T.C

ANKARA YILDIRIM BEYAZIT ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE HİSSE SENETLERİ FİYATLARININ DAVRANIŞSAL ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

MELTEM BUDAK

ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

ANKARA, 2024

T.C.
ANKARA YILDIRIM BEYAZIT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE HİSSE SENETLERİ FİYATLARININ DAVRANIŞSAL ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

MELTEM BUDAK

ULUSLARARSI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Meltem KESKİN

Ankara, 2024

ONAY SAYFASI

Meltem BUDAK tarafından hazırlanan “Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Fiyatlarının Davranışsal analizi” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Ticaret ve Finans Anabilim Dalı’nda Doktora/Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

<table>
<tr><td colspan="2">JÜRİ
ÜYESİ</td><td>Kurumu</td><td>İmza</td></tr>
<tr><td colspan="2">Doç. Dr. Meltem KESKİN</td><td rowspan="2">Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Şereflikoçhisar Uygulamali Bilimler Fakültesi, Uluslararasi Ticaret ve Lojistik Bölümü</td><td rowspan="2"></td></tr>
<tr><td>Kabul ☒</td><td>Red ☐</td></tr>
<tr><td colspan="2">Dr.Öğr.Üyesi Sedat AYYILDIZ</td><td rowspan="2">Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Şereflikoçhisar Uygulamali Bilimler Fakültesi, Uluslararasi Ticaret ve Lojistik Bölümü</td><td rowspan="2"></td></tr>
<tr><td>Kabul ☒</td><td>Red ☐</td></tr>
<tr><td colspan="2">Prof.Dr.Mehmet Ali AKTAŞ</td><td rowspan="2">Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü</td><td rowspan="2"></td></tr>
<tr><td>Kabul ☒</td><td>Red ☐</td></tr>
</table>

Tez Savunma Tarihi: 25.12.2024

Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Ticaret ve Finans Anabilim Dalı’nda Yüksek Lisans tezi olması için şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü Doç. Dr. Muhammed Enes KALA

BEYAN

Bu tez çalışmasının planlanmasından yazımına kadar tüm süreçlerde akademik ve etik ilkelere uygun hareket ettiğimi, çalışmadaki bilgileri doğrulukla ve kaynakların haklarına saygı göstererek elde ettiğimi beyan ederim. Tezde yer alan, çalışmamdan elde edilmeyen tüm bilgilere kaynak gösterdiğimi ve kaynakları kaynakça listesine dahil ettiğimi, ayrıca patent ve telif haklarına dair herhangi bir ihlalde bulunmadığımı bildiririm. 25/12/2024

Meltem BUDAK

TEŞEKKÜR

Tez yazım aşamalarında göstermiş olduğu ilgi, sabır ve katkılarından dolayı tez danışmanım değerli hocam Doç. Dr. Meltem KESKİN'e teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca yüksek lisans ve Tez sürecinde beni yalnız bırakmayarak maddi ve manevi desteklerini benden esirgemeyen sevgili eşim ve kızıma teşekkür ederim.

ÖZET

Finansal Kriz Dönemlerinde Hisse Senetleri Fiyatlarının Davranışsal Analizi: Borsa İstanbul Örneği

Bu çalışmada, finansal kriz dönemlerinde Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin davranışsal analizinin yapılması amaçlanmıştır. Finansal krizlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiş ve yatırımcı davranışlarının bu süreçlerde nasıl şekillendiği analiz edilmiştir. Kriz dönemlerinde yatırımcıların davranışlarının, duygusal faktörler ve bilişsel önyargılar nedeniyle rasyonellikten uzaklaştığı tespit edilmiştir. Bu durum, piyasada aşırı dalgalanmalara ve irrasyonel karar alma süreçlerine yol açarak, hisse senedi fiyatlarında büyük değişikliklere sebep olmuştur.

Çalışmada Üssel Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans (EGARCH) (1,1) modeli kullanılarak hisse senedi fiyatlarının oynaklıkları analiz edilmiş ve kriz dönemlerinde fiyat oynaklıklarının arttığı, bu oynaklıkların uzun süre devam ettiği gözlemlenmiştir. Özellikle negatif şokların, pozitif şoklara göre daha fazla oynaklık yarattığı tespit edilmiştir. Bu bulgu, finansal krizlerin yatırımcı davranışları ve piyasa volatilitesi üzerindeki kalıcı etkisini göstermektedir. Ayrıca ARCH testi sonuçları, Borsa İstanbul'da kriz dönemlerinde değişen varyansın varlığını doğrulamış ve finansal varlıkların fiyat hareketlerindeki belirsizliğin arttığını ortaya koymuştur.

Davranışsal finans perspektifinden ele alındığında, kriz dönemlerinde yatırımcıların aşırı güven, sürü davranışı ve pişmanlıktan kaçınma gibi eğilimler sergilediği ve bu davranışların piyasalarda aşırı fiyat hareketliliklerine yol açtığı belirlenmiştir. Bu durum, finansal piyasalardaki belirsizliğin ve irrasyonel davranışların kriz dönemlerinde daha da arttığını göstermektedir.

Sonuç olarak, finansal kriz dönemlerinde yatırımcı psikolojisi ve davranışlarının anlaşılması, krizlerin etkilerinin azaltılmasında ve piyasalarda istikrarın sağlanmasında kritik bir rol oynamaktadır. Bu çalışma, finansal krizlerin etkilerini anlamak ve gelecekte yaşanabilecek benzer durumlara karşı hazırlıklı olmak adına önemli bir katkı sunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Finansal kriz dönemleri, davranışsal finans, BIST, Exponential GARCH analiz metodu.

Jel Sınıflaması: E44, G01, G15

ABSTRACT

Behavioral Analysis of Stock Prices During Financial Crises: The Case of Borsa Istanbul

This study aims to conduct a behavioural analysis of stocks traded on Borsa Istanbul during financial crisis periods. The impact of financial crises on stock prices has been studied, along with the analysis of investor behaviour during these times. Research shows that investors often act irrationally during crises because of emotional influences and cognitive biases. This situation has led to excessive market fluctuations and irrational decision-making processes, resulting in significant changes in stock prices.

The study utilised the EGARCH (1,1) model to analyse stock price volatility, revealing that volatility heightened during crisis periods and remained elevated for an extended duration. It was also observed that negative shocks resulted in greater volatility compared to positive shocks. This finding indicates the lasting impact of financial crises on investor behaviour and market volatility. Additionally, the results of the ARCH test confirmed the presence of changing variance in Borsa Istanbul during crisis periods, revealing increased uncertainty in the price movements of financial assets.

From a behavioural finance perspective, it was determined that investors exhibit tendencies such as overconfidence, herd behaviour, and regret avoidance during crises, which lead to excessive price movements in the markets. This shows that uncertainty and irrational behaviour in financial markets increase further during crisis periods.

In conclusion, understanding investor psychology and behaviour during financial crises plays a critical role in mitigating the effects of crises and ensuring market stability. This study provides a significant contribution to understanding the impacts of financial crises and preparing for similar future events.

Keywords: Financial crisis periods, behavioural finance, BIST, Exponential GARCH analysis method.

Jel Sınıflaması: E44, G01, G15.

İÇİNDEKİLER

ÖZET……Hata! Yer işareti tanımlanmamış.
ABSTRACT. ……..... ii
İÇİNDEKİLER…….....iii
KISALTMALAR DİZİNİ……vi
ŞEKİLLER DİZİNİ…….....vii
TABLOLAR DİZİNİ……...viii
GİRİŞ 1
1. HİSSE SENEDİ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR 2
1.1. Hisse Senedi Nedir 2
1.2. Endeks Nedir 4
1.3. Aracı Kurum Nedir 5
1.4. Hisse Senedi Analizi Nedir 6
1.4.1. Tanım 6
1.4.2. Temel Kriterler 7
1.4.2.1. Temel Analiz Yöntemi 7
1.4.2.2. Teknik Analiz Yöntemi 7
2. HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN MAKRO FAKTÖRLER 8
2.1. Fiyatlar Genel Düzeyi (Enflasyon) 8
2.2. Kamu Harcamalarındaki Farklılıklar 8
2.3. Gayri Safi Milli Hasıladaki Değişmeler 9
2.4. Döviz Kurundaki Değişmeler 9
2.5. Altın Fiyatları 10
2.6. Faiz Oranları 10
2.7. Uluslararası Portföy Yatırımları 11
2.8. Para Arzındaki Değişmeler (Emisyon) 11
2.9. Özelleştirme Uygulamaları 12

3. FİNANSAL KRİZLER 13
3.1. Finansal Kriz Tanımları 13
3.2. Finansal Kriz Türleri 13
3.2.1. Para Krizleri 14
3.2.2. Bankacılık Krizleri 15
3.2.3. Dış Borç Krizleri 16
3.2.4. Sistemik Finansal Krizler 16
3.3. Finansal Kriz Modelleri 17
3.4. Gelişmiş Piyasalarda Finansal Krizler 19
3.4.1. 1997 Güneydoğu Asya Krizi 19
3.4.2. 1997 Japonya Krizi 20
3.4.3. 1998 Rusya Krizi 21
3.4.4. 1995 Meksika Krizi 21
3.4.5. 1999 Brezilya Krizi 23
3.4.6. 2001 Arjantin Krizi 24
3.4.7. 2008 Küresel Ekonomik Krizi. 25
3.5. Türkiye Finansal Krizleri 25
3.5.1. 1994 Krizi 27
3.5.2. 2000 Likidite Krizi 28
3.5.3. 2001 Şubat Krizi 29
3.5.4. 2008 Ekonomik Krizi 30
3.5.5. 2018 Ekonomik Krizi 31
4. DAVRANIŞSAL FİNANS 32
4.1. Yatırımcıları Etkileyen Ekonomik Olmayan Eğilimler 32
4.1.1. Kendini Yanıltma 33
4.1.1.1. Aşırı Güven 33
4.1.1.2. Aşırı İyimserlik 33
4.1.1.3. Kendine Atfetme 34
4.1.1.4. Kendini Doğrultma 34
4.1.1.5. Öngörü Yanıltısı 35
4.1.1.6. Bilişsel Çelişki 35
4.1.1.7. Tutuculuk 35
4.1.2. Kestirme Çıkarımlar 35

4.1.2.1. Fark Edilebilirlik 36
4.1.2.2. Mülkiyet Yanlılığı 36
4.1.2.3. Sinyaller Arası Seçim 36
4.1.2.4. Demir Atma 37
4.1.2.5. Akılsal Muhasebe 37
4.1.2.6. Temsil Edicilik 37
4.1.3. Duygular ve Kendini Kontrol Etme 37
4.1.3.1. Ruh Hali 38
4.1.3.2. Zaman Tercihi ve Kendini Denetleme 38
4.1.3.3. Belirsizlikten Kaçma 38
4.1.4. Sosyal Etkileşim 38
4.1.4.1. Sosyal Buluşma 39
4.1.4.2. Sürü Davranışı 39
4.1.5. Diğer Eğilimler 40
4.1.5.1. İfade Etme 40
4.1.5.2. Kumarcı Yanılgısı 40
4.1.5.3. Kaybetmekten Kaçma 40
4.1.5.4. Pişmanlıktan Kaçma 41
4.2. BIST 100 Endeksinde Bulunan Hisse Senetlerinin Ekonomik Kriz ve Davranışsal Finans Yönünden Karşılaştırması 41
4.2.1. Kriz Dönemlerinde Duygusal Etkiler 41
4.2.2. Davranışsal Finansın Etkisi 41
4.2.3. Psikolojik Faktörlerin Rolü 41
4.2.4. Fiyat Hareketliliğin Tahmin Edilebilirliği 42
5. FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE BORSA İSTANBUL'DA ETKİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA 42
5.1. Literatür Taraması 42
5.2. Metodoloji ve Veri 45
5.2.1. GARCH Modeli 46
5.2.2. EGARCH Modeli 46
5.3. Ampirik Model Uygulama Sonuçları 47
5.4. EGARCH (1,1) Modeli Sonuçlarının Yorumu 53
5.5. Analiz Bulguları ve Sonuçları Değerlendirme 54

5.5.1. Analiz Bulguları 54
5.5.2. Sonuç ve Değerlendirme 55
KAYNAKÇA 57

KISALTMALAR DİZİNİ

A.Ş. **:** Anonim Şirket

ARCH **:** Otoregresif Koşullu Heteroskedastisite

BIST **:** Borsa İstanbul

EGARCH **:** Üssel Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans ((Exponential Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedastic)

FED **:** Amerika Merkez Bankası

GARCH : Otoregresif Koşullu Değişen Varyans

GİP **:** Gelişen İşletmeler Piyasası

GOÜ **:** Gelişmekte Olan Ülkeler

GSMH **:** Gayrisafi Milli Hasıla

HSYİH **:** Gayrisafi Yurt İçi Hasıla

İMF **:** Uluslararası Para Fonu

KİT **:** Kamu İktisadi Teşebbüsü

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 5.1.	BIST Banka hisse senetleri fiyat verileri……..	50
Şekil 5.2.	BIST 100 hisse senetleri fiyat verileri……..	50
Şekil 5.3.	BIST Metal hisse senetleri fiyat verileri……	51
Şekil 5.4.	BIST Elektrik hisse senetleri fiyat verileri……..	51
Şekil 5.5.	BIST Endüstri hisse senetleri fiyat verileri……	51
Şekil 5.6.	BIST Turizm hisse senetleri fiyat verileri……..	51
Şekil 5.7.	Yatırımların teşvikinde bölgelerin sınıflandırılması……..	52
Şekil 5.8.	BIST Tekstil hisse senetleri fiyat verileri……..	51

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1.	Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinin (1986-2000) yılına ait değişimi ve reel getirileri……..	15
Tablo 5.1.	BIST endekslerine ait tanımlayıcı istatistikler…….	47
Tablo 5.2.	Endeks getiri serilerinin durağanlık testleri…….	48
Tablo 5.3.	ARCH test sonuçları…….	49
Tablo 5.4.	BIST endeks tahmini…….	53

GİRİŞ

Finansal krizler, ekonomik dengelerin beklenmedik şekilde bozulması ve finansal sistemlerin sürdürülemez hale gelmesi durumunda ortaya çıkan büyük ölçekli ekonomik problemler olarak tanımlanır. Tarih boyunca farklı dönemlerde meydana gelen bu krizler, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ekonomi politikalarını yeniden şekillendirmiştir. Bu krizler, piyasalarda dalgalanmalar yaratarak bireylerin ve kurumların finansal davranışlarını etkilemiştir. Hisse senedi fiyatları, finansal krizlerin doğrudan etkilediği önemli ekonomik göstergeler arasında yer almaktadır. Kriz dönemlerinde yatırımcıların risk algıları, beklentileri ve piyasaya duydukları güven büyük ölçüde değişmektedir. Bu bağlamda, davranışsal finans, finansal kriz dönemlerinde yatırımcı davranışlarının nasıl şekillendiğini ve bu davranışların hisse senedi fiyatlarına olan etkisini anlamak için önemli bir yaklaşım sunmaktadır.

Davranışsal finans teorisi, yatırımcıların rasyonel kararlar almak yerine duygusal ve bilişsel önyargılara dayalı hareket edebileceğini savunur. Bu önyargılar, finansal kriz dönemlerinde daha belirgin hale gelir ve bu dönemlerde piyasalarda aşırı dalgalanmalar, panik satışları veya aşırı iyimserlikle yapılan yatırımlar gözlemlenir. Bu çalışmada, finansal kriz dönemlerinde Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin davranışsal analizinin yapılması amaçlanmıştır. Bu çerçevede, Türkiye'nin geçmişte yaşadığı finansal krizler ele alınmış ve bu krizlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ayrıca, davranışsal finansın temel ilkeleri ve kriz dönemlerinde yatırımcıların sergilediği yaygın eğilimler tartışılmıştır.

Finansal krizlerin yatırımcı davranışları üzerindeki etkilerini analiz etmek, gelecekte benzer durumlarla karşılaşıldığında daha doğru ve etkili stratejiler geliştirilmesine olanak tanır. Bu nedenle, bu tez çalışması, kriz dönemlerinde hisse senetlerinin davranışsal analizini yaparak finansal piyasaların daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunmayı hedeflemektedir. Bu analiz, finansal piyasalardaki karmaşıklığı ve belirsizliği anlamada önemli bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır.

1. HİSSE SENETLERİ İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1. Hisse Senetleri Nedir

Literatürde "hisse senedi" terimiyle birlikte sıkça kullanılan çeşitli kavramlar bulunmaktadır. Esham, aksiyon, pay ve pay senedi bunlar arasında en bilinenlerdir. Ancak günümüzde yayınlar ve yasal metinlerde en yaygın kullanılan terim "hisse senedi"dir. Hisse senetleri genellikle anonim şirketler (A.Ş.) ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarca çıkarılır ve sahiplerine kâr payı alma, yönetime katılma gibi haklar sunan bir menkul kıymet olarak kabul edilir (Tuncer, 1985).

Hisse senetleri, anonim şirketlerin sermayesinin belirli bir kısmını gösteren ve yasal düzenlemelere uygun olarak hazırlanan değerli evraklardır. Bu senetler, sahiplerine şirket üzerinde çeşitli haklar sağlayan ortaklık ve mülkiyet belgeleridir. Anonim şirketlerde hisse sahibi olan kişilerin sahip olduğu haklar şunlardır:

1. Hissedarların şirketin karından pay alma hakkı,

2. Hissedarların, şirket yönetiminde söz sahibi olma süreçlerinde oy kullanma hakkı,

3. Yeni pay alma (rüçhan) hakkı,

4. Tasfiye durumunda pay sahiplerinin pay alma hakkı.

5. Bedelsiz hisse senedi edinme hakkı,

6. A.Ş.in faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı.

Hisse senetleri farklı açılardan gruplandırılabilir, bunlar;

1. Hisse senetleri hamiline veya nama yazılı olabilir, aksi sözleşmede belirtilmedikçe hisse senetleri nama yazılı olarak düzenlenir.

2. Adi ve imtiyazlı hisse senetleri, imtiyazlı hisse senetleri, özel ayrıcalıklar ve haklar içeren hisse senetleridir.

3. Kurucu ve intifa senetleri, şirket karının bir kısmına katılma hakkı sağlayan ve kuruculara bedelsiz olarak verilen senetlerdir.

4. Primli ve primsiz hisse senetleri, nominal değerin üzerinde bir değerle, yani primli olarak ihraç edilebilir.

5. Oydan mahrum hisse senetleri, ülkemizde 2009 senesinden itibaren mevzuata dahil edilmiştir (Canbaz, 2019).

Borsada, hisse senetleri lot birimiyle ifade edilir ve 1 lot, 1000 adet hisse senedine eşittir. Örneğin, 27 Nisan tarihinde fiyatı 5,25 TL olan bir hisse senedinden 1 lot almak isteyen bir yatırımcının ödemesi gereken tutar, (5,25 TL x 1000) 5.250 TL olacaktır. Hisse senedi adetleriyle ilgili karışıklığı önlemek için lot sistemi kullanılmaktadır (Canbaz, 2019).

