özetlenebilir. Metal ana sanayi ve metal eşya, makine ve gereçleri sektörü dışında tüm sektörlerde stok devir hızı oranları yükselme göstermiştir. Stok devir hızının artması, artan belirsiz ortamı ve değişen piyasa koşulları nedeniyle ürünlerin fiyatının belirlenememesinden dolayı işletmelerin stok tutma isteklerinin zayıflamasından ve

bununla birlikte, gelecekteki satışların durumu ve krizin ne kadar süreceği konusunda bir belirsizliğin olmasından kaynaklanmış olabilir. Özellikle metal eşya, makine ve gereçleri sektöründe düşen stok devir hızı ise sektörün ürettiği mal grubunun bireylerin direkt tüketim talebiyle ilgili olduğu için ertelenen talepten kaynaklanan bir stok artışı nedeniyle olma ihtimali yüksektir.

Sektörlerin alacak devir hızlarına bakıldığında ise, gıda, içki, tütün sanayi ve metal eşya, makine, araç ve gereçleri sektörü dışında tüm sektörlerde kriz yılında bir artış görülmektedir. Alacak devir hızındaki artış tanınan kredi süresinde bir azalmayı işaret etmektedir. Artan kaynak ihtiyacı ve düşen işletme sermayesi miktarı sektörlerin alacak kalemine daha fazla kaynak ayırmalarını engellemiştir. Bu nedenle alacak devir hızında meydana gelen artışlar kriz dönemlerinde normal bir davranış biçimi olarak karşımıza çıkmaktadır. Oranın düşme gösterdiği sektörlerden metal eşya, makine ve gereçleri sektöründe özellikle artan stoklardan ve düşen talepten dolayı vade açısından daha cazip kampanyalar düzenlenmesi alacak devir hızındaki artışın nedeni olarak gösterilebilir.

Satışların özsermayeye oranlanması sonucu bulunan özsermaye devir hızında genelde düşüşler yaşanmış, ancak taş ve toprağa dayalı sanayide 2001 yılında artış görülmüştür. Burada en önemli etken krizle ortaya çıkan büyük zararlar olarak görülmektedir. Krizden sonrada oran kimya, petrol, plastik ve kauçuk ürünleri sektörü hariç kriz öncesi dönemlerine ulaşamamıştır. Bu da bize sektörün krizden sonra özsermayesini kriz öncesi döneme göre daha az etkin kullandığını göstermektedir.

Net işletme sermayesinin toplam varlıklara oranında ki düşme olduğu likidite oranlarında belirtilmişti. Burada da net işletme sermayesi devir hızında genel olarak bir düşme eğilimi sektörler için geçerlidir. Sektörlere bakıldığında toplam varlıklar içinde payı azalan net işletme sermayesinin devir hızının artması beklenir. Fakat kriz döneminde satışlarda meydana gelen azalma net işletme sermayesindeki azalıştan daha fazla olduğu içindir ki, net işletme sermayesi devir hızında bir azalma görülmüştür. 2001 yılında yalnızca metal eşya, makine, araç ve gereçleri sektöründe ve taş ve toprağa dayalı sanayi sektöründe bir önceki seneye göre bir artış görülmüştür. Ancak bu iki sektörde kriz öncesi yılda çok sert düşüşler meydana geldiğinde belirtilmelidir.

Varlık devir hızında sektörlerde genelde 2001 yılında ve izleyen yıllarda artışlar meydana gelmiştir. Satışların özellikle kriz dönemlerinde azaldığı varsayımı altında sektörlerin maddi duran varlıkları devir hızındaki artışların nedeni maddi duran varlıklarında meydana gelene azalmalar olabilir. Bu azalmalar sektörlerin kaynak yaratma isteğinden olabileceği gibi, leasing gibi farklı finansal araçlara yönelerek sabit yatırımlarını azaltmış da olabilirler.

Sektörlerin aktif devir hızlarına bakıldığında, metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü ile orman ürünleri ve mobilya sektörü dışındaki sektörlerde bir artış meydana gelmiştir. Bu artışın kaynaklarından bir tanesi, maddi duran varlıklarda meydana gelen azalma diğeri ise, özellikle stok ve alacak devir hızlarında meydana gelen artıştan hareket ederek, bu kalemlere ayrılan kaynaklardaki azalmadır. Yani döner ve duran varlıklardaki azalmalar beraberinde aktif devir hızındaki artışı ortaya çıkarmaktadır. Metal eşya, makine ve gereçleri sektöründe hatırlanacağı gibi, 2001 yılında hem alacak devir hızında hem de stok devir hızında azalmalar meydana gelmişti. Bu da burada aktif devir hızında medya gelen düşmeyi açıklamaktadır.

Sektörlerde yatırımların kârlılığına bakıldığında, 2001 yılında taş ve toprağa dayalı sanayide bir düşüş meydana gelmiştir. Ancak dikkat çeken nokta kalan sektörlerin hepsinde kriz döneminde bir artış olmasına rağmen krizden bir sene önce yani 2000 yılında çok sert düşüşlerin meydana gelmesidir. 2001 yılında meydana gelen artışın kaynağı ise, özsermayede 2001 yılında meydana gelen kayıplar ve yabancı kaynakların özellikle kısa vadeli yabancı kaynakların miktarındaki artışlardır. Vergiden önceki kârın özsermayeye oranlanması sonucu bulunan oranlara bakıldığında da, benzeri bir tablo ortaya çıkmaktadır. Krizden sonra bazı sektörlerde görülen azalmalar ise, kriz sonrası dönemde görülen özsermayeye yöneliş ile açıklanabilir. Varlıkların kârlılığına bakıldığında ise tüm sektörlerde 2001 kriz yılında büyük düşüşler olduğu net olarak görülmektedir. Benzeri durum vergiden önceki kârın toplam varlıklara oranlanmasında da görülmektedir.

## SONUÇ

Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında birbiri içine geçmiş iki finansal kriz yaşamıştır. Bu çalışmada özellikle 2001 şubat krizinin seçilme nedeni, içerisinde kasım 2000 krizinin etkilerini de barındırması ve ekonomi ve sosyal yaşam üzerinde yarattığı etkilerin, 2000 Kasım krizinin çok çok üzerinde olmasıdır.

Krizleri ortaya çıkaran nedenler incelendiğinde aslında kriz çıkan ülkelerin hepsinde ortak noktalar olduğu görülmektedir. Bunlar; ülkelerin makro ekonomik politikalarının zayıflığı, kamu açıkları, artan borç stokları, uygulanan kur politikaları sonucu ortaya çıkan dış ticaret açıkları, devlet – özel sektör ilişkisinin yolsuzluğa yol açan nitelikler taşıması, mali sektörün zayıflığı, kurum ve kuralların eksikliği ve tasarruf açıkları olarak sıralanabilir.

Krizi ortaya çıkaran nedenler bunlar olarak gösterilse de, çoğunlukla ülkelerin bu eksiklerini bir kriz şeklinde ortaya çıkaran ve etkisini genişleten bazı etmenlerde bulunmaktadır. Özellikle sermaye hareketleri ve bilişim dünyasında meydana gelen hızlı gelişmelerin sermaye hareketlerini etkilemesi, bu etmenlerin en önemlileri olarak gösterilebilir.

Krizler ortaya çıkışları bakımında da farklı türlerde ele alınmaktadır. Bunlar para krizleri, bankacılık krizleri, varlıkların aşırı değerlenmesiyle açıklanan krizler, ahlâki tehlike krizi ve dış borç krizi olarak ele alınmaktadır. Krizler farklı türlerde ele alınsalarda, genellikle birden fazla kriz türü aynı anda ortaya çıkabilmekte, hatta birbirlerinin oluşumunda etkileri olabilmektedir.

Krizler yalnızca ülkemize özgü ekonomik olaylar değildir. 1900’lü yıllardan günümüze geldiğimizde bir çok ülkenin en az bir kriz deneyimi olduğu görülmektedir. Bu ülkelerden bazıları, özellikle gelişmekte olan ülke grupları, kriz tecrübesini birden fazla yaşamışlardır. Bu krizlerin en ünlüsü 1929 yılında Amerika’da başlayan “ büyük buhran” adı verilen krizdir. Amerika kıtasını sarsan oradan Avrupa’ya sıçrayan bu kriz o dönemde büyük etkiler yaratmıştır.

Daha yakın tarihimize baktığımızda, Dünya’da 1992 Avrupa Para Birliği mekanizması krizi (ERM), 1994-1995 Meksika krizi, 1997 Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, 1995- 2001 Arjantin krizi ve Türkiye’nin yaşamış olduğu 1994 ve 2001 krizleri sayılabilir.

Kriz'e giren bu ülkeler incelendiğinde, krizi ortaya çıkaran nedenler arasında yukarıda sayılanların çoğunun yer aldığı görülecektir. Fakat kriz çıkan ülkelerde bu nedenlerin dışında asıl dikkat çeken nokta, krizin ortaya çıktığı yıllarla kesişen sert sermaye çıkışlarıdır. Özellikle 1990 yılından sonra meydana gelen ve yukarıda yer alan tüm krizlerde kriz öncesi dönemde yüksek miktarlarda ülke içine portföy yatırımı şeklinde bir sermaye girişi olmuş, aynı şekilde, krizin hemen öncesinde ve çok hızlı bir şekilde çok büyük miktarlarda bu yatırımlar ülke dışına çıkmışlardır. Özellikle sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde, söz konusu sermaye çıkışı için zeminin de uygun olması bu tür hareket yapan yabancı yatırımcıların hiç zarar görmeden yatırımlarını ülke dışına çıkarmasını sağlamıştır.

Krizler, ekonomilerde olacağı tahmin edilebilen, fakat ne zaman olacağı tahmin edilemeyen ekonomik olaylar olduğu için, aslında tüm kesimleri etkileyen bir durumdur. Ekonomik göstergelerden kriz beklentisi oluşsa da, profesyonel yatırımcılar dışında kalan kesim krizin ortaya çıktığı ana kadar hiç bir tedbir alamamaktadır. Bununla birlikte yaşanan krizlerden yola çıkarak krizleri açıklamaya yönelik bazı teori ve modeller geliştirilmiştir. Krizleri ülke parasına yönelik spekülasyonlarla açıklayan birinci nesil modellerin yanında, ülkelerin makro ekonomik sorunlarından dolayı kriz yaşadığını söyleyen ikinci nesil modeller ve ülkelerin birbirlerini etkilemesi sonucu krizlerin ortaya çıktığını söyleyen bulaşıcı kriz modelleri krizleri açıklamaya yönelik oluşturulmuş modellerden en önemlileridir.

Krizlerin modellenmesi ve ortak noktaların tespit edilmesi beraberinde krizlerin olmadan önce tahmin edilebileceği düşüncesini ortaya çıkarmıştır. Graciela Kaminsky, Soul Lizondo ve Carmen M. Reinhart tarafından ortaya atılan "Sinyal Yaklaşımı" metodu, ülkelere farklı ekonomik göstergelerin, dönemler itibarıyla yapmış oldukları değişimlerinin izlenerek krizlerin tahmin edilebileceğini savunmuşlardır. Kriz çıkan farklı ülkelerde yaptıkları çalışmalar sonucunda kullandıkları göstergelerin, döviz krizleri için kriz olmadan 24 ay, bankacılık krizleri için ise kriz olmadan 12 ay içinde ürettikleri sinyallerin krizleri önceden tahmin etmede yardımcı olduğunu göstermişlerdir.

Ülkemiz 1990'lı yıllardan sonra, 1994, 2000 ve 2001 yıllarında kriz yaşamış bir ülkedir. Bu krizlerin yanında 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinin 1999 Brezilya

krizinin yansımalarında ülkemizde kriz havası yaratan, ekonomiyi etkilemiş gelişmelerdir. Aslında kriz deneyimi olan bir ülke olmasına rağmen Türkiye, 2001 Şubatında yaşadığı krizden tüm kesimleriyle çok fazla etkilenmiştir. Genel anlamda bu etkiler; gayri safi milli hasılda meydana gelen düşme, kapanan işyerleri, enflasyondaki artış, tasfiye edilen bankalar, kamu borçlanmasındaki artışlar, istihdamda azalma, dış ticaret dengesi ve ödemeler dengesindeki değişimler olarak sıralanabilir.

Ülke ekonomisine yansımaları bu şekilde olan finansal krizlerin işletmelere olan etkisi ise, piyasa değerlerindeki azalma, yatırımlarında düşme, kapasite kullanımlarında azalma, çalışılan saat endeksindeki azalma şeklinde ele alınmıştır. Tabii krizlerin asıl etkisi işletmelerin mali tablolarında görülmektedir.

Krizin imalat işletmelerinin finansal yapısı üzerinde yarattığı etki bu çalışmada hem rakamsal olarak hem de şekiller yardımıyla görsel olarak gösterilmiştir. Çalışma incelendiğinde görülebileceği gibi, 2001 yılında yaşadığımız kriz özellikle işletmelerin finansal (borç) yapısını etkilemiştir. Kriz dönemlerinde kredi kurumlarının uzun vadeli borç vermeye yanaşmaması nedeniyle işletmeler kısa vadeli borçlanmaya gitmek zorunda kalmaktadır. Artan finansman maliyetiyle birlikte satışlarında düşmesi neticesinde oluşan büyük zararlar işletmelerin özsermayesini eritmekte ve onları bir borçlanma sarmalı içersine sokmaktadır. Kriz dönemlerinde alınan kredilerin büyük bir kısmı kısa vadeli olduğu için, bu işletmelerin riskini artırmakta, artan riskin borçlanma maliyetlerine yansması finansman yüklerini artırırken kârlılıklarında düşürmektedir. Borcun belirli bir vadesinin olması ve geri ödeme yükümlülüğü işletmeleri her defasında daha fazla maliyetle borçlanmaya yöneltmektedir. Bu nedenle işletmelerin özsermayelerini daha kuvvetli tutmaları, büyüme stratejilerini borçla değil, özkaynakla gerçekleştirmeleri özellikle kriz dönemlerinde daha önemli hale gelmektedir. Bu nedenle ülkemiz ekonomisi krizlere karşı daha dayanıklı hale gelene kadar işletmelerin özsermayelerini güçlü tutmaları yaşamlarını sürdürebilmeleri için hayati bir önem arz etmektedir. Nitekim özsermayeleri kuvvetli işletmeler krizden sonra azalan rakiplerinden dolayı daha hızlı büyüme gösterebileceklerdir. Sermaye yetersizliğinin özkaynakla büyümede bir engel olacağı gerçeğiyle, en azından işletmelerin büyük ve geri dönüşü zaman alacak projelerini zamana yaymaları ya da uzun vadeli borçlanmalarla finanse etmeleride yararlı olacaktır. Bazı yatırımları

yapmak yerine kiralamakta (leasing) işletmelerin finansal yüklerini azaltacak bir önlem olarak düşünülebilir.

Sektörlere bakıldığında, faaliyet oranlarında, özellikle stok devir hızı ve alacak devir hızlarının genelde yükseldiği görülmektedir. Kriz döneminde bir diğer gelişme net işletme sermayesinin azalma göstermesidir. Artan kısa vadeli borçlar, net işletme sermayesini düşürmekte, doğal olarak işletmelerde stok ve alacaklara daha az kaynak ayırmak zorunda kalmaktadırlar. Özellikle piyasalarda hem yerel hem de küresel rekabetin hızla artması işletmelerin tahsil sürelerini kısaltmalarına engel olsa da, stok devir hızlarını yükseltmek, fazla stok tutma yerine optimum seviyede stok tutma yönteminin işletmelerde yaygınlaşması çalışma sermayesi ihtiyacını dolayısıyla maliyetleri azaltan bir unsur olacaktır.

Ülkemiz ekonomisinde uygulanan ekonomik program neticesinde düşmeye başlayan enflasyonda, işletmeleri daha az stok tutma konusunda yönlendirici bir faktör olacaktır. Varlık devir hızlarında artışlar, işletmelerin kriz dönemlerinde sabit varlıklarında da bir kayba uğradıklarını göstermektedir. Likidite bakımından zaten zayıf olan duran varlıkların özellikle kriz dönemlerinde satılması işletmeler için ikinci bir kayıp unsuru olmaktadır. Bu nedenle özellikle sabit varlık alımına bir alternatif olan Leasing (finansal kiralama) işletmelerin uğradıkları kayıpları azaltabilecek ve büyük sabit varlık yatırımları yapmadan bu varlıklara sahip olabilecekleri bir yöntemdir. Aktif devir hızında artışlarda kriz dönemlerinde yanlıcıdır. Çünkü satışların azaldığı bir ortamda varlık devir hızlarında ortaya çıkan artışlar, bu varlıkların miktarında meydana gelen azalmalarla açıklanabilir. Net işletme sermayeleri ya da diğer bir isimle çalışma sermayeleri işletmeler için bazı zamanlarda özsermayeden daha değerli hale gelmektedir.

Kriz dönemlerinde özellikle çalışma sermayesinde büyük kayıplar oluşmaktadır. İşletmeler her ne kadar stok ve alacaklarını yeniden düzenleyerek buna karşı önlem almaya çalışsalar da, yeterli olmamaktadır. Yukarıda belirtildiği gibi özsermayeye yapılacak yatırımlar işletmelerin yabancı kaynak ihtiyaçlarını azalttığına bu işletmelerin çalışma sermayelerinde oransal olarak olumlu yönde yansıtacaktır.

Sektörlerde kâr oranları beklenebileceği gibi, kriz dönemlerinde düşmüştür. Kârda meydana gelen bu düşmenin nedenleri, krizde düşen satışlar ve artan girdi

maliyetleri olabilir. Ancak özellikle dikkat edilmesi gereken tüm sektörlerde karşılaşılan kısa vadeli yabancı kaynaklarda meydana gelen artışlardır. Artan finansman yükleride işletmelerin kârlılıkları üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Satışların düşmesi girdi maliyetlerinde artışlar, ekonomik olaylar olduğu için işletmelerin müdahale şansı zayıftır. Fakat finansman maliyetleri işletmelerin kontrolü altında olması gereken maliyet unsurlarıdır. Bu noktada işletmeler daha dikkatli finansal kararlar alırlarsa, kriz dönemlerinde ortaya çıkan kâr rakamlarında bu kadar düşük olmayacaktır

Krizin, olacağı beklenen fakat ne zaman olacağı tahmin edilemeyen ekonomik bir olay olduğundan daha önce bahsedilmişti. Bu noktada diğer ekonomik birimler gibi işletmelerde krizin ortaya çıkış tarihini kestiremeyebilirler. Ancak bu çalışmada ve diğer pek çok çalışmada bahsedildiği gibi, kriz ihtimalini öngörmek çok da olasılık dışı değildir. İşletmelerde öncelikle yaşadıkları ekonomide, sonrasında küreselleşen ekonomik yapı nedeniyle dünya ekonomilerinde meydana gelen gelişmeleri ve değişimleri izleyerek önlemler alabilirler. Ekonomilere ait çeşitli makro ekonomik değişkenler izlenerek ekonomi hakkında tahminlerde bulunabilirler. Bu çalışmada ele alınan sinyal yaklaşımı bu konuda yardımcı olacak niteliktedir. Bu şekilde kriz olasılığını öngören işletmeler krize karşı kendilerini mümkün olduğu kadar hazırlayabileceklerdir.

Piyasaların bütünleşmesi ve finansal araçlarda meydana gelen gelişmeler işletmelere risk düzeylerini azaltmalarında yardımcı olacak bir çok seçeneği onlara sunmaktadır. Ülkemizde de faaliyet gösteren vadeli işlem borsası bu konuda fırsatlar sunmaktadır. Dünyada 2002 yılı rakamları ile vadeli işlem borsalarının işlem hacmi 100 trilyon doların üzerinde olup, yılda 4.5 milyar sözleşme alınıp satılmaktadır. İşlem hacimleri finansal piyasalarda olumsuz gelişmeler yaşandığı dönemlerde de artmaya devam etmiştir. Ülkemizde bulunan vadeli işlemler piyasasında döviz, faiz, U-30 endeksi, pamuk ve buğday üzerinde sözleşmeler alınıp satılmaktadır. Özellikle döviz ve faiz üzerinde yapılacak sözleşmeler işletmelerin gelecekte karşılaşacakları belirsizlikleri daha alt düzeylere indirecektir. Forward, future, swap ve opsiyon sözleşmeleri gerek döviz kurunda gerekse mal fiyatlarındaki oynaklıktan işletmeleri koruyacak özelliklere sahip finansal araçlardır. Bu tür araçların ortaya çıkmasında büyük etkisi olan ekonomik kriz ve belirsizlikler, ülkemizde bu araçların kullanımının artmasında da etkin rol oynayacaktır.



Kriz ortaya çıktıktan sonra bu çalışmadan da görülebileceği gibi işletmeler artan maliyetleri azaltmak amacıyla, öncelikle istihdamın azaltılması yoluna gitmektedirler. İstihdamla ilgili bu çalışmada verilen veriler incelendiğinde, özellikle sanayi kesiminde kriz dönemlerinde istihdam düzeyinin azaldığı rahatlıkla görülebilecektir. Bu sosyal anlamda kabul edilebilir yol olmasa da işletmeler maliyetlerini düşürmek amacıyla bunu yapmaktadırlar. İşletmelerin uzun vadeli kaynak bulma şansına sahip değillerse, başka işletmelerle birleşme yoluna gidebilirler. Bu birleşme farklı işletmelerle olabileceği gibi kendilerine hammadde sağlayan tedarikçilerle ya da üretilen mamulün dağıtımını sağlayan işletmelerle olabilir. Yaşanan 2001 krizinde bu birleşmelerin örnekleri görülmüştür. Kaynak bulmakta sermaye artırımını akla gelen ilk seçeneklerden biri olsa da özellikle kriz dönemlerinde işletmelerin bu yöntemi gerçekleştirmesi çok kolay olmamaktadır. Borçların özsermayeye dönüştürülmesi hem yükümlülüklerin azalmasında etkili olacak hemde risk dağıtılmış olacaktır. Varlıkların satışı işletmelere kaynak sağlayacak diğer bir seçenek gibi dursa da özellikle belirsizliğin hakim olduğu piyasa ortamlarında sahip olunan varlıkların değerinden satılması hatta satılması bile işletmeler için zor olacaktır. Ancak özellikle varlık devir hızında kriz yılından sonra görülen artışlar, işletmelerin kriz döneminde ellerinde varlık çıkarttığıнын bir işareti olarak algılanabilir.

Sonuç olarak, krizler ekonomilerde farklı şekillerde de olsa daima varolacak olaylardır. Bu gerçeği kabul etmek, işletmelerinde finansal yapılarını ona göre hazırlamalarını gerektirecektir. Finansal anlamda yapılması gerekenler, literatürde bir çok kaynakta gösterilmiştir. Bu nedenle işletmelerin karar vermesi gereken nokta, kârlılık ve risk düzeyinin ne olacağı, dolayısıyla yabancı kaynak özkaynak bileşiminin nasıl olması gerektiğidir.

## KAYNAKLAR

- AFŞAR Muharrem, “Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi”, T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 1558, İ.İ.B.F Yayın No:183, Eskişehir 2004.
- AKDIŞ Muhammet, “Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye”, Beta Yayınevi: 1. Basım, İstanbul, 2000.
- \_\_\_\_\_, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler Ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi” , <http://makdis.pamukkale.edu.tr/Mak21.htm> (18.07.2005).
- \_\_\_\_\_, “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri Ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler”, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/ Ekim2002 /akdis.htm> (11.09.2004).
- AKGÜÇ Öztin, “500 Büyük Kuruluşun Finans Yapısı” İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:461 , Ağustos 2004.
- AKMAN Vedat, “Modern Dünyadaki En Büyük Ekonomik Kriz Asya Krizi Sonrası ve Muhtemel Etkileri”, Rota yayınları, Eylül 1998.
- AKTAN Çoşkun Can, ŞEN Hüseyin, “Globalleşme, Ekonomik Kriz ve Türkiye”, Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri Vakfı, Ekonomik, Sosyal ve Siyasal Araştırmalar serisi No:1 Kasım 1999
- ALP Ali, “Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye”, İ.M.K.B Yayını, Aralık 2002.
- ARSLAN Mehmet, “ IMF – Krizler Ve Türkiye” , Stratejik Analiz Dergisi, Haziran 2001, Sayı:14, [http://www.avsam.org/turkce/yayinlar/stratejikanaliz/makale/makalestranl14.htm#\\_edn12](http://www.avsam.org/turkce/yayinlar/stratejikanaliz/makale/makalestranl14.htm#_edn12) (14.10.2004).
- ASLANTAŞ Mesut, ODYAKMAZ Necmi, “Para Krizleri”, Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirmeler Genel Müdürlüğü <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ Mart98/parakr.htm>(20.03.2003).
- AŞIKOĞLU Rıza, “Globalleşme Sürecinde Uluslar arası Finansal Yönelimler”, T.C Dumlupınar Üniversitesi Yayınları No:2, İ.İ.B.F Yayınları No:2 Eskişehir.
- AŞIKOĞLU Rıza, ÇELİKKOL Hakan, “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Finansal Risk Ve Kaçınma Yolları”, Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, V. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, 8-11 Kasım 2001, Bandırma
- ATAÇ Beyhan, “Maliye Politikası”, Eğitim, Sağlık Ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, No:118 Altıncı baskı, ESKİŞEHİR.

- AYDOĞUŞ İsmail, “Global Büyüme ve Kriz” Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt II, Sayı:1, Temmuz 2000.s.29-46.
- BASDEVANT Oliver , HALL G. Stephan “The 1998 Russian Crises : could the Exchange rate volatility have predicted it?” Journal Of Policy Modelling 24,2002),[http://www.sciencedirect.com/science?\\_ob=MIimg&\\_imagekey=B6V82-45J941M-5-1P&\\_cdi=5858&\\_user=1390781&\\_orig=search&\\_coverDate=05%2F31%2F2002&\\_sk=999759997&view=c&wchp=dGLbVtb-zSkWA&md5=8367e8c821cad3de19dcc5bba43a9518&ie=/sdarticle.pdf](http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6V82-45J941M-5-1P&_cdi=5858&_user=1390781&_orig=search&_coverDate=05%2F31%2F2002&_sk=999759997&view=c&wchp=dGLbVtb-zSkWA&md5=8367e8c821cad3de19dcc5bba43a9518&ie=/sdarticle.pdf) (22.09.2004).
- BAŞOĞLU Ufuk, “Krizlerin Öngörülmesinde Sinyal Yaklaşım”,  
<http://iktisat.uludag.edu.tr/dergi/9/05-ufuk/ufuk.htm>, (19.04.2005).
- BERG Andrew, PATTILLO Catherine, “Are Currency Crises Predictable? A Test”, IMF Staff Papers Vol.46,No:2 June,1999,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1999/06-99/pdf/berg.pdf>. (18.10.2004).
- BİRĞİLİ Erhan, TUNAHAN Hakan, “Döviz Krizlerinde İşletme Sermayesi Davranışı”  
<http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P103.pdf>.( 22.08.2005)
- BULUT Erol “Tayland Ekonomisi ve Kriz”, Ekonomik Yaklaşım, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Üç Aylık Dergi, Sayı:34, Sonbahar 1999, Cilt 10.s.55-75.
- BÜKER Semih, AŞIKOĞLU Rıza, SEVİL Güven, “Finansal Yönetim”, Anadolu Üniversitesi Basımevi, Şubat 1997, Eskişehir.
- CAN İsmail, “Ekonomik Krizlere Karşı Uygulanması Gereken Vergi Politikası”  
<http://www.maliye.gov.tr/apk/malder142/ekonomikkrizlere.pdf> (02.02.2005).
- CANPOLAT Naci,”Doğu Asya’da Mucize ve Bunalım”, ASOMEDYA, Şubat 2002  
<http://www.e-aso.org.tr/html/TUR/asomedya/subat2002-ft.html#dosya> (21.08.2005).
- ÇELİK Ahmet Erhan, “Krizin Vakti Saati Gelmişti Ya Da Hiç Gitmemişti” Milliyet Gazetesi, 2 Ağustos 2004,  
<http://www.milliyet.com/2004/02/08/business/abus.html> (25.01.2005).
- ÇİLOĞLU Barış, “Arjantin Ekonomik Krizi:"Bir Arjantinli Kadar Zengin" Deyiminden Ekonomisi Çöken Arjantin'e”, Stratejik Analiz, Cilt 2, Sayı 22, Şubat 2002)  
<http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html/> (17.09.2001).
- ÇONKAR Kemalettin, ATA H.Ali, “Finansal Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi (1996-2003)”, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 5, Sayı 2, Aralık 2003.

\_\_\_\_\_, “Kriz Ortamında Bankacılıkta Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Stratejisi Olarak Türev Ürünler ve Türkiye Uygulaması”, Balıkesir üniversitesi Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, V. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, 8-11 Kasım 2001, Bandırma .

DEMİR Gülten, “Asya Krizi ve IMF”, DER Yayınları , Yayın No:268, İSTANBUL, 1999.

DERELİ Doğan, “Türkiye’de Yaşanan Son Ekonomik Kriz ile 1994 Meksika Krizi Arasındaki Benzerlikler”, [http://www.dunyagazetesi.com.tr/news\\_display\\_prn.asp](http://www.dunyagazetesi.com.tr/news_display_prn.asp).(20.10.2004).

DORNBUSCH Rudiger, PARK Yung Chul, CLAESSENS Stijin, “Contagion: How It Spreads And How It Can Be Stopped”, <http://www1.worldbank.org/economicpolicy/managing%20volatility/contagion/documents/Claessens-Dornbusch-Park.pdf> (19 Mayıs 2000).

DUMAN Koray, “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması” , Akdeniz İ.İ.B.F Dergisi, Sayı:4, 2002  
<http://www.akdeniz.edu.tr/iibf/yeni/genel/dergi/Sayi04/10Duman.pdf>(01.02.2005).

DURUSOY Serap, “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri” <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm> (22.03.2003).

EDWARDS Sebastian, “Contagion”, 1999 World Economy Lecture, Nisan 2000.  
[http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world\\_economy5.pdf](http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/world_economy5.pdf) (03.05.2005)

EMİL Ferhat, “Ekonomik Krizden Çıkışta IMF Politikalarının Değerlendirilmesi Bazı Genel Gözlemler Ve Türkiye Tecrübesi”, Tobb Panelindeki Konuşma Metni,10 Nisan 2002 / Tobb,  
[http://www.treasury.gov.tr/duyuru/basin/ferhat\\_TOBB\\_panel\\_20020410.htm](http://www.treasury.gov.tr/duyuru/basin/ferhat_TOBB_panel_20020410.htm) (19.10.2004).

ERÇEL Gazi, “Finansal Krizler I- Nedenleri”, Dünya Gazetesi,8 Mayıs 2002  
[http://www.dunyagazetesi.com.tr/news\\_display\\_prn.asp](http://www.dunyagazetesi.com.tr/news_display_prn.asp), 02.02.2005.

EROĞLU Ömer, ALBENİ Mesut, “Küreselleşme ,Ekonomik Krizler ve Türkiye”, Bilim Kitabevi Yayınları,Isparta.

ERTUNA Özer , “Türkiye’nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun 2001 faaliyet Sonuçları”, İstanbul Sanayi Odası, Sayı no: 438,Eylül 2002.

\_\_\_\_\_, “2000 ve 2001 Krizleri ve Ötesi” Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:15 Temmuz 2002.

ESEN Oğuz, “Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları”, Ekonomik Yaklaşım, Gazi Üniversitesi Sayı:30, Sonbahar 1998, Cilt 9.

- FISCHER, Stanley “Indexing and Inflation”, NBER Workink Paper No: 670 May 1981, <http://papers.nber.org/papers/w0670.pdf> (27.07.2005).
- FORBES Kristin, RİGOBON Roberto, “No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co- Movements” , NBER Working Paper, No:7267, Kasım 2001 . <http://papers.nber.org/papers/w7267.pdf>.(27.02.2005).
- GEREK Sevgi, “Finansal Küreselleşme ve Türkiye”,T.C. Anadolu Üniversitesi Yay. No:1095, İ.İ.B.F yay. No:149, Eskişehir, 1999.
- GÖKÇE Deniz, 1992’den 2001’e Ekonomik Kriz “Kriz Gerekli miydi?, “ Görüş Dergisi, sayı 14 ,1994.  
<http://www.tusiad.org/yayin/gorus/47/15.pdf> (24.11.2004).s.61-62.
- GÜLOĞLU Bülent, “İstikrar Programından İstikrarsızlığa Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri, Yeni Türkiye Dergisi, Kriz Özel sayısı 1, Eylül - Ekim 2001 <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bulent1.pdf>. (01.08.2005).s.1-11.
- GÜLOĞLU Bülent, ALTUNOĞLU Ender, “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi S.B.F Dergisi, No:27, Ekim 2002 <http://www.istanbul.edu.tr/siyasal/Turkce/Dergi/Sayi%2027.htm> (27.10.2004).s.1-29.
- GÜR Timur Han, TOSUNER Ayhan, “Para ve Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri”, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 20, Sayı 1, 2002.s.9-36.
- HACIİSLAMOĞLU M.Levent, SİLAHŞÖR H.Serkan, “Güneydoğu Asya Krizinin Nedenleri, Gelişimi Ve Olası Etkileri”,T.C Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi No:17,Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü,Mayıs 1998.
- İNAN E. Alpan, “Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi”, Bankacılar Dergisi, Sayı:42, 2002,  
<http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi42/Alpan%20Inan.doc> (12.10.2004). s.57-74.
- KAMINSKY Graciela, LIZONDO Soul, REINHART Carmen M., “Leading Indicators Of Currency Crises”, Policy Research Working Paper 1852 November 1997. [http://econ.worldbank.org/files/11594\\_wps1852.pdf](http://econ.worldbank.org/files/11594_wps1852.pdf). (29.03.2005).s.2-48.
- KARABULUT, Gökhan “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri”, Der Yayınları 328- İstanbul, 2002.
- KARLUK Rıdvan, “Türkiye Ekonomisi” Beta Basım Yayın Dağıtım:7.Baskı,İstanbul , Kasım 2002.

- KAYA, Yasemin TÜRKER “Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma : Arjantin Örneği”, BDDK,MSPD Çalışma Raporları 2001/2 <http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/arastirma/2001-2.pdf> (03.04.2004).s.1-34.
- KAYACAN Murad, ERDOĞAN Oral, UYTUN Efser, ÖZEN Levent, “Güneydoğu Asya Krizi Türkiye Ekonomisi ve İMKB’ye Etkileri”, İMKB Araştırma Md. 21.04.1998.
- KÖK Recep, DELİKTAŞ Ertuğrul, KARAÇUKA Mehmet “Türkiye Cumhuriyetinin Yüzüncü Yılına Hazırlanırken: Temel Dönüşümleri Açıklayan Analitik Yaklaşımlar Ve Küreselleşmeden Beklentiler, <http://www.iibf.deu.edu.tr/files/tartismabildirisi04-01.pdf> (09.02.2005).s.1-26.
- KULA Ferit,”Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye ÜzerineGözlemler” C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 4, Sayı 2, 2003 <http://www.cumhuriyet.edu.tr/edergi/makale/193.pdf> (09.02.2005).s.141-154.
- MALKOÇ Savaş, “Cumhuriyetin 75. Yılında Dünya Ekonomik Krizlerinin Türkiye’ye Yansımaları Ve Güncel Bir Örnek: Rusya Krizi, <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ekim98/dunyaeko.htm/> (01.04.2003).
- MARIANO Roberto, SHABBIR Tayyeb, GULTEKİN Nihat Bulent, “Financial Crises in South East Asia, Singapore Management University, Working draft September 2001 [http://www.research.smu.edu.sg/wsrc/pdfs/Gultekin-Mariano-Shabbir\\_Financial\\_CrisisSEA.pdf](http://www.research.smu.edu.sg/wsrc/pdfs/Gultekin-Mariano-Shabbir_Financial_CrisisSEA.pdf) (25.07.2005). s.1-28.
- MISKIN S. Frederic, “ Financial Policies And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries”Working Paper No:8087 January 2001, <http://papers.nber.org/papers/w8087.pdf>
- MURADOĞLU Gülnur, “Globalizasyon, Dünya ile Bütünleşme ve Kriz: Finansal Liberalizasyon ile Nasıl Başa Çıkılır?”, Active Dergisi, Sayı 23, Mart-Nisan 2002 [http://www.makalem.com/Browse/SourceNumber.asp?nSourceNo=4&nSOURCE\\_id=1&sSourceText=Active%20Dergisi](http://www.makalem.com/Browse/SourceNumber.asp?nSourceNo=4&nSOURCE_id=1&sSourceText=Active%20Dergisi) (01.09.2004).
- ÖNDER Ali Sina, “Bir Krizin Anatomisi: 1930'dan Günümüze ARJANTİN KALKINMASI”, Orta Doğu Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü (Mayıs 2002), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/AliSinaOnder.htm> (03.02.2005).
- ÖZATAY Fatih , SAK Güven, “ Finansal Krizler Çağındayız”, <http://www.radikal.com.tr/2001/03/19/turkiye/01fin.shtml>(25.11.2004).

- ÖZER Mustafa, “Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar”, T.C. Anadolu Üniversitesi, Yayın No:1096, Eskişehir 1999.
- STIGLITS Joseph, ANDREW Veiss, “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information” American Economic Review Cilt No:71, Vol. No:3, June 1981  
[http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198106%2971%3A3%3C393%3ACRIMWI%3E2.0.CO%3B2-0\(01.08.2005\).](http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28198106%2971%3A3%3C393%3ACRIMWI%3E2.0.CO%3B2-0(01.08.2005).)
- ŞEN Hüseyin, DEMİRHAN Erdal, “Para Kurulu Sistemi Türkiye İçin Bir Çözüm Olabilir mi” TOBB Yayınları, Aralık 2003.
- ŞİŞMAN Mehmet, “Mali Sermayenin Küreselleşmesi”, Set Yayınları, İSTANBUL, 2003.
- TÜRKER KAYA Yasemin, “Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma : Arjantin Örneği”, (BDDK,MSPD Çalışma Raporları 2001/2)  
<http://www.bddk.org.tr/turkce/yayinlarveraporlar/rapor/bddk/arastirma/2001-2.pdf> (03.04.2004)
- ULUDAĞ, İlhan “1990 Sonrası İkinci Krizi Yaşayan Rusya-1”, İTO Gazetesi, 16.10.1998.
- YAY Turan, YAY Gülsüm Gürkan, YILMAZ Ensar, “Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler”,İTO Yayın no:2001-47 , İstanbul,2001.
- YILDIRIM Oğuz, “Kura Dayalı İstikrar Politikası Çerçevesinde Enflasyonu Düşürme Programı ve Türkiye Ekonomisinde Yeni İstikrar Arayışları”, <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGİ/OCAK2003/istikrar.htm> (22.09.2004).
- YÜKSEL Öznur, MURAT Güven, “Şubat Krizinin Kobilere Üzerinde etkiler ve Çözüm Önerileri”, [www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf/bildiri\\_09.pdf](http://www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf/bildiri_09.pdf) (21.12.2004).
- \_\_\_\_\_,500 Büyük Kuruluş Değerlendirme Sonuçları, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı:437 , Ağustos 2002.
- \_\_\_\_\_,2003 Yılında Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu'nun Mali Yapısı, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, sayı 461, Ağustos 2004.
- \_\_\_\_\_,Yakındaki Uzak Komşu Rusya Federasyonu, ASOMEDYA, Mart 2002.
- \_\_\_\_\_,IMF Approves, “US \$17.8 Billion Stand-By Credit for Mexico” (Press Release No. 95/10 February 1, 1995 )  
<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1995/pr9510.htm> (12.04.2004).
- \_\_\_\_\_,Arjantin ve Türkiye Ekonomik Krizleri”  
<http://www.dtm.gov.tr/ead/ekonomi/sayi9/arjant%20ve%20turkiye%20ekonomik%20krizleri.htm> (17.03.2005).
- \_\_\_\_\_,Finansal Kurumlar Müdürlüğü Kredi Analiz ve Araştırma Arjantin Ekonomisi 1990'lar Garanti Dergisi, Ağustos 2001

[http://www.garanti.com.tr/anasayfa/garanti\\_dergisi/agustos2001/dunyada\\_ekonomi.html](http://www.garanti.com.tr/anasayfa/garanti_dergisi/agustos2001/dunyada_ekonomi.html) Arjantin Krizi (17.10.2004).

\_\_\_\_\_, Güneydoğu Asya Krizinin Değerlendirmesi, Hazırlayan Singapur Ticaret Müşavirliği <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/Mart98/gundogu.htm> (19.10.2004).

\_\_\_\_\_, ASYA KRİZİ, Hazırlayan: Tokyo Ticaret Müşavirliği <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/mart98/asyatok.htm> (25.03.2003).

\_\_\_\_\_, RUSYA Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yıllık Programlar ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü, Ağustos 1998, <http://www.dpt.gov.tr/dptweb/ekutup98/rusya/kriz.html>, (25.11.2004).

\_\_\_\_\_, Para Krizleri <http://www.foreigntrade.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm> (16.10.2004).

\_\_\_\_\_, Dünya Bankası, World Development Indicators, Online 2004.

\_\_\_\_\_, United Nations Conference On Trade And Development (UNCTAD) <http://stats.unctad.org/fdi/eng/TableViewer/wdsview/dispviewp.asp>

\_\_\_\_\_, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

\_\_\_\_\_, Hazine müsteşarlığı  
[www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

\_\_\_\_\_, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK) <http://www.bddk.org.tr>

\_\_\_\_\_, Devlet İstatistik Enstitüsü <http://www.die.gov.tr/istTablolar.htm#isg>

\_\_\_\_\_, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İ.M.K.B) <http://www.imkb.gov.tr>

\_\_\_\_\_, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği (TSPAKB) <http://www.tspakb.org.tr>  
<http://online.platodata.com.tr>

\_\_\_\_\_, Dış Ticaret Müsteşarlığı <http://www.dtm.gov.tr/DUNYA/kriz/blm2.htm>, "Para Krizleri"



\_\_\_\_\_,Ankara Sanayi Odası Dergisi (ASOMEDYA)  
<http://www.e-aso.org.tr/html/TUR/asomedyamart2001-ft.html> (22.11.2004).

\_\_\_\_\_,Milliyet Gazetesi  
<http://www.milliyet.com.tr/2005/07/11/ekonomi/aeko.html> (19.07.2005).

\_\_\_\_\_,Sabah Gazetesi  
<http://www.sabah.com.tr/2005/05/02/yaz1350-30-125.html> (18.07.2005).

\_\_\_\_\_,Dünya Gazetesi  
[http://www.dunyagazetesi.com.tr/news\\_display.asp?upsale\\_id=56699/9.11.2001](http://www.dunyagazetesi.com.tr/news_display.asp?upsale_id=56699/9.11.2001)  
(02.02.2005).

\_\_\_\_\_, Hürriyet Gazetesi  
<http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/04/28/ekonomi/32eko.htm>  
(23.08.2004).

<http://arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/99/01/15/ekonomi/17eko.htm> (01.12.2005).

**EKLER:****EK-1 ŞİRKETLERİN 1997-2003 ARASI FİNANSAL ORANLARI, 1997-2003 ARASI ORTALAMALARI ve SEKTÖRLERİN 1997-2003 ARASI ORTALAMALARI****DOKUMA, GİYİM EŞYASI DERİ SEKTÖRÜ**

	Yıllar	LİKİDİTE ORANLARI					FİNANSAL (BORÇ)ORANLARI							FAALİYET(ETKİNLİK) ORANLARI						KÂRLILIK ORANLARI				
		Cari oran	Asit- test oranı	Nakit oran	Ticari alac./ Dönen varlık	Netişlet. Sermayesi/ Toplam varlıklar	Toplam Borç/ Toplam varlık	Öz sermaye/ Toplam varlık	Borç/ Öz sermaye	Kısa vadeli Borç/ Toplam varlık	Uzun vadeli borç/ Toplam varlık	Maddi Duran varlıklar/ Öz sermaye	Maddi Duran varlıklar/ Toplam Varlıklar	Stok devir hızı	Alacak devir hızı	Ort. Tahsil süresi (gün)	Öz sermaye Devir hızı	Net İşletme Ser mayesi devir hızı	Maddi duran varlıklar devir hızı	Aktif devir hızı	Net Kâr / Öz sermaye	Vergi den önceki kâr / Özser maye	Net kâr /toplam varlıklar	Vergiden önceki kâr /Toplam varlıklar
Akal	1997	1,6265	1,1188	0,024	0,4939	0,2631	0,5403	0,4597	1,1753	0,42	0,1203	0,6022	0,2768	4,8402	3,6738	99,3535	2,6965	4,7111	4,4775	1,2396	0,1941	0,2899	0,0892	0,1102
Akal	1998	1,7906	1,3575	0,008	0,5875	0,3028	0,4719	0,5281	0,8935	0,3831	0,0888	0,5438	0,2872	6,3706	3,1017	117,679	2,3665	4,1272	4,3516	1,2498	0,0707	0,1376	0,0373	0,0899
Akal	1999	1,5784	1,2349	0,196	0,4669	0,2734	0,5499	0,4501	1,2218	0,4727	0,0772	0,5232	0,2355	5,1337	2,9613	123,2558	2,2919	3,7727	4,3808	1,0315	0,0289	0,0568	0,013	0,0824
Akal	2000	1,7418	1,2836	0,0127	0,5621	0,3124	0,5484	0,4516	1,2142	0,4212	0,1272	0,4989	0,2253	5,7582	3,0325	120,3608	2,7687	4,0024	5,5499	1,2505	0,0003	0,0194	0,0001	0,0085
Akal	2001	1,7304	1,2531	0,1648	0,5517	0,2761	0,4954	0,5046	0,9816	0,378	0,1173	0,4624	0,2333	4,9891	3,363	108,5356	2,4051	4,3956	5,2015	1,2137	0,1796	0,2623	0,0906	0,2007
Akal	2002	1,5626	1,1418	0,0783	0,6305	0,2367	0,4934	0,5066	0,9741	0,4208	0,0726	0,4739	0,2401	5,0499	2,6052	140,1039	2,1322	4,5623	4,4991	1,0801	0,0995	0,1276	0,0504	0,0855
Akal	2003	1,5752	1,1826	0,1113	0,6259	0,222	0,4396	0,5604	0,7845	0,386	0,0537	0,4975	0,2788	6,3053	2,6727	136,5661	1,8149	4,5815	3,6483	1,0171	0,0014	0,0014	0,0008	-0,0494
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,6579	1,2246	0,0850	0,5598	0,2695	0,5056	0,4944	1,0350	0,4117	0,0939	0,5146	0,2539	5,4924	3,0586	120,8364	2,3537	4,3075	4,5870	1,1546	0,0821	0,1279	0,0402	0,0754
Aksu	1997	2,5864	1,6376	0,0362	0,5319	0,4238	0,3754	0,6246	0,601	0,2671	0,1083	0,4368	0,2728	3,9841	3,7387	97,627	2,1997	3,2422	5,0359	1,374	0,1196	0,2012	0,0747	0,1769
Aksu	1998	3,6924	2,62	0,0282	0,619	0,4947	0,3378	0,6622	0,5102	0,1837	0,1541	0,4179	0,2767	3,9441	2,55	143,1351	1,6173	2,1649	3,8698	1,0709	0,0522	0,1096	0,0345	0,0963
Aksu	1999	3,3737	2,354	0,0969	0,5742	0,5014	0,4188	0,5812	0,7206	0,2112	0,2076	0,4288	0,2492	3,7574	2,6144	139,6109	1,8406	2,1335	4,2923	1,0697	0,0007	0,016	0,0004	0,0544
Aksu	2000	2,4393	1,5664	0,1965	0,4899	0,4057	0,4583	0,5417	0,8461	0,2819	0,1765	0,4782	0,259	3,5748	3,3576	108,7099	2,0876	2,7874	4,3654	1,1308	0,0156	0,0539	0,0084	0,0463
Aksu	2001	2,074	1,3847	0,2007	0,4693	0,4026	0,4954	0,5046	0,9819	0,3748	0,1206	0,3431	0,1731	3,1124	3,306	110,4046	2,3906	2,9961	6,9669	1,2062	0,0403	0,0872	0,0203	0,2013
Aksu	2002	2,1017	1,3884	0,1708	0,4924	0,3826	0,5501	0,4499	1,2228	0,3473	0,2028	0,4663	0,2098	3,9796	3,4893	104,6065	2,7875	3,2777	5,9784	1,2541	0,0102	0,0377	0,0046	0,0693
Aksu	2003	1,8013	1,0642	0,1607	0,4484	0,3058	0,5095	0,4905	1,0388	0,3816	0,1279	0,4793	0,2351	3,9554	4,0322	90,5209	2,5337	4,0643	5,2859	1,2427	-0,0569	-0,0569	-0,0279	0,001
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,5813	1,7165	0,1271	0,5179	0,4167	0,4493	0,5507	0,8459	0,2925	0,1568	0,4358	0,2394	3,7583	3,2983	113,5164	2,2081	2,9523	5,1135	1,1926	0,0260	0,0641	0,0164	0,0922

Altınıydız	1997	1,2829	0,8133	0,0296	0,5651	0,1502	0,6093	0,3907	1,5597	0,5308	0,0785	0,6334	0,2474	2,9735	3,2056	113,8634	3,1577	8,2137	4,9856	1,2336	0,1847	0,2354	0,0722	0,2869
Altınıydız	1998	1,2772	0,9693	0,0213	0,5324	0,1588	0,6303	0,3697	1,7047	0,5731	0,0571	0,551	0,2037	3,4149	2,726	133,8974	2,8731	6,6875	5,2148	1,0623	0,2137	0,3644	0,079	0,2637
Altınıydız	1999	1,113	0,8354	0,028	0,5945	0,073	0,7224	0,2776	2,602	0,6461	0,0762	0,8582	0,2383	3,2109	2,3307	156,6045	3,5893	13,645	4,1823	0,9965	0,055	0,0892	0,0153	0,2183
Altınıydız	2000	1,1399	0,8655	0,0136	0,6756	0,092	0,7551	0,2449	3,0828	0,658	0,0971	0,8378	0,2052	3,3495	1,7805	204,9948	3,6837	9,8034	4,3967	0,9022	0,0219	0,0373	0,0054	0,0949
Altınıydız	2001	1,0057	0,7299	0,0539	0,4528	0,0047	0,8691	0,1309	6,6378	0,8183	0,0508	1,252	0,1639	2,3372	2,4047	151,7829	6,844	191,8371	5,4664	0,8961	-1,529	-1,529	-0,2002	0,1678
Altınıydız	2002	1,1178	0,644	0,0098	0,5232	0,0733	0,7424	0,2576	2,8818	0,6223	0,1201	0,641	0,1651	2,0901	2,7312	133,6405	3,8579	13,5628	6,019	0,9939	0,0187	0,0187	0,0048	0,149
Altınıydız	2003	1,1062	0,7579	0,0015	0,5761	0,0741	0,7385	0,2615	2,8245	0,6983	0,0402	0,5299	0,1386	2,5847	2,0971	174,0486	3,569	12,5868	6,7352	0,9332	0,0427	0,0427	0,0112	0,0693
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1490	0,8022	0,0225	0,5600	0,0894	0,7239	0,2761	3,0419	0,6496	0,0743	0,7576	0,1946	2,8515	2,4680	152,6903	3,9392	36,6195	5,2857	1,0025	-0,1418	-0,1059	-0,0018	0,1786
Arat	1997	1,3902	0,579	0,1	0,3042	0,1543	0,709	0,291	2,4362	0,3953	0,3136	1,4452	0,4206	1,1127	3,2059	113,8517	1,8417	3,4744	1,2743	0,536	0,1646	0,1888	0,0479	0,1051
Arat	1998	0,8882	0,2733	0,088	0,152	-0,0678	0,7733	0,2267	3,4103	0,6066	0,1667	1,9852	0,4501	0,928	4,8966	74,5409	1,7685	-5,9125	0,8908	0,401	-0,0392	-0,0331	-0,0089	0,0013
Arat	1999	0,9051	0,346	0,0006	0,2589	-0,055	0,909	0,091	9,983	0,58	0,329	5,163	0,4701	1	2,8793	126,7682	4,2984	-7,113	0,8325	0,3914	-1,8453	-1,8453	-0,168	0,0238
Arat	2000	0,6826	0,1898	0,0004	0,2034	-0,2625	0,9699	0,0301	32,2376	0,8271	0,1428	14,235	0,4283	1,4699	6,4761	56,3608	24,713	-2,832	1,7361	0,7435	-3,3314	-3,3314	-0,1002	0,0607
Arat	2001	0,7715	0,4639	0,1407	0,3544	-0,1428	1,5056	-0,5056	-2,9778	0,6252	0,8804	-0,7682	0,3884	4,1487	5,3332	68,4397	-1,8033	-6,3828	2,3474	0,9118	1,5705	1,5411	-0,794	0,0299
Arat	2002	0,7215	0,3102	0,0413	0,2991	-0,1642	0,8196	0,1804	4,5444	0,5895	0,2302	2,4442	0,4408	3,9505	7,5579	48,2939	5,3303	-5,8552	2,1808	0,9614	-1,2839	-1,2839	-0,2316	-0,1073
Arat	2003	1,0985	0,3543	0,0772	0,2298	-0,0708	0,9106	0,3394	3,3542	0,5844	0,3262	2,0135	0,5467	4,7485	15,3432	37,1704	4,2683	-20,4497	2,6498	1,1588	0,0284	0,0284	0,0077	-0,2821
<b>Şirket Ortalaması</b>		0,9225	0,3595	0,0640	0,2574	-0,0870	0,9424	0,0933	7,5697	0,6012	0,3413	3,7883	0,4493	2,4798	6,5275	75,0608	5,7738	-6,4387	1,7017	0,7291	-0,6766	-0,6765	-0,1782	-0,0241
Arsan	1997	1,322	0,7834	0,0734	0,5024	0,1075	0,3901	0,6099	0,6397	0,334	0,0562	0,9125	0,5565	5,0377	4,8665	75,002	1,7703	10,0385	1,94	1,0796	0,1965	0,2417	0,1198	0,1522
Arsan	1998	2,1724	1,2727	0,0587	0,5362	0,2697	0,3113	0,6887	0,452	0,23	0,0813	0,6557	0,4516	3,497	3,1026	117,6432	1,207	3,0827	1,8408	0,8313	0,0428	0,0604	0,0294	0,0729
Arsan	1999	1,539	1,1038	0,0609	0,6639	0,1872	0,3596	0,6404	0,5614	0,3474	0,0122	0,6707	0,4296	5,1878	2,5909	140,878	1,4358	4,9118	2,1407	0,9195	0,0008	0,0072	0,0005	0,0901
Arsan	2000	1,3911	0,9887	0,0367	0,6622	0,1454	0,4244	0,5756	0,7372	0,3718	0,0525	0,6684	0,3848	5,5378	2,7079	134,7901	1,6113	6,3789	2,4107	0,9275	0,0027	0,0157	0,0016	0,0362
Arsan	2001	1,6092	1,1217	0,0407	0,6539	0,215	0,4396	0,5604	0,7844	0,3529	0,0867	0,6325	0,3545	5,5591	3,342	109,2165	2,2146	5,773	3,5012	1,2411	0,0494	0,0711	0,0277	0,1934
Arsan	2002	2,2075	1,5291	0,1328	0,6033	0,3034	0,373	0,627	0,5948	0,2513	0,1217	0,6124	0,384	5,1381	3,0569	119,402	1,6313	3,3713	2,6637	1,0229	0,0599	0,0832	0,0375	0,0714
Arsan	2003	3,05	2,1125	0,6846	0,4546	0,3183	0,3558	0,6442	0,5524	0,1553	0,2005	0,6483	0,4176	5,4013	3,7107	98,3648	1,2401	2,5096	1,9129	0,7989	-0,0713	-0,0713	-0,0459	-0,0296
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,8987	1,2731	0,1554	0,5824	0,2209	0,3791	0,6209	0,6174	0,2918	0,0873	0,6858	0,4255	5,0513	3,3396	113,6138	1,5872	5,1523	2,3443	0,9744	0,0401	0,0583	0,0244	0,0838
Berdan	1997	2,3284	1,776	0,9174	0,1735	0,2734	0,2981	0,7019	0,4247	0,2058	0,0923	0,3083	0,2164	3,7351	7,7768	46,9342	0,9213	2,3652	2,9879	0,6466	0,2139	0,3014	0,1501	0,116