1986 yılında faaliyetlerine başlayan İMKB'de (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), 80 şirketin hisse senetleri işlem görmekteydi ve yıllık işlem hacmi 9 milyar TL (13 milyon ABD Doları) olarak gerçekleşmişti. 2000 yılına gelindiğinde, işlem gören şirket sayısı 308'e yükselmiş ve bu senetlerin yıllık işlem hacmi 111,3 katrilyon TL'ye ulaşmıştır. 2001 yılında ise işlem gören hisse senedi sayısı 339'a çıkmış ve 27 Nisan Cuma günü, 1,1 katrilyon TL'lik işlem hacmi ile önemli bir yükselme yaşanmıştır.

Günümüzde Borsa İstanbul'da anonim şirketlerin hisse senetlerinin işlem görebileceği iki piyasa bulunmaktadır: Pay Piyasası ve Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP). Sermaye Piyasası Kurulu'nun web sitesinde yer alan bilgilere göre, borsada işlem gören şirket sayısı 402'dir ve ortalama işlem hacmi yaklaşık 350 milyon ABD Doları civarındadır. Pay Piyasası'nda 10 Ağustos 2018'de günlük işlem hacmi rekoru 16,46 milyar TL ile kırılmış ve 13 Ağustos 2018'de 3,05 milyar adet işlem miktarı ile bir başka rekor daha kaydedilmiştir (Canbaz, 2019).

Borsa İstanbul'da yapılan işlemler, aracı kurumlar tarafından alınıp satılan hisse senetlerinin Takasbank A.Ş.'ye bildirilmesi ile gerçekleşir. Bu bildirimler, yatırımcı adına kayıt altına alınır ve saklanır. Yatırımcı sayısı, bir borsanın gelişmişliği ve derinliği açısından önemli bir gösterge olarak kabul edilir. Ancak, Borsa İstanbul'daki hisse senedi yatırımcı sayısı endişe verici bir tablo sunmaktadır. Örneğin, 14 Aralık 1999 tarihinde bakiyeli hesap sayısı 600 bin iken, 31 Ocak 2000'de bu sayı 750 bine yükselmiş ve 2001 yılının Ocak ayının ilk haftasında 1 milyon 400 bine ulaşmıştır. Ancak, 2019 yılında durum pek de iç açıcı değildir, hatta daha da kötüleşmiştir. Mart ayı sonu itibarıyla Borsa İstanbul'daki toplam yatırımcı sayısı 1 milyon 170 bin 725'e düşmüştür (Canbaz, 2019).

Farklı dönemlerde borsaya yaklaşık iki milyon yatırımcı gelmiş olsa da, Takasbank'taki hesapların tamamının bakiyeli (aktif) olmaması nedeniyle gerçek hisse senedi yatırımcı sayısını bu verilerden belirlemek mümkün değildir. Hisse senetlerini satıp borsadan çıkan veya hisse senetlerini kendileri saklamayı tercih eden birçok yatırımcı, hesaplarını kapatmaktadır (Canbaz, 2019).

1.2. Endeks Nedir

Endeks, birden çok değişkenin hareketlerini ölçen oransal bir değişim göstergesidir (Uzun ve Güngör, 2017: 3). Bu doğrultuda, borsalardaki fiyat hareketleri hakkında bilgi veren bir dizi rakamdan oluşur. Başka bir deyişle, piyasanın genel durumu hakkında fikir veren bir göstergedir. Özellikle teknik analizler için önemli bir veri kaynağıdır. Yatırımcılara, hisse senedi veya portföy getirilerini piyasanın genel performansı ile karşılaştırma olanağı sunar (Canbaz, 2019).

Hisse senedi piyasa endeksleri, yatırımcıların performans ölçümünde kullandığı önemli referans araçlarındandır. Ancak, endekslerin oluşturulma sürecinde kullanılan farklı hesaplama yöntemleri ve örnekleme stratejileri, aynı piyasa için farklı endekslerin değişik sonuçlar vermesine neden olabilir. Bu endeksler, borsalar veya bağımsız kuruluşlar tarafından hesaplanabilir. Bir endeksin seçiminde, piyasanın gerçek durumunu doğru bir şekilde yansıtması kritik bir rol oynar. Endeks ne kadar gerçeğe uygun veriler sunuyorsa, yatırımcılar tarafından o kadar çok tercih edilir (Dağlı, 2000).

Endeksin yükselip düşmesine borsa terminolojisinde "oynaklık" ya da "volatilite" adı verilir. Bu göstergeler, borsanın oynaklığını ifade eder ve İstanbul Borsası'nı dünya genelinde en oynak borsalardan biri olarak öne çıkarır (Canbaz, 2019).

Volatilite, aynı zamanda getiri dalgalanması olarak da adlandırılır. Örneğin, 1986 ile 2000 yılları arasındaki Borsa İstanbul Ulusal 100 endeksinin hareketlerine bakıldığında bu durum net bir şekilde gözlemlenebilir. (Canbaz, 2019).

Tablo 1.1'de görülebileceği gibi, belirtilen dönem boyunca İstanbul Borsası'nda her önemli yükselişin ardından önemli bir düşüş yaşanacağını tahmin etmek veya görmek mümkündür. Bu durum, borsanın volatilitesinin (oynaklığının) oldukça yüksek olduğunu ve yatırımcılar için aynı derecede yüksek bir risk taşıdığını ortaya koymaktadır (Canbaz, 2019).

Tablo 1.1. Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinin (1986-2000) yılına ait değişimi ve reel getirileri.

	Değişim		**Sonuç**	**Yılsonu Reel** Getiri
1986		0,31		38,56
1987		1,93	**İlk büyük çıkış**-21.07.1987	184,95
1988	-	0,69	**İlk çöküş – Yıl sonu**	-63,91
1989		3,71	**İkinci zirveye doğru**	274,30
1990		0,15	**İkinci zirve** - 02.08.1990	-2,93
1991	-	0,22		-14,70
1992	-	0,46	**İkinci çöküş –** 03.06.1992	-40,22
1993		2,06	**Üçüncü zirveye doğru**	264,71
1994	-	0,50	13.01.1994 - **Üçüncü zirve ve**	-29,75
			02.05.1994 Üçüncü çöküş	
1995	-	0,08		-24,15
1996		0,40		35,15
1997		0,84	**Dördüncü tepe**	90,40
1998	-	0,51	**Dördüncü çöküş**	-59,22
1999		0,89	**Beşinci zirve**	354,98

Kaynak: (Canbaz, 2019: 48).

1.2. Aracı Kurum Nedir

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre faaliyet gösterecek olan "Sermaye Piyasası Kurumları" şunlardır:

- Aracılık faaliyetinde bulunan kuruluşlar,

- Yatırım ortaklıkları,

- Sermaye piyasasında faaliyet göstermesi SPK tarafından izin verilen diğer kurumlar.

Aracılık faaliyetinde bulunan kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kanununun 32'inci maddesinde "aracı kurumlar" olarak tanımlanmaktadır (Poyraz ve Nayır, 2015).

SPK tarafından sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunması için aracılık yetkisi verilmiş anonim ortaklıklar aracı kuruluşlardır. Bu kuruluşlar, hisse senedi ticaretinde yatırımcı ile piyasa arasında bilgi aktarma ile aracılık görevini üstlenirler (Canbaz, 2019).

1. Ticari bankaları,

2. Yatırım ve kalkınma bankaları,

3. Aracı kurumlar,

"Komisyoncu" olarak başlayan aracılık faaliyeti sonraki zamanda "Anonim Şirket" statüsüne dönüştürülmüştür. Aracı kurum sayısı 1993 yılında 176 iken, 2000 yılında 128'e kadar düşmüş, ancak 2019'da tekrar artarak 384'e ulaşmıştır. Aracı kuruluşlar, her faaliyet için ayrı yetki belgesi almak kaydıyla Kurul'dan izin alırlar (Canbaz, 2019).

1.4. Hisse Senedi Analizi Nedir

1.4.1. Tanım

Hisse senedi analizi, önceki verilere dayanarak gelecekteki ve mevcut durum hakkında somut temellere dayalı tahminler yapma sürecidir. Aslında, geleceğe ait veriler diye bir durum yoktur. Sadece geçmiş veriler vardır. Bu nedenle, hisse senedi fiyatının gelecekteki hareketini tahmin etmek için geçmiş veriler analiz edilir. Eğer hisse senedi yatırımıyla kazanç elde etmek hedefleniyorsa, bu hedefe ulaşmanın en etkili yolu analiz yapmaktır. (Canbaz, 2019).

Tasarruf sahiplerinin yatırımlarının bir kısmını hisse senetlerinde değerlendirmesi genellikle uygun bir tercihtir. Tasarrufların hisse senetlerinde ne kadar değerlendirileceği, tamamen yatırımcının risk seçimine bağlıdır. Yatırımcılar, hisse senetlerine yatırım yaparken A ve B tipi fonlar satın alarak veya kendi portföylerini oluşturarak işlem yapabilirler. Kendi portföylerini oluşturmayı tercih eden yatırımcılar, iyi bir getiri elde edebilmek için belirli kriterlere dikkat etmelidir. Öncelikle, portföylerinin farklı sektörlerden ve çeşitli sermaye yapılarına sahip şirketlerden oluşmasına özen göstermelidirler (Canbaz, 2019).

1.4.2. Temel Kriterler

Bir hisse senedi satın almadan önce çeşitli kriterleri değerlendirmek mümkündür. Bir hissenin değerini ölçmek için tek bir yöntem bulunmamaktadır. En sık kullanılan yöntemler ise temel analiz ve teknik analizdir (Canbaz, 2019).

1.4.2.1. Temel Analiz Yöntemi

Hisse senedi alımı yapacak bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasında yaygın olarak kullanılan bir karar alma yöntemi temel analizdir. Bu yöntem, bir hisse senedinin karlılığını ekonomik faktörler başta olmak üzere sektörel ve şirketle ilgili olaylarla ilişkilendirir. Tümdengelim mantığına dayalı olan bu yöntem, bütünden parçaya doğru ilerleyerek hisse senedinin gerçek değerini belirlemeye odaklanır. Bu sayede, hisse senedinin gerçek fiyatı ile piyasa fiyatı karşılaştırılarak alım veya satım kararı verilir. Temel analiz, hisse senetlerinin reel değerini belirlemek için yapılan bir analiz yöntemidir. Temel mantık şudur: Eğer hisse senedi piyasa fiyatının altındaysa alım yapılır, piyasa fiyatının üstündeyse satış yapılır. Bu nedenle, bir şirketin hisse senedi hakkında karar verirken öncelikle genel ekonomik durum, daha sonra faaliyet gösterdiği sektör ve son olarak da şirketin mali durumu çözümlenir (Canbaz, 2019).

1.4.2.2. Teknik Analiz

Teknik analiz, temel analizin aksine, genel ekonomiye, sektörlere ve şirketlere tabi olmayıp hisse senetlerinin fiyat hareketlerine ve tutumuna odaklanır. Bu nedenle, şirketin ismi, yapısı, faaliyet alanı, kapasitesi veya olayların açıklanması gibi faktörler teknik analizde fazla önem taşımaz. Teknik analizin amacı, ele alınan hisse senedinin teknik açıdan güçlü veya zayıf yönlerini belirlemek ve gelecekte ne gibi hareketler yapabileceğini tahminde bulunmaktır. Fiyat hareketlerini yorumlayan bir analiz yöntemi olan teknik analiz, grafiklere ve fiyat hareketlerine dayanır (Canbaz, 2019).

Örneğin, arz-telebi minimum olan hisse senetleri genellikle fazla alım veya satış sırasında anormal fiyat değişiklikleri oluşur. Bu tür senetlerin fazla derinliği olmaması nedeniyle, fiyatları manipülasyona açık olabilir ve bu da hisse senedinin teknik analizinin incelenmeye değer olmadığını gösterebilir. Teknik analizde, bir tek grafiklere değil, aynı

zamanda yatırımcıların duygularını da değerlendirmek önemlidir. Örneğin, iyi bir temel analize sahip olan bir hisse senedinin olası yönde hareket etmemesi, teknik analizin, yatırımcı duygularının veya diğer değişkenlerin bu beklentiyi desteklemediğini gösterebilir (Canbaz, 2019).

2. HİSSE SENEDİ FİYATINI ETKİLEYEN MAKRO FAKTÖRLER

2.1. Fiyatlar Genel Düzeyi (Enflasyon)

Gelişmekte ülkelerin karşılaştığı asıl sorunlardan biri yüksek enflasyondur. Bu tür ülkelerde, yüksek enflasyonun kontrol altına alınabilmesi amacıyla makul bir para politikası uygulanması ve ülke içi tasarrufların fazlalaştırılması gerekmektedir. Ülke içi tasarrufların artması, sermaye piyasasının geliştirilmesiyle olabilir. Ancak, yüksek enflasyon da sermaye piyasasının geliştirilmesi oldukça zor olabilir (Albeni ve Demir, 2005).

Enflasyon oranlarındaki dalgalanmaların hisse senedi getirileri üzerindeki tesiri, yatırımcılar için kritik bir faktör olduğundan, bu konuda çok sayıda araştırma yapılmıştır. Luintel ve Paudyal'in (2006: 1-3) çalışmalarına göre, Fischer etkisi hipotezi kapsamında nominal faiz oranları, enflasyon ve reel faiz adı verilen risk priminin bir fonksiyonudur. Araştırmalarda, enflasyonun tüm firmalar için aynı olduğu, ancak farklı faiz oranlarının şirketlerin risk seviyelerindeki farklılıklardan kaynaklandığı sonucuna varılmıştır. Enflasyon ve risk priminin bileşeni olan nominal faiz oranlarının, hisse senedi kazançlarının üzerinde olumlu bir etkisi olduğu ifade edilmektedir (Yurttançıkmaz, 2012).

2.2. Kamu Harcamalarındaki farklılıklar

Kamu harcamalarındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatlarına etkisi, genellikle ekonomideki diğer değişiklikler aracılığıyla gerçekleşir. Kamu harcamalarındaki artış, bu harcamaları alan firmaların gelirlerinde bir artışa neden olur. Bu durum, "çoğaltan etkisi" aracılığıyla gelir artışını ekonominin geneline yayarak piyasayı canlandırabilir. Canlanan piyasa, firma karlarının artmasına ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının yükselmesine katkıda bulunabilir. Tersine, kamu harcamalarının düşürülmesi piyasayı olumsuz yönde etkileyebilir ve hisse senedi fiyatlarında düşüşe neden olabilir (Albeni ve Demir, 2005).

Ancak, finans literatüründe kamu harcamalarının ekonomik büyüme üzerinde etkisi olmadığını savunan çalışmalar da mevcuttur. Örneğin, Yamak ve Küçükkale (1997) tarafından yapılan bir araştırma, Türkiye'de kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında

uzun vadeli bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, bu çalışma kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasında anlamlı ve öngörülen yönde nedensellik ilişkileri bulunduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgular, ekonomik büyümenin kamu harcamalarını artı yönde etkilediğini gösterirken, kamu harcamalarının ekonomik büyümeyi etkilemediğini öne sürmektedir (Albeni ve Demir, 2005).

2.3. Gayri Safi Milli Hasıladaki Değişiklikler

GSMH'deki artış, genellikle çarpan etkisi aracılığıyla gerçek geliri artırır. Eğer ekonomide toplam arz esnekliği uygunsa, bu durum çarpan etkisinin gerçek yönde işlemesine neden olur. Gerçek gelirdeki artış, bireylerin kullanılabilir gelirlerinde bir artışa yol açar. Bu artış, bireylerin mal ve hizmetlere olan isteklerini artırır, bu sebeple toplam talepte belirgin bir yükseliş görülür. Toplam talepteki bu artışın şirket kazançları üzerinde olumlu bir etkisi olabilir (Albeni ve Demir, 2005).

GSMH, bir ülkede belirli bir dönemde üretilen nihai mal ve hizmetlerin toplam değerini ifade eder ve ekonominin genel durumu hakkında önemli bir makroekonomik gösterge olarak kabul edilir. GSMH'daki artışlar genellikle ekonomik büyüme dönemlerinde hisse senedi fiyatlarının da benzer şekilde yükseldiği gözlemlenmektedir. Ancak, ekonomik tahminler GSMH'ya kıyasla enflasyonun daha hızlı artacağını öngörüyorsa, reel büyümenin düşük olacağı beklentisi ortaya çıkabilir. Bu durumda yatırımcılar, iskonto oranını artırarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine yol açabilir (Albeni ve Demir, 2005

2.4. Döviz Kurundaki Değişmeler

Döviz kurları ve hisse senedi fiyatlarında negatif ilişki mevcuttur. Döviz kurları yükseldiğinde, yerli para biriminin değeri düşer bu durum hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olabilir. Çünkü döviz kurlarındaki artış, hisse senetlerinin reel getirisini azaltabilir. Öte yandan, döviz kurlarının düşmesi, yerli para biriminin değerinin artması anlamına gelir ve bu durumda hisse senedi fiyatlarının yükselmesine yol açabilir (Albeni ve Demir, 2005).

Hisse senedi fiyatları ile döviz kurları arasındaki ilişki hakkında çeşitli bakış açıları mevcuttur. Bazı çalışmalarda bu iki değişken kesiştiği noktada pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilirken, bazı çalışmalar ise negatif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Bu nedenle, mevcut çalışmaların ortak bir sonuca ulaştığını söylemek zordur. Eğer hisse senedi fiyatları

ile döviz kuru arasında negatif bir ilişki varsa, hisse senedi fiyatları arttığında yatırımcılar yerel varlıklara daha fazla ilgi gösterirler. Bu durumda, yerel yatırımcılar daha fazla yerel varlık satın alabilmek için yabancı varlıklarını satarlar. Hem yerli yatırımcıların yabancı varlıkları satması hem de yabancı yatırımcıların yerli varlıklara olan talebi döviz kurlarının düşmesine ve hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olur (Yurttançıkmaz, 2012).

Öte yandan, hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasında pozitif bir ilişki olması, şirketlerin uzun vadeli döviz cinsinden getirilerinin bulunduğu durumlarda önemlidir. İhracat oranı yüksek olan şirketlerin hisse senetleri, döviz kurlarındaki artışlardan genellikle fayda sağlar. Çeşitli analizler, gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi getirileri ile döviz kurları arasında genellikle ters bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Buna karşılık, gelişmiş ülkelerde veya ihracat sektörü güçlü olan ülkelerde, döviz kurları ile hisse senedi fiyatları arasında genellikle olumlu bir ilişki gözlemlenmektedir. (Yurttançıkmaz, 2012).

2.5. Altın Fiyatları

Hisse senetleri dışında, yatırımcılar için önemli bir alternatif yatırım aracı kıymetli madenlerdir, özellikle altın. Geçmişten günümüze paranın temel fonksiyonlarını yerine getiren altın, günümüzde genellikle tasarruf aracı olarak tercih edilmektedir. Finansal piyasaların küreselleşmesi ve yatırım seçeneklerinin çeşitlenmesi, altının popülerliğini biraz azaltmış gibi gözükse de, özellikle az gelişmiş ülkelerde hala önemini korumaktadır. Ayrıca, kriz ve savaş zamanlarında insanlar tarafından güvenli bir sığınak olarak değerlendirilir. (Albeni ve Demir, 2005).