Berdan	1998	2,3284	1,776	0,9174	0,1735	0,2734	0,2981	0,7019	0,4247	0,2058	0,0923	0,3083	0,2164	3,7351	7,7768	46,9342	0,9213	2,3652	2,9879	0,6466	0,2139	0,3014	0,1501	0,116
Berdan	1999	0,8097	0,2926	0,0027	0,3007	-0,1195	0,6842	0,3158	2,167	0,6281	0,0562	1,0844	0,3424	0,8621	3,1316	116,5542	1,5167	-4,0059	1,3987	0,4789	-0,0115	-0,0074	-0,0036	0,1199
Berdan	2000	1,3897	0,4186	0,0126	0,2412	0,1226	0,7051	0,2949	2,3905	0,3147	0,3904	1,3632	0,4021	1,7315	5,7388	63,6017	2,0528	4,9368	1,5059	0,6054	-0,4191	-0,4191	-0,1236	-0,0349
Berdan	2001	0,8444	0,4021	0,0278	0,3642	-0,0777	1,2597	-0,2597	-4,8499	0,4992	0,7606	-1,9724	0,5123	3,3184	6,5844	55,4343	-3,8914	-13,0152	1,9729	1,0108	2,769	2,769	-0,7192	0,1286
Berdan	2002	0,6968	0,3906	0,0141	0,4908	-0,1699	1,2629	-0,2629	-4,8042	0,5601	0,7027	-2,1095	0,5545	5,2082	5,8869	62,002	-4,29	-6,6391	2,0336	1,1277	1,0168	1,0168	-0,2673	0,083
Berdan	2003	0,7018	0,3871	0,031	0,4138	-0,1816	1,088	-0,088	-12,36	0,609	0,479	-5,9601	0,5247	4,475	6,1607	59,2465	-12,378	-6,0007	2,0769	1,0897	-0,2131	-0,2131	0,0188	0,0823
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,2999	0,7776	0,2747	0,3082	0,0172	0,7994	0,2006	-2,3724	0,4318	0,3676	-0,9968	0,3955	3,2951	6,1509	64,3867	-2,1640	-2,8562	2,1377	0,8008	0,5100	0,5356	-0,1135	0,0873
Bisaş	1997	2,3284	1,776	0,9174	0,1735	0,2734	0,2981	0,7019	0,4247	0,2058	0,0923	0,3083	0,2164	3,7351	7,7768	46,9342	0,9213	2,3652	2,9879	0,6466	0,2139	0,3014	0,1501	0,116
Bisaş	1998	2,3284	1,776	0,9174	0,1735	0,2734	0,2981	0,7019	0,4247	0,2058	0,0923	0,3083	0,2164	3,7351	7,7768	46,9342	0,9213	2,3652	2,9879	0,6466	0,2139	0,3014	0,1501	0,116
Bisaş	1999	0,1582	0,0441	0,0086	0,1298	-0,6981	1,2148	-0,2148	-5,6551	0,8294	0,3854	-3,9133	0,8407	6,2391	30,7286	11,8782	-2,4371	-0,7629	0,6228	0,5235	3,5517	3,5517	-0,7629	-0,18
Bisaş	2000	0,2713	0,0995	0,0006	0,3486	-0,7583	1,1785	-0,1785	-6,6037	1,0407	0,1378	-3,9274	0,7009	2,6728	5,0553	72,2012	-2,7884	-0,6562	0,71	0,4976	1,5775	1,5775	-0,2815	-0,031
Bisaş	2001	1,5382	0,7774	0,0147	0,4678	0,2039	0,6586	0,3414	1,9291	0,379	0,2796	1,2086	0,4126	4,8081	6,4244	56,8148	5,1307	8,5887	4,2452	1,7516	0,455	0,455	0,1554	0,2702
Bisaş	2002	1,3391	0,6778	0,0007	0,204	0,1461	0,469	0,531	0,8834	0,4308	0,0382	0,7848	0,4167	5,1505	15,345	23,7862	3,4007	12,3607	4,3333	1,8056	0,203	0,2499	0,1078	0,2284
Bisaş	2003	1,0571	0,7841	0,0009	0,3954	0,0229	0,46	0,54	0,8519	0,4003	0,0597	0,6479	0,3498	9,3012	7,3276	49,8116	2,2705	53,6178	3,5046	1,226	0,1033	0,1485	0,0558	0,1374
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,2887	0,8478	0,2658	0,2704	-0,0767	0,6539	0,3461	-1,1064	0,4988	0,1550	-0,6547	0,4505	5,0917	11,4906	44,0515	1,0599	11,1255	2,7702	1,0139	0,9026	0,9408	-0,0607	0,0939
Ceylan	1997	1,4897	0,7356	0,2329	0,1883	0,274	0,584	0,416	1,4038	0,5596	0,0244	0,3481	0,1448	1,2718	6,1771	59,089	2,3305	3,538	6,695	0,9695	0,1127	0,2	0,0469	0,1601
Ceylan	1998	1,0608	0,5021	0,2094	0,1566	0,0417	0,7094	0,2906	2,4414	0,6855	0,0239	0,6786	0,1972	2,7654	11,1115	32,8488	4,3554	30,3517	6,4187	1,2656	-0,3637	-0,3637	-0,1057	-0,0279
Ceylan	1999	1,7913	0,714	0,2868	0,1955	0,3217	0,6304	0,3696	1,7059	0,4066	0,2238	0,6304	0,233	2,1301	9,5591	38,1837	3,6831	4,2304	5,8427	1,3611	0,162	0,1834	0,0599	0,1769
Ceylan	2000	1,4736	0,4178	0,0098	0,1912	0,2299	0,5854	0,4146	1,4121	0,4855	0,0999	0,644	0,267	1,6008	8,954	40,7638	2,9542	5,3268	4,5873	1,2248	0,1171	0,195	0,0485	0,1175
Ceylan	2001	1,2995	0,5101	0,0521	0,3159	0,1725	0,617	0,383	1,6113	0,5762	0,0408	0,652	0,2497	2,2962	6,8664	53,1575	4,2405	9,4112	6,5037	1,6239	0,1049	0,1853	0,0402	0,284
Ceylan	2002	1,4527	0,5916	0,1028	0,3152	0,203	0,5561	0,4439	1,2528	0,4484	0,1077	0,7817	0,347	3,6385	9,3586	39,0015	4,3295	9,4664	5,5385	1,9218	0,0222	0,0588	0,0099	0,1384
Ceylan	2003	1,3105	0,3753	0,0154	0,2584	0,1664	0,6218	0,3782	1,6438	0,5359	0,0858	0,781	0,2954	2,5786	9,4523	38,6148	4,535	10,3072	5,8068	1,7154	-0,0122	0,0076	-0,0046	0,0773
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,4112	0,5495	0,1299	0,2316	0,2013	0,6149	0,3851	1,6387	0,5282	0,0866	0,6451	0,2477	2,3259	8,7827	43,0942	3,7755	10,3760	5,9132	1,4403	0,0204	0,0666	0,0136	0,1323
Ceytaş	1997	2,9303	2,0922	0,0113	0,6896	0,2203	0,4794	0,5206	0,9208	0,1141	0,3653	1,2177	0,634	10,6589	4,9786	73,3141	2,2053	5,2116	1,811	1,1481	0,1244	0,1424	0,0648	0,093
Ceytaş	1998	1,1145	0,8095	0,0078	0,3658	0,0456	0,4094	0,5906	0,6931	0,3982	0,0112	0,9399	0,5552	5,2696	4,1867	87,1813	1,1506	14,9046	1,2241	0,6796	-0,0201	0,0141	-0,0119	-0,0202

Ceytaş	1999	1,0814	0,7291	0,0638	0,5772	0,0224	0,292	0,708	0,4123	0,2751	0,0169	0,963	0,6818	6,5293	3,9241	93,0156	0,9516	30,0783	0,9882	0,6738	0,0238	0,0257	0,0169	-0,0033
Ceytaş	2000	1,2679	1,0932	0,0077	0,8097	0,0696	0,2832	0,7168	0,395	0,2596	0,0235	0,8674	0,6218	17,139	3,3963	107,4698	1,2629	13,0137	1,4559	0,9053	0,0247	0,0364	0,0177	0,0673
Ceytaş	2001	0,9968	0,8576	0,0054	0,8015	-0,001	0,3177	0,6823	0,4656	0,2985	0,0192	0,9312	0,6354	9,2545	2,1961	166,2026	0,7674	-545,752	0,8241	0,5237	-0,1031	-0,1031	-0,0703	0,089
Ceytaş	2002	1,5675	1,222	0,2725	0,5814	0,0951	0,1863	0,8137	0,229	0,1676	0,0187	0,5751	0,468	7,5675	3,117	117,1012	0,5849	5,0054	1,0171	0,476	0,012	0,012	0,0098	-0,0026
Ceytaş	2003	1,9352	1,19	0,0697	0,5355	0,1452	0,1802	0,8198	0,2198	0,1552	0,025	0,534	0,4378	5,506	4,06	89,901	0,7967	4,4992	1,492	0,6532	0,0019	0,0019	0,0015	-0,0219
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,5562	1,1419	0,0626	0,6230	0,0853	0,3069	0,6931	0,4765	0,2383	0,0685	0,8612	0,5763	8,8464	3,6941	104,8837	1,1028	-67,5770	1,2589	0,7228	0,0091	0,0185	0,0041	0,0288
Derimod	1997	1,0342	0,4334	0,0023	0,4022	0,0282	0,8376	0,1624	5,1595	0,8259	0,0118	0,8911	0,1447	2,0007	3,8328	95,2303	8,1103	46,6441	9,1011	1,3167	0,0963	0,1905	0,0156	0,2742
Derimod	1998	1,0847	0,6806	0,0044	0,4208	0,0656	0,7807	0,2193	3,5597	0,7741	0,0066	0,6412	0,1406	1,7234	2,2885	159,4937	3,6875	12,3282	5,7512	0,8087	-0,0916	-0,0687	-0,0201	0,2041
Derimod	1999	1,4721	0,9905	0,0693	0,5598	0,2648	0,6837	0,3163	2,1616	0,561	0,1228	0,543	0,1718	2,1803	1,9817	184,1894	2,8964	3,4596	5,3337	0,9161	0,1017	0,2458	0,0322	0,2052
Derimod	2000	1,6684	1,0141	0,0016	0,3554	0,3453	0,5478	0,4522	1,2115	0,5166	0,0312	0,3023	0,1367	1,8545	2,8504	128,0534	1,9311	2,5289	6,3891	0,8732	0,0082	0,0478	0,0037	0,0878
Derimod	2001	1,6434	1,0472	0,0648	0,374	0,3226	0,6281	0,3719	1,6891	0,5014	0,1267	0,4233	0,1574	2,2067	3,1133	117,2379	2,5799	2,9739	6,0948	0,9594	-0,1764	-0,1764	-0,0656	0,1297
Derimod	2002	1,4125	0,8102	0,0475	0,5047	0,2287	0,5881	0,4119	1,4276	0,5545	0,0336	0,5228	0,2154	2,1705	2,5043	145,7473	2,4035	4,3284	4,5973	0,9901	-0,0025	0,0308	-0,001	0,1472
Derimod	2003	1,4806	1,1744	0,0786	0,6754	0,2057	0,4624	0,5376	0,8601	0,4281	0,0343	0,6479	0,3483	10,6515	4,0675	89,7368	3,2386	8,4629	4,9986	1,7411	-0,0004	0,0627	-0,0002	-0,0922
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,3994	0,8786	0,0384	0,4703	0,2087	0,6469	0,3531	2,2956	0,5945	0,0524	0,5674	0,1878	3,2554	2,9484	131,3841	3,5496	11,5323	6,0380	1,0865	-0,0092	0,0475	-0,0051	0,1366
Edip İplik	1997	1,7266	0,879	0,0135	0,4446	0,1602	0,7047	0,2953	2,3862	0,2205	0,4842	2,0834	0,6153	3,3731	4,8154	75,7986	2,7597	5,087	1,3246	0,815	0,0381	0,0565	0,0112	0,0951
Edip İplik	1998	1,0436	0,5272	0,0371	0,4286	0,0142	0,6466	0,3534	1,8298	0,3261	0,3205	1,8595	0,6571	3,2096	5,035	72,492	2,0785	51,6139	1,1178	0,7345	0,0097	0,0175	0,0034	0,0999
Edip İplik	1999	0,7743	0,4609	0,0469	0,5166	-0,1003	0,6364	0,3636	1,7507	0,4448	0,1916	1,8007	0,6547	3,7185	3,9073	93,4139	1,9122	-6,9253	1,0619	0,6952	-0,0528	-0,045	-0,0192	0,0744
Edip İplik	2000	0,9137	0,5176	0,0714	0,4603	-0,0333	0,5942	0,4058	1,4644	0,386	0,2082	1,594	0,6468	3,7658	4,4806	81,4629	1,7928	-21,8443	1,1247	0,7275	-0,0757	-0,0749	-0,0307	0,0509
Edip İplik	2001	0,8395	0,5531	0,1003	0,5105	-0,0706	0,6069	0,3931	1,5442	0,4398	0,1672	1,5366	0,604	5,8169	5,4455	67,0281	2,6113	-14,5402	1,6994	1,0264	0,1048	0,1436	0,0412	0,2178
Edip İplik	2002	1,5627	0,867	0,0348	0,4589	0,1356	0,3791	0,6209	0,6107	0,2409	0,1382	1,0036	0,6231	4,428	5,8804	62,0701	1,6363	7,4932	1,6305	1,0159	0,1093	0,1459	0,0679	0,1746
Edip İplik	2003	1,5252	0,8771	0,0376	0,4949	0,1235	0,3149	0,6851	0,4597	0,2351	0,0798	0,9334	0,6394	4,7622	4,804	75,9779	1,2443	6,9046	1,3331	0,8524	0,0371	0,0481	0,0254	0,0254
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1979	0,6688	0,0488	0,4735	0,0328	0,5547	0,4453	1,4351	0,3276	0,2271	1,5445	0,6343	4,1534	4,9097	75,4634	2,0050	3,9698	1,3274	0,8381	0,0244	0,0417	0,0142	0,1054
Esem	1997	1,4372	0,9181	0,0562	0,5426	0,2395	0,6136	0,3864	1,5881	0,5478	0,0658	0,5343	0,2064	3,1914	3,9885	91,5137	4,4098	7,1135	8,254	1,7039	0,3402	0,5551	0,1315	0,3993
Esem	1998	1,4269	1,037	0,0513	0,6192	0,2474	0,6431	0,3569	1,8016	0,5797	0,0634	0,4446	0,1587	4,7023	3,4851	104,7328	5,0005	7,2135	11,2476	1,7849	0,3097	0,5009	0,1106	0,3479
Esem	1999	1,3366	0,9292	0,039	0,6211	0,1754	0,5356	0,4644	1,1534	0,5212	0,0145	0,4068	0,1889	4,2777	3,2116	113,6523	2,9919	7,9206	7,3545	1,3894	0,0546	0,1079	0,0254	0,2799

Esem	2000	1,2756	0,8815	0,0325	0,6233	0,1599	0,6022	0,3978	1,5141	0,5802	0,0221	0,4167	0,1658	2,1061	1,8801	194,1347	2,1804	5,4234	5,2324	0,8673	-0,0315	-0,0211	-0,0125	0,1361
Esem	2001	0,5975	0,3628	0,0334	0,51	-0,4576	1,1643	-0,1643	-7,087	1,1368	0,0275	-1,136	0,1866	2,7257	3,2579	112,0353	-6,8697	-2,4664	6,0474	1,1286	3,3159	3,3159	-0,5447	-0,0066
Esem	2002	0,5477	0,3375	0,0237	0,4425	-0,5362	1,2018	-0,2018	-5,9565	1,1853	0,0164	-1,2654	0,2553	2,1456	3,8418	95,0067	-5,4693	-2,0581	4,322	1,1035	1,4405	1,4404	-0,2906	0,0397
Esem	2003	0,4592	0,3083	0,0147	0,4058	-0,747	1,3979	-0,3979	-3,5132	1,3813	0,0166	-0,6927	0,2756	2,6148	3,7413	97,5598	-2,4201	-1,2891	3,494	0,963	0,4605	0,4605	-0,1832	-0,1626
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,0115	0,6821	0,0358	0,5378	-0,1312	0,8798	0,1202	-1,4999	0,8475	0,0323	-0,1845	0,2053	3,1091	3,3438	115,5193	-0,0252	3,1225	6,5646	1,2772	0,8414	0,9085	-0,1091	0,1477
Gediz	1997	3,3444	2,2366	0,7207	0,3477	0,3672	0,2383	0,7617	0,3128	0,1566	0,0816	0,5427	0,4134	4,8549	5,2879	69,0249	1,2642	2,6225	2,3296	0,963	0,0531	0,0851	0,0405	0,0319
Gediz	1998	4,4204	2,8878	0,219	0,2722	0,3496	0,1919	0,8081	0,2374	0,1022	0,0896	0,5046	0,4078	4,8968	7,017	52,0169	1,0679	2,4684	2,1163	0,863	0,111	0,1608	0,0897	0,0156
Gediz	1999	7,0299	3,6651	1,7015	0,1081	0,5071	0,271	0,729	0,3717	0,0841	0,1869	0,3813	0,278	1,8794	8,2149	44,4317	0,7204	1,0357	1,8895	0,5252	0,0616	0,0854	0,0449	-0,0771
Gediz	2000	0,9129	0,5153	0,1241	0,3521	-0,024	0,4652	0,5348	0,8697	0,2751	0,19	0,8551	0,4574	4,7582	6,0408	60,4224	0,9988	-22,2874	1,168	0,5342	-0,1233	-0,1233	-0,0659	-0,044
Gediz	2001	1,3525	0,8406	0,1007	0,237	0,0886	0,3797	0,6203	0,6121	0,2514	0,1283	0,6753	0,4189	5,0244	9,2016	39,6669	1,1953	8,3661	1,7699	0,7415	0,0159	0,0159	0,0098	0,0284
Gediz	2002	1,3501	0,9129	0,1355	0,5044	0,0948	0,3606	0,6394	0,564	0,2709	0,0897	0,6676	0,4269	5,7725	3,8636	94,4708	1,1146	7,514	1,6695	0,7127	-0,0927	-0,0871	-0,0593	-0,0148
Gediz	2003	1,5751	0,6898	0,2858	0,2238	0,1304	0,3956	0,6044	0,6546	0,2268	0,1689	0,9515	0,5751	5,9547	14,2356	25,64	1,8828	8,7263	1,9788	1,1379	-0,8967	-0,8967	-0,5419	-0,1268
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,8550	1,6783	0,4696	0,2922	0,2162	0,3289	0,6711	0,5175	0,1953	0,1336	0,6540	0,4254	4,7344	7,6945	55,0962	1,1777	1,2065	1,8459	0,7825	-0,1244	-0,1086	-0,0689	-0,0267
Karsu	1997	1,6403	0,69	0,0504	0,3814	0,2017	0,4993	0,5007	0,9972	0,315	0,1843	0,9619	0,4816	2,6136	4,8154	75,7991	1,895	4,7045	1,97	0,9488	0,1163	0,1338	0,0582	0,0658
Karsu	1998	1,2555	0,7358	0,0562	0,529	0,0963	0,4508	0,5492	0,8208	0,377	0,0738	0,874	0,48	4,9346	4,3119	84,6493	1,9661	11,208	2,2495	1,0798	0,0595	0,0725	0,0327	0,0259
Karsu	1999	1,5074	0,9602	0,0773	0,5594	0,1924	0,4431	0,5569	0,7958	0,3792	0,064	0,7031	0,3915	5,3222	4,103	88,9596	2,3557	6,8187	3,3507	1,3118	0,0644	0,0887	0,0358	0,0961
Karsu	2000	1,8619	0,8297	0,0917	0,3744	0,2209	0,5199	0,4801	1,0829	0,2563	0,2636	0,9222	0,4428	3,0512	5,5986	65,1954	2,0836	4,5281	2,2594	1,0003	0,1334	0,1839	0,064	0,0962
Karsu	2001	1,336	0,8405	0,1674	0,4812	0,1312	0,6471	0,3529	1,8333	0,3904	0,2566	1,1594	0,4092	4,8726	4,5945	79,4431	3,2676	8,7917	2,8183	1,1533	0,0369	0,0759	0,013	0,102
Karsu	2002	1,2523	0,636	0,0612	0,3714	0,0997	0,5398	0,4602	1,1731	0,3953	0,1445	0,9298	0,4279	3,4409	5,6948	64,0933	2,2755	10,5	2,4473	1,0471	0,1725	0,2116	0,0794	0,0972
Karsu	2003	1,2513	0,7526	0,1141	0,4754	0,1065	0,5361	0,4639	1,1558	0,4236	0,1125	0,8708	0,4039	4,6352	4,3704	83,5156	2,3742	10,3457	2,7265	1,1013	0,0273	0,0509	0,0127	0,0062
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,4435	0,7778	0,0883	0,4532	0,1498	0,5194	0,4806	1,1227	0,3624	0,1570	0,9173	0,4338	4,1243	4,7841	77,3793	2,3168	8,1281	2,5460	1,0918	0,0872	0,1168	0,0423	0,0699
Mensa Mensucat	1997	1,7723	1,1942	0,0614	0,5154	0,2349	0,649	0,351	1,8488	0,3042	0,3448	1,3108	0,4601	3,3133	2,714	134,4886	2,148	3,2098	1,6387	0,754	0,244	0,2857	0,0857	0,1046
Mensa Mensucat	1998	1,378	0,8624	0,0182	0,5735	0,1507	0,789	0,211	3,7391	0,3987	0,3903	2,1255	0,4485	2,9641	2,5605	142,5503	3,8236	5,3532	1,7989	0,8068	0,0114	0,0321	0,0024	0,135
Mensa Mensucat	1999	1,0669	0,5986	0,0037	0,5228	0,0366	0,9006	0,0994	9,0556	0,5475	0,3531	4,1767	0,4154	2,2225	2,456	148,6141	7,5414	20,4774	1,8056	0,75	-1,1069	-1,1069	-0,1101	0,0877
Mensa Mensucat	2000	1,3357	0,7662	0,0049	0,5243	0,1524	0,7723	0,2277	3,3922	0,4538	0,3185	1,6943	0,3857	2,7473	2,6687	136,7682	3,7253	5,5669	2,1988	0,8482	-0,0287	-0,0287	-0,0065	0,0792

Mensa Mensucat	2001	0,9748	0,4825	0,0103	0,4262	-0,0154	0,8758	0,1242	7,0505	0,6117	0,2641	3,2498	0,4037	1,759	3,0064	121,4081	6,1514	-49,4836	1,8929	0,7641	-0,6009	-0,6009	-0,0746	0,1598
Mensa Mensucat	2002	1,8085	0,75	0,0394	0,3738	0,254	0,7935	0,2065	3,8425	0,3141	0,4794	2,0916	0,4319	1,7879	3,4472	105,8818	3,5449	2,8825	1,6948	0,732	0,0621	0,0621	0,0128	0,0756
Mensa Mensucat	2003	1,276	0,574	0,0084	0,4281	0,1241	0,7493	0,2507	2,9883	0,4496	0,2997	1,6988	0,426	2,1575	2,7381	133,3047	2,6821	5,419	1,5788	0,6725	-0,0389	-0,0389	-0,0097	-0,0581
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,3732	0,7468	0,0209	0,4806	0,1339	0,7899	0,2101	4,5596	0,4399	0,3500	2,3354	0,4245	2,4217	2,7987	131,8594	4,2310	-0,9393	1,8012	0,7611	-0,2083	-0,1994	-0,0143	0,0834
Metemteksil	1997	1,462	1,1289	0,071	0,4656	0,2052	0,7944	0,2056	3,8635	0,4441	0,3503	1,7044	0,3504	6,0365	3,9158	93,2123	5,7577	5,77	3,3781	1,1838	0,4944	0,6004	0,1016	0,2466
Metemteksil	1998	1,341	1,0616	0,2774	0,4605	0,1547	0,6704	0,3296	2,0341	0,4537	0,2167	1,1865	0,3911	6,3122	3,8283	95,3433	3,2539	6,9323	2,7424	1,0724	0,3409	0,3905	0,1124	0,2142
Metemteksil	1999	0,9902	0,7339	0,2198	0,4742	-0,0058	0,738	0,262	2,8164	0,5944	0,1435	1,5625	0,4094	5,161	3,2507	112,2825	3,4629	-156,529	2,2162	0,9074	-0,1819	-0,1819	-0,0477	0,0396
Metemteksil	2000	1,0266	0,7477	0,0112	0,6843	0,0167	0,7046	0,2954	2,3847	0,6285	0,0761	1,1987	0,3542	6,3886	2,9299	124,5764	4,3785	77,3773	3,6527	1,2936	0,0035	0,0035	0,001	0,081
Metemteksil	2001	0,8283	0,6163	0,0082	0,6989	-0,1308	0,806	0,194	4,1542	0,762	0,044	1,9001	0,3686	7,9264	3,7441	97,4863	8,512	-12,6213	4,4799	1,6515	-1,5174	-1,5174	-0,2944	0,2258
Metemteksil	2002	1,1242	0,5554	0,0051	0,3991	0,062	0,5935	0,4065	1,4601	0,4988	0,0947	0,8936	0,3632	3,2903	4,9379	73,9177	2,7188	17,8386	3,0425	1,1051	0,028	0,028	0,0114	0,055
Metemteksil	2003	1,3423	0,9388	0,2211	0,4946	0,1106	0,4066	0,5934	0,6853	0,3231	0,0836	0,7632	0,4528	5,7774	3,7018	98,5994	1,3382	7,1806	1,7534	0,794	-0,0809	-0,0809	-0,048	-0,0842
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1592	0,8261	0,1163	0,5253	0,0589	0,6734	0,3266	2,4855	0,5292	0,1441	1,3156	0,3842	5,8418	3,7584	99,3454	4,2031	-7,7216	3,0379	1,1440	-0,1305	-0,1083	-0,0234	0,1111
Okan Tekstil	1997	2,2639	0,6667	0,0209	0,1924	0,1781	0,177	0,823	0,2151	0,1409	0,0361	0,8099	0,6666	2,24	9,3629	38,9836	0,6981	3,2263	0,862	0,5746	0,003	0,0129	0,0025	0,0139
Okan Tekstil	1998	1,1026	0,3246	0,0069	0,254	0,0249	0,2823	0,7177	0,3933	0,2427	0,0396	0,9551	0,6855	2,4369	7,1932	50,7423	0,6812	19,6393	0,7133	0,4889	-0,1702	-0,1702	-0,1222	-0,0501
Okan Tekstil	1999	0,9889	0,4362	0,0061	0,2648	-0,0039	0,3857	0,6143	0,628	0,3559	0,0298	1,0536	0,6472	2,49	6,4296	56,7686	0,9756	-152,322	0,926	0,5993	-0,1674	-0,1674	-0,1028	-0,0015
Okan Tekstil	2000	0,6043	0,1849	0,0016	0,2439	-0,1752	0,4714	0,5286	0,8919	0,4428	0,0287	1,3842	0,7316	1,9701	6,6474	54,9086	0,8208	-2,4763	0,593	0,4338	-0,0597	-0,0597	-0,0316	-0,0105
Okan Tekstil	2001	0,8415	0,2731	0,0045	0,2641	-0,0526	0,3468	0,6532	0,531	0,3319	0,0149	1,1027	0,7203	1,9715	6,5583	55,6548	0,7407	-9,1999	0,6717	0,4838	-0,0762	-0,0762	-0,0498	0,032
Okan Tekstil	2002	0,8692	0,2606	0,0047	0,2182	-0,0403	0,314	0,686	0,4577	0,3084	0,0056	1,066	0,7313	2,1165	8,3231	43,8537	0,7098	-12,0708	0,6658	0,4869	-0,1057	-0,1057	-0,0725	0,0037
Okan Tekstil	2003	1,0615	0,4091	0,0038	0,2155	0,0181	0,2997	0,7003	0,428	0,2938	0,0059	0,9818	0,6876	2,1201	5,6055	65,1146	0,5379	20,8582	0,5479	0,3767	-0,2618	-0,2618	-0,1833	-0,1215
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1046	0,3650	0,0069	0,2361	-0,0073	0,3253	0,6747	0,5064	0,3023	0,0229	1,0505	0,6957	2,1922	7,1600	52,2895	0,7377	-18,9065	0,7114	0,4920	-0,1197	-0,1183	-0,0800	-0,0191
Söktaş	1997	1,6675	1,0026	0,0315	0,5593	0,1857	0,6111	0,3889	1,5715	0,2782	0,3329	1,3727	0,5338	3,5987	3,6839	99,0787	2,4578	5,1475	1,7905	0,9558	0,0308	0,0462	0,012	0,1699
Söktaş	1998	1,5373	0,9929	0,2186	0,496	0,1659	0,6824	0,3176	2,1484	0,3088	0,3735	1,6427	0,5218	3,288	3,2202	113,3466	2,3872	4,57	1,4532	0,7582	-0,1374	-0,1359	-0,0436	0,0798
Söktaş	1999	1,4816	0,8726	0,0328	0,5385	0,1536	0,7229	0,2771	2,6088	0,3189	0,404	1,8906	0,5239	3,3344	3,1662	115,2795	2,9075	5,245	1,5379	0,8057	-0,5807	-0,5807	-0,1609	0,0179
Söktaş	2000	1,2462	0,6718	0,075	0,4591	0,0947	0,7126	0,2874	2,4797	0,3845	0,3281	1,8047	0,5186	3,2747	3,8358	95,1562	2,9363	8,9135	1,627	0,8438	-0,377	-0,377	-0,1083	-0,0271
Söktaş	2001	1,1209	0,554	0,0697	0,4039	0,0562	0,7368	0,2632	2,8001	0,4647	0,2722	1,815	0,4776	2,7567	5,0902	71,7058	4,0698	19,0655	2,2422	1,071	-0,1631	-0,1631	-0,0429	0,2044

Söktaş	2002	1,9635	1,1022	0,2845	0,4054	0,1838	0,4414	0,5586	0,7903	0,1908	0,2506	1,1156	0,6231	2,045	3,2778	111,3561	0,8912	2,7079	0,7989	0,4978	0,1088	0,1191	0,0608	0,097
Söktaş	2003	2,3284	1,776	0,9174	0,1735	0,2734	0,2981	0,7019	0,4247	0,2058	0,0923	0,3083	0,2164	3,7351	7,7768	46,9342	0,9213	2,3652	2,9879	0,6466	0,2139	0,3014	0,1501	0,116
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,6208	0,9960	0,2328	0,4337	0,1590	0,6008	0,3992	1,8319	0,3074	0,2934	1,4214	0,4879	3,1475	4,2930	93,2653	2,3673	6,8592	1,7768	0,7970	-0,1292	-0,1129	-0,0190	0,0940
Sönmez	1997	1,5426	0,9765	0,1039	0,5396	0,1881	0,4832	0,5168	0,9351	0,3468	0,1365	0,6601	0,3411	4,0513	4,0349	90,4607	2,2535	6,19	3,4137	1,1646	0,4717	0,5394	0,2438	0,3219
Sönmez	1998	1,6443	0,7204	0,1586	0,2806	0,156	0,5068	0,4932	1,0275	0,2421	0,2647	0,9174	0,4525	3,3131	8,2147	44,4328	1,8605	5,8823	2,028	0,9176	-0,0675	-0,0675	-0,0333	0,1095
Sönmez	1999	0,8846	0,5204	0,001	0,2203	-0,0667	0,6335	0,3665	1,7283	0,5776	0,0558	1,0336	0,3789	2,6839	6,261	58,2975	1,9229	-10,5743	1,8604	0,7048	-0,465	-0,465	-0,1704	0,0595
Sönmez	2000	1,7266	1,0074	0,2969	0,2905	0,1689	0,2903	0,7097	0,409	0,2325	0,0578	0,3946	0,28	6,3543	10,9022	33,4796	1,7912	7,5247	4,5397	1,2712	0,0882	0,0882	0,0626	0,1438
Sönmez	2001	4,5595	2,7438	1,3061	0,2403	0,3786	0,1762	0,8238	0,2139	0,1064	0,0699	0,2842	0,2341	7,1145	14,754	24,7391	2,0873	4,5423	7,3459	1,7195	0,0825	0,098	0,068	0,2573
Sönmez	2002	3,1986	1,3787	0,1306	0,3075	0,2694	0,2259	0,7741	0,2918	0,1225	0,1034	0,5253	0,4066	5,6576	12,5434	29,0991	1,9528	5,6115	3,7177	1,5117	0,1724	0,2153	0,1334	0,1576
Sönmez	2003	5,1731	2,2682	0,4076	0,2233	0,3227	0,2387	0,7613	0,3136	0,0773	0,1614	0,6033	0,4593	4,1856	10,5875	34,4747	1,2424	2,931	2,0594	0,9458	-0,1054	-0,1054	-0,0803	-0,0411
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,6756	1,3736	0,3435	0,3003	0,2024	0,3649	0,6351	0,7027	0,2436	0,1214	0,6312	0,3646	4,7658	9,6140	44,9976	1,8729	3,1582	3,5664	1,1765	0,0253	0,0433	0,0320	0,1441
Üki	1997	4,5751	3,0277	0,067	0,5916	0,5923	0,2809	0,7191	0,3906	0,1657	0,1152	0,2966	0,2133	6,4399	4,9734	73,3905	3,101	3,765	10,4536	2,2299	0,3925	0,4722	0,2823	0,4595
Üki	1998	4,3333	2,699	0,073	0,4511	0,5612	0,2989	0,7011	0,4264	0,1684	0,1306	0,3396	0,2381	5,9293	6,1833	59,0304	2,9026	3,6262	8,5477	2,035	0,26	0,3104	0,1823	0,2547
Üki	1999	2,1022	1,4957	0,4878	0,3674	0,3785	0,4325	0,5675	0,762	0,3434	0,0891	0,3396	0,1928	4,4318	4,5216	80,7231	2,1127	3,1683	6,2205	1,1991	0,2958	0,3351	0,1679	0,1607
Üki	2000	1,8483	1,271	0,2487	0,3663	0,2969	0,5384	0,4616	1,1663	0,35	0,1884	0,5705	0,2634	5,5398	5,1278	71,1802	2,6324	4,0931	4,614	1,2152	-0,1579	-0,1579	-0,0729	-0,0326
Üki	2001	1,6319	1,3639	0,1027	0,6803	0,2394	0,536	0,464	1,1554	0,3789	0,1572	0,6089	0,2825	11,5897	3,6552	99,857	3,314	6,4218	5,4425	1,5375	-0,1949	-0,1949	-0,0904	0,1989
Üki	2002	1,4382	0,9013	0,1056	0,5225	0,2055	0,6497	0,3503	1,8545	0,469	0,1807	0,6726	0,2356	3,6391	3,2106	113,6856	3,23	5,5062	4,8025	1,1315	0,0088	0,0088	0,0031	0,0954
Üki	2003	1,3766	0,8119	0,0259	0,5435	0,1926	0,6257	0,3743	1,6713	0,5115	0,1142	0,4492	0,1681	2,8953	2,7028	135,0457	2,7627	5,3695	6,1507	1,0342	0,0919	0,0919	0,0344	0,0794
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,4722	1,6529	0,1587	0,5032	0,3523	0,4803	0,5197	1,0609	0,3410	0,1393	0,4681	0,2277	5,7807	4,3392	90,4161	2,8651	4,5643	6,6045	1,4832	0,0995	0,1237	0,0724	0,1737
Vakko	1997	3,5446	2,7875	0,0723	0,6656	0,6624	0,6495	0,3505	1,8529	0,2603	0,3892	0,2203	0,0772	3,2574	1,9596	186,2629	3,4335	1,8169	15,5846	1,2035	0,2815	0,5213	0,0987	0,3386
Vakko	1998	2,3967	1,8804	0,5119	0,4812	0,542	0,5251	0,4749	1,1058	0,388	0,1371	0,147	0,0698	2,4008	2,0208	180,6211	1,9043	1,6686	12,9591	0,9043	0,2101	0,3471	0,0998	0,2028
Vakko	1999	2,8179	2,2777	0,2679	0,592	0,5902	0,5745	0,4255	1,3502	0,3247	0,2498	0,1999	0,0851	3,0226	1,698	214,9531	2,1614	1,5581	10,8099	0,9196	0,1525	0,2666	0,0649	0,1366
Vakko	2000	2,2466	1,8228	0,1533	0,6946	0,5079	0,6743	0,3257	2,0704	0,4074	0,2669	0,2588	0,0843	3,7227	1,7034	214,2764	3,3249	2,1322	12,8463	1,0829	0,1525	0,2876	0,0497	0,1572
Vakko	2001	1,3427	1,1495	0,3459	0,5612	0,2349	0,8847	0,1153	7,6759	0,6854	0,1993	0,6901	0,0795	4,0456	1,7745	205,6877	7,9512	3,9018	11,5211	0,9165	-1,1364	-1,1364	-0,131	0,1858
Vakko	2002	2,7909	2,3916	0,454	0,6634	0,5801	0,5439	0,4561	1,1925	0,3239	0,22	0,2089	0,0953	4,8857	1,8974	192,3728	2,4949	1,9617	11,9427	1,1379	0,4064	0,5484	0,1853	0,2989



Vakko	2003	2,6424	2,2159	0,3493	0,6532	0,5435	0,4626	0,5374	0,861	0,3309	0,1318	0,2112	0,1135	5,434	2,0922	174,4538	2,2239	2,1989	10,5312	1,195	0,1486	0,2261	0,0798	0,1163
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,5403	2,0751	0,3078	0,6159	0,5230	0,6164	0,3836	2,3012	0,3887	0,2277	0,2766	0,0864	3,8241	1,8780	195,5183	3,3563	2,1769	12,3136	1,0514	0,0307	0,1515	0,0639	0,2052
Yataş	1997	1,9456	1,1511	0,0206	0,5802	0,4064	0,4884	0,5116	0,9546	0,4298	0,0586	0,3163	0,1618	2,2532	2,461	148,3159	2,3335	2,9376	7,3767	1,1939	0,4181	0,602	0,2139	0,3337
Yataş	1998	1,7138	1,037	0,0233	0,591	0,3538	0,5211	0,4789	1,0882	0,4956	0,0255	0,3105	0,1487	2,4347	2,4924	146,4468	2,6129	3,5366	8,4156	1,2513	0,2733	0,4313	0,1309	0,3019
Yataş	1999	1,5312	0,9449	0,0094	0,5995	0,2947	0,6155	0,3845	1,6007	0,5548	0,0607	0,3899	0,1499	2,4961	2,3696	154,0364	3,1385	4,0952	8,049	1,2068	0,1958	0,295	0,0753	0,1973
Yataş	2000	1,7183	1,0965	0,0274	0,5964	0,3623	0,6617	0,3383	1,9564	0,5044	0,1574	0,39	0,1319	2,9706	2,6381	138,3559	4,0316	3,764	10,3375	1,3637	0,1708	0,2579	0,0578	0,1898
Yataş	2001	1,1305	0,5516	0,0222	0,4569	0,0904	0,7729	0,2271	3,4029	0,6927	0,0802	0,946	0,2149	1,7839	3,0994	117,7636	4,8824	12,2671	5,1609	1,1089	-0,2465	-0,2465	-0,056	0,2085
Yataş	2002	1,1748	0,5396	0,019	0,3109	0,1148	0,8611	0,1389	6,1998	0,6568	0,2043	1,5671	0,2177	1,8509	4,7125	77,4543	8,1376	9,8453	5,1926	1,1303	-0,6699	-0,6699	-0,0931	0,1198
Yataş	2003	1,265	0,5408	0,0486	0,3688	0,1744	0,7257	0,2743	2,6454	0,6579	0,0678	0,5628	0,1544	1,5145	3,5493	102,8365	3,9718	6,2489	7,0579	1,0896	0,2927	0,2927	0,0803	0,2047
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,4970	0,8374	0,0244	0,5005	0,2567	0,6638	0,3362	2,5497	0,5703	0,0935	0,6404	0,1685	2,1863	3,0460	126,4585	4,1583	6,0992	7,3700	1,1921	0,0620	0,1375	0,0584	0,2222
<b>Sektör Ortalaması</b>		1,6424	1,0124	0,1406	0,4421	0,1490	0,5823	0,4194	1,4307	0,4262	0,1561	0,8043	0,3629	4,0437	4,9827	96,2431	2,3740	0,7382	3,9175	1,0082	0,0555	0,0885	-0,0137	0,0991

## **GIDA, İÇKİ, TÜTÜN SANAYİ**

Dardanel	1997	1,0623	0,3124	0,0012	0,2666	0,046	0,759	0,241	3,1489	0,7382	0,0208	0,4293	0,1035	0,4447	2,2865	159,6323	1,9831	10,3929	4,6193	0,478	0,1138	0,163	0,0274	0,1638
Dardanel	1998	1,1595	0,3585	0,0179	0,1663	0,1129	0,7414	0,2586	2,8673	0,7077	0,0337	0,302	0,0781	0,4205	2,5086	145,4983	1,3243	3,0343	4,3846	0,3424	0,0158	0,0252	0,0041	0,0488
Dardanel	1999	1,7721	0,197	0,0004	0,0681	0,3447	0,8955	0,1045	8,5726	0,4465	0,449	0,5893	0,0616	0,159	5,0677	72,0249	2,6145	0,7923	4,4367	0,2731	-0,8721	-0,8721	-0,0911	0,1231
Dardanel	2000	0,4481	0,1544	0,0022	0,1316	-0,8379	1,8672	-0,8672	-2,1531	1,5182	0,3491	-0,1546	0,1341	2,4075	6,0789	60,0442	-0,6275	-0,6494	4,0575	0,5442	1,3842	1,3842	-1,2005	-0,8448
Dardanel	2001	0,1631	0,1436	0,0022	0,3054	-2,9896	5,2588	-4,2588	-1,2348	3,5722	1,6866	-0,0528	0,2247	14,1072	2,8554	127,827	-0,1193	-0,17	2,2615	0,5081	0,7687	0,7687	-3,2737	-0,7468
Dardanel	2002	0,1372	0,0754	0,0037	0,0997	-3,1245	5,0469	-4,0469	-1,2471	3,6212	1,4257	-0,0624	0,2524	3,6723	21,131	17,2732	-0,2587	-0,3351	4,1483	1,047	0,2051	0,2051	-0,83	0,0209
Dardanel	2003	0,5347	0,2456	0,0122	0,1674	-0,3557	3,7857	-2,7857	-1,359	0,7644	3,0213	-0,091	0,2534	4,6801	18,3505	19,8904	-0,4506	-3,5295	4,9544	1,2554	-0,1935	-0,1935	0,5391	-0,0327
<b>Şirket Ortalaması</b>		0,7539	0,2124	0,0057	0,1722	-0,9720	2,6221	-1,6221	1,2278	1,6241	0,9980	0,1371	0,1583	3,6988	8,3255	86,0272	0,6380	1,3622	4,1232	0,6355	0,2031	0,2115	-0,6892	-0,1811
Friko Pak Gıda	1997	1,0235	0,3579	0,0241	0,1803	0,0143	0,7437	0,2563	2,9013	0,6055	0,1382	1,45	0,3717	1,6916	7,6683	47,5988	3,3432	60,1357	2,3056	0,8569	0,1762	0,1866	0,0452	0,1108

Friko Pak Gıda	1998	1,0089	0,3939	0,0029	0,2275	0,0053	0,7314	0,2686	2,7231	0,596	0,1354	1,475	0,3962	1,6509	5,2561	69,4426	2,677	134,8072	1,8149	0,719	0,0312	0,0487	0,0084	0,0522
Friko Pak Gıda	1999	1,1979	0,7882	0,5853	0,0907	0,1424	0,7526	0,2474	3,0419	0,7198	0,0328	0,5561	0,1376	1,9996	9,8649	37	3,1167	5,4142	5,605	0,7711	0,2686	0,4087	0,0665	0,117
Friko Pak Gıda	2000	0,8647	0,2535	0,0022	0,0803	-0,0953	0,7219	0,2781	2,5955	0,7047	0,0172	1,3886	0,3862	1,2993	13,0493	27,9708	2,2953	-6,6973	1,6529	0,6384	-0,0744	-0,0699	-0,0207	-0,0035
Friko Pak Gıda	2001	1,2358	0,5367	0,1093	0,266	0,1213	0,7813	0,2187	3,5731	0,5145	0,2668	1,6548	0,3619	2,1193	5,6834	64,2219	4,3968	7,9248	2,6569	0,9615	-0,0575	-0,0575	-0,0126	0,1035
Friko Pak Gıda	2002	1,7912	0,6248	0,161	0,2016	0,2721	0,7939	0,2061	3,8522	0,3439	0,45	1,853	0,3819	1,5228	5,8817	62,0569	3,5445	2,685	1,9128	0,7305	-0,2027	-0,2027	-0,0418	0,0021
Friko Pak Gıda	2003	2,0815	1,0405	0,2464	0,3305	0,3053	0,7922	0,2078	3,8128	0,2823	0,51	1,9755	0,4105	2,4611	4,3079	84,729	4,0254	2,7399	2,0377	0,8364	-0,2661	-0,2661	-0,0553	-0,0328
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,3148	0,5708	0,1616	0,1967	0,1093	0,7596	0,2404	3,2143	0,5381	0,2215	1,4790	0,3494	1,8207	7,3874	56,1457	3,3427	29,5728	2,5694	0,7877	-0,0178	0,0068	-0,0015	0,0499
Kerevitaş	1997	1,25	0,2582	0,0034	0,1744	0,1681	0,8355	0,1645	5,0782	0,6726	0,1629	0,9564	0,1573	0,6059	3,9531	92,3315	3,5223	3,4464	3,6829	0,5795	0,2335	0,3949	0,0384	0,0837
Kerevitaş	1998	1,9953	0,3934	0,0138	0,1284	0,3764	0,4891	0,5109	0,9573	0,3782	0,1109	0,3693	0,1887	0,5254	5,8939	61,9282	1,1179	1,5174	3,0271	0,5711	0,008	0,0114	0,0041	0,1159
Kerevitaş	1999	1,0656	0,9303	0,0056	0,7169	0,0326	0,7463	0,2537	2,942	0,4974	0,249	1,8315	0,4646	8,3338	2,1688	168,2974	3,2483	25,2613	1,7736	0,824	-0,2505	-0,2295	-0,0635	0,1571
Kerevitaş	2000	0,7956	0,1931	0,0029	0,2316	-0,1659	0,9507	0,0493	19,2896	0,8116	0,1391	5,6734	0,2796	0,7998	3,6259	100,6647	11,0006	-3,269	1,939	0,5422	-7,6736	-7,6736	-0,3782	-0,0445
Kerevitaş	2001	0,3962	0,121	0,0063	0,2352	-0,9383	1,7204	-0,7204	-2,388	1,5538	0,1666	-0,43	0,3098	0,9926	4,0172	90,8583	-0,8075	-0,62	1,8777	0,5817	1,211	1,211	-0,8724	-0,0262
Kerevitaş	2002	0,2957	0,0849	0,0056	0,2251	-1,3727	1,9768	-0,9768	-2,0237	1,949	0,0278	-0,3712	0,3626	1,1652	5,0926	71,6724	-0,6764	-0,4813	1,8222	0,6607	0,5112	0,5112	-0,4994	-0,013
Kerevitaş	2003	1,1382	0,4335	0,0399	0,3219	0,0552	1,8838	-0,8838	-2,1315	0,3993	1,4844	-0,5307	0,469	2,2697	6,261	58,2974	-1,0366	16,5978	1,9532	0,9161	-0,1635	-0,1635	0,1445	0,0026
<b>Şirket Ortalaması</b>		0,9909	0,3449	0,0111	0,2905	-0,2635	1,2289	-0,2289	3,1034	0,8946	0,3344	1,0712	0,3188	2,0989	4,4304	92,0071	2,3384	6,0647	2,2965	0,6679	-0,8748	-0,8483	-0,2324	0,0394
Konfrut Gıda	1997	1,2933	0,4636	0,024	0,1759	0,1064	0,5653	0,4347	1,3002	0,3627	0,2025	1,2107	0,5264	2,1918	10,1984	35,7901	1,9352	7,9097	1,5984	0,8413	0,1417	0,1589	0,0616	0,1132
Konfrut Gıda	1998	1,1689	0,1744	0,0125	0,0203	0,0582	0,5157	0,4843	1,0648	0,3447	0,171	1,2293	0,5954	1,6177	85,3909	4,2745	1,4423	11,9995	1,1733	0,6985	0,0224	0,0295	0,0109	0,0736
Konfrut Gıda	1999	1,3591	0,1856	0,004	0,1222	0,1946	0,6307	0,3693	1,7078	0,542	0,0887	0,5408	0,1997	0,3728	4,8791	74,8088	1,1893	2,2567	2,1992	0,4392	0,0073	0,0073	0,0027	0,0917
Konfrut Gıda	2000	1,0102	0,3066	0,0008	0,2073	0,0041	0,5059	0,4941	1,0239	0,4006	0,1053	1,2026	0,5942	2,0617	7,2008	50,6889	1,2228	147,1905	1,0168	0,6041	-0,0581	-0,0581	-0,0287	-0,0115
Konfrut Gıda	2001	0,8544	0,3396	0,0008	0,2587	-0,0678	0,6643	0,3357	1,9785	0,4658	0,1985	1,7931	0,602	3,7413	7,5814	48,1441	2,3249	-11,5077	1,2966	0,7806	-0,5566	-0,5566	-0,1869	-0,1632
Konfrut Gıda	2002	0,8031	0,1537	0,0012	0,0995	-0,0784	0,562	0,438	1,2833	0,3983	0,1638	1,553	0,6802	2,5268	21,6759	16,839	1,5745	-8,7913	1,0138	0,6896	-0,2406	-0,2406	-0,1054	-0,0068
Konfrut Gıda	2003	1,1801	0,2073	0,017	0,0792	0,0731	0,5168	0,4832	1,0694	0,4061	0,1107	1,0774	0,5207	1,8832	21,735	16,7932	1,7076	11,2844	1,5848	0,8251	0,0932	0,0932	0,045	0,0432
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,0956	0,2615	0,0086	0,1376	0,0415	0,5658	0,4342	1,3468	0,4172	0,1486	1,2296	0,5312	2,0565	22,6659	35,3341	1,6281	22,9060	1,4118	0,6969	-0,0844	-0,0809	-0,0287	0,0200
Kristal Kola	1997	0,9918	0,7224	0,1513	0,4186	-0,0025	0,3799	0,6201	0,6127	0,3016	0,0783	0,4406	0,2732	6,6209	5,8286	62,6223	1,177	-294,834	2,6713	0,7298	0,1276	0,1567	0,0792	0,1065