Altın fiyatları ile hisse senetleri fiyatlarını inceleyen çalışmalar, genellikle bu iki yatırım yöntemi arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Hem ABD'de hem de ülkemizde yapılan araştırmalar, altın fiyatlarının hisse senedi fiyatları ile negatif bir ilişki içinde olduğunu ortaya koymuştur (Albeni ve Demir, 2005).

2.6. Faiz Oranları

Faiz oranları, hisse senetleri ve tahviller arasındaki rekabeti belirleyen en önemli faktördür. Tahvil faiz oranları yükseldiğinde, tahvillerin getirisi artar ve tahvil fiyatları düşer. Bu durumda, yatırımcılar tasarruflarını hisse senedi piyasasından tahvil piyasasına kaydırma eğiliminde olur, bu da hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olur. Öte yandan, tahvil faiz

oranları düştüğünde, tahvillerin getirisi azalır ve tahvil fiyatları yükselir. Bu senaryoda, yatırımcılar tahvil piyasasından hisse senedi piyasasına kayarak hisse senedi talebini artırır ve sonuç olarak hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olur. (Albeni ve Demir, 2005).

Uzun vadeli faiz oranlarıyla hisse senedi fiyatları arasındaki temel bağlantı genellikle ters bir ilişki göstermektedir. Düşen faiz oranları genellikle artan hisse senedi fiyatlarını gösterirken, yükselen faiz oranları ise genellikle düşen hisse senedi fiyatlarını haber verir. Çünkü faiz oranlarındaki değişiklikler, yatırımcıların hisse senedi alımlarını etkiler ve bu da hisse senedi fiyatlarını etkiler (Albeni ve Demir, 2005).

Kaldıraç oranı yüksek olan firmalarda, faiz oranlarındaki değişimlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi daha belirgin hale gelebilir. Kaldıraç etkisi arttıkça, faiz oranlarındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalara yol açma potansiyeli de artar. Diğer taraftan, uzun vadeli ve sabit faizli varlıklara sahip olan şirketler, faiz oranlarındaki değişimlere karşı daha hassas olabilir. (Albeni ve Demir, 2005).

2.7. Uluslararası Portföy Yatırımları

1980 senesinden sonra dünya ekonomisinde mal ve hizmet pazarlarında yaşanan serbestleşme ve bütünleşme, uluslararası ilişkilerin ve işlemlerin artmasına yol açmıştır. Bu gelişmeler özellikle finansal piyasalarda belirgin hale gelmiş ve günümüzde de devam etmektedir (Albeni ve Demir, 2005).

Bu finansal liberalizasyon sürecinin, hisse senedi fiyatları üzerindeki tesirini inceleyen çalışmalar yapılmış ve sonuçlar, borsanın yabancı yatırımcılar için hisse senedi fiyatlarında yapısal bir değişime yol açtığını göstermiştir. Bu değişiklikler, uluslararası yatırımcıların piyasaya olan etkisini artırarak hisse senedi fiyatlarında farklı dağılımlara neden olmuştur (Albeni ve Demir, 2005).

2.8. Para Arzındaki Değişimler (Emisyon)

Para arzı, hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Milton Friedman ve Anna J. Schwartz'ın çalışmaları, para arzındaki yükselişin ekonomik faaliyetlerde canlanmaya, azalışın ise daralmaya yol açtığını göstermiştir. Bu bağlamda, para arzındaki değişikliklerin hisse senedi piyasasını etkilediği ve bu etkinin reel ekonomiye önceden yansıdığı belirtilmiştir (Albeni ve Demir, 2005).

Araştırmalar, para emisyonu ile pay senedi fiyatları arasında kuvvetli bir bağlantının bulunduğunu göstermiştir. Para arzının toplu miktarda artması, hisse senedi fiyatlarını ve işlem hacmini yükseltirken, azalması ise düşüşe yol açar. Bu durum, emisyon hacmindeki değişikliklerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini göstermektedir. Para arzındaki artışlar, tasarruf ve yatırım amacıyla elde tutulan paranın borsaya yönelmesine ve böylece hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olabilir (Albeni ve Demir, 2005).

Milton Friedman'ın çalışmaları, hisse senedi fiyatları ile dolaşımdaki para arasındaki ilişkiyi incelemiştir. ABD verilerini kullanarak yaptığı çalışmalarında, reel hisse senedi fiyatları ile dolaşımdaki para arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Benzer şekilde, Japonya'daki veriler de bu negatif ilişkiyi doğrulamıştır (Albeni ve Demir, 2005).

Ayrıca, yapılan araştırmalar para arzının hisse senedi piyasası endekslerine olan etkisini sektörel olarak ele almıştır. Bu çalışmalar, belirli hisse senedi gruplarının reel faiz oranlarındaki değişikliklere aşırı duyarlı olduğunu göstermiştir. Özellikle, dayanıklı mal üreten firmaların hisse senetleri reel faiz oranlarındaki değişikliklere karşı daha duyarlıdır (Albeni ve Demir, 2005).

Sonuç olarak, para arzındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatları üzerinde belirleyici bir etkisi olduğu ve bu etkinin önceden hissedildiği göz önünde bulundurulmalıdır. Bu nedenle, para politikası kararları ve para arzı değişimleri dikkatle takip edilmeli ve hisse senedi yatırımcıları tarafından dikkate alınmalıdır (Albeni ve Demir, 2005).

2.9. Özelleştirme Uygulamaları

Ülkemizde sermaye piyasasının gelişimi için en temel ihtiyaçlardan biri yeterli menkul kıymet arzıdır. Özelleştirme, hisse senetlerinin piyasaya sunulması yoluyla bu eksikliği gidererek sermaye piyasasının canlanmasına katkı sağlayabilir. Sermaye piyasasının gelişimi, ülkedeki tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesinde kritik bir faktördür. Hisse senedi ihracıyla gerçekleştirilen özelleştirme, sermaye piyasasının büyümesine ve tasarrufların yatırıma dönüşmesinin kolaylaşmasına yardımcı olabilir (Albeni ve Demir, 2005).

Sermaye piyasaları, temel olarak hisse senetleri ve tahvillerin alım satımının yapıldığı piyasalardır ve özel tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesini amaçlarlar. Ancak, sermaye piyasalarının en önemli sorunlarından biri olan menkul kıymet arzının yetersizliği, hazine tahvilleri ve bonoları gibi alternatif araçlarla telafi edilmeye çalışılmaktadır. Ancak,

özelleştirme uygulamaları, KİT hisse senetlerinin piyasaya sunulması yoluyla sermaye piyasasının gelişimine büyük katkı sağlayabilir, böylece tasarrufların yatırımlara dönüşmesi daha kolay hale gelir (Albeni ve Demir, 2005).

Tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi, ekonomik büyümeyi teşvik eder ve bu durum, şirketlerin hisse senedi fiyatlarının yükselmesine neden olabilir. Dolayısıyla, sermaye piyasasının gelişimi ve özelleştirme gibi uygulamalar, ekonomik kalkınma ve şirket değerlerinin artışı için önemli birer araç olabilir (Albeni ve Demir, 2005).

3. FİNANSAL KRİZLER

3.1. Finansal Kriz Tanımları

Ekonomik kriz, beklenmeyen ya da tahmin edilemeyen olayların makro düzeyde devletleri, mikro düzeyde ise işletmeleri ciddi şekilde etkilediği bir durumu tanımlar. Bir diğer tanıma göre kriz, hizmet, mal, üretim faktörü veya finans piyasalarındaki fiyat ve/veya miktarlarda meydana gelen ani ve şiddetli değişimlerin kabul edilebilir sınırları aşmasını ifade eder (Turgut, 2007).

Ekonomik kriz terimi, sosyal, ekonomik veya psikolojik bir gelişme sonucunda normal ilişkilerin ciddi şekilde sarsıldığı durumları ifade eder. Bu tür krizler, beklenmedik olayların ortaya çıkmasıyla mevcut çözüm yollarının yetersiz kalmasıyla oluşabilir. Ekonomik kriz ise, bir ülke ekonomisini veya firmaları ciddi şekilde etkileyen aniden ortaya çıkan olayların sonucunda meydana gelen makroekonomik dengesizliklerdir (Delice, 2003).

Ekonomik krizler genellikle gerçek sektör krizleri ve finansal sektör krizleri olmak üzere iki kategoriye ayrılır. Gerçek krizler, üretimde ve istihdamda önemli daralmalarla kendini gösterirken, finansal krizler ekonominin reel kesimini etkileyen finansal piyasa çöküşleridir (Delice, 2003).

3.2. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizlere ilişkin genel yaklaşım, özellikle gelişmekte olan piyasalarda sıkça görülen krizlerin genellikle dört ana kategoriye ayrılabileceğini öne sürer: bankacılık krizleri, döviz krizleri, dış borç krizleri ve sistemik finansal krizler. Bu kriz türleri genellikle birbirini

tekrar eder ve sıklıkla birbirleriyle iç içedir, bu nedenle kesin sınırlarla ayırmak zordur (Delice, 2003).

3.2.1. Para Krizleri

Krizler, finansal yatırımcıların beklediği değişikliklere dayalı spekülatif saldırılara yol açar. Para krizlerine sebep olan etmenler ülkelere göre değişiklik gösterse de, temel ekonomik göstergelerde uzun süreli bozulmalar tüm ekonomilerde kriz riskini artırmaktadır. Bir ekonomide finansal kriz beklentilerini güçlendiren göstergelerin yanı sıra, yaşanan krizin boyutlarını yansıtan ana göstergeler de mevcuttur. Bu göstergeler arasında döviz kurlarındaki büyük dalgalanmalar, gecelik faiz oranındaki ani yükselmeler ve döviz rezervlerindeki önemli azalmalardan bahsedilebilir (Danışoğlu, 2007).

XX. yüzyılın son çeyreğinde, özellikle finansal küreselleşmenin hızla ve kontrolsüz bir şekilde yayıldığı dönemde, birçok ekonomik kriz yaşanmıştır. 1980'lerin başında Washington Uzlaşması ile hız kazanan finansal küreselleşme, özellikle gelişmekte olan ülkelerde ve bazı gelişmiş ülkelerde ekonomik krizlerin sayısını belirgin bir şekilde artırmıştır. Bu dönemdeki krizlerin sıklığı, derinliği ve olumsuz etkileri giderek daha büyük hale gelmiştir. 1980 sonrası finansal krizler tamamen aynı olmasa da, genellikle para krizleriyle ilişkilidir (Yılmaz, Kızıltan ve Kaya, 2005).

Para krizleri, özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde yaygın olarak görülür. Bu krizler, piyasa katılımcılarının yerel para biriminden yabancı para birimine hızla kaymaları sonucunda merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesiyle ortaya çıkar. Spekülatif saldırılar, bir ülkenin para birimine yönelik aşırı talep veya merkez bankasının zorunlu olarak döviz satışları yapmasıyla tetiklenebilir (Delice, 2003).

Para krizlerinin teorik ve ampirik olarak hala çözülememiş konuları bulunmaktadır. Yeni krizler, yeni sorunlar doğurabilir. Bazı ekonomistler, geleneksel ve yeni tip para krizleri arasında ayrım yaparlar. Geleneksel krizler genellikle aşırı harcamalar ve reel değerlenme dönemlerinden sonra gelir ve genellikle devalüasyonlarla sonuçlanır. Yeni tip krizlerde ise finansal piyasalara entegre olan ekonomilerde, yatırımcılar kredi değerliliği endişeleri nedeniyle hızla döviz kurlarına baskı yapabilirler (Delice, 2003).

Para krizlerinin nedenleri arasında spekülatif saldırılar, yerel piyasalarda çöküşler, dış borçlardaki artışlar, aşırı döviz kuru değerlenmeleri ve cari açıklardaki artışlar yer alır. Sabit

kur sistemlerindeki krizler ödemeler dengesi, oynak kur sistemlerindeki krizler, döviz kuru krizi olarak tanımlanır (Delice, 2003).

1990'ların sonlarında, gelişmekte olan ülkelerdeki para krizlerinin çoğunda sermaye hesabı krizleri etkili olmuştur. Sermaye akımlarının ani bir şekilde tersine dönmesi, cari açıklardaki azalmaya ve krize neden olabilir. Uluslararası sermaye akımları, yerel tasarruflarla sınırlı olmaksızın ekonomik büyümeyi destekleyebilir. Ancak, bu akımlar bankacılık sektörünü kırılgan hale getirebilir ve kriz durumunda büyümeyi olumsuz etkileyebilir (Delice, 2003).

3.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizlerini tanımlamak için çeşitli yaklaşımlar mevcuttur. Caprio ve Klingebiel, sistemik bankacılık krizlerini, bankaların sermayelerinin tamamının veya çoğu kısmının kaybedilmesi olarak tanımlamaktadır. Bunun yanı sıra, geniş anlamda bankacılık krizleri olarak kabul ettikleri durumlar arasında, devlet müdahalesiyle bankalara el konulması, bankaların birleşmeye veya kapanmaya zorlanması ve mevduatlarda aşırı çekilişlerin yaşanması gibi olumsuz etkiler de yer almaktadır (Altıntaş, 2004).

Bankacılık krizleri, ticari bankaların likidite sıkıntısı yaşayarak borçlarını vadesinde ödeyememesi veya mevduat sahiplerinin ani bir şekilde mevduatlarını çekmeleri sonucunda ortaya çıkar. Bu durum, bankaların iflas etmesine yol açabilir. Bankacılık krizleri genellikle bankaların yükümlülüklerin ertelemeleri veya hükümetin finansal destek sağlaması ile önlenebilir (Delice, 2003).

Bankacılık krizleri, genellikle para krizlerine kıyasla daha uzun süreli olup ekonomik faaliyetler üzerinde daha belirgin etkiler yaratır. 1950'ler ve 1960'lar boyunca, sermaye hareketleri üzerindeki kontroller ve diğer finansal kısıtlamalar nedeniyle bankacılık krizleri yaygın değildi. Ancak, 1970'lerden sonra bu tür krizler daha sık görülmeye başlamıştır. 1970'lerden 1990'lara kadar olan dönemde, bankacılık krizlerinin sayısının arttığı ve para krizlerinden daha fazla olduğu gözlemlenmiştir (Delice, 2003).

Bankacılık krizlerinin nedenleri genellikle geniş bir alana yayılmaktadır. Makroekonomik bozukluklar, mikroekonomik aksaklıklar ve bölgesel krizler gibi belirtiler bankacılık krizlerine işaret edebilir. Bu krizlerde, mevduat sahipleri, kredi verenler ve banka hissedarları arasında güven kaybı yaşanabilir. Tek bir bankanın iflası genellikle tüm

bankacılık sistemi üzerinde olumsuz etkilere yol açabilir ve sistemik bir krize dönüşme potansiyeli taşır (Delice, 2003).

3.2.3. Dış Borç Krizleri

1980'lerdeki uluslararası borç krizleri sırasında, borçlu ülkelerin etkili bir borç yönetimi stratejisi uygulayamamaları ve temel borç yönetim yöntemlerinden dahi habersiz olmaları, borç birikiminin hızlanmasına neden olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ'ler) dış borç yönetimindeki eksiklikler, bu krizden çıkarılan en önemli derslerden biri haline gelmiş ve bu durum, söz konusu ülkelerde dış borç yönetiminin iyileştirilmesi için bir zemin oluşturmuştur (Nart, 2015).

Borç krizleri, bir ülkenin kamu ve/veya özel sektörüne ait dış borçlarını ödeyememesi durumunu tanımlar. Genellikle hükümetlerin dış borçlarını yenilemekte veya yeni kredi temin etmekte zorlanmaları sonucu ortaya çıkar. Bu durumda, dış borçlar çoğunlukla yeni ödeme planlarına bağlanır ya da borç yükümlülükleri ertelenir (Delice, 2003).

Bir borç krizi ortaya çıktığında, borç verenler genellikle borçların geri ödenmeme olasılığını düşünerek yeni kredi vermekten kaçınırlar ve mevcut kredilerin geri ödenmesini talep ederler. Bu durum, borçlunun borçlarını ödeyememesi veya borç verenlerin geri ödeme güvencesi eksikliği nedeniyle ortaya çıkar. Borç krizleri, hem özel sektör hem de kamu borçlarından kaynaklanabilir (Delice, 2003).

Kamu sektörünün geri ödeme sorumluluklarını yerine getirememe riskinin algılanması, özel sermaye girişlerinde keskin bir düşüşe ve para krizlerine yol açabilir. Bu durumda, ülkenin dış borçlarını ödeyememe durumu, ekonomik istikrarı tehdit eder ve finansal piyasalarda ciddi dalgalanmalara neden olabilir (Delice, 2003).

3.2.4. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik kriz, finansal sistemin temel işlevlerini, örneğin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeleri kesintiye uğratan ciddi bir şok olarak tanımlanır. Sistemik banka krizi ise, birden fazla bankanın mali piyasalarda iflas etmesi ve bu iflasların tüm finansal sistemi olumsuz etkilemesi durumu olarak ortaya çıkar (Ural, 2003).

Finansal piyasaların önemli ölçüde bozulmasına yol açan krizler, ekonomik, politik ve sosyal yaşamın dinamiklerinden ve değişkenliklerinden kaynaklanır. Sabit bir döviz kuru

veya konvertibilite taahhüdü, merkez bankasının nihai kredi sağlayıcısı olma kapasitesini sınırlayarak ödemeler dengesi sorunlarına yol açabilir. Bu durum, ticari açıkların artmasına neden olurken, aynı zamanda para birimine yönelik spekülatif saldırılar, döviz rezervlerinin azalması ve döviz kurlarında düşüş yaşanmasına yol açabilir. Beklentiler, döviz kurlarını etkilediği için para birimlerindeki değer değişiklikleri büyük ve ani olabilmektedir. (Delice, 2003).

Para biriminin değerindeki ani düşüşün ilk belirgin sonucu, yabancı para cinsinden borçların artış göstermesidir. Spekülatif bir saldırı başladığında ve para birimi değer kaybettiğinde, yeni gelişmekte olan piyasalarda borçlanma sisteminin yapısı ile ulusal paranın devalüasyonu arasında bir etkileşim ortaya çıkabilir. Bu durum, ekonomiyi sistemik bir finansal krize sürükleme riski taşımaktadır. (Delice, 2003).

Finansal krizler genellikle birden fazla aşamada meydana gelir. İlk aşamada, finansal ve finansal olmayan bilançolarda bir bozulma yaşanır ve bu durumu ikinci aşamada bir para krizi izler. Üçüncü aşama, para krizinin sonucunda finansal ve finansal olmayan bilançoların daha fazla bozulmasıyla gerçekleşir. Bu aşama, ekonomiye yıkıcı etkiler doğurarak tam anlamıyla bir finansal krizin başlamasına yol açar. (Delice, 2003).