Kristal Kola	1998	1,5904	1,2524	0,0213	0,6874	0,181	0,38	0,62	0,6129	0,3065	0,0735	0,4168	0,2584	7,1574	3,496	104,4062	1,8897	6,4732	4,5335	1,1716	0,1355	0,2334	0,084	0,1943
Kristal Kola	1999	1,0194	0,4793	0,0016	0,3722	0,0072	0,4968	0,5032	0,9872	0,3704	0,1264	1,2368	0,6224	4,1539	7,1318	51,179	1,9918	139,3028	1,6104	1,0023	-0,001	0,0004	-0,0005	0,1365
Kristal Kola	2000	1,4876	0,8731	0,0164	0,5223	0,178	0,4076	0,5924	0,688	0,365	0,0426	0,626	0,3709	5,5152	5,5481	65,7883	2,6561	8,8407	4,2429	1,5735	0,0553	0,069	0,0327	0,037
Kristal Kola	2001	2,3042	1,2688	0,0053	0,5464	0,3099	0,3003	0,6997	0,4291	0,2376	0,0626	0,6188	0,433	3,947	4,0106	91,0094	1,7147	3,8716	2,7712	1,1999	-0,0473	-0,0473	-0,0331	0,0293
Kristal Kola	2002	4,2369	3,4621	0,5216	0,6697	0,4331	0,1421	0,8579	0,1656	0,1338	0,0083	0,5002	0,4292	11,5762	4,0657	89,7762	1,7992	3,564	3,5968	1,5436	0,0428	0,061	0,0367	0,052
Kristal Kola	2003	12,7242	11,6165	7,0903	0,3378	0,6537	0,0615	0,9385	0,0655	0,0558	0,0057	0,308	0,289	10,6211	3,5483	102,8669	0,9061	1,3008	2,9419	0,8503	0,0154	0,0168	0,0145	0,0162
<b>Şirket Ortalaması</b>		3,4792	2,8107	1,1154	0,5078	0,2515	0,3097	0,6903	0,5087	0,2530	0,0568	0,5925	0,3823	7,0845	4,8042	81,0926	1,7335	-18,7830	3,1954	1,1530	0,0469	0,0700	0,0305	0,0817
Merko Gıda	1997	1,2358	0,6146	0,0137	0,3598	0,0736	0,5067	0,4933	1,0272	0,3121	0,1946	0,9816	0,4842	2,8736	5,1819	70,4372	1,458	9,7732	1,4854	0,7192	0,0655	0,0699	0,0323	0,0834
Merko Gıda	1998	1,0887	0,4884	0,007	0,3351	0,036	0,5419	0,4581	1,1831	0,4058	0,1361	1,0328	0,4731	2,1344	4,6896	77,832	1,5157	19,2857	1,4675	0,6943	0,0998	0,1133	0,0457	0,0866
Merko Gıda	1999	1,9609	1,3298	0,0263	0,5297	0,3001	0,3704	0,6296	0,5882	0,3123	0,058	0,408	0,2569	4,3915	4,086	89,3292	2,1052	4,4167	5,1593	1,3255	0,2397	0,3554	0,1509	0,216
Merko Gıda	2000	0,897	0,2829	0,0114	0,2209	-0,05	0,6373	0,3627	1,7572	0,4855	0,1518	1,4422	0,5231	1,9788	7,0991	51,4146	1,8832	-13,6577	1,3057	0,683	0,0095	0,0121	0,0035	0,0146
Merko Gıda	2001	0,6218	0,2469	0,007	0,3429	-0,2766	0,8401	0,1599	5,2538	0,7315	0,1086	3,1119	0,4976	2,5177	5,3777	67,8734	5,2459	-3,0324	1,6858	0,8388	-1,204	-1,204	-0,1925	0,0566
Merko Gıda	2002	0,657	0,1803	0,0209	0,1823	-0,2058	0,742	0,258	2,8764	0,6	0,142	2,2167	0,5719	2,2874	10,1504	35,9591	2,827	-3,5434	1,2753	0,7293	-0,1543	-0,1543	-0,0398	-0,0106
Merko Gıda	2003	0,6465	0,1347	0,0054	0,1673	-0,2155	0,6418	0,3582	1,7916	0,6097	0,0321	1,5703	0,5625	1,8034	9,6697	37,7468	1,7799	-2,9581	1,1335	0,6376	0,0402	0,0402	0,0144	-0,0047
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,0154	0,4682	0,0131	0,3054	-0,0483	0,6115	0,3885	2,0682	0,4938	0,1176	1,5376	0,4813	2,5695	6,6078	61,5132	2,4021	1,4691	1,9304	0,8040	-0,1291	-0,1096	0,0021	0,0631
Penguen Gıda	1997	1,2675	0,3476	0,0023	0,1952	0,1774	0,7919	0,2081	3,8064	0,6633	0,1286	0,7593	0,158	0,701	4,779	76,376	3,7705	4,4217	4,9655	0,7845	0,3074	0,3354	0,0639	0,2211
Penguen Gıda	1998	1,3331	0,5352	0,0026	0,3095	0,218	0,6887	0,3113	2,212	0,6545	0,0341	0,4062	0,1265	0,7988	2,81	129,8911	2,4376	3,4804	6,0003	0,7589	0,1945	0,221	0,0606	0,232
Penguen Gıda	1999	1,2962	0,3087	0,0092	0,1769	0,1904	0,7201	0,2799	2,5721	0,643	0,0771	0,5927	0,1659	0,5949	4,6007	79,336	2,4226	3,5616	4,0877	0,6782	0,0467	0,0779	0,0131	0,1806
Penguen Gıda	2000	1,2599	0,3197	0,0036	0,1848	0,1659	0,7304	0,2696	2,7095	0,6383	0,0921	0,7207	0,1943	0,668	4,2422	86,0404	2,3392	3,8015	3,2457	0,6306	0,0163	0,0457	0,0044	0,1223
Penguen Gıda	2001	1,0563	0,4291	0,2419	0,1291	0,0441	0,9414	0,0586	16,0647	0,783	0,1584	2,936	0,1721	1,0407	7,1576	50,9947	13,0427	17,3497	4,4423	0,7643	-2,7179	-2,6291	-0,1593	0,1512
Penguen Gıda	2002	1,0343	0,2512	0,0017	0,2084	0,0259	0,9169	0,0831	11,0404	0,753	0,164	2,6549	0,2205	0,883	4,1912	87,0865	8,1893	26,2967	3,0845	0,6801	-1,6382	-1,5877	-0,1361	0,0427
Penguen Gıda	2003	0,8103	0,3393	0,0064	0,3418	-0,1615	1,0325	-0,0325	-31,739	0,8515	0,181	-9,4786	0,3084	2,473	4,5668	79,9247	-33,1113	-6,67	3,4933	1,0772	5,9956	5,9233	-0,195	-0,0794
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1511	0,3615	0,0382	0,2208	0,0943	0,8317	0,1683	0,9523	0,7124	0,1193	-0,2013	0,1922	1,0228	4,6211	84,2356	-0,1299	7,4631	4,1885	0,7677	0,3149	0,3409	-0,0498	0,1244
Selçuk Gıda	1997	1,0357	0,4519	0,0153	0,3541	0,0289	0,8227	0,1773	4,6416	0,8109	0,0118	0,8012	0,142	1,6908	3,8306	95,2857	6,4269	39,375	8,0218	1,1392	0,1846	0,3281	0,0327	0,2553
Selçuk Gıda	1998	1,1914	0,5226	0,0066	0,3528	0,1393	0,7796	0,2204	3,5369	0,728	0,0515	0,5876	0,1295	1,6807	3,4252	106,5632	4,7549	7,5216	8,0923	1,0481	0,0282	0,0728	0,0062	0,1271

SelçukGıda	1999	1,25	0,7454	0,0048	0,5112	0,1692	0,7176	0,2824	2,5409	0,6769	0,0407	0,5355	0,1512	1,7808	2,1915	166,5518	3,3568	5,6013	6,2681	0,948	-0,1695	-0,162	-0,0479	0,2378
SelçukGıda	2000	1,6089	1,2265	0,0047	0,5947	0,2782	0,4711	0,5289	0,8908	0,4569	0,0142	0,3456	0,1828	2,3897	1,5667	232,967	1,2951	2,4622	3,7474	0,685	0,0327	0,0624	0,0173	0,1753
SelçukGıda	2001	1,2188	0,9427	0,0045	0,7132	0,1326	0,619	0,381	1,6245	0,6062	0,0128	0,5035	0,1919	4,7611	2,0609	177,1103	2,8499	8,1866	5,6596	1,0859	-0,2631	-0,2631	-0,1003	0,2104
SelçukGıda	2002	1,3136	0,9081	0,0158	0,6234	0,1727	0,5649	0,4351	1,2984	0,5508	0,0141	0,5096	0,2217	3,2733	2,1714	168,0962	2,2511	5,6701	4,4173	0,9794	0,0493	0,0893	0,0215	0,1193
SelçukGıda	2003	2,6555	1,4065	0,3021	0,2965	0,4687	0,4612	0,5388	0,8558	0,2831	0,178	0,3371	0,1816	1,317	2,2599	161,508	0,935	1,0748	2,7735	0,5038	-0,0833	-0,077	-0,0449	-0,0617
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,47	0,89	0,05	0,49	0,20	0,63	0,37	2,20	0,59	0,05	0,52	0,17	2,41	2,50	158,30	3,12	9,98	5,57	0,91	-0,03	0,01	-0,02	0,15
Vanet	1997	1,5267	0,6722	0,0168	0,4173	0,1829	0,4624	0,5376	0,8601	0,3472	0,1152	0,8692	0,4673	5,1875	8,7421	41,7518	3,5971	10,5744	4,1386	1,9338	0,1007	0,2012	0,0541	0,1665
Vanet	1998	1,4263	0,5494	0,0416	0,3351	0,1915	0,503	0,497	1,0119	0,4491	0,0538	0,7192	0,3575	3,7916	8,5391	42,7445	3,6881	9,5739	5,1284	1,8332	0,0569	0,0771	0,0283	0,1322
Vanet	1999	1,8925	0,7271	0,0154	0,2813	0,3044	0,4127	0,5873	0,7027	0,3411	0,0716	0,5927	0,3481	4,682	12,7046	28,7297	3,9287	7,5792	6,6284	2,3074	0,2684	0,3196	0,1576	0,2013
Vanet	2000	1,3809	0,4677	0,0142	0,3005	0,1408	0,4488	0,5512	0,8143	0,3698	0,079	0,8796	0,4849	5,6755	14,8227	24,6244	4,1268	16,1504	4,6915	2,2747	0,026	0,026	0,0143	0,0393
Vanet	2001	3,3699	1,9607	0,0441	0,4008	0,2271	0,147	0,853	0,1724	0,0958	0,0512	0,7899	0,6737	10,6896	13,3185	27,4055	2,0213	7,59	2,5589	1,724	0,0048	0,0048	0,0041	-0,0101
Vanet	2002	1,5181	1,0368	0,1752	0,4736	0,151	0,3281	0,6719	0,4882	0,2915	0,0366	0,8262	0,5552	4,2369	3,4101	107,0345	1,0638	4,7329	1,2875	0,7148	-0,0913	-0,0913	-0,0614	-0,0711
Vanet	2003	1,7719	0,5983	0,1765	0,176	0,2083	0,2942	0,7058	0,4169	0,2699	0,0243	0,736	0,5195	3,3715	15,9213	22,9252	1,8983	6,4311	2,5791	1,3398	0,0413	0,0413	0,0291	0,0485
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,84	0,86	0,07	0,34	0,20	0,37	0,63	0,64	0,31	0,06	0,77	0,49	5,38	11,07	42,17	2,90	8,95	3,86	1,73	0,06	0,08	0,03	0,07
<b>Sektör Ortalaması</b>		1,4512	0,7513	0,1650	0,2954	-0,0465	0,8887	0,1113	1,7102	0,6525	0,2362	0,7932	0,3393	3,0951	8,0029	77,9217	1,9851	7,6471	3,2293	0,8948	-0,0588	-0,0372	-0,1079	0,0465

## **KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLERİ**

Aksa	1997	2,8121	2,3392	0,2688	0,616	0,5368	0,3186	0,6814	0,4676	0,2962	0,0224	0,2227	0,1517	7,9159	3,0701	118,8871	2,3119	2,935	10,383	1,5753	0,4772	0,6706	0,3251	0,4089
Aksa	1998	3,4286	2,8527	0,3794	0,5656	0,5685	0,2664	0,7336	0,3631	0,2341	0,0323	0,2357	0,1729	8,3027	3,144	116,0955	1,9455	2,5104	8,2551	1,4272	0,2204	0,3418	0,1617	0,2116
Aksa	1999	2,2077	1,9797	0,349	0,5442	0,4751	0,4314	0,5686	0,7586	0,3934	0,038	0,2061	0,1172	8,2778	2,2416	162,8266	1,8631	2,2299	9,0392	1,0595	0,2934	0,4713	0,1668	0,2393
Aksa	2000	2,2467	1,834	0,1409	0,5848	0,463	0,4146	0,5854	0,7082	0,3714	0,0433	0,2421	0,1417	7,4131	2,8638	127,4517	2,3868	3,018	9,8592	1,3972	0,2267	0,3469	0,1327	0,1723
Aksa	2001	2,1769	1,8075	0,423	0,4772	0,4716	0,4365	0,5635	0,7747	0,4008	0,0358	0,2015	0,1135	6,596	3,3859	107,799	2,5017	2,9889	12,4164	1,4097	0,4132	0,5897	0,2328	0,3651
Aksa	2002	1,9485	1,5961	0,6468	0,3815	0,3741	0,4257	0,5743	0,7413	0,3944	0,0313	0,3575	0,2053	6,6236	4,1668	87,5965	2,1274	3,2656	5,9511	1,2217	0,334	0,4755	0,1918	0,2411
Aksa	2003	2,9073	2,4577	0,6122	0,5822	0,4763	0,2877	0,7123	0,4039	0,2497	0,038	0,3357	0,2391	11,3224	3,52	103,6929	2,0888	3,1237	6,2218	1,4878	0,1161	0,1422	0,0827	0,1377

<b>Şirket Ortalaması</b>		2,5325	2,1238	0,4029	0,5359	0,4808	0,3687	0,6313	0,6025	0,3343	0,0344	0,2573	0,1631	8,0645	3,1989	117,7642	2,1750	2,8674	8,8751	1,3683	0,2973	0,4340	0,1848	0,2537
Aygaz	1997	2,0699	1,824	0,2126	0,5174	0,2436	0,4079	0,5921	0,6888	0,2277	0,1801	0,7152	0,4235	35,6639	9,8842	36,9275	4,0711	9,8943	5,6924	2,4107	0,3152	0,4434	0,1866	0,1937
Aygaz	1998	2,5307	2,2813	0,1393	0,5377	0,3052	0,3583	0,6417	0,5584	0,1994	0,159	0,6508	0,4176	33,3625	7,5285	48,4826	3,1827	6,6924	4,8903	2,0423	0,3127	0,3719	0,2007	0,1436
Aygaz	1999	1,9804	1,7478	0,1825	0,3854	0,2743	0,4071	0,5929	0,6866	0,2798	0,1273	0,6505	0,3857	28,3267	10,4891	34,798	3,7785	8,1663	5,8084	2,2404	0,2795	0,411	0,1657	0,1479
Aygaz	2000	1,5147	1,3651	0,1059	0,3284	0,2124	0,5107	0,4893	1,0439	0,4127	0,098	0,6621	0,324	27,0866	9,753	37,4243	4,0926	9,4256	6,1809	2,0024	0,2862	0,4018	0,14	0,1173
Aygaz	2001	2,0363	1,8094	0,4952	0,4338	0,2894	0,382	0,618	0,618	0,2792	0,1027	0,6267	0,3873	48,0452	14,3346	25,4628	5,7211	12,2186	9,1288	3,5358	0,1798	0,2551	0,1111	0,2604
Aygaz	2002	1,1166	0,9238	0,252	0,3803	0,04	0,4933	0,3245	1,5202	0,3428	0,1505	0,3193	0,1036	19,6198	10,0862	36,1881	4,5245	36,7315	14,1706	1,4681	0,1307	0,2505	0,0424	0,0753
Aygaz	2003	1,3808	1,0666	0,2795	0,4267	0,0936	0,3508	0,3572	0,9821	0,2458	0,1049	0,3716	0,1327	32,2846	18,629	19,5931	7,5548	28,8264	20,3287	2,6983	0,3152	0,2434	0,1126	0,0704
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,8042	1,5740	0,2381	0,4300	0,2084	0,4157	0,5165	0,8711	0,2839	0,1318	0,5709	0,3106	32,0556	11,5292	34,1252	4,7036	15,9936	9,4572	2,3426	0,2599	0,3396	0,1370	0,1441
Deva	1997	1,4081	0,9104	0,0156	0,5095	0,1638	0,4782	0,5218	0,9165	0,4014	0,0769	0,363	0,1894	2,6789	3,0036	121,5202	1,6575	5,2795	4,5666	0,8648	0,0117	0,0117	0,0061	0,1325
Deva	1998	1,133	0,8343	0,0205	0,6504	0,0751	0,6322	0,3678	1,719	0,5647	0,0676	0,4952	0,1821	3,1863	2,2915	159,2821	2,5928	12,6936	5,2354	0,9536	0,0257	0,0388	0,0094	0,1837
Deva	1999	1,0142	0,7356	0,0433	0,6201	0,0103	0,7869	0,2131	3,6935	0,7294	0,0575	0,6456	0,1376	3,128	2,4401	149,5851	5,2531	108,316	8,1367	1,1192	-0,2373	-0,224	-0,0506	0,242
Deva	2000	1,1506	0,9295	0,0433	0,7321	0,0931	0,6825	0,3175	2,15	0,6178	0,0647	0,4219	0,1339	4,0028	2,0587	177,295	3,3752	11,5128	8,0009	1,0715	0,012	0,0912	0,0038	0,2077
Deva	2001	0,804	0,5895	0,0068	0,6639	-0,1596	0,9012	0,0988	9,1201	0,8146	0,0866	2,4148	0,2386	3,3193	2,3849	153,0457	10,4949	-6,4966	4,3461	1,037	-2,1323	-2,1323	-0,2107	0,2007
Deva	2002	1,258	0,9984	0,0452	0,74	0,139	0,8134	0,1866	4,3587	0,539	0,2744	1,218	0,2273	3,8095	2,2242	164,1029	5,9802	8,0265	4,9099	1,116	0,3202	0,3202	0,0598	0,2999
Deva	2003	1,1667	0,925	0,0492	0,6949	0,0924	0,7131	0,2869	2,4856	0,5543	0,1588	0,8874	0,2546	3,7739	2,1221	171,9995	3,3242	10,3214	3,7459	0,9537	0,3093	0,4074	0,0887	0,1931
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1335	0,8461	0,0320	0,6587	0,0592	0,7154	0,2846	3,4919	0,6030	0,1124	0,9208	0,1948	3,4141	2,3607	156,6901	4,6683	21,3790	5,5631	1,0165	-0,2415	-0,2124	-0,0134	0,2085
Eczacıbaşı	1997	1,7191	1,3712	0,0028	0,7651	0,2639	0,5722	0,4278	1,3374	0,367	0,2052	0,6413	0,2744	3,6886	1,9504	187,1458	2,2005	3,5675	3,4314	0,9414	0,1414	0,2134	0,0605	0,2095
Eczacıbaşı	1998	1,6785	1,4022	0,3739	0,5854	0,281	0,5331	0,4669	1,1416	0,4142	0,1189	0,5383	0,2513	3,7281	2,0636	176,8793	1,7987	2,9887	3,3417	0,8399	0,0542	0,1205	0,0253	0,1408
Eczacıbaşı	1999	1,4205	1,1891	0,1758	0,6667	0,1793	0,5147	0,4853	1,0605	0,4264	0,0883	0,4263	0,2069	4,217	1,9717	185,1211	1,6407	4,4407	3,8487	0,7963	0,0829	0,1409	0,0402	0,1557
Eczacıbaşı	2000	1,3986	1,1024	0,1883	0,5995	0,1771	0,5395	0,4605	1,1718	0,4443	0,0952	0,5035	0,2319	3,6672	2,2341	163,3791	1,8076	4,6991	3,5897	0,8323	0,07	0,128	0,0322	0,0832
Eczacıbaşı	2001	0,8954	0,6996	0,0634	0,6222	-0,071	0,7229	0,2771	2,6085	0,6792	0,0437	0,9773	0,2708	3,945	2,1384	170,6874	2,9196	-11,3904	2,9876	0,8091	-0,515	-0,515	-0,1427	0,0103
Eczacıbaşı	2002	1,0536	0,8523	0,076	0,6517	0,0302	0,6185	0,3815	1,6214	0,5626	0,0559	0,7481	0,2854	4,6717	2,2294	163,722	2,2578	28,5524	3,018	0,8613	0,1628	0,1628	0,0621	0,0767
Eczacıbaşı	2003	1,2491	1,0264	0,1877	0,5425	0,081	0,3481	0,6519	0,534	0,325	0,0232	0,1389	0,0906	4,7532	2,7759	131,4905	0,9376	7,5502	6,7482	0,6112	0,1027	0,1291	0,067	0,0239

<b>Şirket Ortalaması</b>		1,3450	1,0919	0,1526	0,6333	0,1345	0,5499	0,4501	1,3536	0,4598	0,0901	0,5677	0,2302	4,0958	2,1948	168,3465	1,9375	5,7726	3,8522	0,8131	0,0141	0,0542	0,0207	0,1000
Ege Gübre	1997	1,4258	1,1412	0,2941	0,3237	0,2211	0,6799	0,3201	2,1239	0,5192	0,1606	0,7953	0,2546	8,2687	6,409	56,9515	4,7974	6,9453	6,0324	1,5357	0,1529	0,2791	0,0489	0,1188
Ege Gübre	1998	1,3455	0,7736	0,4365	0,1814	0,1605	0,5593	0,4407	1,2691	0,4645	0,0948	0,8335	0,3673	7,5751	21,4499	17,0164	5,5184	15,1561	6,6208	2,432	0,2363	0,3952	0,1041	0,108
Ege Gübre	1999	1,2098	1,0351	0,2918	0,2066	0,1209	0,6243	0,3757	1,6616	0,5763	0,048	0,7879	0,296	16,5639	14,1569	25,7824	5,4272	16,8626	6,8884	2,0391	0,2389	0,3697	0,0898	0,1351
Ege Gübre	2000	1,2107	0,943	0,0162	0,4739	0,1272	0,6909	0,3091	2,2355	0,6035	0,0874	0,8444	0,261	9,9609	5,6858	64,1955	6,3709	15,4824	7,5446	1,969	0,1653	0,2638	0,0511	0,1347
Ege Gübre	2001	1,0366	0,6335	0,3184	0,2665	0,0298	0,8426	0,1574	5,3528	0,815	0,0276	0,9848	0,155	3,5862	6,1362	59,4827	8,7775	46,3709	8,9131	1,3817	-0,0533	-0,0382	-0,0084	0,0836
Ege Gübre	2002	0,7918	0,421	0,3231	0,0094	-0,1639	0,8136	0,1864	4,3656	0,7874	0,0262	2,0141	0,3754	3,7436	216,5149	1,6858	6,7791	-7,7063	3,3658	1,2634	0,0559	0,0807	0,0104	0,0506
Ege Gübre	2003	0,7637	0,2697	0,1743	0,0094	-0,1718	0,756	0,244	3,0988	0,7272	0,0288	1,8176	0,4434	3,8919	314,076	1,1621	6,7461	-9,5775	3,7115	1,6459	0,2082	0,267	0,0508	0,0831
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1120	0,7453	0,2649	0,2101	0,0463	0,7095	0,2905	2,8725	0,6419	0,0676	1,1539	0,3075	7,6558	83,4898	32,3252	6,3452	11,9334	6,1538	1,7524	0,1435	0,2310	0,0495	0,1020
Hektaş	1997	1,3967	0,5395	0,013	0,3196	0,1675	0,4933	0,5067	0,9737	0,4222	0,0712	0,7991	0,4049	2,0847	5,4596	66,8551	2,0306	6,1427	2,5412	1,0288	0,2354	0,33	0,1193	0,1629
Hektaş	1998	1,2605	0,7242	0,0073	0,5417	0,111	0,5307	0,4693	1,1306	0,426	0,1047	0,9765	0,4583	3,1605	3,3662	108,4315	2,0862	8,824	2,1364	0,9792	0,1453	0,2221	0,0682	0,1407
Hektaş	1999	1,0903	0,4877	0,0089	0,3372	0,0391	0,4752	0,5248	0,9055	0,4328	0,0424	0,9988	0,5242	3,2931	6,4788	56,3372	1,9644	26,3714	1,9668	1,0309	-0,2951	-0,2951	-0,1549	0,0131
Hektaş	2000	2,0826	0,9734	0,0962	0,3804	0,2363	0,2687	0,7313	0,3675	0,2183	0,0504	0,7403	0,5413	3,7371	6,7592	54,0006	1,5982	4,9459	2,159	1,1687	0,1231	0,1494	0,09	0,0747
Hektaş	2001	1,9753	0,8775	0,0525	0,3471	0,2679	0,371	0,629	0,5897	0,2747	0,0963	0,7254	0,4563	2,2166	5,0617	72,1097	1,5158	3,5587	2,0897	0,9535	0,0909	0,1635	0,0572	0,1317
Hektaş	2002	1,6613	0,8584	0,3454	0,2391	0,2228	0,3781	0,6219	0,608	0,3369	0,0412	0,707	0,4397	2,7577	7,1188	51,2725	1,5315	4,2755	2,1662	0,9524	0,1178	0,1832	0,0732	0,0878
Hektaş	2003	2,2839	1,4907	0,5684	0,2796	0,3019	0,27	0,73	0,3699	0,2352	0,0349	0,628	0,4584	3,676	6,2595	58,3116	1,2875	3,1129	2,05	0,9398	0,1759	0,2557	0,1284	0,1412
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,6787	0,8502	0,1560	0,3492	0,1924	0,3981	0,6019	0,7064	0,3352	0,0630	0,7964	0,4690	2,9894	5,7863	66,7597	1,7163	8,1759	2,1585	1,0076	0,0848	0,1441	0,0545	0,1074
Petkim	1997	3,4617	2,8447	1,1261	0,0688	0,3571	0,1907	0,8093	0,2356	0,1451	0,0456	0,6147	0,4975	5,4277	19,5096	18,7088	0,8333	1,8887	1,3556	0,6744	0,2125	0,3775	0,172	0,1356
Petkim	1998	4,0896	3,0691	1,8626	0,2446	0,2941	0,1581	0,8419	0,1878	0,0952	0,0629	0,725	0,6104	5,1873	6,5041	56,1186	0,7357	2,1061	1,0148	0,6194	0,0965	0,1989	0,0813	0,0388
Petkim	1999	2,6118	1,7545	0,3381	0,475	0,572	0,4685	0,5315	0,8814	0,3549	0,1136	0,1127	0,0599	17,6781	13,594	26,8502	11,2615	10,4635	99,9561	5,9857	0,5985	0,949	0,3181	0,4236
Petkim	2000	2,2396	1,504	0,6356	0,2298	0,2685	0,3087	0,6913	0,4465	0,2166	0,0921	0,7447	0,5148	4,703	7,2954	50,0313	1,1763	3,029	1,5796	0,8132	-0,0248	-0,0139	-0,0171	-0,0405
Petkim	2001	2,7708	2,0338	0,9714	0,2496	0,3113	0,2576	0,7424	0,347	0,1758	0,0818	0,6492	0,4819	5,8219	7,186	50,7931	1,1768	2,807	1,8129	0,8737	0,0044	0,0128	0,0032	0,0141
Petkim	2002	2,1617	1,6143	0,665	0,2118	0,245	0,2913	0,7087	0,411	0,2109	0,0804	0,7677	0,5441	6,6179	8,324	43,8493	1,1339	3,2805	1,4769	0,8036	0,0031	0,0177	0,0022	-0,0374
Petkim	2003	2,4437	1,605	0,7881	0,2283	0,2223	0,2486	0,7514	0,3309	0,154	0,0946	0,83	0,6236	7,226	10,6088	34,4053	1,213	4,0996	1,4615	0,9114	-0,0975	-0,0971	-0,0733	-0,1034
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,8256	2,0608	0,9124	0,2440	0,3243	0,2748	0,7252	0,4057	0,1932	0,0816	0,6349	0,4760	7,5231	10,4317	40,1081	2,5044	3,9535	15,5225	1,5259	0,1132	0,2064	0,0695	0,0615



Çemtaş	2001	3,7383	1,2608	0,4319	0,1456	0,3807	0,2072	0,7928	0,2614	0,139	0,0682	0,5889	0,4669	4,0299	21,4653	17,0042	2,048	4,2654	3,4776	1,6237	0,0699	0,0719	0,0554	0,0755
Çemtaş	2002	4,3519	1,9704	0,2978	0,3792	0,4645	0,1978	0,8022	0,2466	0,1386	0,0592	0,4702	0,3772	5,0323	8,2623	44,1768	2,3556	4,0679	5,0097	1,8897	0,0815	0,1067	0,0654	0,0884
Çemtaş	2003	5,0631	2,6855	1,0469	0,3033	0,558	0,1847	0,8153	0,2265	0,1373	0,0474	0,356	0,2903	4,5049	8,8175	41,3949	2,2808	3,3326	6,4064	1,8596	0,2477	0,3127	0,202	0,2635
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,8928	1,3424	0,3672	0,2772	0,2956	0,2707	0,7293	0,3871	0,2132	0,0575	0,6740	0,4760	5,2206	11,3693	36,1748	1,9762	7,4963	3,4211	1,4608	0,0262	0,0447	0,0274	0,0623
Erbosan	1997	1,3491	0,5635	0,0703	0,2532	0,2024	0,593	0,407	1,457	0,5799	0,0131	0,4804	0,1955	3,0913	8,8735	41,1335	4,3183	8,6819	8,9891	1,7575	0,3308	0,4434	0,1346	0,2083
Erbosan	1998	1,4421	0,758	0,3046	0,2576	0,25	0,5785	0,4215	1,3726	0,5654	0,0131	0,3984	0,1679	3,3652	7,6716	47,5781	3,8232	6,4465	9,5956	1,6114	0,3669	0,5478	0,1546	0,1921
Erbosan	1999	1,3997	0,8679	0,305	0,2448	0,2278	0,5834	0,4166	1,4006	0,57	0,0134	0,3462	0,1442	3,5163	6,66	54,8047	3,1223	5,7091	9,0199	1,3007	0,4177	0,5487	0,174	0,1139
Erbosan	2000	1,1645	0,7052	0,2499	0,2686	0,1159	0,7186	0,2814	2,5542	0,7045	0,0142	0,5217	0,1468	3,4717	5,8168	62,7492	4,5561	11,059	8,7326	1,2819	0,1192	0,1924	0,0335	0,0533
Erbosan	2001	1,6132	0,8761	0,1532	0,223	0,3004	0,5116	0,4884	1,0475	0,4899	0,0217	0,3599	0,1758	4,7168	11,8019	30,9273	4,2589	6,9239	11,8326	2,0801	0,2525	0,3872	0,1233	0,2167
Erbosan	2002	1,606	0,7302	0,2045	0,1683	0,3152	0,5405	0,4595	1,1762	0,5201	0,0204	0,3152	0,1449	2,7499	10,6207	34,3669	3,2481	4,7356	10,3034	1,4925	0,2382	0,2865	0,1095	0,0949
Erbosan	2003	1,8059	0,7607	0,1558	0,2835	0,3361	0,4455	0,5545	0,8034	0,4171	0,0284	0,4076	0,226	4,0726	9,2016	39,6669	3,5442	5,8465	8,695	1,9653	0,1242	0,1325	0,0689	0,0291
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,4829	0,7517	0,2062	0,2427	0,2497	0,5673	0,4327	1,4016	0,5496	0,0178	0,4042	0,1716	3,5691	8,6637	44,4609	3,8387	7,0575	9,5955	1,6413	0,2642	0,3626	0,1141	0,1298
Ereğli Demir Çelik	1997	1,8212	0,8738	0,2157	0,247	0,1726	0,5987	0,4013	1,4916	0,2101	0,3885	1,5311	0,6145	2,2141	7,3005	49,9963	1,7196	3,9994	1,1232	0,6902	0,0046	0,0109	0,0018	0,216
Ereğli Demir Çelik	1998	1,5322	0,6536	0,0562	0,3233	0,1171	0,5776	0,4224	1,3676	0,22	0,3576	1,5558	0,6571	2,3973	5,6745	64,3229	1,4639	5,2813	0,9409	0,6183	-0,2001	-0,2001	-0,0845	0,1161
Ereğli Demir Çelik	1999	1,99	1,0564	0,1145	0,247	0,1861	0,5302	0,4698	1,1283	0,188	0,3422	1,3098	0,6154	2,3964	5,7578	63,3922	1,1323	2,859	0,8645	0,532	-0,0843	-0,0843	-0,0396	0,0759
Ereğli Demir Çelik	2000	1,9304	0,7479	0,0262	0,2842	0,1716	0,4468	0,5532	0,8076	0,1844	0,2623	1,1468	0,6345	1,9848	6,0395	60,4357	1,1046	3,5614	0,9632	0,6111	0,1314	0,1515	0,0727	0,1347
Ereğli Demir Çelik	2001	1,3158	0,5371	0,1604	0,1997	0,0892	0,5391	0,4609	1,1695	0,2825	0,2566	1,315	0,6061	1,8607	7,6289	47,8444	1,2283	6,3477	0,9341	0,5662	-0,1265	-0,1265	-0,0583	0,118
Ereğli Demir Çelik	2002	1,2389	0,5759	0,1149	0,2706	0,0557	0,4762	0,5238	0,9092	0,233	0,2432	1,198	0,6275	3,2101	7,23	50,4844	1,0783	10,1458	0,9001	0,5648	-0,0387	-0,0387	-0,0203	0,0382
Ereğli Demir Çelik	2003	1,5078	0,8778	0,2844	0,3129	0,0984	0,3468	0,6532	0,5309	0,1938	0,153	0,9172	0,5991	3,9725	6,8794	53,057	0,9631	6,3916	1,05	0,6291	0,1785	0,2141	0,1166	0,1195
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,6195	0,7604	0,1389	0,2692	0,1272	0,5022	0,4978	1,0578	0,2160	0,2862	1,2820	0,6220	2,5766	6,6444	55,6476	1,2414	5,5123	0,9680	0,6017	-0,0193	-0,0104	-0,0017	0,1169
Feniş Aliminyum	1997	1,0904	0,9766	0,0129	0,5617	0,0723	0,8558	0,1442	5,9356	0,8	0,0558	0,8676	0,1251	12,0205	2,8409	128,4814	9,6535	19,2421	11,1272	1,3919	0,3279	0,6467	0,0473	0,1569
Feniş Aliminyum	1998	1,1406	1,0785	0,0231	0,7567	0,1077	0,8214	0,1786	4,5976	0,7657	0,0557	0,6966	0,1244	20,2015	1,9456	187,6072	7,1978	11,9424	10,333	1,2859	0,4759	0,5717	0,085	0,187
Feniş Aliminyum	1999	1,3122	1,2471	0,0092	0,8176	0,2171	0,8121	0,1879	4,3219	0,6953	0,1168	0,4653	0,0874	17,8992	1,357	268,9733	5,3874	4,6637	11,5788	1,0123	0,3689	0,4248	0,0693	0,0854
Feniş Aliminyum	2000	1,2649	1,2106	0,0074	0,8196	0,1889	0,7919	0,2081	3,8063	0,7129	0,0791	0,4712	0,098	22,62	1,3617	268,0513	4,837	5,3286	10,2659	1,0064	0,2203	0,2735	0,0458	0,0175



Feniş Alimunyum	2001	1,1371	1,1076	0,0032	0,8085	0,1123	0,8567	0,1433	5,9793	0,8188	0,038	0,4797	0,0687	22,3217	0,8831	413,3018	4,6395	5,9202	9,6724	0,6648	0,2268	0,2707	0,0325	0,0388
Feniş Alimunyum	2002	1,1225	1,0947	0,006	0,8157	0,1006	0,8492	0,1508	5,6332	0,8211	0,0282	0,519	0,0782	17,4501	0,6607	552,4368	3,2949	4,9366	6,3487	0,4967	0,087	0,1503	0,0131	0,0301
Feniş Alimunyum	2003	3,2325	3,1439	0,0075	0,8422	0,6906	0,9284	0,1755	5,2903	0,3093	0,6191	0,5925	0,104	18,9101	0,7628	478,4699	3,6606	0,9303	6,1781	0,6424	-0,0847	-0,1465	-0,0149	0,035
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,4715	1,4084	0,0099	0,7746	0,2128	0,8451	0,1698	5,0806	0,7033	0,1418	0,5846	0,0980	18,7747	1,4017	328,1888	5,5244	7,5663	9,3577	0,9286	0,2317	0,3130	0,0397	0,0787
Sarkuysan	1997	1,7	0,8293	0,0075	0,3945	0,2683	0,4127	0,5873	0,7026	0,3833	0,0294	0,5062	0,2973	6,7254	10,6807	34,1737	4,6739	10,2325	9,2337	2,7451	0,3973	0,5284	0,2333	0,391
Sarkuysan	1998	1,6525	0,8311	0,0189	0,3913	0,2048	0,3491	0,6509	0,5363	0,3139	0,0351	0,5469	0,356	7,1116	11,2654	32,4001	3,5133	11,1647	6,4239	2,2869	0,2853	0,3502	0,1857	0,3468
Sarkuysan	1999	1,6433	1,0492	0,0101	0,5054	0,2282	0,3861	0,6139	0,6289	0,3548	0,0313	0,4282	0,2629	7,2527	6,3157	57,7927	3,0314	8,154	7,0793	1,861	0,1715	0,2397	0,1053	0,2301
Sarkuysan	2000	1,4793	1,0769	0,0206	0,5986	0,2157	0,4904	0,5096	0,9623	0,45	0,0404	0,5252	0,2676	11,6554	5,9976	60,8577	4,6897	11,0806	8,9292	2,3899	0,1284	0,1902	0,0654	0,1361
Sarkuysan	2001	1,4205	1,0175	0,2309	0,486	0,2171	0,5489	0,4511	1,2167	0,5161	0,0327	0,4489	0,2025	8,8234	6,2377	58,515	4,9273	10,241	10,9771	2,2229	0,2088	0,308	0,0942	0,2893
Sarkuysan	2002	1,636	1,1562	0,1927	0,5015	0,2633	0,478	0,522	0,9159	0,4141	0,064	0,5204	0,2716	10,6552	7,0536	51,7463	4,5916	9,1005	8,8232	2,3966	0,1729	0,2374	0,0902	0,1799
Sarkuysan	2003	1,6249	1,2643	0,1871	0,5985	0,2195	0,4156	0,5844	0,7112	0,3513	0,0644	0,5417	0,3166	17,5183	6,9809	52,2857	4,0806	10,863	7,5332	2,3846	0,0729	0,0918	0,0426	0,0228
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,5938	1,0321	0,0954	0,4965	0,2310	0,4401	0,5599	0,8106	0,3976	0,0425	0,5025	0,2821	9,9631	7,7902	49,6816	4,2154	10,1195	8,4285	2,3267	0,2053	0,2780	0,1167	0,2280
<b>Sektör Ortalaması</b>		1,8177	1,0597	0,1653	0,4099	0,2231	0,5273	0,4758	1,7716	0,4164	0,1109	0,6942	0,3312	7,9710	7,1581	104,1935	3,3373	7,4845	6,3010	1,3679	0,1400	0,1955	0,0578	0,1204

## **METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM**

Alarco Carrier	1997	2,1622	1,7118	0,2367	0,3931	0,4446	0,4747	0,5253	0,9036	0,3825	0,0922	0,3175	0,1668	5,456	4,2287	86,3144	2,6172	3,0926	8,2438	1,3748	0,3824	0,6076	0,2009	0,261
Alarco Carrier	1998	2,9571	2,4511	0,5131	0,4348	0,5563	0,3633	0,6367	0,5705	0,2842	0,079	0,2274	0,1448	7,3593	4,2741	85,3981	2,4534	2,8082	10,7895	1,5622	0,4533	0,6242	0,2886	0,3065
Alarco Carrier	1999	2,3866	1,9712	0,4076	0,4696	0,4538	0,3978	0,6022	0,6607	0,3273	0,0705	0,3467	0,2088	6,6057	3,8551	94,6804	2,3487	3,1162	6,7736	1,4143	0,3651	0,5208	0,2198	0,234
Alarco Carrier	2000	2,1825	1,7487	0,1666	0,5942	0,4057	0,4443	0,5557	0,7995	0,343	0,1012	0,4326	0,2404	6,4969	3,2429	112,553	2,596	3,5562	6,0017	1,4426	0,2432	0,3817	0,1352	0,1797
Alarco Carrier	2001	1,9884	1,6022	0,5967	0,45	0,3846	0,4349	0,5651	0,7697	0,3891	0,0458	0,3792	0,2143	5,6827	3,7616	97,0344	2,3175	3,4052	6,111	1,3096	0,2267	0,338	0,1281	0,2156
Alarco Carrier	2002	2,4399	1,951	0,6201	0,4607	0,4443	0,3532	0,6468	0,5461	0,3086	0,0446	0,3619	0,2341	5,7146	3,7269	97,9378	1,9987	2,9094	5,5228	1,2928	0,2504	0,3725	0,1619	0,2186
Alarco Carrier	2003	2,8674	2,2223	0,6416	0,4624	0,4933	0,3098	0,6902	0,4488	0,2642	0,0456	0,3312	0,2286	5,0435	3,5584	102,5737	1,8057	2,5266	5,4519	1,2463	0,1845	0,2581	0,1274	0,1607

<b>Şirket Ortalaması</b>		2,4263	1,9512	0,4546	0,4664	0,4547	0,3969	0,6031	0,6713	0,3284	0,0684	0,3424	0,2054	6,0512	3,8068	96,6417	2,3053	3,0592	6,9849	1,3775	0,3008	0,4433	0,1803	0,2252
Ihlas Aletleri Ev	1997	1,6512	0,76	0,3441	0,2519	0,3582	0,8578	0,1422	6,0304	0,5501	0,3076	0,5114	0,0727	2,093	4,9265	74,0897	7,9252	3,1469	15,4977	1,1273	0,4774	0,7621	0,0679	0,0648
Ihlas Aletleri Ev	1998	1,0797	0,5759	0,2547	0,2557	0,0628	0,8015	0,1985	4,037	0,7882	0,0133	0,6933	0,1376	2,6782	5,1462	70,926	5,6407	17,8265	8,136	1,1199	0,3642	0,4323	0,0723	0,0114
Ihlas Aletleri Ev	1999	1,4705	1,2222	0,0364	0,3663	0,2724	0,7979	0,2021	3,9489	0,5791	0,2189	0,4076	0,0824	8,5366	4,2203	86,4861	6,5146	4,8319	15,981	1,3164	0,2	0,2531	0,0404	0,0289
Ihlas Aletleri Ev	2000	1,245	0,9632	0,136	0,5584	0,1761	0,7372	0,2628	2,8052	0,7187	0,0185	0,2918	0,0767	5,0728	2,5039	145,7743	4,7609	7,1048	16,3182	1,2511	0,3318	0,5367	0,0872	0,1392
Ihlas Aletleri Ev	2001	1,0822	0,5638	0,0015	0,5174	0,0689	0,849	0,151	5,6224	0,8384	0,0106	0,225	0,034	1,7714	2,1936	166,3904	6,8203	14,9487	30,3102	1,0299	-0,2546	-0,2546	-0,0384	0,1089
Ihlas Aletleri Ev	2002	1,097	0,3025	0,0112	0,253	0,0789	0,8213	0,1787	4,595	0,8132	0,0081	0,0892	0,0159	1,1922	4,1007	89,0096	5,1782	11,7343	58,0396	0,9255	-0,0465	0,0342	-0,0083	0,065
Ihlas Aletleri Ev	2003	5,2749	2,8201	0,036	0,5131	0,765	0,5127	0,4873	1,0522	0,1789	0,3338	0,043	0,0209	2,1303	2,2661	161,0669	2,2521	1,4346	52,3973	1,0974	0,0851	0,1155	0,0415	0,061
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,8429	1,0297	0,1171	0,3880	0,2546	0,7682	0,2318	4,0130	0,6381	0,1301	0,3230	0,0629	3,3535	3,6225	113,3919	5,5846	8,7182	28,0971	1,1239	0,1653	0,2685	0,0375	0,0685
Bosch	1997	2,0934	1,6792	0,2391	0,5605	0,3884	0,4272	0,5728	0,7457	0,3552	0,0719	0,4407	0,2525	7,9345	4,2345	86,1962	3,081	4,5441	6,9912	1,7649	0,4579	0,7022	0,2623	0,3702
Bosch	1998	2,844	2,4675	0,3753	0,3569	0,4877	0,3383	0,6617	0,5112	0,2645	0,0738	0,3639	0,2408	11,1585	5,6984	64,0527	2,3119	3,1367	6,3528	1,5298	0,4148	0,6564	0,2745	0,3114
Bosch	1999	3,3901	3,1412	0,6366	0,2469	0,5581	0,3006	0,6994	0,4298	0,2335	0,0671	0,294	0,2057	14,1329	5,6707	64,3656	1,585	1,9862	5,3905	1,1086	0,3678	0,5647	0,2572	0,1719
Bosch	2000	3,7425	3,204	1,6588	0,2021	0,5635	0,3067	0,6933	0,4423	0,2055	0,1012	0,3314	0,2298	10,4696	9,0001	40,555	2,0169	2,4817	6,0861	1,3984	0,1754	0,2916	0,1216	0,0694
Bosch	2001	2,3506	1,7387	0,0923	0,514	0,3272	0,3606	0,6394	0,564	0,2422	0,1184	0,6724	0,4299	6,8612	3,6377	100,3387	1,6651	3,2542	2,4764	1,0647	0,1921	0,2564	0,1228	-0,1212
Bosch	2002	1,6373	1,2844	0,0006	0,6768	0,2209	0,4524	0,5476	0,826	0,3466	0,1057	0,7886	0,4319	9,9568	3,7002	98,6428	2,5953	6,4343	3,291	1,4213	-0,0374	-0,0327	-0,0205	0,017
Bosch	2003	1,8872	1,3443	0,003	0,5741	0,2474	0,3831	0,6169	0,6209	0,2788	0,1042	0,7662	0,4727	10,381	5,8758	62,1191	2,8772	7,1753	3,7554	1,775	0,0268	0,0307	0,0165	0,0064
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,5636	2,1228	0,4294	0,4473	0,3990	0,3670	0,6330	0,5914	0,2752	0,0918	0,5225	0,3233	10,1278	5,4025	73,7529	2,3046	4,1446	4,9062	1,4375	0,2282	0,3528	0,1478	0,1179
Ege Endüstri	1997	1,8912	1,005	0,3659	0,3217	0,366	0,4766	0,5234	0,9104	0,4107	0,0659	0,3648	0,1909	3,3605	7,6862	47,4875	3,6688	5,2473	10,0579	1,9204	0,5521	0,7171	0,289	0,4716
Ege Endüstri	1998	1,7612	1,0323	0,2483	0,4024	0,3216	0,4953	0,5047	0,9813	0,4225	0,0728	0,3727	0,1881	5,2134	7,5044	48,6383	4,4515	6,986	11,9442	2,2468	0,4728	0,4999	0,2386	0,3339
Ege Endüstri	1999	1,3542	0,9031	0,0525	0,5859	0,2057	0,6415	0,3585	1,7894	0,5809	0,0606	0,4234	0,1518	3,0469	2,4806	147,1446	3,1888	5,5569	7,5309	1,1432	0,054	0,054	0,0194	0,1213
Ege Endüstri	2000	2,1773	1,3544	0,5117	0,3578	0,3909	0,4448	0,5552	0,8011	0,332	0,1128	0,3449	0,1915	4,314	6,1132	59,7069	2,8479	4,0453	8,2571	1,5812	0,1502	0,16	0,0834	0,0763
Ege Endüstri	2001	3,1717	2,376	0,4822	0,5143	0,5232	0,3152	0,6848	0,4603	0,2409	0,0743	0,2414	0,1653	4,4824	3,6457	100,1172	2,0922	2,7384	8,6654	1,4327	0,3538	0,3538	0,2423	0,2122
Ege Endüstri	2002	3,7676	2,7955	0,2394	0,647	0,505	0,2789	0,7211	0,3868	0,1825	0,0964	0,3178	0,2292	5,0905	2,974	122,7285	1,8346	2,6194	5,7728	1,3229	0,1553	0,1754	0,112	0,0576
Ege Endüstri	2003	2,4068	1,3238	0,0289	0,5202	0,3873	0,3697	0,6303	0,5866	0,2753	0,0944	0,3934	0,2479	3,4162	3,5165	103,7965	1,9229	3,1297	4,8881	1,212	0,0751	0,0889	0,0474	-0,034