Finansal krizlerin temel nedenleri, ekonomik istikrar ve düşük enflasyona katkı sağlama konusunda güvenilir bulunmayan para ve maliye politikalarında yatmaktadır. Bu tür dengesizlikler, sistemik krizlerin tetikleyicisi olabilir ve bu krizlerin yeniden ortaya çıkması veya derinleşmesi, kurumsal ve düzenleyici faktörlerden etkilenir. Bu faktörler arasında asimetrik yapılar, katı uygulamalar, kısmi rezerv bankacılığının dışsal etkileri, yetersiz muhasebe ve denetim standartları, ihtiyatlı düzenlemelerin zayıf bir şekilde uygulanması ve sorunlu bankalara zamanında müdahale yapılmaması sayılabilir. (Delice, 2003).

Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizler, genellikle mali aşırılıklar, yanlış döviz kuru politikaları, uluslararası finansal şoklar, uygun ön koşullar sağlanmadan gerçekleştirilen erken finansal liberalizasyon uygulamaları ve yerel bankacılık sektöründeki zayıflıklar nedeniyle meydana gelir. Bu tür sorunlar, çoğunlukla para ve döviz kuru krizlerine, ödemeler dengesi problemlerine ve hatta dış borç krizlerine yol açabilir (Delice, 2003).

3.3. Finansal Kriz Modelleri

Reel ve finansal krizlerin açıklanması için geliştirilen teorik modellerin sayısı oldukça fazladır. Ancak, bu modellerin her biri tüm kriz türleri için açıklayıcı olmayabilir. Çünkü krizler arasında ortak noktalar olmasına rağmen, hiçbiri diğerinin tam bir kopyası değildir. Her biri, farklı kriz noktalarına odaklanan bu modelleri beş ana başlık altında toplamak mümkündür (Delice, 2003).

1. Geleneksel Teoriler: Bu modeller, finansal krizlerin genellikle spekülatif ataklar sonucu ortaya çıktığını öne sürer. Krizlerin temel nedeni olarak genellikle döviz kurlarında ani değişimler ve sermaye çıkışları gösterilir (Delice, 2003).

2. Yenilikçi Yaklaşımlar: İkinci nesil modeller, finansal piyasalardaki karmaşıklığı ve yapısal değişiklikleri ele alır. Bu modeller, krizlerin finansal sistemin içsel dinamikleri ve piyasa katılımcılarının davranışlarıyla ilişkilendirilmesine odaklanır (Delice, 2003).

3. Yayılma ve Bulaşma Modelleri: Bu modeller, finansal krizlerin bir ülkeden diğerine yayılma sürecini inceler. Krizlerin küresel finansal entegrasyon ve piyasa bağlantıları aracılığıyla nasıl bulaştığını açıklamaya çalışır (Delice, 2003).

4. Dışsal Faktörlere Odaklanan Modeller: Bu modeller, krizlerin dışsal faktörlerden etkilendiğini vurgular. Uluslararası ticaret ilişkileri, küresel ekonomik dengesizlikler ve diğer ülkelerin politikalarının krizlerin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynadığını öne sürer (Delice, 2003).

5. Çeşitli Yaklaşımlar: Diğer modeller, birden fazla faktörün etkileşimini ele alır ve krizlerin karmaşıklığını göz önünde bulundurur. Bu modeller genellikle çoklu perspektifler sunar ve krizlerin farklı boyutlarını anlamaya çalışır (Delice, 2003).

Krugman tarafından ilk kez öne sürülen (1979) ve ardından Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen birinci nesil modeller, finansal krizleri tetikleyen makroekonomik faktörlerin ciddiyetini öne çıkarır ve bu krizleri makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğuna bağlar. Bu modellerde, ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler ve döviz kuru sabitleme politikaları arasındaki uyumsuzluk, krizlerin kaynağı olarak görülür (Delice, 2003).

Krugman'ın öngördüğü sürdürülemez sabit döviz kuru modeli, finansal ve özellikle para krizlerini anlamada önemli bir adımdır. Bu model, daha sonra farklı yönlere evrilecek şekilde geliştirilmiş ve eleştirilere maruz kalmıştır. Özellikle "ikinci nesil kriz modelleri"

olarak adlandırılanlar, makroekonomik politika problemlerine odaklanır. 1992-93 Avrupa Para Krizi'nden sonra öne çıkan bu modellerde, para krizlerini tetikleyen temel olgunun, makroekonomik politikalardaki sürdürülebilirlik beklentilerindeki ani değişiklikler olduğu kabul edilir (Delice, 2003).

1994/95 ve 1997'deki krizlerin açıklanmasında yaşanan zorluklar, "üçüncü nesil modeller" olarak bilinen Yayılma/Bulaşma Etkisi Modelleri'nin gelişimine yol açmıştır. Bu modellerde, finansal piyasaların küresel entegrasyonuyla birlikte, herhangi bir ülkedeki istikrarsızlığın veya krizin başka bir yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krize yol açabileceği öne sürülür. Hükümetlerin ahlaki tehlike oluşturan politikaları, krizlerin temel nedeni olarak ele alınır (Delice, 2003).

Dışsal faktörlere değinen modellerde ise, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki krizlerde dışsal faktörlerin belirleyici olduğu kabul edilir. Sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik gelişmelerin, gelişmekte olan ülkelerde krizleri tetiklediği düşünülür. Özellikle Asya'daki 1997-98 krizinin ardından, banka ve finans sektöründeki mikroekonomik bozuklukların krizlerin temel nedeni olduğu birçok model geliştirilmiştir (Delice, 2003).

3.4. Gelişmiş Piyasalarda Finansal Krizler

3.4.1. 1997 Güneydoğu Asya Krizi

1997 Asya krizi, ekonomideki bazı makroekonomik bozukluklar ve yanlış uygulanan politikaların sonucunda meydana gelmiştir. Krizi tetikleyen en önemli faktörlerden biri, Asya ülkelerine yabancı sermaye girişinin büyük olmasıdır. Yüksek büyüme oranları, düşük enflasyon, güçlü bütçe performansı, sabit döviz kuru politikaları ve yabancı sermayeyi çekmek amacıyla uygulanan teşvikler gibi faktörler, Asya ülkelerinde aşırı yabancı sermaye birikimine neden olmuştur. Ancak, bu sermayenin ani çıkışı kriz döneminde ekonomiyi daha da kötüleştirmiştir (Engin, 2013).

Güneydoğu Asya krizi, esas olarak makroekonomik dengesizliklerden ziyade, finansal sistemdeki zayıflıklar ve yönetim hatalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Krizle ilgili ilk önemli nokta, bu derecede büyük bir krizin önceden tahmin edilememiş olmasıdır. Bazı ekonomistler, Asya'nın ekonomik mucizeleri hakkında aşırı iyimser değerlendirmeler yapmış ve bölgenin büyüme sürecinin sona yaklaştığını öne sürmüştür; Tayland'daki krizin patlak

vermesinden bir veya iki yıl önce uyarılar yapılmıştır. Ayrıca, Güneydoğu Asya ülkelerinin cari açıklarının 1994'te Latin Amerika'nın cari açıklarından daha yüksek olduğu ve bu durumun, Asya ekonomilerinin finansal krizlerden kaçınmak için yeterli mekanizmalar bulamadığını gösterdiği belirtilmiştir. Bununla birlikte, kötümser bir bakış açısına sahip olanlar, basit bir döviz krizinin ekonomik durgunluğa yol açacağını ve büyümede uzun süreli bir yavaşlama ortaya çıkaracağını öngörmüşlerdir (Öztürk, 2003).

Kriz öncesi yıllarda, Malezya, Endonezya, Güney Kore, Filipinler ve Tayland gibi ülkeler, büyük bir sermaye akışına tanık olmuşlardır. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin düzensizliği, finansal serbestleşmenin istikrarsızlığı artırdığına işaret etmektedir (Engin, 2013).

3.4.2. 1997 Japonya Krizi

1997 yılında Japonya ve Güney Kore'yi etkileyen Asya krizi, aşırı yerel yatırımların neden olduğu borç ile öz sermaye oranındaki büyük artışlar sonucunda ortaya çıkmıştır. Güneydoğu Asya'daki ekonomik büyümenin sürdürüleceğine dair iyimser beklentiler, şirketlerin yüksek borç yükleriyle faaliyet göstermelerine ve bankaların varlıklarına dayalı olarak yükümlülüklerini artırmalarına yol açmıştır. Krizin nedenlerine ilişkin bulgular, son dönemlerde yaşanan küresel ekonomik kriz ile varlık fiyatlarında görülen ani yükselişlerin, 1997'deki Japonya krizine benzer özellikler taşıdığını göstermektedir. Bu bağlamda, kriz öncesinde Japonya'nın altı büyük şehrindeki varlık fiyat endeksi %207 oranında artmış ve krizle birlikte hızlı bir düşüş yaşamıştır. (Karaca, 2014).

Japonya, İkinci Dünya Savaşı sonrasında hızlıca kalkınma sürecine girmiş ve dünyanın ikinci ekonomisi haline gelmiştir. Ancak, 1980'lerin ikinci yarısından itibaren "balon ekonomisi" olarak adlandırılan yapay bir büyüme dönemi başlamıştır. Bu dönemde, varlık fiyatları, para arzı ve kredi hacmi önemli ölçüde artmıştır. Ancak, 1990'ların başından itibaren uzun bir durgunluk dönemine girmiştir (Engin, 2013).

Ekonomik büyümedeki yavaşlama, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarında düşüşe neden olmuş ve bankalar ile diğer mali kurumların mali durumlarını zayıflatmıştır. Jusen şirketlerinin ipotek borçları konusundaki endişeler, 1992'de artmıştır (Engin, 2013).

Finansal kriz, Ekim 1997'de patlak vermiştir. Yetkililer, ilk etapta batı Japonya'daki sıkıntılı bankalara yönelik müdahalelerde bulunmak için çeşitli tedbirler geliştirmiştir. Büyük

mali kurumlar olan bankalar, Ekim 1997'de iflas etmeye başlamıştır. Bu iflas haberleri, mali piyasalarda büyük bir psikolojik etki yaratmıştır. Diğer bankaların da iflas edeceği spekülasyonları, mevduat sahiplerinin paralarını çekmek için uzun kuyruklara yol açmıştır. Aynı dönemde, Temmuz 1997'de Tayland'da başlayan Asya mali krizi, Kore'ye sıçramıştır. Japonya'nın finansal sistemi, bu dönemde daha da kırılgan hale gelmiştir. Bu süreçte, kamu kaynaklarının kullanımı tekrar gündeme gelmiştir (Engin, 2013).

3.4.3. Rusya Krizi

Rusya krizinin iki ana nedeni bulunmaktadır. Birincisi, 1997 yılında oluşan Asya krizi sırasında petrol fiyatlarının düşmesidir. Petrol, Rusya'nın en önemli ihracat kalemi olduğundan, bu düşüş cari açık sorununu tetiklemiştir. İkincisi, Rusya'yı krize sürükleyen diğer bir faktör yüksek borçluluk seviyesidir. O yıllarda Rusya'nın kredi notunun yüksek olması, hükümetin daha çok kısa vadeli borç almasını sağlamış ve bu yüksek borçlar da krizin önemli nedenleri arasında yer almıştır (Oktar ve Yüksel, 2015).

Ancak, 1997'de Güneydoğu Asya krizinin etkisiyle petrol fiyatlarının düşmesi Rusya'yı olumsuz etkilemiş ve ekonomide ciddi bir krize yol açmıştır. Hükümetin vergi gelirlerini artırma girişimleri, şirketlerin kayıt dışı faaliyetlerine ve yatırımcıların paniklemesine neden olmuştur. Petrol fiyatlarındaki düşüşle ihracatı azalan Rusya ekonomisi, cari açıkla karşı karşıya kalmıştır. Faiz oranlarının yükselmesi ve döviz rezervlerinin azalmasıyla rublenin değeri düşmüş ve kriz patlak vermiştir (Engin, 2013).

3.4.4. Meksika Krizi

Meksika'nın para politikasının temel bileşeni, döviz kurlarını nominal çıpa olarak kullanmak olmuştur. Reformların ilk aşamalarında para birimi dolara sabitlenmiş, ardından önceden belirlenen günlük değer kayıplarına göre ayarlamalar yapılmıştır. 1991 yılında ise döviz kurlarının geniş bir bant içinde dalgalanmasına izin verilmiştir (Karadağ, 2019).

Meksika, 1970'lerden itibaren 1976, 1982 ve 1994 yıllarında üç önemli ekonomik kriz yaşamıştır. NAFTA'ya katılmalarıyla birlikte, 1980'lerin ortalarından itibaren Meksika ekonomisinde köklü değişiklikler yapılmış ve bu süreçte istikrarlı bir büyüme sağlama hedeflenmiştir. Ancak, 1994 yılında sabit döviz kuru sisteminin sürdürülmesine dair alınan

karar, Meksika pezosunun aşırı değerlenmesine neden olmuş ve bu durum ekonomik dengeyi sarsmıştır. (Engin, 2013).

1990'larda finansal serbestleşme ve yüksek sermaye girişleriyle beraber oluşan kırılganlıklara ek olarak, 1994 yılında ekonomide iç ve dış şoklar yaşanmış, döviz kuru baskısı altında Aralık 1994'te bir ödemeler dengesi krizi ve finansal kriz patlak vermiştir (Engin, 2013).

Krizle birlikte döviz kuru nominal olarak %100'ün üstünde değer kaybetmiş, ekonomik faaliyetler bozulmuş ve üretimde ciddi bir azalma yaşanmıştır. Meksika hükümeti dalgalı kur rejimini devam edilebilir tek rejim olarak görmüş ve uygulamaya geçirmiştir (Engin, 2013).

Faiz oranlarının serbest bırakılması ve kamu bankalarının özelleştirilmesi gibi tedbirler, uzun süredir düşük büyüme ve yüksek enflasyon yaşayan Meksika ekonomisinin canlanmasına katkı sağlamıştır. 1989-1994 döneminde, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) yıllık ortalama %4 oranında bir büyüme göstermiş ve 1993 yılında enflasyon oranı %10'un altına gerilemiştir. Bu istikrarlı büyüme, Meksika'nın daha önce hiç görmediği düzeyde yabancı sermaye çekimini beraberinde getirmiştir. Ancak, özel sektöre yönelik kredilerin hızla artışı ve bankacılık sistemindeki düzenlemelerin yetersizliği, ekonomiye duyulan güveni olumsuz yönde etkilemiştir. (Engin, 2013).

Bankaların kredi portföylerindeki bozulma, 1995 yılından sonra banka kredilerinin artış hızının önemli ölçüde düşmesine neden olmuştur. Meksika hükümetinin 20 Aralık 1994'te döviz kuru bandını genişletme kararı, pezonun beklenenden daha hızlı değer kaybetmesine ve uluslararası rezervlerin hızla erimesine yol açmıştır. Bu durum, faiz oranlarının aşırı bir şekilde yükselmesine ve bankaların kredi portföylerindeki sorunların derinleşmesine neden olmuştur. Panik içindeki uluslararası yatırımcılar, yatırımlarını hızla geri çekmiş ve bu durum krizin etkilerini daha da şiddetlendirmiştir. (Engin, 2013).

Meksika'daki kriz, bölgedeki genel güvensizlik ortamı nedeniyle diğer Latin Amerika ülkelerine de yayılmış ve bu ülkelerin borsa endekslerinde önemli kayıplara yol açmıştır. Kriz, diğer gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiş ve Uluslararası Finans Şirketi'nin bileşik endeksi, 1995'in ilk çeyreğinde %15 oranında bir değer kaybı yaşamıştır. Bu süreçte, Meksika'dan yaklaşık 3.4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkışı olmuş ve Merkez Bankası'nın rezervleri önemli bir şekilde azalmıştır (Engin, 2013).

3.4.5. Brezilya Krizi

Asya krizinden sonra Brezilya da ciddi ekonomik zorluklarla karşı karşıya kaldı. 1994'te uygulamaya konan Real Planı, Brezilya'nın para birimi Real'in dolar karşısında kademeli olarak devalüe edilmesini öngörüyor ve ülke bu sayesinde başarılı bir büyüme sergiliyordu. Ancak, Asya krizinden sonra Brezilya'nın Brady tahvilleri ve borsa endeksi önemli bir düşüş yaşadı. Bu dönemde, uluslararası yatırımcıların Brezilya'ya yatırımları artarken, cari işlemler açığı sürekli genişledi; 1994 yılında GSYİH'nın %0,3'ünden 1997'de %4,2'ye yükseldi. Güneydoğu Asya krizinin etkisiyle, yatırımcıların Brezilya'ya bakış açıları daha temkinli bir hale geldi. Yatırımcılar, Real Planı'nın sürdürülebilirliği ve cari işlemler açığının yönetilebilirliği konusunda şüpheler taşımaya başladılar. Ekonomistler ise Real'in dolar karşısında aşırı değerli olduğunu vurguladılar. (Turan, 2011).

1980'lerin sonu ve 1990'ların ilk yıllarında bir dizi bankacılık ve döviz kriziyle sarsılan Brezilya ekonomisi, 1994 Meksika krizi sonrası toparlanmaya başladı. 1997 yılında dünya genelinde Asya krizinin etkileri hissedilirken, Brezilya ekonomisi güzel bir dönem geçiriyordu. Ancak, diğer krizlerde olduğu gibi, bu parlak ekonomik performans cari denge açığı sorununu ortaya çıkarıyordu. Bu cari denge sorunu, ülkeye hızla giren yabancı sermaye sayesinde finanse edilebiliyordu (Engin, 2013).

Brezilya'daki krizin başlıca sebeplerinden biri sabit kur politikasıydı; ancak kamu kesiminin rolü de göz ardı edilmemelidir. 1995-1998 yıllarında mali dengenin bozulmasının temel sebebi borç faizi ödemelerinden ziyade, kamu açıklarının artışıydı. 1990'da başlayan Collor Planı çerçevesinde, Brezilya kamu sektörü 1991-1994 yılları arasında GSYİH'nin %2,9'u kadar fazla verirken, 1995-1998 Real Planı döneminde ciddi bir bozulma yaşanmış ve ortalama %0,2 açık vermişti. 1998 sonlarında bu zayıf mali yapı içinde krize girildi. Ocak 1999'da gerçekleşen hızlı devalüasyonun ardından, IMF ile yapılan anlaşma önemli reformların hayata geçirilmesini sağladı ve Brezilya kamu sektörü 1999-2002 yılları arasında %3,5'lik bir fazla verdi (Turan, 2011).

Brezilya, 1999 krizinden sonra Dalgalı döviz kuru rejimi ve enflasyon hedeflemesi sistemine geçilmiştir. Ancak, 2002 yılında real tekrar şiddetli bir devalüasyona maruz kaldı (Engin, 2013).

3.4.6. 2001 Arjantin Krizi

Arjantin ekonomisi, 1920'lerde kişi başına düşen milli gelir açısından dünya genelinde ilk 10 ülke arasında iken, sonraki 60 yıl boyunca sürekli bir düşüş göstermiştir. 1940'larda uygulanan politikalar, büyük kamu açıklarına, yükselen enflasyona ve ekonomik durgunluğa neden oldu. İkinci Dünya Savaşı sonrasında Arjantin, sürekli bir enflasyon sorunu ile karşı karşıya kalmıştır. (Engin, 2013).

1970'lerin ortalarında ise, ülkenin uzun dönem büyümesinde belirgin bir düşüş yaşandı ve 1980'lerin ikinci yarısında devam eden bir durgunluk dönemine girildi. 1970-1989 döneminde tasarruf ve yatırım oranlarında önemli bir düşüş yaşandı (Engin, 2013).

1990-1997 yılları arasında Arjantin iyi bir büyüme performansı gösterdi. Bu dönemdeki olumlu eğilimi bozan tek olay, 1995 yılında yaşanan ve Arjantin'de de kısa süreli fakat güçlü bir şekilde etkisini gösteren Meksika kriziydi. 1998 yılında Rusya krizinin etkisiyle bölgesel yavaşlama yaşandı ve 1999 yılında büyük ölçüde Rusya krizine bağlı sermaye çıkışları Arjantin'i resesyona sürükledi (Engin, 2013).

Brezilya krizinin etkisiyle Arjantin, 2001 yılında büyük sermaye çıkışlarına tanık oldu. 2000 yılında uluslararası sermaye piyasalarına erişimini önemli ölçüde yitiren Arjantin, 2001 yılında büyük bir sermaye çıkışıyla karşı karşıya kaldı ve bu durum mevduat çekimlerinin bankacılık sisteminin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmasına neden oldu. Aralık 2001'de mevduatlar kısmen donduruldu ve Arjantin IMF'ye olan borçlarını ödeyemez hale geldi (Engin, 2013).

Ocak 2002'de Arjantin, konvertibilite rejimini resmi olarak sona erdirdi. Bu durum Pezo'nun bir değer kaybına yol açtı ve bankacılık sistemi krize girdi. 1998 ile 2002 arasında ekonomi %20 oranında küçüldü ve bu daralma ülke üzerinde büyük ekonomik ve sosyal zararlara neden oldu. Arjantin krizinin temel sebepleri, aşırı değerli döviz kuru ve yüksek dış borç olarak belirtilmektedir. Aşırı değerli kur, dış ticaret dengesini olumsuz etkileyerek, ülkenin dış borçlarını ödeyebilmek için daha fazla borçlanmasına yol açtı. 2002 yılı sonunda Arjantin'in dış borcu, GSYİH'nın %50'sine kadar yükseldi (Engin, 2013).

3.4.7. 2008 Küresel Ekonomik Krizi

2008 Eylül'ünde patlak veren ve tüm dünyayı etkileyen ABD kaynaklı küresel kriz, ilk olarak konut piyasasında kendini gösterdi. Mortgage piyasasında başlayan bu kriz, hızla büyüyerek türevli finansal araçlar yoluyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan pek çok ülkenin ekonomisini sarstı (Özdemir, 2008).

2008 krizi, farklı açılardan incelendiğinde birçok etkenin bir araya gelmesiyle meydana gelmiştir. Bu tartışmalardan biri, ABD Merkez Bankası (FED) Başkanı Alan Greenspan'in izlediği politikaların krize katkı sağladığıdır. Özellikle 1991'den bu yana ABD'de düşük faiz oranlarının uzun süre devam etmesi, bol miktarda sermayenin ekonomiye girmesini sağlamış ve tüketim harcamalarını artırmıştır. Bankalar, artan konut fiyatlarıyla birlikte ipotekli konut kredilerinde artışı desteklemek adına riskli olup olmadıklarına bakmaksızın büyük miktarda kredi vermeye başlamıştır. Konut piyasasında karlı bir yatırım alanı olarak görülen bu durum, türev ürünlerin çıkarılmasıyla daha da desteklenmiş ve konut fiyatlarının normalin çok üzerine çıkmasıyla bir balon etkisi oluşmuştur. Ancak, 2004 yılında FED'in enflasyonla mücadele kapsamında faizleri artırmasıyla, düşük gelir gruplarına sağlanan "subprime mortgage" kredilerinde ödeme güçlüğü baş göstermiştir. Konut fiyatlarının düşmesiyle birlikte ipotekli konut kredileri riskli hale gelmiş ve bu durum, kredi veren ve bu kredileri fonlayan bankaları zor duruma sokmuştur (Engin ve Göllüce, 2016).

2008 krizi, temel olarak finansal kaynaklı bir krizdir. ABD'de bankaların yanlış kredi uygulamaları ve konut piyasasındaki sorunlar, krizin köklerini oluşturmuştur. Kriz, 2007 yılı Ağustos ayında "subprime mortgage" kredilerinin tetiklemesiyle başlayıp kısa sürede tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Bu kredilerin, ödeme gücü olup olmamasına bakılmaksızın dağıtılmasıyla birlikte ABD'deki ipotekli konut kredileri 1,5 trilyon doları aşmıştır. Ayrıca, türev ürünlerin (hisse senedi benzeri menkul değerler) hızla el değiştirmesiyle, bu ürünlerin piyasası kontrolsüz bir şekilde büyümüştür. Bu durum, derecelendirme kuruluşlarının yetersiz değerlendirmeleri ve mali denetim eksikliğiyle birleşince kriz daha da derinleşmiştir (Engin ve Göllüce, 2016).

3.5. Türkiye Finansal Krizleri

Finansal krizlerin arkasında yatan nedenler arasında yanlış uygulanan makroekonomik politikalar, zayıf finansal yapılar, döviz sistemi ve kur belirleme hataları, dışsal makroekonomik faktörler ve denetim ile düzenleme eksiklikleri bulunmaktadır. Ayrıca, sistemin belli kısımlarını etkileyen olaylar ve bilgiler, ekonomik birimlerin mevcut durumlarını yeniden gözden geçirmelerine yol açabilir. Bu faktörlerden kaynaklanan finansal krizler, ekonomik faaliyetler üzerinde farklı sonuçlar doğurur ve bu sonuçlar genellikle iki ana kategori altında ele alınır: makroekonomik etkiler ve bankacılık sektörüne olan etkiler. Bu etkiler, temel ekonomik göstergeler açısından önemli sonuçlar yaratabilir (Ural, 2003).

Türkiye, 1978-1980 borç krizi sonrasında ithal ikameci modeli terk ederek içe dönük ekonomik yapısını sona erdirdi. 1980-1983 yılları arasında askeri yönetim döneminde ekonomik istikrar ve serbest ticaretin teşvik edilmesine odaklanıldı. Ulusal paranın devalüe edilmesi ve ihracatı destekleyen politikalar, ihracatta önemli bir artış sağladı. Ücretlerin baskı altında tutulması ve düşük yurtiçi talep ile birlikte ihracat artışı elde edildi. 1983 yılı itibarıyla ithalatın kademeli olarak serbestleştirilmesi süreci başladı ve 1989 yılında enflasyonla mücadele programı çerçevesinde tarifeler düşürüldü. 1990 yılında fiyat ve miktar kısıtlamaları neredeyse tamamen kaldırıldı. Vatandaşlara döviz tevdiat hesabı açma izni verilirken, 1988'den 1989'a kadar sermaye hesaplarının liberalleştirilmesi tamamlandı ve yabancı para girişine serbestlik tanındı. 1989-1990 yılları arasında bir yıllık süre zarfında ülkeye giren döviz nedeniyle Türk Lirası'nın değer artışı %20'nin altında kalmadı (Engin, 2013).

Türkiye, dünya genelinde yaşanan krizlerden etkilenmiştir. Özellikle 2000 ve 2001 yıllarında yurt dışında meydana gelen ekonomik sorunların etkisi oldukça büyük olmuştur. Yıllık yaklaşık 2 milyar dolar değerinde kayıtlı ihracat ve 5 milyar dolara yakın bavul ticareti gerçekleştirilen Rusya Federasyonu, Türkiye için önemli bir ihracat pazarıdır. Yıllık 1.5 milyar dolarlık turizm ve müteşebbis gelirleri göz önüne alındığında, Türkiye'nin Rusya Federasyonu'ndan elde ettiği döviz gelirleri 8-10 milyar dolar aralığına ulaşmaktadır. Bu nedenle, Rusya Federasyonu'ndaki ekonomik kriz, Türkiye'nin döviz gelirlerini ciddi şekilde etkilemiştir. Ayrıca, rublenin değer kaybetmesi, Türkiye'nin bu ülkeden yaptığı ithalatın maliyetinin bir miktar düşmesine ve ihracatının rekabet gücünün artmasına yol açmıştır (Engin, 2013).

Asya krizinin etkileri oldukça yoğun bir şekilde hissedildi. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bu etkiler belirginleşti ve Türkiye, bazı ürünlerde yoğun rekabetle baş etmek zorunda kaldı. Bununla birlikte, krizin olumlu yanları arasında ucuz ithal girdi temin etme imkanlarının doğması ve Türkiye'nin bölgeden kaçan yabancı sermayeyi çekme potansiyeline sahip alternatif bir ülke haline gelmesi bulunmaktaydı (Engin, 2013).

3.5.1. 1994 Krizi

1980'li yıllardan itibaren Türkiye'de uygulanan finansal liberalleşme politikaları, yabancı sermaye girişlerinde belirgin bir artış sağladı. Bu dönemde, finansal piyasaları etkileyen kısıtlayıcı ve yönlendirici düzenlemeler aşamalı olarak kaldırıldı. 1984'te döviz mevduatlarına yönelik yasal kısıtlamalar sona erdirildi, 1987'de açık piyasa işlemleri başlatıldı ve 1988'de İnterbank kuruldu. Ayrıca, ticaretin serbestleştirilmesiyle birlikte miktar kısıtlamaları ortadan kaldırıldı ve 1989'da sermaye liberalizasyonu gerçekleştirildi. Ancak, finansal serbestleşmenin bütçe ve ödemeler dengesi açıklarının yüksek olduğu ve enflasyonist bir ortamda uygulanması, birçok olumsuz etkiye yol açtı. Bu durum, finansal serbestleşmenin uygun zamanlama ve iktisat politikalarıyla uyumlu olması gerektiğini ortaya koydu (Toprak, 2010).

Türkiye'de iç ve dış finansal liberalizasyon süreci çerçevesinde, 1984 yılında döviz mevduatına yönelik yasal engeller kaldırılmış, 1988'de interbank piyasası oluşturulmuş ve 1987'de açık piyasa işlemlerine başlanmıştır. Bu tür serbestleşme adımları sonucunda kamu sektörünün borçlanma ihtiyacı artmış, bu da faiz yükünün yükselmesine ve bütçe açıklarının büyümesine neden olmuştur. 1994 krizinin temel nedenleri arasında ise 1991-1993 döneminde açık veren kamu bütçesinin finansmanı için gerekli tahvil ve bono satışlarının yapılamaması yer alıyordu. Hükümetin düşük faiz oranları belirlemesi, gerekli finansmanın sağlanmasını zorlaştırmıştır. Ayrıca, kamu kağıtlarına sahip olanların elde ettikleri kazançlar üzerinden vergi alınması da finansmanı olumsuz etkilemiştir. Tahvil ve bonodan yeterli finansman sağlanamaması sonucunda bütçe açıklarının finansmanı için Merkez Bankası'ndan yüksek miktarlarda ve kısa süreli avans alınmıştır. Piyasada Hazine ihalelerinin iptal edilmesi, yüksek bir likidite yaratmış ve bu likiditenin döviz talebine yönelmesi, döviz kurlarında hızlı bir artışa sebep olmuştur. Hükümet, faiz oranlarının yüksekliğini gerekçe göstererek Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yapmasını engellemiş ve bu durum likidite fazlasının piyasadan çekilmesini zorlaştırmıştır. Merkez Bankası, artan döviz talebini kontrol etmek için elinde yalnızca döviz satışı aracı kalmıştır. Ancak döviz talebinin azalmaması üzerine 26

Ocak 1994 tarihinde %13,6 oranında bir devalüasyon gerçekleştirilmiştir. Kriz döneminde, dönemin Başbakanı'nın talimatıyla kamu bankaları bile döviz satışı yapmak zorunda kalmıştır. Sonuç olarak, 1994 krizi, uluslararası sıcak paranın etkisiyle meydana gelen bir krizdir. Yukarıda belirtilen olumsuzluklara ek olarak, hükümetin yanlış politikaları da krizin büyüklüğünü artırmış ve sermaye çıkışını hızlandırmıştır. Bu durum, ödemeler dengesi krizine yol açmıştır. Krugman'ın öngörülerine göre, kamu açıklarının parasal genişleme ile finanse edilmesi, enflasyonu artırmış ve sabit kur sisteminin çökmesine sebep olmuştur (Engin, 2013). Türkiye'de yaşanan bu finansal krizler hem tüketici hem de yatırımcı davranışlarını derinden etkilemiştir (Ayyıldız, 2014).

3.5.2. 2001 Likidite Krizi

22 Kasım-5 Aralık 2000 tarihlerinde yaşanan finansal kriz, daha büyük bir bunalıma dönüşmemesi için kısa vadeli ve geçici çözümlerle yönetilmiştir. Bu yaklaşım, krizin derinleşmesini geçici olarak engellemiş olsa da, Kasım Krizi uygulanan istikrar programının para ve kur politikalarına duyulan güveni ciddi şekilde zedelemiştir. IMF ile yapılan müzakereler sonucunda, program yeniden gözden geçirilmiş ve belirli bir parasal destek sağlanarak piyasaların kısmen stabilize edilmesi sağlanmıştır. Ancak, faiz oranları kriz öncesi seviyelere getirilememiş ve iç piyasa toparlanamamıştır (Cihangir, 2005).

Bu dönemde, devalüasyon riski ve yüksek faiz oranları nedeniyle, özellikle kamu bankalarının ve TMSF kapsamındaki bankaların finansal yapıları ciddi şekilde bozulmuştur. Ziraat Bankası da sürekli likidite sıkışıklığı yaşamış ve Merkez Bankası'na karşı yükümlülüklerini yerine getirememiştir. Ziraat Bankası'nın Merkez Bankası'ndan talep ettiği fonların sağlanmaması, fon piyasasında TL talep edicisi olarak geri dönmesine neden olmuştur. Ayrıca, 19 Şubat 2001 tarihinde 7,6 milyar dolarlık döviz talebi yaşanmış, bu durum yabancıların piyasayı terk etmesinin ardından yerli bankaların döviz talebine dönüşmüştür. Merkez Bankası, likiditeyi kontrol etmekte büyük bir ikilemle karşı karşıya kalmıştır; likiditeyi serbest bıraktığında dövize kaçış yaşanma riski, likiditeyi kısıtladığında ise artan faizlerin bankaların borçlarını artırma riski bulunmaktaydı. Sonuç olarak, kriz hem faiz hem de döviz risklerini artırarak ciddi bir bankacılık krizine yol açmıştır (Cihangir, 2005).

Türkiye, 1994 krizinden sonra toparlanma sürecine girmiş olsa da, 1994-1999 yılları arasında Güneydoğu Asya krizi ve Rusya krizi gibi olaylar sebebiyle sermaye kaçışları

yaşanmıştır. Döviz kuru esnekliği, bu krizlerin olumsuz etkilerini azaltan önemli bir unsur olmuştur. Dış şoklara açık olan ülkelerde, döviz kuru esnekliği fiyat ayarlamalarının yapılabilmesi için gereklidir. 1999 yılında enflasyon sorununu ve kamu iç borçlanma mekanizmasını sonlandırmak amacıyla IMF ile bir "enflasyonu düşürme programı" imzalanmış ve bu programla talep canlandırılmıştır. İç talepteki hızlı artış ve bankacılık sektöründeki zayıflık, Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesine ve Türk Lirası'nın Euro'ya karşı reel olarak değer kazanmasına yol açmıştır. Bu durum, Avrupa Birliği ülkelerine yapılan ihracatı olumsuz etkilerken, bu ülkelerden yapılan ithalatın hızla artmasına neden olmuştur. 2000 yılında uluslararası piyasalarda, özellikle ham petrol fiyatlarında görülen yüksek artışlar ve iç talepteki hızlı canlanma, dış ticaret dengesini bozmuştur. Artan tedirginlik, bankacılık sektörünün kırılgan yapısı ve likidite sorunuyla birleşerek Kasım krizine yol açmıştır. Bu kriz başlangıçta sadece Demirbank'a özgü bir likidite sorunu olarak görünse de, asıl nedeni kamu iç borçlanma kağıtlarını elinde bulunduranların finansman sıkıntısıydı. Artan talep piyasanın bu durumu karşılayamaması nedeniyle faiz oranları ve kurların yükselmesine neden oldu. Üç gün içinde overnight repo faiz oranları %1700-2000 seviyelerine ulaştı. Ekonomiden yaklaşık 6,2 milyar dolarlık yabancı sermaye çıkışının olduğu ifade edilmektedir. Türkiye, Kasım 2000'de dövize yönelik yoğun spekülatif saldırıyı yüksek faiz oranları, önemli döviz rezervi kayıpları ve 7,5 milyar dolarlık ek IMF kredisi ile püskürtmeyi başardı (Engin, 2013).

3.5.3. 2001 Şubat Krizi

İlk krizin etkilerinin azalmaya başladığı, ancak ekonomik dengelerin son derece hassas olduğu bir dönemde, 19 Şubat'ta yeni bir ekonomik kriz patlak vermiş ve toplumun geniş kesimlerini etkilemiştir. 2001 krizi, Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ile Başbakan Bülent Ecevit arasında Milli Güvenlik Kurulu toplantısında yaşanan sert tartışmalar sonucunda ortaya çıkmıştır. Birçok kişi bu tartışmanın krizi tetiklediğini düşünse de, 2001 krizinin tetikleyici unsurları 1994 krizindekilerle benzerlik göstermekteydi; cari açığın varlığı, Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesi, tüketim odaklı ithalat patlaması ve kısa vadeli sermaye akımlarındaki artış bu unsurlar arasındaydı. Ayrıca, 2000 yılında İstikrar Programı'na geçilmeden önce kırılgan olan bankacılık sektörünün bu programla birlikte daha da zayıflaması da kriz üzerinde etkili olmuştur (Engin, 2013).

Bir günde 7,5 milyar doların Merkez Bankası'nın önlemleri ile geri çekilmesine neden olan kriz, 21 Şubat'ta gecelik faiz oranlarının %7500 seviyesine kadar yükselmesiyle tarihe

geçmiştir. Ardından, döviz kuru dalgalanmaya bırakılarak 1 ABD Doları ortalama %4018 seviyesine ulaşmıştır. Şubat ayında döviz kuru 685,000 TL'den 1,000,000 TL'nin üzerine çıkarak on gün içinde %40 oranında bir artış göstermiştir (Engin, 2013).