<b>Şirket Ortalaması</b>		2,3614	1,5414	0,2756	0,4785	0,3857	0,4317	0,5683	0,8451	0,3493	0,0825	0,3512	0,1950	4,1320	4,8458	89,9456	2,8581	4,3319	8,1595	1,5513	0,2590	0,2927	0,1474	0,1770
Emek Elektrik	1997	1,1777	0,8749	0,0378	0,529	0,1091	0,6959	0,3041	2,2884	0,6141	0,0818	0,589	0,1791	3,7353	2,8228	129,3027	3,5517	9,8961	6,0296	1,0801	0,1886	0,2263	0,0574	0,2136
Emek Elektrik	1998	1,162	0,8883	0,0722	0,4247	0,0919	0,6889	0,3111	2,2139	0,5671	0,1217	0,5838	0,1817	4,4785	3,5823	101,8894	3,2226	10,9144	5,5199	1,0027	0,032	0,0476	0,0099	0,0972
Emek Elektrik	1999	1,0699	0,9526	0,0444	0,316	0,0564	0,8341	0,1659	5,0265	0,8073	0,0267	0,6063	0,1006	4,7643	2,2261	163,9641	3,6615	10,7678	6,0391	0,6076	-0,1358	-0,1357	-0,0225	0,0515
Emek Elektrik	2000	0,9157	0,685	0,0227	0,2562	-0,0749	0,9398	0,0602	15,607	0,8877	0,0521	2,5117	0,1512	2,2035	2,6265	138,9677	9,0822	-7,3047	3,616	0,5469	-2,6113	-2,6113	-0,1572	-0,0843
Emek Elektrik	2001	0,7176	0,5766	0,0003	0,3171	-0,3309	1,2175	-0,2175	-5,5983	1,1716	0,0459	-0,6858	0,1491	3,6876	3,0163	121,0087	-3,6974	-2,43	5,3917	0,8041	1,6565	1,6565	-0,3603	0,0462
Emek Elektrik	2002	0,7755	0,569	0,0061	0,2564	-0,2373	1,1278	-0,1278	-8,8254	1,0568	0,071	-1,2314	0,1574	3,4341	4,9597	73,5934	-8,1561	-4,3926	6,6236	1,0423	-0,0709	-0,0709	0,0091	0,0764
Emek Elektrik	2003	0,2365	0,0871	0,0103	0,2564	-1,0063	1,4264	-0,4264	-3,345	1,3181	0,1083	-0,6523	0,2782	2,8665	7,0266	51,9458	-1,3172	-0,5582	2,0192	0,5617	0,887	0,887	-0,3783	-0,2848
<b>Şirket Ortalaması</b>		0,8650	0,6619	0,0277	0,3365	-0,1989	0,9901	0,0099	1,0524	0,9175	0,0725	0,2459	0,1710	3,5957	3,7515	111,5245	0,9068	2,4133	5,0342	0,8065	-0,0077	-0,0001	-0,1203	0,0165
Klimasan Klima	1997	2,9625	2,2151	0,2751	0,2979	0,5488	0,311	0,689	0,4513	0,2796	0,0313	0,2459	0,1694	2,8264	3,5492	102,8409	1,2711	1,5959	5,1696	0,8758	0,2799	0,33	0,1929	0,1767
Klimasan Klima	1998	3,3164	2,2748	0,741	0,2032	0,483	0,2762	0,7238	0,3816	0,2085	0,0677	0,4231	0,3063	3,9892	9,0722	40,2328	1,7611	2,6391	4,1619	1,2746	0,3219	0,4304	0,233	0,1822
Klimasan Klima	1999	2,4695	1,698	0,7845	0,1208	0,4627	0,3732	0,6268	0,5954	0,3149	0,0583	0,3521	0,2207	2,8819	10,6244	34,3549	1,5924	2,1571	4,5228	0,9981	0,351	0,5004	0,22	0,1504
Klimasan Klima	2000	2,159	1,4221	0,0603	0,4302	0,3817	0,3702	0,6298	0,5878	0,3293	0,0409	0,4417	0,2782	3,6365	3,7751	96,687	1,8333	3,0253	4,1506	1,1546	0,0907	0,1556	0,0571	0,0313
Klimasan Klima	2001	1,4416	1,1065	0,0608	0,5352	0,2521	0,5921	0,4079	1,4518	0,5708	0,0214	0,4316	0,176	2,287	1,7235	211,7739	1,861	3,0112	4,3117	0,759	0,1388	0,2068	0,0566	0,1848
Klimasan Klima	2002	1,4036	0,9118	0,1645	0,3166	0,2375	0,6002	0,3998	1,5013	0,5884	0,0118	0,433	0,1731	3,1257	4,7351	77,084	3,0966	5,2135	7,1518	1,238	0,1318	0,2023	0,0527	0,1437
Klimasan Klima	2003	1,3827	0,9219	0,0167	0,5517	0,1949	0,5273	0,4727	1,1157	0,5092	0,0181	0,5339	0,2523	6,1056	4,5624	80,0017	3,7497	9,095	7,0236	1,7723	0,1031	0,1316	0,0487	0,1039
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,1622	1,5072	0,3004	0,3508	0,3658	0,4357	0,5643	0,8693	0,4001	0,0356	0,4088	0,2251	3,5503	5,4346	91,8536	2,1665	3,8196	5,2131	1,1532	0,2025	0,2796	0,1230	0,1390
Mutlu Akü	1997	1,4351	0,9488	0,2993	0,4202	0,2016	0,6187	0,3813	1,6228	0,4633	0,1554	0,8704	0,3319	5,0091	5,6138	65,0186	4,1133	7,7798	4,7256	1,5683	0,0016	0,0514	0,0006	0,1765
Mutlu Akü	1998	1,5625	1,0133	0,214	0,4957	0,2268	0,5677	0,4323	1,3131	0,4032	0,1645	0,851	0,3679	4,225	4,6278	78,8706	3,3424	6,3717	3,9276	1,445	0,0708	0,1257	0,0306	0,1742
Mutlu Akü	1999	1,5337	0,7609	0,1068	0,3994	0,1765	0,5922	0,4078	1,452	0,3307	0,2615	1,2048	0,4914	3,4675	6,5883	55,4015	3,2723	7,5618	2,7161	1,3345	-0,0842	-0,0794	-0,0343	0,0658
Mutlu Akü	2000	1,5362	0,7922	0,1308	0,4119	0,198	0,5903	0,4097	1,4407	0,3692	0,221	1,0534	0,4316	3,6224	6,4029	57,0051	3,6516	7,5567	3,4664	1,4961	0,0813	0,1387	0,0333	0,1177
Mutlu Akü	2001	1,4865	0,8157	0,3429	0,2995	0,1624	0,6077	0,3923	1,5494	0,3338	0,2739	1,2825	0,5031	5,2867	11,6714	31,273	4,4217	10,6801	3,4476	1,7344	0,0369	0,0838	0,0145	0,1379
Mutlu Akü	2002	1,6571	0,7293	0,1775	0,3069	0,1781	0,5093	0,4907	1,0381	0,271	0,2383	1,1217	0,5504	4,4773	12,2834	29,7149	3,4509	9,5073	3,0765	1,6932	0,1053	0,179	0,0517	0,1595
Mutlu Akü	2003	1,6299	0,671	0,0405	0,3568	0,1899	0,508	0,492	1,0327	0,3014	0,2066	1,0329	0,5082	3,9602	9,3534	39,0234	3,333	8,6356	3,2267	1,6397	0,0891	0,1453	0,0438	0,1116

<b>Şirket Ortalaması</b>		1,5487	0,8187	0,1874	0,3843	0,1905	0,5706	0,4294	1,3498	0,3532	0,2173	1,0595	0,4549	4,2926	8,0773	50,9010	3,6550	8,2990	3,5124	1,5587	0,0430	0,0921	0,0200	0,1347
Parsan	1997	1,9954	1,1369	0,0594	0,5163	0,255	0,3868	0,6132	0,6308	0,2562	0,1306	0,78	0,4783	3,9993	5,0972	71,6077	2,1938	5,2754	2,8124	1,3452	0,3918	0,4875	0,2403	0,3181
Parsan	1998	1,2131	0,6081	0,2076	0,2626	0,0736	0,4612	0,5388	0,8561	0,3453	0,116	0,7854	0,4231	3,0023	8,3048	43,9504	1,6957	12,4182	2,159	0,9136	0,2349	0,2816	0,1265	0,1547
Parsan	1999	1,2139	0,7253	0,0097	0,3796	0,0744	0,4173	0,5827	0,7162	0,3476	0,0697	0,755	0,4399	3,3754	5,0669	72,0361	1,393	10,916	1,8449	0,8116	0,0024	0,0197	0,0014	0,0658
Parsan	2000	0,7246	0,4193	0,0162	0,4636	-0,1267	0,5122	0,4878	1,0502	0,4599	0,0523	1,1581	0,5649	4,1771	5,7231	63,7769	1,8126	-6,9805	1,5652	0,8841	0,0914	0,154	0,0446	0,1304
Parsan	2001	1,3263	0,7236	0,0524	0,3648	0,1	0,6718	0,3282	2,0471	0,3064	0,3655	1,5715	0,5157	2,3699	4,6558	78,3961	2,1029	6,9042	1,3381	0,6901	-0,6339	-0,6339	-0,208	0,0971
Parsan	2002	1,0369	0,6005	0,0759	0,3906	0,0152	0,7777	0,2223	3,4978	0,4114	0,3663	1,5671	0,3484	3,7441	5,679	64,2714	4,2556	62,3641	2,7156	0,9461	-0,6986	-0,6986	-0,1553	0,0985
Parsan	2003	1,3842	0,8096	0,0597	0,4572	0,1091	0,6538	0,3462	1,8885	0,2841	0,3697	1,011	0,35	4,1334	5,9003	61,861	3,0642	9,7197	3,031	1,0608	0,3337	0,3337	0,1155	0,2044
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,2706	0,7176	0,0687	0,4050	0,0715	0,5544	0,4456	1,5267	0,3444	0,2100	1,0897	0,4458	3,5431	5,7753	65,1285	2,3597	14,3739	2,2095	0,9502	-0,0398	-0,0080	0,0236	0,1527
Profilo	1997	1,2556	0,9907	0,0061	0,6999	0,1775	0,7784	0,2216	3,5118	0,6943	0,0841	0,5312	0,1177	5,8778	2,5859	141,1485	7,1182	8,8901	13,3993	1,5777	0,3202	0,5019	0,071	0,342
Profilo	1998	1,6543	1,4265	0,0028	0,7449	0,333	0,806	0,194	4,1552	0,5089	0,2971	0,715	0,1387	8,0926	2,1022	173,6263	6,7968	3,9593	9,5063	1,3184	0,3164	0,3948	0,0614	0,255
Profilo	1999	1,4878	1,2754	0,1669	0,695	0,2678	0,7865	0,2135	3,6845	0,5489	0,2376	0,7207	0,1538	8,1448	2,3759	153,6236	6,3173	5,0359	8,7658	1,3485	0,291	0,3784	0,0621	0,2004
Profilo	2000	1,6371	1,4242	0,0011	0,7855	0,3371	0,8089	0,1911	4,2342	0,5292	0,2798	0,6049	0,1156	7,2357	1,7301	210,9694	6,1618	3,4919	10,1869	1,1772	0,2995	0,4782	0,0572	0,1641
Profilo	2001	1,6993	1,3466	0,2241	0,5992	0,3577	0,8805	0,1195	7,3677	0,5115	0,369	1,0469	0,1251	3,957	2,0702	176,311	9,0215	3,0141	8,6176	1,0781	-0,1418	-0,1418	-0,017	0,1782
Profilo	2002	1,9647	1,5871	0,0822	0,7138	0,403	0,8023	0,1977	4,0573	0,4177	0,3845	0,7616	0,1506	6,4591	2,7135	134,5138	8,039	3,9445	10,5561	1,5896	0,1644	0,2379	0,0325	0,1976
Profilo	2003	1,7823	1,4939	0,0749	0,7066	0,3685	0,7182	0,2818	2,5486	0,4711	0,2471	0,4935	0,1391	9,0547	3,0268	120,5889	6,3719	4,8726	12,9109	1,7956	0,324	0,4862	0,0913	0,2016
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,6402	1,3635	0,0797	0,7064	0,3207	0,7973	0,2027	4,2228	0,5259	0,2713	0,6963	0,1344	6,9745	2,3721	158,6831	7,1181	4,7441	10,5633	1,4122	0,2248	0,3337	0,0512	0,2198
Vestel	1997	1,1697	0,7987	0,0169	0,3919	0,1278	0,7925	0,2075	3,8189	0,753	0,0394	0,37	0,0768	2,5554	2,8192	129,4708	4,6893	7,6138	12,6746	0,9731	0,4456	0,5504	0,0925	0,2187
Vestel	1998	1,1763	0,8905	0,0056	0,4451	0,1275	0,7757	0,2243	3,4593	0,7235	0,0522	0,5704	0,1279	4,6026	3,4171	106,8155	5,7718	10,1477	10,1179	1,2943	0,474	0,6043	0,1063	0,2836
Vestel	1999	1,1907	0,9144	0,0009	0,4828	0,1383	0,7438	0,2562	2,9037	0,7254	0,0185	0,4336	0,1111	3,9799	2,6407	138,2212	4,2981	7,9609	9,9117	1,101	0,3978	0,4569	0,1019	0,2548
Vestel	2000	1,4295	1,1969	0,2635	0,4542	0,2613	0,6176	0,3824	1,6154	0,6083	0,0093	0,2208	0,0844	5,2012	2,3454	155,6251	2,4227	3,5453	10,974	0,9263	0,207	0,2774	0,0791	0,1462
Vestel	2001	1,3869	1,1684	0,2374	0,5431	0,246	0,7086	0,2914	2,4315	0,6358	0,0728	0,2693	0,0785	4,7241	1,9837	183,9964	3,26	3,8625	12,1059	0,95	0,1937	0,2857	0,0564	0,2549
Vestel	2002	2,0231	1,7683	0,5927	0,4366	0,4505	0,765	0,235	3,2558	0,4403	0,3247	0,3474	0,0816	5,8398	2,2104	165,127	3,6587	1,9085	10,533	0,8597	0,1836	0,2907	0,0432	0,1536
Vestel	2003	1,9662	1,644	0,6267	0,4391	0,4113	0,722	0,278	2,5972	0,4257	0,2963	0,3808	0,1059	5,3902	2,416	151,0779	3,1936	2,1586	8,386	0,8878	0,1941	0,2622	0,054	0,1012
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,4775	1,1973	0,2491	0,4561	0,2518	0,7322	0,2678	2,8688	0,6160	0,1162	0,3703	0,0952	4,6133	2,5475	147,1906	3,8992	5,3139	10,6719	0,9989	0,2994	0,3897	0,0762	0,2019

<b>Sektör Ortalaması</b>		1,8201	1,2923	0,2186	0,4418	0,2495	0,6028	0,3972	1,7875	0,4730	0,1297	0,5431	0,2330	5,0286	4,5891	99,3027	3,3084	5,9295	8,5082	1,2400	0,1659	0,2426	0,0686	0,1446
--------------------------	--	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	---------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

## **ORMAN ÜRÜNLERİ VE MOBİLYA**

Bakambalaj	1997	1,3003	0,8289	0,0059	0,4842	0,1608	0,7788	0,2212	3,5203	0,5354	0,2434	1,3188	0,2918	4,8683	5,1023	71,5361	7,7751	10,6991	5,8955	1,72	0,4451	0,5485	0,0985	0,3216
Bakambalaj	1998	1,3719	0,9056	0,2649	0,3464	0,1751	0,5828	0,4172	1,3968	0,4709	0,1119	0,6298	0,2628	3,5528	4,4301	82,3914	2,3759	5,6598	3,7727	0,9913	0,101	0,121	0,0421	0,0576
Bakambalaj	1999	1,1915	0,8543	0,0042	0,4679	0,0988	0,5952	0,4048	1,4703	0,5161	0,079	0,7487	0,3031	5,7554	4,5996	79,3544	3,2695	13,3932	4,367	1,3235	0,0706	0,0987	0,0286	0,1427
Bakambalaj	2000	1,1155	0,77	0,0106	0,5332	0,0624	0,5695	0,4305	1,3231	0,5404	0,0291	0,7403	0,3187	6,7143	4,863	75,057	3,6307	25,0508	4,9045	1,5629	-0,0108	0,0037	-0,0046	0,0991
Bakambalaj	2001	1,1772	0,8739	0,0283	0,6537	0,1004	0,5937	0,4063	1,4611	0,5668	0,0269	0,6993	0,2842	7,6365	4,0752	89,5666	4,3744	17,7022	6,2552	1,7774	0,1228	0,1696	0,0499	0,2616
Bakambalaj	2002	1,3	0,9175	0,0595	0,6169	0,1388	0,6245	0,3755	1,6629	0,4626	0,1619	0,9328	0,3503	8,0757	4,8523	75,2215	4,7934	12,9722	5,1385	1,8	0,0268	0,0447	0,0101	0,1677
Bakambalaj	2003	1,3408	0,9806	0,0945	0,6161	0,1599	0,5036	0,4964	1,0145	0,4693	0,0343	0,7229	0,3588	10,2751	5,1979	70,2206	4,0589	12,5995	5,6151	2,0149	-0,0035	0,0048	-0,0017	0,0054
<b>Sirket Ortalaması</b>		1,2567	0,8758	0,0668	0,5312	0,1280	0,6069	0,3931	1,6927	0,5088	0,0981	0,8275	0,3100	6,6969	4,7315	77,6211	4,3254	14,0110	5,1355	1,5986	0,1074	0,1416	0,0318	0,1508
Duran Ofset	1997	0,9138	0,6018	0,1111	0,5067	-0,0556	0,7001	0,2999	2,3342	0,6449	0,0552	1,3244	0,3972	6,969	5,6588	64,5009	5,6339	-30,4109	4,2539	1,6897	-0,1313	-0,1313	-0,0394	0,0387
Duran Ofset	1998	0,7429	0,4968	0,0167	0,5871	-0,2176	0,9097	0,0903	10,0782	0,8466	0,0632	4,0266	0,3635	5,9023	3,9275	92,9338	16,0645	-6,6626	3,9896	1,4501	-2,5503	-2,5503	-0,2302	-0,0201
Duran Ofset	1999	0,5277	0,359	0,0249	0,5008	-0,5781	1,3053	-0,3053	-4,2755	1,224	0,0812	-1,1419	0,3486	6,7781	4,4204	82,571	-4,6836	-2,4735	4,1017	1,4299	1,7325	1,7325	-0,5289	-0,1755
Duran Ofset	2000	1,0373	0,764	0,0062	0,4918	0,0261	0,7633	0,2367	3,2247	0,6988	0,0645	0,9882	0,2339	6,4563	4,4085	82,7948	6,6403	60,2595	6,7195	1,5718	-0,3604	-0,3604	-0,0853	0,0008
Duran Ofset	2001	0,9213	0,6407	0,0099	0,4037	-0,0556	0,7705	0,2295	3,3565	0,7069	0,0635	1,198	0,275	6,4647	6,627	55,0773	7,5909	-31,3169	6,3362	1,7424	-0,1218	-0,1218	-0,028	0,1244
Duran Ofset	2002	1,0926	0,7995	0,0373	0,5076	0,0567	0,6812	0,3188	2,1372	0,6118	0,0695	0,527	0,168	7,7642	5,3501	68,223	5,6948	32,0279	10,8054	1,8152	0,0465	0,0465	0,0148	0,1296
Duran Ofset	2003	3,9722	2,8741	0,3075	0,5545	0,2879	0,3542	0,6458	0,5486	0,0969	0,2574	0,6018	0,3886	7,22	4,6027	79,3017	1,5207	3,4107	2,5267	0,982	0,0259	0,0645	0,0168	0,0399
<b>Sirket Ortalaması</b>		1,3154	0,9337	0,0734	0,5075	-0,0766	0,7835	0,2165	2,4863	0,6900	0,0935	1,0749	0,3107	6,7935	4,9993	75,0575	5,4945	3,5477	5,5333	1,5259	-0,1941	-0,1886	-0,1257	0,0197
Gentaş	1997	2,6029	1,8343	1,4522	0,0572	0,3372	0,2242	0,7758	0,289	0,2104	0,0138	0,5211	0,4043	1,8851	21,5419	16,9437	0,8703	2,002	1,6701	0,6752	0,4019	0,524	0,3118	0,2702
Gentaş	1998	3,2928	1,9591	1,2364	0,1571	0,3359	0,1674	0,8326	0,2011	0,1465	0,0209	0,5848	0,4869	2,5696	11,3224	32,2369	1,0308	2,555	1,7627	0,8583	0,2841	0,3371	0,2366	0,2507
Gentaş	1999	4,1931	2,787	1,2836	0,3065	0,4157	0,1471	0,8529	0,1724	0,1302	0,0169	0,5052	0,4309	3,3688	5,6017	65,1584	1,099	2,2547	2,1755	0,9374	0,1643	0,2346	0,1402	0,2197
Gentaş	2000	2,589	1,5874	0,73	0,3004	0,3195	0,2099	0,7901	0,2656	0,201	0,0088	0,4522	0,3573	2,1921	4,794	76,1365	0,9486	2,3463	2,0979	0,7495	0,1709	0,2428	0,1351	0,2215

Gentaş	2001	2,2891	1,8627	0,8731	0,3329	0,3633	0,2869	0,7131	0,4023	0,2818	0,0051	0,3725	0,2656	4,2314	3,6164	100,9282	1,0894	2,1381	2,9244	0,7768	0,2385	0,3585	0,1701	0,201
Gentaş	2002	3,1472	2,5634	1,3284	0,327	0,4225	0,2038	0,7962	0,256	0,1968	0,0071	0,3765	0,2998	4,6128	3,9848	91,5978	1,0136	1,9102	2,6918	0,807	0,1915	0,2765	0,1525	0,2057
Gentaş	2003	4,5019	3,7055	2,0564	0,3448	0,4739	0,1518	0,8482	0,1789	0,1353	0,0165	0,3819	0,3239	5,3253	4,123	88,527	1,021	1,8276	2,6734	0,866	0,1484	0,2113	0,1258	0,2085
<b>Şirket Ortalaması</b>		3,2309	2,3285	1,2800	0,2608	0,3811	0,1987	0,8013	0,2522	0,1860	0,0127	0,4563	0,3670	3,4550	7,8549	67,3612	1,0104	2,1477	2,2851	0,8100	0,2285	0,3121	0,1817	0,2253
İşkar Ambalaj	1997	1,7739	1,5553	0,0036	0,048	0,4008	0,8193	0,1807	4,5335	0,5179	0,3014	0,3635	0,0657	5,5159	17,8557	20,4417	4,3587	1,9655	11,9893	0,7877	0,3382	0,547	0,0611	0,1177
İşkar Ambalaj	1998	0,4686	0,2823	0,0031	0,1375	-0,3004	0,6472	0,3528	1,8345	0,5654	0,0818	0,3302	0,1165	4,8069	17,4172	20,9563	1,7991	-2,1127	5,4484	0,6347	0,2947	0,4213	0,104	0,0783
İşkar Ambalaj	1999	0,3499	0,2441	0,0027	0,1565	-0,5263	0,8982	0,1018	8,8255	0,8095	0,0887	0,7963	0,081	6,0276	14,966	24,3886	6,5185	-1,2606	8,1864	0,6634	-0,9968	-0,9968	-0,1014	0,0561
İşkar Ambalaj	2000	0,8993	0,8019	0,003	0,1107	-0,0641	0,9238	0,0762	12,1257	0,6358	0,288	0,6271	0,0478	6,9022	7,6071	47,9812	6,322	-7,519	10,0822	0,4817	-1,5809	-1,5809	-0,1204	-0,0105
İşkar Ambalaj	2001	0,4141	0,3991	0,0028	0,0077	-0,6627	1,6638	-0,6638	-2,5064	1,1311	0,5328	-0,0539	0,0358	12,4839	75,5863	4,8289	-0,4127	-0,4135	7,6559	0,274	1,1337	1,1337	-0,7526	-0,0048
İşkar Ambalaj	2002	0,6182	0,5174	0,0016	0,1683	-0,3937	3,4995	-2,4995	-1,4001	1,0311	2,4684	-0,0602	0,1505	5,6095	8,6936	41,985	-0,3731	-2,3692	6,1972	0,9327	-0,0222	-0,0222	0,0554	0,0773
İşkar Ambalaj	2003	0,7203	0,6334	0,0011	0,3646	-0,2262	2,037	-1,037	-1,9643	0,8087	1,2283	-0,1086	0,1126	10,7808	4,1288	88,4027	-0,8456	-3,8768	7,7871	0,8769	-0,2388	-0,2388	0,2476	-0,0381
<b>Şirket Ortalaması</b>		0,7492	0,6334	0,0026	0,1419	-0,2532	1,4984	-0,4984	3,0641	0,7856	0,7128	0,2706	0,0871	7,4467	20,8935	35,5692	2,4810	-2,2266	8,1924	0,6644	-0,1532	-0,1052	-0,0723	0,0394
Kaplamin	1997	4,1101	3,0914	0,5104	0,6113	0,3548	0,2199	0,7801	0,2819	0,1141	0,1058	0,6045	0,4716	11,9367	5,5131	66,2056	2,0256	4,4536	3,3509	1,5802	0,0299	0,0428	0,0233	-0,0088
Kaplamin	1998	2,4302	1,7747	0,0412	0,6392	0,2465	0,2854	0,7146	0,3993	0,1724	0,113	0,7461	0,5332	12,645	5,7271	63,7323	2,1457	6,2207	2,8758	1,5334	-0,0896	-0,0896	-0,064	-0,1258
Kaplamin	1999	1,1337	0,8846	0,029	0,7215	0,0469	0,6175	0,3825	1,6144	0,3508	0,2667	1,4345	0,5487	12,3662	3,9857	91,5771	2,99	24,3869	2,0844	1,1437	-0,3625	-0,3625	-0,1386	-0,1133
Kaplamin	2000	1,2863	0,9469	0,002	0,7004	0,0861	0,484	0,516	0,9378	0,3006	0,1834	1,1169	0,5764	11,5228	5,314	68,6859	2,7887	16,7221	2,4968	1,4391	0,0993	0,0993	0,0512	0,093
Kaplamin	2001	0,8096	0,6352	0,0297	0,7202	-0,0859	0,6158	0,3842	1,603	0,4513	0,1645	1,5831	0,6082	11,1307	4,0007	91,2338	2,7402	-12,2516	1,7309	1,0527	-0,2806	-0,2806	-0,1078	0,0143
Kaplamin	2002	0,8038	0,597	0,0173	0,6442	-0,0941	0,572	0,428	1,3366	0,4797	0,0923	1,3861	0,5932	11,0438	5,3969	67,6312	3,1323	-14,2458	2,2598	1,3405	-0,028	-0,028	-0,012	0,0948
Kaplamin	2003	1,3362	0,8832	0,0314	0,5978	0,0826	0,2971	0,7029	0,4227	0,2457	0,0515	0,9408	0,6613	11,9381	8,0996	45,0637	2,261	19,2448	2,4033	1,5892	0,086	0,0879	0,0604	0,0893
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,7014	1,2590	0,0944	0,6621	0,0910	0,4417	0,5583	0,9422	0,3021	0,1396	1,1160	0,5704	11,7976	5,4339	70,5899	2,5834	6,3615	2,4574	1,3827	-0,0779	-0,0758	-0,0268	0,0062
Kartonsan	1997	2,7973	2,266	0,8096	0,2645	0,3504	0,2219	0,7781	0,2851	0,195	0,0269	0,569	0,4428	4,6033	5,0665	72,0415	0,9392	2,0857	1,6505	0,7309	0,3169	0,4798	0,2466	0,2225
Kartonsan	1998	3,6899	1,5935	0,425	0,2622	0,3083	0,1448	0,8552	0,1693	0,1146	0,0302	0,658	0,5627	1,7522	6,125	59,5923	0,7941	2,2027	1,2069	0,6791	0,2369	0,3776	0,2026	0,2124
Kartonsan	1999	2,3354	1,501	0,027	0,5249	0,269	0,2419	0,7581	0,319	0,2014	0,0405	0,6888	0,5222	3,6923	3,4108	107,012	1,1109	3,1313	1,6128	0,8422	0,0745	0,1293	0,0565	0,1646
Kartonsan	2000	3,1557	1,7639	0,0135	0,3481	0,3409	0,2033	0,7967	0,2552	0,1581	0,0452	0,6169	0,4915	3,476	5,7541	63,4331	1,2544	2,932	2,0333	0,9994	0,1619	0,2273	0,129	0,1645
Kartonsan	2001	2,9202	1,7558	0,5154	0,2962	0,3405	0,2266	0,7734	0,2929	0,1773	0,0492	0,6154	0,476	2,7107	5,511	66,2308	1,0929	2,4825	1,7758	0,8453	0,2442	0,3633	0,1889	0,2187