Birinci nesil kriz modelleri, 2001 krizini açıklamakta yetersiz kalmaktadır çünkü bu modellerde kamu borçlanma ihtiyacı merkez bankası kaynaklarıyla karşılanmaktadır. Ancak, krizin patlak vermesinden önce konsolide bütçe açığı bu kaynaklardan finanse edilmiştir. 2001 krizinin birinci nesil kriz modeli ile izah edilememesinin bir diğer nedeni ise Merkez Bankası'nın döviz rezerv seviyesidir. Birinci nesil modelde, kamu açığının para basılarak finanse edilmesi, ulusal parayı korumak amacıyla döviz rezervlerinin azalmasına yol açıyordu. Rezervlerdeki düşüşler, spekülatif saldırılarla birleşerek döviz kur sisteminin çökmesine neden oluyordu. Ancak, Kasım likidite krizinde rezervlerde bir azalma gerçekleşmesine rağmen, 2001 yılının başında rezervlerde bir artış gözlemlenmiştir (Engin, 2013).

2000 Kasım - 2001 Şubat krizlerinin temelinde bankacılık sektöründeki sorunlar yatmaktadır. Bu nedenle, her iki krizi üçüncü nesil kriz teorileri çerçevesinde değerlendirmek daha uygun olacaktır. Zira üçüncü nesil kriz teorileri, bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinin ardışık olarak meydana geldiği ikiz krizlerin nasıl ortaya çıktığını da açıklamaktadır (Engin, 2013).

3.5.4. 2008 Krizi

Türkiye'nin ekonomik krizlere olan hassasiyeti uzun bir geçmişe sahiptir. Bu krizlerin bazıları yerel nedenlerden kaynaklanırken, bazıları ise uluslararası piyasalardaki gelişmelerden etkilenmiştir. Örneğin, 2000 ve 2001 krizleri yerel ekonomi yönetiminin zayıf olmasından kaynaklanırken, 1929 ve 1999 krizleri uluslararası piyasalardaki çalkantılardan etkilenmiştir (Yıldırım, 2010).

Ekonomik krizler genellikle finansal piyasalarda başlar ve ardından reel ekonomiyi etkiler, sonuç olarak tüm ekonomiyi etkisi altına alır. Bu nedenle, küresel ekonomik krizin Türkiye ekonomisine etkilerini incelemek önemlidir. Bununla birlikte, bu etkilerin öncelikle finansal piyasalarda ve daha sonra reel ekonomide görüldüğü gözlemlenmiştir (Yıldırım, 2010).

Türkiye'deki finansal piyasalar, küresel ekonomik krizlerden oldukça etkilenmektedir. Özellikle döviz kurlarındaki dalgalanmalar, hisse senedi piyasalarındaki düşüşler ve faiz oranlarındaki artışlar gibi belirgin değişiklikler yaşanmaktadır. Bu durum, yatırımcıların risk algısını artırır ve sermaye akışını olumsuz yönde etkileyebilir (Yıldırım, 2010).

Reel ekonomi açısından ise, ekonomik krizler işsizlik oranlarının artması, büyüme hızlarının düşmesi ve enflasyonun artması gibi sonuçlar doğurabilir. Şirketlerin üretim kapasiteleri azalabilir, tüketici harcamaları düşebilir ve genel olarak ekonomik aktivite zayıflayabilir (Yıldırım, 2010).

Sonuç olarak, Türkiye ekonomisi küresel ekonomik krizlerden önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu etkilerin finansal piyasalarda başlayıp daha sonra reel ekonomiyi etkilediği gözlemlenmiştir. Bu nedenle, ekonomi yönetiminin kriz dönemlerinde etkili politikalar uygulaması ve ekonomik direnci artırması önemlidir (Yıldırım, 2010).

3.5.5. 2018 Ekonomik Krizi

ABD'de 2015 yılı sonlarında başlayan politika faizi artışları, Türkiye gibi ülkelerde sermaye girişlerinin azalacağını ve uluslararası piyasalarda yeni bir döneme girildiğini işaret ediyordu. Türkiye, 2016'daki darbe girişimi sonrasında yüksek büyümeyi sürdürmek için politika yapıcıların kredi genişlemesini teşvik etmesiyle küresel finansal koşullardan kaynaklanan sorunları ötelemişti. Ancak, bu ertelemenin maliyeti 2017'de hissedilmeye başlandı (Güngen, 2018).

2017 yılında Türkiye ekonomisi %7,4'lük bir büyüme kaydetmiş olmasına rağmen, uluslararası kredi koşullarının sıkılaşmasıyla birlikte faizlerde artış gözlendi. Devlet borçlanma limitinin aşılmasıyla iç piyasada faizler yükselirken, Türk Lirası hızla değer kaybetti. Bu durum, 2018'de Türk Lirası'nın ABD doları karşısındaki değerinin %41 oranında azaldığı 2018 yılındaki kayıplarla karşılaştırılamaz olsa da, yine de önemliydi. 2017'de cari açığın finansmanında sıcak paranın payı hızla artarken, büyümenin işsizliği azaltmadığı gözlendi (Güngen, 2018).

Adalet ve Kalkınma Partisi'nin devlet destekli kredi genişlemesi politikaları, Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarını çözemedi ve 2018'de iktidardakiler için zorlu bir ortam oluşturdu. Döviz kurlarındaki artış ve faizlerdeki yükseliş, üretim maliyetlerini artırdı ve

enflasyonu hızla yükseltti. Bu koşullar altında sermaye girişlerinde yavaşlama yaşandı ve Türk Lirası'nın değer kaybı hız kazandı (Güngen, 2018).

Finansal kriz dönemlerinde yatırımcı davranışlarını anlamak, piyasaların istikrarını korumak ve krizlerin etkilerini hafifletmek için hayati öneme sahiptir (Aktaş, 2005).

4. DAVRANIŞSAL FİNANS

Finans dünyasında geleneksel yaklaşımların baz aldığı teoriler, insanların rasyonel davrandığı ve beklenen fayda üzerine kurulmuştur. Ancak son yıllarda yapılan çalışmalar, bu geleneksel modellerin finans piyasalarındaki davranışları yeterince açıklayamadığını ortaya koymuştur. Bu nedenle, davranışsal finans adı verilen yeni bir yaklaşım geliştirilmiştir (Aytekin ve Aygün, 2016).

Davranışsal finansın literatürde kendine yer bulması nispeten son dönemlerde gerçekleşmiş olsa da, bu yaklaşımın insanların yatırım ve tüketim alışkanlıklarının kökenlerine dayanan bilinçdışı süreçlerde var olduğuna dair bir anlayış mevcuttur (Güngör ve Demirel, 2018). Yatırımcı bilinç dışı aşırı spekülatif hareketleri, fiyatlardaki aşırı volatile sonucu piyasa dengesinin bozulmasına neden olur (Keskin, 2024: 85).

2001 yılında, özellikle ABD'de olmak üzere dünya genelinde yaşanan finansal krizler, yatırımcıların piyasalara olan güvenini sarsmıştır. Bu gibi büyük çaplı olumsuz gelişmeler, yatırımcıların geleceğe dair endişelerini artırmış ve borsa hareketlerini ve yatırımcı kararlarını inceleyen alternatif yaklaşımlara olan ilgiyi artırmıştır. Bu da, geleneksel finans yaklaşımının yerine, yatırımcıların her zaman rasyonel olmadığını ve piyasa hareketlerinin her zaman rasyonel sebeplerle açıklanamayabileceğini savunan davranışsal finans yaklaşımının önem kazanmasına yol açmıştır (Aytekin ve Aygün, 2016).

Geleneksel finans teorileri genellikle insanların rasyonel olduğunu varsayarlar. Ancak bu teoriler, yatırımcıların neden işlem yaptığı, nasıl işlem yaptığı, portföylerini nasıl oluşturduğu ve hisse senedi getirilerinin neden değişebileceği gibi sorulara yeterince cevap veremezler. Davranışsal finans ise Kahneman ve Tversky'nin 1979'da geliştirdikleri Beklenti (Umut) Teorisi ile temellerini atmıştır. Bu teori, insanların kazançlarla ve kayıplarla farklı şekillerde ilgilendiklerini ve algıladıkları riski beklenen riskten daha fazla önemsediklerini ortaya koymuştur. Kahneman ve Tversky'nin çalışmaları, bireylerin karar alma süreçlerinde

referans noktalarından yola çıktıklarını ve çevresinde gelişen olayları bu referans noktasıyla değerlendirdiklerini göstermiştir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1. Yatırımcıları Etkileyen Ekonomik Olmayan Eğilimler

İnsanların belirsizlik altında karar verirken rasyonellikten uzaklaştıklarını ve bazı zihinsel kısa yolları kullandıklarını göstermiştir. Bu zihinsel kısa yollar, kişilerin karar verirken hızlı ve kolay bir şekilde yol almalarını sağlayan, ancak bazen yanlış sonuçlara yol açabilen zihinsel süreçlerdir. Karar verme sürecinde akıl yürütmek yerine genellikle geçmiş deneyimlere dayalı olarak kararlar alınır. Bu süreçte kişiler tüm bilgiyi gözden geçirmeden veya tüm seçenekleri sistematik bir şekilde düşünmeden karar verebilirler. Bu durum, karar verme sürecinde zaman tasarrufu sağlasa da, yanlı kararlar alınmasına ve çeşitli yargı hatalarının ve eğilimlerinin (bias) ortaya çıkmasına neden olabilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

Finansal yatırım kararı alırken hem akıl hem de duygular önemli rol oynar. Ancak, bu kararlar genellikle mantıksal bir yaklaşımdan ziyade, duygusal ve bilinçdışı etkenlerle şekillenir (Aydın ve Ağan, 2016).

4.1.1. Kendini Yanıltma

Bu kısımda aşırı güven, aşırı iyimserlik, kendine atfetme, kendini doğrultma, öngörü yanılgısı, bilişsel çelişki ve tutuculuk yer almaktadır.

4.1.1.1. Aşırı Güven

Yatırımcılar, yüksek bir güven duygusuna sahip olduklarında, piyasa koşullarından bağımsız olarak sürekli olarak olumlu getiri elde edebileceklerini düşünebilirler. Davranışsal finans araştırmalarında sıkça karşılaşılan önyargılardan biri, kendine aşırı güven önyargısıdır. Bu önyargı, yatırımcıların kendi bilgi ve yeteneklerine gereğinden fazla güvenmeleri olarak tanımlanır ve finansal pazarların işleyişini ve yatırımcı davranışlarını önemli ölçüde etkiler (Çetiner, Gökçek ve Gölbaşı, 2019).

4.1.1.2. Aşırı İyimserlik

Bu eğilimde insanlar, olumlu özelliklerini ve başarılarını olduğundan fazla yüceltirler; her şeyin yolunda olduğuna, kendilerinin daha yetenekli ve becerikli olduğuna ve belirsizlik ya da risk durumlarında başkalarına göre daha doğru kararlar alabileceklerine inanırlar. Aynı

şekilde, olumsuz yönlerini ise gerçeklerden daha az önemli veya etkili olarak değerlendirirler (Sever, Çetiner, Paksoy, 2020).

Aşırı iyimserlik eğilimi, olayların önceden tahmin edilebileceğine dair inanç ve olumlu sonuçların kişinin kontrolünde olduğuna, kötü sonuçların ise şansa bağlı olduğuna yönelik bir eğilimle ilişkilidir. Ayrıca, piyasayı etkileyebilecek sihirli düşüncelerin varlığına inanma ve fala inanma gibi eğilimler de aşırı güvenli kararlar almayı teşvik edebilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

Kontrol yanılgısı ise, Harvard Üniversitesi'nden Ellen Langer'in yaptığı varsayımsal bir piyango oyunuyla açıklanabilir. Bu oyunda katılımcılar, kendi seçtikleri numaralarla oluşturulan kuponlara rastgele seçilen numaralara göre daha fazla ödeme yapmak istemişlerdir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.1.3. Kendine Atfetme

İnsanlar objektif olmaya çalışsalar da, bilgiyi genellikle kendi inançlarını ve beklentilerini destekleyen biçimde değerlendirirler. Beğendikleri ve kabul ettikleri görüşlere daha fazla önem verirken, hedeflerine uymayan ya da karşıt bilgileri göz ardı edebilirler. Bu eğilim, kişinin kendi düşüncelerini ve görüşlerini haklı çıkarma çabası olarak tanımlanır (Sever, Çetiner, Paksoy, 2020).

İnsanlar genellikle başarıyı kendi yetenekleri, çabaları veya öngörüleriyle ilişkilendirme eğilimindedirler. Başarıya ulaştıklarında, bunun kendi içsel özellikleri ve çabalarıyla gerçekleştiğine inanırlar. Ancak başarısızlık durumunda, dış etkenlere veya şansa atfetme eğilimi gösterirler. Kendi başarısızlıklarının nedenini genellikle dış faktörlere bağlarlar ve nadiren kendi yeteneksizliklerini veya hatalarını kabul etmeye yanaşmazlar. Bu şekilde, başarısızlığın sebebini genellikle dış faktörlere yüklerler ve kendilerini suçlamaktan kaçınırlar (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.1.4. Kendini Doğrultma

Bu eğilim, insanların bir kararla ilgili yargıları yanlış olsa bile, bu kararda ısrarcı olmalarını ve inançlarına sıkı sıkıya bağlı kalmalarını ifade eder. Bu durum, bireylerin kendi inançlarını değiştirmekte zorlanmaları, karşıt bilgileri dikkate almamaları ve mevcut görüşlerinden kolayca vazgeçmemeleri şeklinde kendini gösterir (Sever, Çetiner, Paksoy, 2020).

İnsanların kendi hipotezlerini destekleyen kanıtları arama eğilimine "doğrulama yanlılığı" denir. Bu yanlılık, genellikle insanların sahip oldukları güçlü inançlara uygun kanıtlara daha fazla odaklanmalarını ve bu kanıtları daha fazla önemsediklerini gösterir. Örneğin, bir yatırım stratejisinin size kazançlı olduğuna inanıyorsanız, bu stratejiyi destekleyen bilgilere daha fazla ağırlık verebilir ve karşıt görüşleri göz ardı edebilirsiniz. Bu durumda, kişinin kendi hipotezini korumak için zayıf da olsa kanıtları reddetme eğilimi ortaya çıkabilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.1.5. Öngörü Yanılgısı

Bu durum, olayların sonuçlarının gerçekleştikten sonra önceden tahmin edilebilir olduğu ve bilindiği yanılgısına dayanır. İnsanlar, bir olayın sonucunu gördükten ve anladıktan sonra, genellikle "Ben bunu önceden biliyordum" şeklinde davranırlar. Bu tutum, insanların kendi tahmin yeteneklerinin aslında ortalamanın üstünde olduğunu düşünmelerine neden olabilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.1.6. Bilişsel Çelişki

Bilişsel Çelişki Kuramını, ABD'li sosyal psikolog Leon Festinger geliştirmiştir. Bu kurama göre, insan davranışlarının temelinde "biliş" kavramı yatar. Biliş, insanın bilgiye erişme, farkında olma ve yargılama yeteneğiyle ilgilidir. Bilişsel Çelişki Kuramı, insanlar davranışlarını ve düşüncelerini geçmiş değerlerine göre şekillendirirler. Bu değerler, inançlar, tutumlar ve ihtiyaçlar gibi unsurları içerebilir. Zamanla veya çevresel faktörlerin etkisiyle kazandığımız bu değerler, kişiliğimizi şekillendirir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.1.7. Tutuculuk

İnsanlar genellikle değişikliklere karşı direnç gösterir veya değişime yavaş uyum sağlarlar. Çünkü insanlar, alıştıkları durumlarda kendilerini güvende hissederler. Muhafazakarlık ikilemi, değişime karşı gösterilen dirençle ilişkilidir ve örneklendirme ikilemiyle yakından ilişkilidir. Değişiklikler gerçekleştiğinde, insanlar muhafazakarlık eğilimiyle tepki gösterirler, ancak zamanla durumu normale döndürmeye başlarlar. Yeni bilgiler ortaya çıktıkça, muhafazakarlık daha belirgin hale gelebilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.2. Kestirme Çıkarımlar

Bireyler, karar verme sürecinde optimal ve rasyonel sonuçlara ulaşmaya çalışırken zaman ve karmaşıklık gibi sınırlamalarla karşılaşırlar. Bu sınırlamalar nedeniyle, karar analizlerini hızlı bir şekilde yapmak zorunda kalabilirler. Ancak bu hızlı karar verme sürecinde, bilinçli veya bilinçsiz olarak hata yapma olasılıkları vardır. Bu nedenle, zamanı etkin bir şekilde kullanmak için kestirme kısa yolların kullanımı önemlidir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.2.1. Fark Edilebilirlik

Bireyler, nadir gerçekleşen olayları (örneğin savaş, uçak kazası, deprem vb.) yakın zamanda deneyimlediklerinde, benzer bir olayın gelecekte tekrar yaşanma olasılığını aşırı derecede abartma eğilimindedirler. Bu durum, olayın fark edilebilir olmasından kaynaklanır ve yeni edinilen bilgi setine göre yatırımcıların aşırı tepki vermesine neden olabilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

Bireyler, karar verme süreçlerinde genellikle ilk olarak edindikleri ve sahip oldukları veri setini temel alır. Karmaşık bir durumla karşılaştıklarında, bu ilk veri setini oluşturmak güç olabilir; bu nedenle, daha önce aşina oldukları bilgi ve haber kaynaklarına dayanarak hareket ederler. Örneğin, yatırımcılar genellikle gazetelerde ve televizyonlarda sıkça gündeme gelen hisse senetlerine yönelme eğilimindedir ya da belirli dönemlerde en fazla kazandıran veya kaybettiren hisseleri tercih edebilirler. Ayrıca, çalıştıkları şirketin hisse senetlerine de yatırım yapma eğilimleri bulunmaktadır. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.2.2. Mümküniyet Yanlılığı

Mümküniyet yanılsaması, insanların karar verirken kolayca erişilebilir olan bilgilere daha fazla değer vermeleri eğilimidir. Yatırımcılar genellikle kolaylıkla erişebildikleri halka açık bilgilere odaklanırken, bazen kaynağı belirsiz olan veya güvenilirliği sorgulanan bilgilere daha fazla önem verebilirler. Örneğin, bir arkadaşın veya borsada çalışan bir uzmanın verdiği tavsiyelere aşırı değer atfetme eğiliminde olabilirler. Bir banka ile ilgili dedikodular, bankanın gerçek bilgilerinden daha fazla yatırımcı ilgisini çekebilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.2.3. Sinyaller Arası Seçim

Veri seti oluşturulurken, karar verme aşamasında sinyal seçimi son derece kritik bir rol oynamaktadır. Bireyler genellikle doğruluğu göz önünde bulundurmadan, sonuca ulaşmak için en belirgin ve etkileyici sinyalleri referans alırlar. Bu durum, ilgisiz sinyallerin ve

verilerin kullanılması halinde bazı kişilerin sihirli veya doğaüstü yeteneklere inanma eğiliminde olmalarına yol açabilir. Örneğin, bir yatırımcı, "içgüdüsel" bir hisse senedini satın alma gibi irrasyonel kararlar verebilir. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.2.4. Demir Atma

Bireyler, bilmedikleri büyük bir değeri tahmin etmeleri gerektiğinde, genellikle kafalarında belirli bir başlangıç noktası oluştururlar ve sonraki bilgi ve analizlerini bu başlangıç noktasına göre ayarlarlar. Bu başlangıç noktası, problemin formüle edilmesinden veya dar bir hesaplamadan kaynaklanabilir. Her iki durumda da yapılan düzeltmeler genellikle yetersiz kalmaktadır. Başka bir deyişle, farklı başlangıç noktaları, başlangıç değerlerinin yönünü de çeşitli şekillerde tahmin etmeye yol açabilir. Bu durum, "çıpa ve düzeltme" zihinsel kısayolu olarak adlandırılmaktadır. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.2.5. Akılsal Muhasebe

Bireyler, bazen servetlerini bir bütün olarak değerlendirmek yerine, ayrı ayrı hesaplamalar yapıp biriktirebilirler. Örneğin, bir öğrenci gelirini ikiye ayırarak bir kısmını ihtiyaçlarını karşılamak için harcarken, diğer kısmını eğlence için biriktirebilir. Bu durumda, öğrenci eğlence amaçlı biriktirdiği parayı ayrı bir şekilde yöneterek dilediği gibi harcarken, günlük harcamalarında daha dikkatli davranma eğiliminde olabilir. Örneğin, bir kişi yüksek faizle bir otomobil almak için borçlanabilirken, aynı zamanda düşük faizle emeklilik fonu biriktirme işlemini sürdürebilir. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.2.6. Temsil Edicilik

Temsilcilik kısayolu, Kahneman ve Tversky tarafından 1974 yılında tanımlanmıştır. Bu kısayola göre, insanlar genellikle bir olayın başka bir olayı ne ölçüde temsil ettiğine, yani bu iki olay arasındaki benzerlik derecesine bakarak karar verirler. Temsilcilik kısayolu, yatırımcıların geçmişte yaşanan olayların gelecekte de devam edeceğini varsaydıkları "küçük sayılar kanunu" yanılgısının etkili olduğu durumlarda daha belirgin hale gelir. Küçük sayılar kanunu, küçük bir örneklemden elde edilen verilere dayanır ve yatırımcılar, uzun dönem ortalamalarını göz önünde bulundurmaksızın, kısa vadeli başarı oranlarına daha fazla önem verme eğilimindedirler. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.3. Duygular ve Kendini Kontrol Etme

Duygular, insanlar tarafından mutluluk veya üzüntü gibi durumlar olarak algılanmasının yanı sıra, iyilik veya kötülük gibi farklı bir dürtüyle şekillenen bir olgu olarak da değerlendirilebilir. İnsan doğası gereği duygusal bir varlık olduğundan, bu durum yanlış kararlar almasına ve bu duygusal eğilimlerin sonucunda istenmeyen sonuçlarla karşılaşmasına yol açabilir. Genel olarak, duygusal faktörler, kısa vadeli kararlar söz konusu olduğunda bilişsel faktörlerden daha belirgin bir rol oynarken, uzun vadeli karar alma süreçlerinde daha etkili olmaktadır. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.3.1. Ruh Hali

Bireylerin ruh hali, davranışlarına ve kararlarına doğrudan yansır ve bazen irrasyonel sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilir. Mutlu oldukları zamanlarda iyimser ve mutsuz oldukları zamanlarda karamsar olma eğilimindedirler. İyi bir ruh hali içindeyken, genellikle optimistiktirler ve olumlu seçimler yapma eğilimindedirler. Ancak kötü bir ruh halindeyken, daha pesimist ve olumsuz seçimler yapma eğilimindedirler. Bu ruh hali, yatırımcıların alım/satım kararlarını olumsuz yönde etkileyebilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.3.2. Zaman Tercihi ve Kendini Denetleme

Bireyler tercih yapmak zorunda kaldıklarında, uzun vadeli olayların değerini belirli bir iskonto oranı kullanarak bugüne indirgerler. Bu iskonto oranı, mevcut psikolojik durumdan etkilenerek farklı değerler alabilir (Çitilci, 2014: 68).

Bu eğilim, yatırımcıların başarılarını içselleştirme eğilimlerinin yanı sıra, başarısızlıklarını dışsal faktörlere atfetme eğilimlerini de yansıtır. Bu nedenle, bir başarı elde eden yatırımcılar, bilgi işleme yeteneklerine daha fazla güven duyarak fiyat hareketlerine karar verirken bilgilerine daha çok güvenme eğiliminde olurlar. Bu durum, belirli bir şirketin gelirindeki değişiklikler ile sektör ortalamasındaki getiri arasında ters bir ilişki yaratabilir. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.3.3. Belirsizlikten Kaçma

Belirsizlikten kaçınma, insanların bilinmeyen olasılıklardan ziyade bilinen olasılıklara dayalı riskleri tercih etme eğiliminde oldukları anlamına gelir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.4. Sosyal Etkileşim

Sosyal etkileşim ile hisse senedi piyasasına katılım arasındaki ilişkiyi inceleyen bir araştırmada elde edilen bulgular, oldukça dikkat çekici. Araştırmada ilk olarak, komşularıyla aktif bir şekilde etkileşimde bulunan veya kiliseye katılan hane halkının, sosyal olmayan hane halkına kıyasla hisse senedi piyasasında yatırım yapma olasılığının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, sosyal çevrenin bireylerin yatırım kararlarını etkilediğini işaret etmektedir (Aytekin ve Aygün, 2016).

İkinci olarak, sosyal etkileşimin hisse senedi piyasasına katılım oranının daha yüksek olduğu eyaletlerde daha belirgin olduğu gözlemlenmiştir. Bu da sosyal etkileşimin, hisse senedi yatırımına olan ilgiyi artırmada önemli bir rol oynadığını göstermektedir (Aytekin ve Aygün, 2016).

Son olarak, 1990'ların ilerleyen dönemlerinde sosyal ve sosyal olmayan hanehalkı arasındaki farkın genişlediği belirlenmiştir. Bu bulgu, sosyal etkileşimin ve sosyal ağların öneminin arttığı ve yatırım kararlarını etkileyici bir faktör haline geldiğini işaret etmektedir. Bu bulgular, sosyal etkileşimin hisse senedi piyasasına katılımı teşvik ettiği hipotezini desteklemektedir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.4.1. Sosyal Bulaşma

Sosyal bulaşma terimi ilk olarak 1896 yılında Gustave Le Bon'un çalışmalarıyla literatüre girmiştir. Bu kavram, toplum içindeki bireylerin davranışlarının, duygularının ve düşüncelerinin hızla yayılması ve toplumsal kalabalığın içinde bulunan bireylerin ciddi bir dönüşüme uğraması durumunu ifade etmektedir. Bu süreçte, kalabalığın etkisi altında kalan bireyler genellikle grup normlarına uyum sağlarlar ve toplumun genel kabul gören davranışlarını benimserler. Bu nedenle, sosyal bulaşma genellikle toplumun kolektif davranışlarını şekillendiren önemli bir faktör olarak kabul edilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.4.2. Sürü Davranış

Sürü psikolojisi, bir grup yatırımcının aynı anda aynı hisse senedini alması veya satması durumunu tanımlar. Bu kavramla bağlantılı olarak literatürde iki temel hipotez öne çıkar: Bilgi Asimetrisi Hipotezi ve Gözlemci/Dürtü Hipotezi. Bilgi Asimetrisi Hipotezi, sınırlı bilgiye sahip yatırımcıların, daha bilgili olanları takip ederek benzer işlemler gerçekleştirmeleriyle ilgilidir. Bu bağlamda, iki tür sürü davranışı ayrıştırılabilir:

1. Rasyonel sürü davranışı: Bu durumda, yatırımcı bilerek ve isteyerek sürüye katılır. Bu tercih, diğer yatırımcıların yatırım getirileri hakkında daha iyi ve kesin bilgiye sahip olduğu veya kendi başına analiz yapmanın maliyetli ve zaman alıcı olduğu düşüncesine dayanabilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

2. İrrasyonel sürü davranışı: Bu durumda, yatırımcı tamamen psikolojik faktörlere dayanarak sürüye katılır. Başarısız olma korkusuyla genel çoğunluktan ayrılmaktan kaçınma, genel çoğunluğa uymakla daha başarılı olacağına dair yanlı inançlar gibi psikolojik önyargılar, yatırımcının kararını sorgulamadan sürüye katılmasına neden olabilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.5. Diğer Eğilimler

Bu kısımda ifade etme, kumarcı yanılgısı, kaybetmekten kaçınma ve pişmanlıktan kaçınma yer almaktadır.

4.1.5.1. İfade Etme

Çerçeveleme etkisi, Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında gerçekleştirdiği bir anket çalışması ile ilk kez tanımlanmıştır. Bu etki, yatırımcıların karar alma süreçlerinde alternatiflerin risk düzeyinin yanı sıra, sunum şeklinin de önemli bir rol oynadığını ortaya koyar. (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.5.2. Kumarcı Yanılgısı

Bu tür bir yanılsama, eğilimin tersine döndüğü durumlarda insanların yanlış tahminlerde bulunmasına yol açar. Bu durum, yatırımcıların piyasa getirilerindeki olumlu veya olumsuz değişimlerin sona erdiğini düşünmelerine neden olabilir. Kumarbaz yanılgısı olarak adlandırılan bu durum, regresyonda aritmetik ortalamaya aşırı inanç olarak da değerlendirilebilir. Regresyonda aritmetik ortalamaya duyulan güven, birçok insanı sistemin uç eğilimlerine doğru yaklaşırken etkileyebilir. Aritmetik ortalama bazen yanlış algılanabilir ve bu da örneğin yükselen bir eğilimin, ortalama yasası gereği bir düşüş eğilimi tarafından takip edilmesi gerektiği yanılgısına yol açabilir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.5.3. Kaybetmekten Kaçma

Davranışsal finans alanındaki araştırmalar, insanların servetlerini veya paralarını kaybetmekten büyük bir üzüntü duyduklarını göstermektedir. Bu kaybetme korkusu, aynı büyüklükteki bir kazançtan daha fazla zihinsel ceza olarak algılanır. Tversky ve Kahneman,

bireylerin kazançlarla ilgili risklerle kayıplarla ilgili riskler arasındaki farklı tutumlarını açıklarken bu düşünceden yola çıkmışlardır. Bu farklılığa riskten veya kaybetmekten kaçınma adı verilir. Ayrıca, ekonomi teorisinin temel varsayımının yatırımcıların riskten kaçınması olduğunu da unutmamız önemlidir (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.1.5.4. Pişmanlıktan Kaçma

Yapılan araştırmalar, insanların gelecekte kaybetme ihtimalini düşündüklerinde daha güvenli yatırım seçeneklerine yönelme eğiliminde olduklarını ve riskten kaçınma davranışlarını güçlendirdiğini göstermektedir. Bu kaygılar, insanların duyacakları zihinsel acının maddi acıların ötesine geçebileceğini de ortaya koymaktadır. Bazı insanlar, küçük hatalarından bile büyük ölçüde pişmanlık duyabilirler ve bu duygu zaman zaman önemli yatırım fırsatlarını kaçırmalarına neden olabilir. Bu nedenle, insanlar genellikle bilinmeyen yatırımlar yerine kendileri için daha güvenli gördükleri seçeneklere yönelme eğilimindedirler (Aytekin ve Aygün, 2016).

4.2. BIST 100 Endeksinde Bulunan Hisse Senetlerinin Ekonomik Kriz ve Davranışsal Finans Yönünden Karşılaştırması

4.2.1. Kriz Dönemlerinde Duygusal Etkiler

Kriz dönemlerinde, BIST 100 endeksi içerisinde yer alan hisse senetlerindeki fiyat hareketlerinde genellikle artan duygusal tepkiler görülür. Özellikle kriz beklentileri veya ekonomik belirsizliklerin arttığı dönemlerde, yatırımcılar endişe ve panikle hisselerini satma eğiliminde olabilirler. Bu durum, BIST 100 endeksinin genelinde belirgin düşüşlere neden olabilir.

4.2.2. Davranışsal Finansın Etkisi

Davranışsal finans, yatırımcıların karar alma süreçlerindeki duygusal ve psikolojik etkileri inceler. Kriz dönemlerinde, bu etkilerin hisse senedi fiyatları üzerinde daha belirgin olduğu gözlemlenebilir. Yatırımcıların panik satışları veya aşırı endişe durumları, fiyatların tahmin edilemez ve ani dalgalanmalarına yol açabilir.

4.2.3. Psikolojik Faktörlerin Rolü

Psikolojik faktörler, kriz dönemlerinde yatırımcıların karar alma süreçlerini etkileyebilir. Örneğin, ekonomik belirsizlikler veya siyasi gerginlikler, yatırımcıların riskten kaçınma eğilimlerini artırabilir. Bu durumda, BIST 100 endeksindeki hisse senetlerinde satış baskısı ve fiyat düşüşleri gözlemlenebilir.

4.2.4. Fiyat Hareketlerinin Tahmin Edilebilirliği

Kriz dönemlerinde, hisse senedi fiyatlarındaki hareketlerin tahmin edilebilirliği genellikle düşüktür. Davranışsal finans, geleneksel analiz yöntemlerinin fiyat hareketlerini tam olarak açıklayamayabileceğini ve yatırımcı psikolojisini dikkate almanın önemli olduğunu vurgular. Bu nedenle, kriz dönemlerinde BIST 100 endeksi içerisindeki hisse senetlerinin fiyat hareketlerini tahmin etmek zor olabilir.

Sonuç olarak, BIST 100 endeksi içerisindeki hisse senetlerinin fiyatlarını değerlendirirken, kriz ve davranışsal finansın etkilerini göz önünde bulundurmak önemlidir. Kriz dönemlerinde yatırımcıların duygusal tepkileri ve psikolojik faktörlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri, geleneksel finansal analiz yöntemlerinin sınırlarını gösterebilir ve fiyat hareketlerinin tahmin edilebilirliğini azaltabilir.

5. FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE BORSA İSTANBUL'DA ETKİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAM

5.1. Literatür Taraması

Literatür çalışmalarını üç kısım olarak incelemek mümkündür. Bu çalışmada, birinci kısımda literatür incelemesinde; yatırımcı davranışlarını davranışsal finans açısından değerlendiren çalışmalar ikinci kısmında kriz dönemlerinde borsalar ilişkisi üzerine yapılmış yabancı çalışmalar ve üçüncü kısımda Borsa İstanbul ile ekonomik krizler ilişkin çalışmalar yer almaktadır.

Yatırımcı davranışlarını davranışsal finans açısından değerlendiren çalışmalar arasında; Keskin ve Aytüre (2024) çalışmalarında Hırvatistan, Polonya ve Romanya borsalarında sürü davranışlarının varlığı, üç farklı model yardımı ile incelemişlerdir. Çalışma 2013:1-2023:12 dönemini içerlmektedir. I. yöntemde üç ülke borsasında da yukarı yönlü piyasa koşullarında sürü davranışı gözlenirken, II. yöntemde borsalarının hiçbirinde sürü davranışı kanıtlanamamıştır. III. yöntemde ise Romanya borsasında aşağı yönlü ekstrem

piyasa koşullarında duygusal sürü davranışı tespit edilmiştir. Keskin (2024) çalışmasında Psikolojik ve sosyolojik değişkenlerden etkilenen yatırım kararları kolayca irrasyonel hale dönüşebileceği sonucuna ulaşmıştır. Ah Mand, vd. (2023) çalışmalarında, Malezya borsalarında sürü davranışını incelemişler ve Şeriat'a uygun sürü davranışı bulmuşlardır. Chiang & Zheng (2010)'da ABD hariç gelişmiş piyasa ekonomilerinde yatırımcıların sürü davranışları gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Kameda & Hastie (2015) çalışmalarında sürü davranışının sadece yatırımlarla ilgili olmadığını varlık bağımlığına kadar günlük yaşamda karşılaşıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Gray vd., (2007) çalışmasında varlıkların yanlış fiyat oluşumu sürü davranışlarının sonucu oluşan olgu olduğunu vurgulamıştır. Kindleberger (2007)'ye göre; yatırımcıların irrasyonel karar vermeleri ve fiyat balonlarının yaşam döngüsü ile açıklamıştır. Bu döngüde yer değiştirme, patlama, çılgınlık, kriz ve düşüncelerin değişmesi yer almaktadır. Eguiluz & Zimmermann (2000) çalışmalarında yatırımcıların sürü davranışı süreçlerini incelemişlerdir. Blanchard ve Watson (1982) çalışmalarında fiyat balon modellemesinde, yatırımcıların yüksek riskle yüksek getiri alabilmek için irrasyonel kararlar alabildikleri sonucuna ulaşmıştır. Tversky ve Kahneman (1974), çalışmalarında "Beklenti Teorisi" ile davranışsal finansa katkı yapmışlar ve bu tarihten sonra davranışsal finans literatürünün popüler konuları arasında yer almaya başlamıştır.

Kriz dönemlerinde borsalar ilişkisi üzerine yapılmış yabancı çalışmalardan bazları şöyledir; Lukanima vd. (2024) çalışmasında: hisse senedi piyasalarının entegrasyon hedefi üzerindeki etkisine ilişkin tartışmaya katkıda bulunmaktadır.

Ruzgar ve Chua-Chow (2023) çalışmasında: Ülkeler finansal ve mali krizlerden büyük ölçüde etkilenmektedir. Finansal krizler yalnızca toplum üzerinde değil, aynı zamanda ekonomi üzerinde de en kötü etkiye sahiptir. Kanada ekonomisi son yüzyılda birkaç kez finansal kriz ve durgunluk yaşadı. Bu çalışmada, son beş kriz döneminde beş büyük Kanada bankasının günlük kapanış hisse senedi fiyatları incelenmiştir. Kriz dönemlerinde bankaların günlük kapanış hisse senedi fiyatı üzerinde en etkili veya baskın endeks fiyatlarının belirlenmesi amaçlanmıştır.

Celebi ve Hönig (2019) çalışmasında: 1991'den 2018'e kadar olan zaman diliminde makroekonomik faktörlerin, Alman devlet tahvili getirilerinin, duygu durumunun ve diğer öncü göstergelerin ana Alman borsa endeksi olan DAX30 üzerindeki etkisini araştırmıştır.

Grima ve Caruana (2017) çalışmasında: 2008 Mali Krizi sırasındaki ABD mali stresinden etkilenip etkilenmediğini tespit etmek için yapılan bir analizin bulgularını sunmaktadır.

Grout ve Zalewska (2016) çalışmasında: sanayi, bankacılık ve kamu hizmetleri sektörlerinin kriz öncesi ve sırasındaki piyasa riskini araştırmıştır. Diğer sonuçların yanı sıra, G12 ülkeleri genelinde kriz sırasında sanayicilerin piyasa riskindeki artış ile hem bankacılık sektörünün kriz öncesi piyasa riski hem de bir ülkedeki sistemik krizin ölçeği arasında pozitif bir ilişki bulmuştur.