Kartonsan	2002	3,5147	2,1662	0,9223	0,2387	0,4019	0,194	0,806	0,2406	0,1598	0,0341	0,5372	0,433	2,924	6,7801	53,8338	1,1281	2,2624	2,0999	0,9093	0,2133	0,3069	0,1719	0,2325
Kartonsan	2003	4,7925	2,7954	1,2384	0,2124	0,4369	0,1485	0,8515	0,1744	0,1152	0,0333	0,5192	0,4421	2,9087	7,3443	49,6982	1,0113	1,9709	1,9479	0,8611	0,1379	0,1891	0,1175	0,1327
<b>Şirket Ortalaması</b>		3,3151	1,9774	0,5645	0,3067	0,3497	0,1973	0,8027	0,2481	0,1602	0,0371	0,6006	0,4815	3,1525	5,7131	67,4060	1,0473	2,4382	1,7610	0,8382	0,1979	0,2962	0,1590	0,1926
Kelebek	1997	1,7063	1,2758	0,1832	0,5713	0,3285	0,659	0,341	1,9328	0,4651	0,1939	0,5784	0,1972	4,8928	3,6048	101,2536	4,7931	4,9755	8,2869	1,6343	0,3277	0,5	0,1117	0,2195
Kelebek	1998	1,7081	1,2232	0,0165	0,645	0,3318	0,6539	0,3461	1,8895	0,4685	0,1854	0,5514	0,1908	4,9827	3,5041	104,1627	5,2267	5,4518	9,4791	1,8088	0,1251	0,3204	0,0433	0,2294
Kelebek	1999	1,5562	1,1966	0,0104	0,6368	0,2972	0,7145	0,2855	2,503	0,5343	0,1802	0,5664	0,1617	5,3567	2,983	122,3582	5,5335	5,3151	9,7703	1,5796	0,0107	0,153	0,0031	0,1158
Kelebek	2000	1,3678	1,0434	0,0247	0,7146	0,2279	0,8305	0,1695	4,9008	0,6195	0,211	0,865	0,1466	5,8935	2,8153	129,6508	10,0594	7,4819	11,63	1,7047	-0,5401	-0,4801	-0,0915	0,0521
Kelebek	2001	1,0735	0,8243	0,0397	0,7206	0,0547	0,9322	0,0678	13,7423	0,7447	0,1875	2,9119	0,1975	4,7301	2,1046	173,4324	17,8738	22,1455	6,1381	1,2124	-2,5589	-2,5589	-0,1736	-0,0149
Kelebek	2002	0,8712	0,4777	0,0241	0,5072	-0,0969	1,0845	-0,0845	-12,831	0,7528	0,3317	-3,7642	0,3182	4,1383	4,4008	82,9386	-17,3214	-15,105	4,6017	1,464	6,9905	6,9905	-0,5909	-0,3722
Kelebek	2003	0,5436	0,3013	0,0125	0,4812	-0,5245	1,3601	-0,3601	-3,7773	1,1491	0,2109	-0,9983	0,3595	5,7814	6,2328	58,5609	-5,2027	-3,5716	5,2113	1,8733	0,9685	0,9685	-0,3487	-0,3541
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,2610	0,9060	0,0444	0,6110	0,0884	0,8907	0,1093	1,1943	0,6763	0,2144	0,1015	0,2245	5,1108	3,6636	110,3367	2,9946	3,8133	7,8739	1,6110	0,7605	0,8419	-0,1495	-0,0178
Tire Kutsan	1997	2,6769	1,6345	0,0556	0,551	0,2715	0,2342	0,7658	0,3059	0,1619	0,0723	0,7319	0,5605	4,6913	4,905	74,4132	1,5298	4,3144	2,0902	1,1715	0,1067	0,1447	0,0817	0,1848
Tire Kutsan	1998	3,6356	2,1625	0,2352	0,4877	0,2896	0,1847	0,8153	0,2266	0,1099	0,0749	0,7112	0,5798	5,6064	6,0724	60,1077	1,4509	4,0852	2,0402	1,1829	0,0691	0,0987	0,0563	0,0839
Tire Kutsan	1999	2,9342	2,0191	0,2568	0,5137	0,3727	0,2727	0,7273	0,375	0,1927	0,08	0,5718	0,4159	5,3254	4,2493	85,8962	1,6969	3,3116	2,9673	1,2341	0,0937	0,1566	0,0682	0,1043
Tire Kutsan	2000	4,9105	3,0206	0,3018	0,3563	0,5376	0,2244	0,7756	0,2893	0,1375	0,0869	0,4013	0,3112	4,2648	6,2207	58,6748	1,9294	2,7835	4,8079	1,4964	0,1739	0,2653	0,1349	0,1819
Tire Kutsan	2001	4,5115	3,3282	0,3489	0,4746	0,4919	0,2848	0,7152	0,3982	0,1401	0,1447	0,4911	0,3513	5,9656	4,5987	79,3698	1,9282	2,8038	3,9262	1,3791	0,2111	0,2936	0,151	0,2083
Tire Kutsan	2002	2,5929	1,65	0,1668	0,4023	0,2946	0,4264	0,5736	0,7435	0,185	0,2415	0,8244	0,4728	3,9138	5,0411	72,4047	1,6959	3,3014	2,0571	0,9727	0,099	0,1317	0,0568	0,1755
Tire Kutsan	2003	2,7052	1,5041	0,0853	0,4947	0,2911	0,373	0,627	0,5949	0,1707	0,2022	0,8013	0,5024	4,6463	5,2977	68,8977	1,9304	4,1574	2,409	1,2104	0,0621	0,0855	0,0389	0,091
<b>Şirket Ortalaması</b>		3,4238	2,1884	0,2072	0,4686	0,3641	0,2857	0,7143	0,4191	0,1568	0,1289	0,6476	0,4563	4,9162	5,1978	71,3949	1,7374	3,5368	2,8997	1,2353	0,1165	0,1680	0,0840	0,1471
<b>Sektör Ortalaması</b>		2,0096	1,3751	0,2930	0,4357	0,1304	0,6180	0,3820	1,3011	0,4376	0,1804	0,6367	0,3492	6,1911	7,3445	71,9254	2,7247	4,2143	4,5430	1,2078	0,1233	0,1739	0,0091	0,0946

**TAS VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ**

Adana Çimento	1997	3,2319	2,3436	0,2835	0,3068	0,2314	0,2717	0,7283	0,373	0,1037	0,168	0,4712	0,3432	5,4795	7,213	50,6032	1,0181	3,2046	2,1605	0,7415	0,1666	0,1875	0,1213	0,0907
Adana Çimento	1998	3,5036	2,9824	1,2121	0,1591	0,3705	0,407	0,593	0,6864	0,148	0,259	0,4975	0,295	5,8025	8,1869	44,5836	1,139	1,8228	2,2892	0,6754	0,1977	0,277	0,1173	0,0914
Adana Çimento	1999	3,4113	2,9267	1,165	0,1332	0,2754	0,2654	0,7346	0,3613	0,1142	0,1512	0,2712	0,1993	5,3573	8,63	42,2943	0,6098	1,6268	2,2481	0,448	0,1783	0,2393	0,131	0,0715
Adana Çimento	2000	2,6861	2,2334	0,9126	0,2079	0,2917	0,31	0,69	0,4492	0,173	0,1369	0,3346	0,2309	6,3799	7,0314	51,9097	0,9844	2,3283	2,9418	0,6793	0,1469	0,1852	0,1014	0,0375
Adana Çimento	2001	2,3284	1,776	0,9174	0,1735	0,2734	0,2981	0,7019	0,4247	0,2058	0,0923	0,3083	0,2164	3,7351	7,7768	46,9342	0,9213	2,3652	2,9879	0,6466	0,2139	0,3014	0,1501	0,116
Adana Çimento	2002	2,2169	1,732	0,5818	0,2393	0,226	0,2329	0,7671	0,3036	0,1857	0,0471	0,4035	0,3095	5,3666	7,6398	47,7759	0,9813	3,3304	2,4321	0,7528	0,185	0,2477	0,1419	0,1207
Adana Çimento	2003	2,7215	2,1507	0,9796	0,2522	0,2008	0,14	0,86	0,1628	0,1166	0,0234	0,3364	0,2893	5,9979	7,6047	47,9969	0,7078	3,0317	2,1039	0,6087	0,1199	0,155	0,1031	0,086
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,8714	2,3064	0,8646	0,2103	0,2670	0,2750	0,7250	0,3944	0,1496	0,1254	0,3747	0,2691	5,4455	7,7261	47,4425	0,9088	2,5300	2,4519	0,6503	0,1726	0,2276	0,1237	0,0877
Afyon Çimento	1997	1,5957	0,9148	0,0042	0,233	0,2281	0,5329	0,4671	1,1409	0,3828	0,1501	0,8137	0,3801	5,4673	16,7444	21,7983	5,1035	10,4523	6,2719	2,3838	0,4989	0,7764	0,233	0,3772
Afyon Çimento	1998	1,7357	1,2927	0,0009	0,0699	0,3334	0,5686	0,4314	1,3183	0,4532	0,1154	0,4725	0,2038	4,5153	32,1626	11,3486	4,1027	5,3075	8,6827	1,7697	0,591	0,9901	0,255	0,4335
Afyon Çimento	1999	1,928	1,0679	0,0025	0,1519	0,3661	0,577	0,423	1,3642	0,3945	0,1826	0,5464	0,2311	3,7988	18,7509	19,4657	5,1206	5,9167	9,3715	2,1659	0,382	0,7166	0,1616	0,2329
Afyon Çimento	2000	2,4713	1,4122	0,0001	0,1942	0,4741	0,5445	0,4555	1,1952	0,3222	0,2222	0,4399	0,2004	4,1929	13,6086	26,8214	4,6198	4,4389	10,5026	2,1045	0,2244	0,3869	0,1022	0,1076
Afyon Çimento	2001	2,8058	1,4256	0	0,1894	0,4782	0,6128	0,3872	1,5827	0,2648	0,348	0,6461	0,2502	6,1183	19,6196	18,6038	7,1305	5,7738	11,0365	2,7609	-0,2308	-0,1126	-0,0894	-0,091
Afyon Çimento	2002	2,6707	1,9103	0,0892	0,0921	0,5438	0,5303	0,4697	1,1291	0,3255	0,2048	0,2717	0,1276	5,9153	25,9166	14,0837	4,4169	3,8149	16,2587	2,0746	0,5037	0,7894	0,2366	0,2858
Afyon Çimento	2003	2,9735	1,6915	0,0038	0,1755	0,4994	0,431	0,569	0,7574	0,253	0,1779	0,4306	0,245	5,0133	15,2785	23,8897	3,5463	4,0411	8,2358	2,0179	0,2146	0,2662	0,1221	0,068
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,3115	1,3879	0,0144	0,1580	0,4176	0,5424	0,4576	1,2125	0,3423	0,2001	0,5173	0,2340	5,0030	20,2973	19,4302	4,8629	5,6779	10,0514	2,1825	0,3120	0,5447	0,1459	0,2020
Bati Çimento	1997	2,8582	2,5724	0,1312	0,376	0,3393	0,391	0,609	0,6421	0,1826	0,2084	0,2896	0,1763	10,9296	4,7173	77,3753	1,5197	2,728	5,2483	0,9255	0,4499	0,6223	0,274	0,2662
Bati Çimento	1998	1,5735	1,4135	0,082	0,3497	0,1796	0,4839	0,5161	0,9374	0,3131	0,1707	0,3497	0,1805	11,9668	5,1773	70,5002	1,7281	4,9673	4,9411	0,892	0,1725	0,2655	0,089	0,2008
Bati Çimento	1999	1,1572	0,9372	0,2857	0,3978	0,0639	0,4375	0,5625	0,7776	0,4062	0,0312	0,4223	0,2375	9,0178	5,7016	64,0177	1,8955	16,6958	4,4888	1,0663	0,0932	0,1551	0,0524	0,1336
Bati Çimento	2000	2,3619	2,0141	0,0698	0,5122	0,3266	0,2827	0,7173	0,394	0,2398	0,0429	0,3722	0,267	12,2002	4,4124	82,7215	1,7844	3,9197	4,7944	1,28	0,0767	0,1854	0,055	0,089
Bati Çimento	2001	2,3542	2,0273	0,7007	0,444	0,3626	0,3064	0,6936	0,4418	0,2677	0,0387	0,3693	0,2562	12,2258	4,97	73,4414	2,0055	3,8365	5,4303	1,391	0,2245	0,3475	0,1557	0,1684
Bati Çimento	2002	2,9658	2,6121	1,1831	0,3855	0,4516	0,2625	0,7375	0,3559	0,2298	0,0327	0,324	0,2389	12,7044	4,9087	74,358	1,7481	2,8546	5,3962	1,2893	0,178	0,2769	0,1313	0,1287
Bati Çimento	2003	3,2744	2,8671	1,4086	0,3541	0,4507	0,2315	0,7685	0,3012	0,1982	0,0333	0,3684	0,2831	12,2708	5,3709	67,9592	1,6058	2,738	4,359	1,2341	0,1871	0,2547	0,1438	0,1107



<b>Şirket Ortalaması</b>		2,3636	2,0634	0,5516	0,4028	0,3106	0,3422	0,6578	0,5500	0,2625	0,0797	0,3565	0,2342	11,6165	5,0369	72,9105	1,7553	5,3914	4,9512	1,1540	0,1974	0,3011	0,1287	0,1568
Bolu Çimento	1997	1,7539	1,1502	0,0552	0,5231	0,1444	0,2096	0,7904	0,2652	0,1916	0,0181	0,7515	0,594	5,2573	5,4107	67,4594	1,2031	6,5842	1,6009	0,9509	0,2357	0,344	0,1863	0,2604
Bolu Çimento	1998	2,2747	1,5808	0,0313	0,6119	0,1988	0,1747	0,8253	0,2117	0,1559	0,0188	0,7111	0,5869	6,701	5,0225	72,6729	1,3207	5,4844	1,8572	1,09	0,1899	0,2975	0,1568	0,2609
Bolu Çimento	1999	2,5171	1,6119	0,097	0,4416	0,2456	0,1829	0,8171	0,2239	0,1619	0,0211	0,6617	0,5406	4,7222	5,8288	62,6201	1,2835	4,2703	1,9398	1,0487	0,1495	0,2226	0,1221	0,1678
Bolu Çimento	2000	2,6197	2,091	0,101	0,4194	0,3009	0,2564	0,7436	0,3449	0,1858	0,0706	0,6402	0,4761	7,3717	4,5989	79,3669	1,2625	3,1192	1,9719	0,9387	0,0905	0,1384	0,0673	0,0695
Bolu Çimento	2001	2,1887	1,8234	0,5717	0,1898	0,3303	0,334	0,666	0,5015	0,2779	0,0561	0,5504	0,3666	4,2335	5,5818	65,3913	0,9673	1,9502	1,7574	0,6442	0,2547	0,3735	0,1697	0,1199
Bolu Çimento	2002	2,3135	1,9809	0,3763	0,2735	0,32	0,2851	0,7149	0,3987	0,2436	0,0414	0,5834	0,4171	5,3488	4,6485	78,5196	1,0024	2,2394	1,7181	0,7166	0,2256	0,3378	0,1613	0,1778
Bolu Çimento	2003	2,567	2,2186	0,1511	0,3392	0,3053	0,2314	0,7686	0,3011	0,1948	0,0366	0,6012	0,4621	7,1071	4,2856	85,1683	0,946	2,3817	1,5735	0,727	0,1487	0,2195	0,1143	0,133
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,3192	1,7795	0,1977	0,3998	0,2636	0,2392	0,7608	0,3210	0,2016	0,0375	0,6428	0,4919	5,8202	5,0538	73,0284	1,1408	3,7185	1,7741	0,8737	0,1849	0,2762	0,1397	0,1699
Eczacıbaşı Yapı	1997	1,3094	0,8519	0,0014	0,5861	0,1183	0,5436	0,4564	1,1908	0,3822	0,1613	0,8902	0,4063	2,7892	3,0159	121,0247	1,9383	7,4802	2,1774	0,8847	0,0614	0,1076	0,028	0,2234
Eczacıbaşı Yapı	1998	1,9393	1,3487	0,0073	0,5525	0,2489	0,5325	0,4675	1,1389	0,265	0,2675	0,7971	0,3727	3,3387	3,2661	111,7558	1,9833	3,7258	2,4882	0,9272	0,0249	0,0808	0,0117	0,1875
Eczacıbaşı Yapı	1999	1,5202	1,077	0,0232	0,5663	0,1912	0,5928	0,4072	1,4556	0,3675	0,2253	0,7112	0,2896	3,6373	3,0715	118,8359	2,3864	5,0834	3,3554	0,9718	0,0177	0,0508	0,0072	0,1604
Eczacıbaşı Yapı	2000	1,7279	1,1621	0,0556	0,4995	0,2459	0,5331	0,4669	1,142	0,3378	0,1953	0,7113	0,3321	3,8158	3,8824	94,0132	2,4247	4,6037	3,4088	1,132	0,0823	0,1591	0,0384	0,1009
Eczacıbaşı Yapı	2001	1,8352	1,2797	0,3445	0,3994	0,295	0,5438	0,4562	1,1919	0,3532	0,1906	0,5899	0,2691	3,1573	4,515	80,841	2,5618	3,962	4,3427	1,1687	0,1871	0,31	0,0854	0,2232
Eczacıbaşı Yapı	2002	2,2797	1,5608	0,1024	0,5197	0,3254	0,491	0,509	0,9647	0,2543	0,2367	0,5551	0,2825	3,8767	3,881	94,0475	2,2974	3,593	4,1387	1,1693	0,19	0,3072	0,0967	0,1446
Eczacıbaşı Yapı	2003	2,7016	1,7123	0,1556	0,5018	0,402	0,39	0,61	0,6392	0,2362	0,1537	0,5378	0,3281	3,5716	4,1752	87,4211	2,192	3,3265	4,0757	1,3372	0,0243	0,045	0,0148	0,0321
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,9019	1,2846	0,0986	0,5179	0,2610	0,5181	0,4819	1,1033	0,3137	0,2043	0,6847	0,3258	3,4552	3,6867	101,1342	2,2548	4,5392	3,4267	1,0844	0,0840	0,1515	0,0403	0,1532
Ege Seramik	1997	1,5494	1,0627	0,0014	0,6268	0,2493	0,6625	0,3375	1,9626	0,4538	0,2086	0,8455	0,2854	2,5101	2,0755	175,858	2,7101	3,6686	3,2052	0,9148	0,1739	0,2104	0,0587	0,2036
Ege Seramik	1998	1,2544	0,7191	0,0007	0,5099	0,1106	0,6439	0,3561	1,8081	0,4349	0,2089	1,1282	0,4018	2,2837	3,1967	114,1816	2,497	8,0378	2,2132	0,8892	0,044	0,0548	0,0157	0,1599
Ege Seramik	1999	1,0063	0,6155	0,0333	0,5296	0,004	0,7924	0,2076	3,8161	0,6255	0,1669	1,6335	0,3392	2,1024	2,0854	175,0281	3,3478	175,6327	2,0495	0,6951	-0,3614	-0,3614	-0,075	0,0945
Ege Seramik	2000	0,9871	0,5331	0,0487	0,4722	-0,0076	0,7301	0,2699	2,7053	0,5948	0,1353	1,2796	0,3453	2,3889	3,3518	108,8952	3,4436	-121,556	2,6911	0,9293	0,0373	0,0373	0,0101	0,0847
Ege Seramik	2001	0,7579	0,4236	0,0175	0,4989	-0,2187	0,9951	0,0049	202,529	0,9032	0,0919	53,6169	0,2634	2,3068	2,8416	128,4466	197,5202	-4,438	3,6839	0,9705	-65,4676	-65,4676	-0,3217	0,1144
Ege Seramik	2002	1,1934	0,9336	0,0078	0,6916	0,1162	1,0292	-0,0292	-35,261	0,6008	0,4284	-8,4595	0,2469	4,3242	1,8632	195,8988	-31,6555	7,9508	3,742	0,924	4,1582	4,1582	-0,1214	0,1343
Ege Seramik	2003	1,0095	0,6949	0,0113	0,6246	0,0055	0,8335	0,1665	5,0043	0,578	0,2554	2,3104	0,3848	3,6729	2,7463	132,906	6,0099	181,9635	2,6013	1,0009	0,1419	0,1419	0,0236	0,1606

<b>Şirket Ortalaması</b>		1,1083	0,7118	0,0172	0,5648	0,0370	0,8124	0,1876	26,0806	0,5987	0,2136	7,4792	0,3238	2,7984	2,5944	147,3163	26,2676	35,8942	2,8837	0,9034	-8,7534	-8,7466	-0,0586	0,1360
Haznedar Tuğla	1997	2,1354	1,1287	0,0681	0,3955	0,4	0,388	0,612	0,6341	0,3523	0,0357	0,3866	0,2366	2,792	4,9544	73,6717	2,4089	3,6849	6,2302	1,4741	0,372	0,5155	0,2277	0,2599
Haznedar Tuğla	1998	1,6866	1,0443	0,0842	0,4062	0,2949	0,475	0,525	0,9048	0,4295	0,0455	0,5125	0,2691	3,4538	4,5311	80,554	2,5396	4,5212	4,9553	1,3333	0,1368	0,1623	0,0718	0,1367
Haznedar Tuğla	1999	1,5878	0,9129	0,1138	0,3879	0,2818	0,5449	0,4551	1,1974	0,4794	0,0656	0,5213	0,2372	4,8831	6,4133	56,9134	4,1606	6,7201	7,9818	1,8935	-0,0421	-0,0295	-0,0192	0,0015
Haznedar Tuğla	2000	1,2895	0,945	0,183	0,4523	0,1616	0,6006	0,3994	1,5041	0,5581	0,0425	0,6994	0,2793	6,3427	5,157	70,7775	4,2039	10,3893	6,0109	1,6788	0,2226	0,2881	0,0889	0,1967
Haznedar Tuğla	2001	1,1456	0,8281	0,0317	0,4746	0,0988	0,7042	0,2958	2,3808	0,6785	0,0257	0,7523	0,2225	6,1213	5,0445	72,3564	6,292	18,8402	8,3634	1,8611	0,0102	0,041	0,003	0,3423
Haznedar Tuğla	2002	2,0061	0,8291	0,0532	0,3139	0,3669	0,5792	0,4208	1,3765	0,3647	0,2145	0,6372	0,2681	2,723	6,6245	55,0986	3,6157	4,1462	5,6743	1,5214	0,091	0,1244	0,0383	0,1194
Haznedar Tuğla	2003	1,2042	0,4075	0,0272	0,2157	0,1336	0,6723	0,3277	2,0518	0,6541	0,0183	0,6292	0,2062	1,5323	5,937	61,4785	3,0788	7,5526	4,893	1,0089	0,0117	0,0361	0,0038	0,0001
<b>Şirket Ortalaması</b>		1,5793	0,8708	0,0802	0,3780	0,2482	0,5663	0,4337	1,4356	0,5024	0,0640	0,5912	0,2456	3,9783	5,5231	67,2643	3,7571	7,9792	6,3013	1,5387	0,1146	0,1626	0,0592	0,1509
Konya Çimento	1997	1,7756	1,2034	0,0301	0,4356	0,1676	0,2657	0,7343	0,3618	0,2161	0,0496	0,8202	0,6023	5,7424	7,1275	51,21	1,622	7,1071	1,9776	1,1911	0,2202	0,2534	0,1617	0,1809
Konya Çimento	1998	1,9149	1,2929	0,2482	0,5161	0,1715	0,2403	0,7597	0,3163	0,1874	0,0529	0,8321	0,6321	5,9967	6,4899	56,2413	1,5826	7,0111	1,9019	1,2022	0,2513	0,2883	0,1909	0,2164
Konya Çimento	1999	1,1563	0,8196	0,3257	0,3624	0,0458	0,3357	0,6643	0,5054	0,2933	0,0424	0,9881	0,6564	4,5695	6,6817	54,627	1,2362	17,9157	1,251	0,8212	0,2423	0,2939	0,1609	0,1559
Konya Çimento	2000	1,1565	0,701	0,1283	0,4279	0,0474	0,3472	0,6528	0,5318	0,3027	0,0445	0,9877	0,6448	3,609	5,4964	66,4076	1,2611	17,379	1,2767	0,8233	0,1344	0,1753	0,0877	0,0955
Konya Çimento	2001	2,2708	0,9356	0,1085	0,3318	0,2486	0,2438	0,7562	0,3225	0,1956	0,0482	0,7247	0,5479	1,8282	6,0173	60,6582	1,1727	3,5672	1,6183	0,8868	0,0198	0,027	0,015	0,1926
Konya Çimento	2002	3,3138	2,1495	1,3357	0,2163	0,3285	0,1772	0,8228	0,2153	0,142	0,0352	0,629	0,5175	3,2329	9,333	39,1086	1,1544	2,8917	1,8354	0,9499	0,2263	0,2864	0,1862	0,2315
Konya Çimento	2003	4,6775	2,9538	1,9065	0,1769	0,4113	0,1382	0,8618	0,1604	0,1118	0,0264	0,5375	0,4632	2,4753	9,0869	40,1677	0,9757	2,0442	1,8153	0,8408	0,2378	0,2945	0,2049	0,2088
<b>Şirket Ortalaması</b>		2,3236	1,4365	0,5833	0,3524	0,2030	0,2497	0,7503	0,3448	0,2070	0,0427	0,7885	0,5806	3,9220	7,1761	52,6315	1,2864	8,2737	1,6680	0,9593	0,1903	0,2313	0,1439	0,1831
Uşak Seramik	1997	1,2519	1,0148	0,0113	0,7582	0,1135	0,56	0,44	1,2729	0,4503	0,1097	0,9896	0,4354	4,5351	1,8784	194,3152	1,8249	7,0768	1,8442	0,8029	0,2172	0,2667	0,0956	0,1327
Uşak Seramik	1998	1,7812	1,2902	0,0535	0,6	0,2608	0,5347	0,4653	1,149	0,3338	0,2009	0,8668	0,4033	3,1504	2,3742	153,7385	1,8202	3,248	2,0999	0,847	0,1538	0,2445	0,0716	0,1229
Uşak Seramik	1999	1,3722	0,714	0,0095	0,3992	0,1404	0,6537	0,3463	1,8879	0,3772	0,2765	1,3925	0,4822	2,4468	3,8938	93,7394	2,3235	5,7307	1,6686	0,8046	-0,2933	-0,2933	-0,1016	-0,0597
Uşak Seramik	2000	1,2773	0,6902	0,0331	0,4776	0,1128	0,6049	0,3951	1,5311	0,4066	0,1983	1,2155	0,4802	2,9248	3,5539	102,7027	2,2313	7,8184	1,8358	0,8815	-0,3256	-0,3256	-0,1287	-0,0691
Uşak Seramik	2001	1,3041	0,6262	0,0029	0,4089	0,1476	0,6172	0,3828	1,6123	0,4856	0,1316	0,9574	0,3665	2,1716	3,8526	94,7421	2,6059	6,757	2,7217	0,9975	-0,1672	-0,1672	-0,064	0,0532
Uşak Seramik	2002	1,2931	0,6476	0,0123	0,4362	0,1429	0,6003	0,3997	1,502	0,4875	0,1128	0,9107	0,364	2,2432	3,1008	117,713	2,1334	5,9669	2,3427	0,8527	-0,2753	-0,2753	-0,11	0,0014
Uşak Seramik	2003	1,1542	0,641	0,0101	0,5197	0,0775	0,634	0,366	1,7323	0,5028	0,1313	1,136	0,4158	2,7543	2,8043	130,1559	2,3107	10,9118	2,0341	0,8457	-0,6068	-0,6068	-0,2221	-0,0199