Kriz dönemleri ve hisse değerleri ilişkisini inceleyen çalışma örneklerinde görülebileceği gibi bu konu oldukça ilgi çekici bir konudur. Her dönem araştırmacılar konuyla ilgili literatüre katkı yapmışlardır.

Türkiye'de konu ile ilgili yapılan çalışma örnekler şöyledir: Doğan (2022) çalışmasında Adaptif Piyasa Hipotezini küresel finansal kriz dönemlerinde, XU030, XU100, XUSIN, XBANK, XTRZM, XGIDA, XTEKS endekslerinde Doğal Bootstrap Otomatik Varyans Rasyo ve Otomatik Portmanteau testleri kullanarak analiz etmişti. Çalışmada, incelenen endeksler, Adaptif Piyasa Hipotezi uyumlu olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Taşkın (2011), 1995-2009 yılları arasında faaliyet gösteren bankacılık sektöründeki Türk ticari bankaların performanslarını etkileyen içsel/dışsal faktörleri belirlemeyi amaçlayan çalışma, Taşkın tarafından gerçekleştirilmiştir. Araştırma sonuçları, bankacılık performansının ağırlıklı olarak mikro değişkenler tarafından belirlendiğini ve makroekonomik faktörlerin istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını ortaya koymuştur. Ayrıca, 2001 krizinin genel anlamda olumsuz etkileri, ekonominin genel istikrarının banka performansını olumlu yönde etkilediğini göstermektedir.

Karan ve Uygur (2001), 1991-1998 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda haftanın günleri ve Ocak ayı etkileri ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi inceleyen bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, farklı firma büyüklüklerine göre 10 portföy oluşturulmuştur. İnceleme sonucunda, İMKB'de tüm portföylerde Cuma günü getirilerinin yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Bununla birlikte, büyük piyasa değerine sahip portföylerde haftanın günleri arasındaki getirilerin farklılıklarının daha belirgin ve anlamlı olduğu saptanmıştır. Ayrıca, Ocak ayı etkisinin

İMKB endeks getirileri üzerinde de mevcut olduğu ve bu etkinin firma büyüklüğüne bağlı olarak değişiklik gösterdiği belirlenmiştir.

Dicle ve Kabir (2007), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın tüm endekslerini kapsayan bir araştırma, 1987-2005 yılları arasındaki dönemi ele alarak AR-GARCH-M modeli kullanılmıştır. Araştırma, haftanın günleri etkisinin varlığını ortaya koymuştur. Özellikle Pazartesi günleri elde edilen negatif getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu bulguların doğruluğunu kontrol etmek amacıyla ortalamalar arasındaki farkların tersleri de analiz edilmiş ve benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Umutlu, Ertürk ve Sezer (2010), 2003-2010 döneminde k aylık verileri kullanarak, 2008 krizinin İMKB100 endeksi üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Bu kapsamda, TL/USD döviz kuru, üretici fiyat endeksi (ÜFE), İMKB100 Endeksi, tüketici fiyat endeksi (TÜFE), S&P 500 Endeksi ve mevduat faiz oranı verilerini analiz etmişlerdir. Araştırmada, en küçük kareler (OLS) ve Granger nedensellik testleri uygulanmıştır. Elde edilen bulgular, İMKB100 Endeksi'nin döviz kuru, S&P 500 Endeksi ve faiz oranı gibi değişkenler tarafından açıklandığını göstermiştir. Bu sonuçlar, kriz döneminde bu makroekonomik değişkenlerin İMKB100 endeksini önemli ölçüde etkilediğini ortaya koymuştur.

5.2. Metodoloji ve Veri

Bu çalışmada, finansal piyasalardaki oynaklıkları incelemek amacıyla EGARCH (1,1) modeli uygulanmıştır. Ampirik araştırmalar, finansal varlık getirilerinin büyük çoğunluğunun şişman kuyruk (leptokurtik) özellikler taşıdığını ve oynaklık kümelenmeleri sergilediğini ortaya koymuştur. Bu durum, getiri serilerinin varyanslarının zaman içinde değişkenlik göstermesine yol açmaktadır. Bu nedenle, yüksek frekanslı zaman serilerinde sabit varyans varsayımlarına dayanan modeller yerine, varyansın zamanla değişken olduğunu kabul eden Genelleştirilmiş ARCH (GARCH) ve GARCH ailesi modelleri tercih edilmektedir.

5.2.1. GARCH Modeli

GARCH modeli, Bollerslev (1986) tarafından ARCH modelinin genişletilmesi yoluyla geliştirilmiştir. GARCH modeli, ARCH modelinin koşullu varyansın kendi geçmiş değerlerini de kapsayan genelleştirilmiş bir versiyonudur. GARCH (p,q) modeli şu şekilde tanımlanır:

$$yt = \gamma xt + \epsilon t \quad (1)$$

$$(\epsilon t \mid \epsilon t - 1, \epsilon t - 2, \ldots) \sim N(0, ht) \quad (2)$$

$$\text{ht} = \omega + \text{i} = 1 \sum \text{p } \alpha\text{i } \epsilon \text{ t - i2} + \text{j} = 1 \sum \text{q } \beta\text{j ht} - \text{j} \quad (3)$$

Eşitlik (1)'de \(x_t \) dışsal bir değişkeni, \(\epsilon_t \) ise rassal hatayı temsil etmektedir. Eşitlik (3)'te, \(h_t \) t dönemindeki getirinin koşullu varyansını ifade etmektedir. \(\alpha_i \) geçmiş dönem hata karelerini gösteren ARCH terimini, \(\beta_j \) ise koşullu varyansın geçmiş değerlerini temsil eden GARCH terimini ifade eder. GARCH (p,q) modeli, rassal dağılımın koşullu varyansının, kare hatalar ve koşullu varyansın geçmiş değerleriyle doğrusal bir ilişkiye sahip olmasına imkan tanır.

GARCH (p,q) sürecinde \(\alpha_i + \beta_j \) parametrelerinin toplamı, şokların kalıcılığını belirten parametreyi temsil eder. Eğer \(\alpha_i + \beta_j < 1 \) ise, şokların volatilite üzerindeki etkisi zamanla azalır. Diğer yandan, \(\alpha_i + \beta_j > 1 \) durumunda, şokların volatilite üzerindeki etkisi zamanla artar. Eğer \(\alpha_i + \beta_j = 1 \) ise, şokların volatilite üzerindeki etkisi sonsuz olur ve bu durumda GARCH modelinin kullanılması uygun değildir. (Chou, 1988).

5.2.2. EGARCH Modeli

Nelson (1991) tarafından geliştirilen EGARCH (Exponential GARCH) modeli, GARCH modelinin pozitiflik kısıdını aşmak ve finansal getirilerin tepkilerindeki asimetriyi ölçmek amacıyla oluşturulmuştur. Model şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$\log (\text{ht}) = \alpha 0 + \text{j} = 1 \sum \text{q } \beta\text{j log (ht - j)} + \text{i} = 1 \sum \text{p } \alpha\text{i h t} - \text{i} \mid \epsilon\text{t} - \text{i} \mid + \text{k}$$

$$= 1 \sum \text{r } \gamma \text{ k h t - k } \epsilon \text{ t} - \text{k} \quad (4)$$

Eşitlik (4)'te α0\alpha_0α0 sabit terimi, αi\alpha_iαi ve βj\beta_jβj ise standart ARCH ve GARCH terimlerini ifade etmektedir. γk\gamma_kγk parametresi ise koşullu varyansın şoklara karşı tepkisinin asimetrik olduğunu gösteren kaldıraç parametresidir. Eğer γk\gamma_kγk parametresi anlamlı (γk≠0\gamma_k \neq 0γk□=0) ise şokların etkisi asimetriktir. Eğer γk>0\gamma_k > 0γk>0 ve anlamlı ise geçmiş dönemde meydana gelen pozitif bir şok, negatif bir şoka göre, oynaklığı daha fazla arttırmaktadır. Eğer γk<0\gamma_k < 0γk<0 ve anlamlı ise geçmiş dönemde meydana gelen negatif bir şok, pozitif bir şoka göre, oynaklığı daha fazla arttırmaktadır.

Bu model, EGARCH parametrelerine herhangi bir pozitiflik kısıdı getirmemiştir, bu da modelin finansal getirilerin tepkilerindeki asimetriyi daha doğru bir şekilde yakalamasını sağlamaktadır.

5.3. Ampirik Model Uygulama Sonuçları

Rassal bir yürüyüş (random walk) sergileyen fiyat serileri, genel olarak düzeyde durağanlık göstermemektedir (Herwartz, 2004: 197). Bu nedenle, değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerinin incelenmesi ve serilerin durağanlığının kontrol edilmesi önemlidir. Ayrıca, logaritmik fiyat serilerinin yüksek frekanslı olması ve bu serilerin hata terimlerinin zamana bağlı olarak değişkenlik göstermesi, değişen varyansın (ARCH etkisinin) de kontrol edilmesini zorunlu kılar. Bu bağlamda, aşağıda yer alan tablo 5.1'de BIST endekslerine ait tanımlayıcı istatistikler sunulmaktadır.

Tablo 5.1. BIST endekslerine ait tanımlayıcı istatistikler

Endeks	BIST Tourism Data	BIST 100 Data	BIST Industrials Data	BIST Banks Data	BIST Electricity Data	BIST Textile Leather Data	BIST Basic Metal Data	BIST Food Beverage Data
Ortalama	67,27	511,26	417,78	479,08	29,14	144,47	398,28	423,06
Medyan	61,27	525,93	369,69	458,77	26,72	120,75	414,39	379,15
Maximum	289,4	999,57	998,5	999,79	86,9	851,97	999,15	999,32
Minimum	11,67	71,6	52,89	105,9	9,2	21,2	31,47	65,03
Std Sapma	36,76	274,74	248,38	295,04	11,21	135,56	251,49	265,29
Skewness	2,29	-0,04	0,34	0,26	1,66	2,26	0,14	0,67
Kurtosis	9,31	-1,25	-1,08	-1,47	4,19	6,03	-1,08	-0,66

Jarque-Bera	22411,96623	289,195417	276,036077	204,662399	5954,368876	11801,82288	176,709431	269,027423
p-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

BIST endekslerine ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 5.1'de verilmiştir. Tüm endekslerin standart sapma değerleri kıyaslandığında, en yüksek oynaklık BIST Banks Data endeksinde, en düşük oynaklık ise BIST Electricity Data endeksinde gözlemlenmiştir. Skewness değerlerine baktığımızda, tüm borsa endeks getirilerinin dağılımının asimetrik olduğu görülmektedir. BIST Electricity Data endeksi sağa çarpık bir dağılıma sahipken, diğer tüm borsa endekslerinin getirileri sola çarpıktır. Kurtosis değeri, serilerin leptokurtik özellik gösterip göstermediğini belirler ve kritik değer 3'tür. Tüm BIST endeks getirilerinin kurtosis değeri 3'ün üzerindedir, bu da tüm serilerin şişman kuyruk (fat tail) özelliğine sahip olduğunu ve dolayısıyla leptokurtik olduklarını gösterir. Endeks kazanç serilerinin normallik varsayımını test eden Jarque-Bera değerleri incelendiğinde, hiçbir endeks getiri serisinin normal dağılıma sahip olmadığı sonucuna varılmıştır.

Augmented-Dickey-Fuller (ADF) Testi, Endeks getiri serilerinin durağanlık testleri, Philips-Perron (PP) Testi ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Testi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. ADF ve PP test sonuçları, tüm getiri serileri için birim kökün varlığını sınayan sıfır hipotezi %1 anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir. Öte yandan, KPSS testi sonuçları, tüm endeks getiri serileri için durağanlığın varlığını sınayan sıfır hipotezinin %1 anlamlılık düzeyinde kabul edildiğini göstermektedir. Bu durumda, tüm endeks getiri serileri I(0) düzeyinde durağan olarak kabul edilmektedir.

Ayrıca, endeks getiri serilerinde değişen varyansın varlığını kontrol etmek amacıyla ARCH testi uygulanmıştır. ARCH testi sonuçları, tüm endeks getirilerinin hata terimlerinde değişkenlik gösteren bir varyans olmadığını öne süren sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir. Bu durum, tüm endeks getiri serilerinin hata terimlerinin ARCH etkisine sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye ve diğer endeks getiri serilerinin grafiksel gösterimleri ilgili grafiklerde yer almaktadır.

Tablo 5.2. Endeks getiri serilerinin durağanlık testleri

Endeksler	BIST Tourism Data	BIST 100 Data	BIST Industrials Data	BIST Banks Data	BIST Electricity Data	BIST Textile Leather	BIST Basic Metal	BIST Food Beverage

						Data	Data	Data
ADF Statistic	-5,8389	-0,9364	-1,8483	-1,5650	-4,4562	-5,5267	-1,5121	-1,6835
ADF P Value	0,00	0,775734	0,356731	0,501124	0,000236	0,00	0,527511	0,439631
KPSS Statistic	2,819761	9,957551	9,683846	5,823909	4,536041	7,766691	8,112148	8,191306
KPSS P Value	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
LM Statistic	505623,3	2524759	2143480	561773,6	598967	812129,7	1205833	1125585
LM P Value	0	0	0	0	0	0	0	0

Endeks getiri serilerinin durağanlık testleri, Augmented-Dickey-Fuller (ADF) Testi, Philips-Perron (PP) Testi ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Testi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. ADF ve PP testlerinin sonuçlarına göre, tüm getiri serileri için birim kök varlığını sınayan sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Diğer yandan, KPSS test sonuçları, tüm endeks getiri serileri için durağanlığın mevcut olduğunu öne süren sıfır hipotezinin %1 anlamlılık düzeyinde kabul edildiğini göstermektedir. Bu bulgular, tüm endeks getiri serilerinin I(0) düzeyinde durağan olduğunu ortaya koymaktadır.

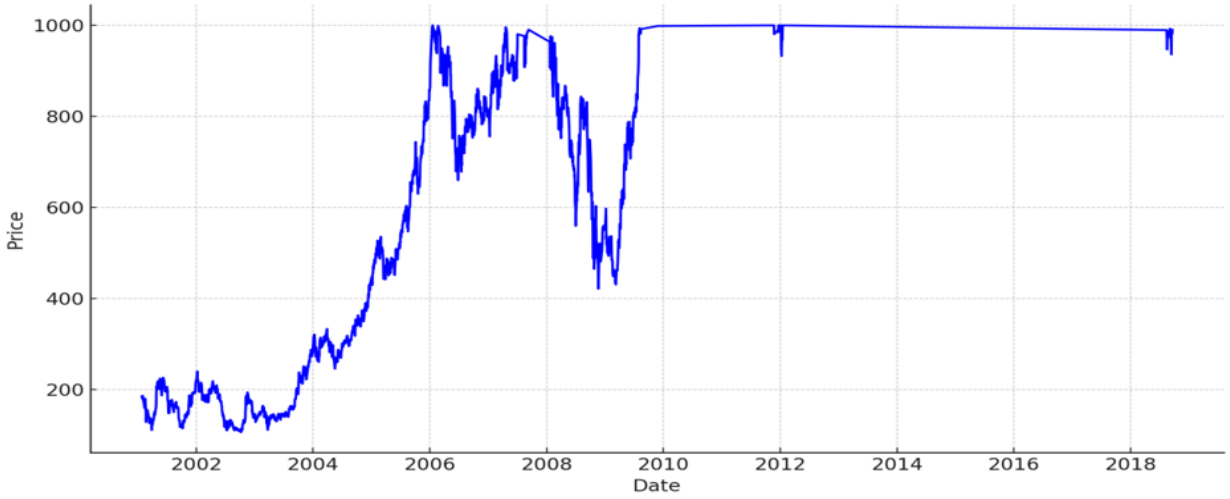
Ayrıca, endeks getiri serilerinde değişen varyansın varlığını incelemek amacıyla ARCH testi uygulanmıştır. ARCH testinin sonuçları, tüm endeks getirilerinde hata terimlerinde değişken bir varyansın olmadığına dair sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir. Bu durum, tüm endeks getiri serilerinin hata terimlerinin ARCH etkisi taşıdığını ortaya koymaktadır. Türkiye ve diğer endeks getiri serilerine ait grafikler Şekil 5.1, 5.2, 5.3, 5.4, 5.5, 5.6, 5.7 ve 5.8'deki grafiklerde sunulmuştur.

Tablo 5.3. ARCH test sonuçları

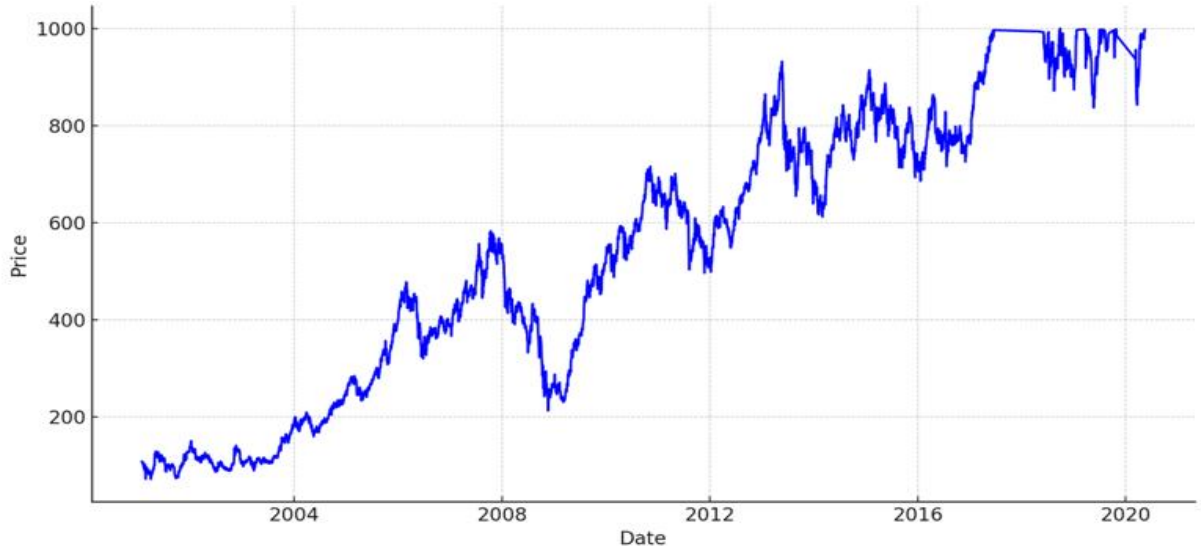
Endeksler	**BIST Tourism Data**	**BIST 100 Data**	**BIST Industrials Data**	**BIST Banks Data**	**BIST Electricity Data**	**BIST Textile Leather Data**	**BIST Basic Metal Data**	**BIST Food Beverage Data**
ARCH Statistic	4963,53416	4395,686672	4066,397015	1984,184488	4962,226772	4977,60951	3416,262665	2900,318813

ARCH P Value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

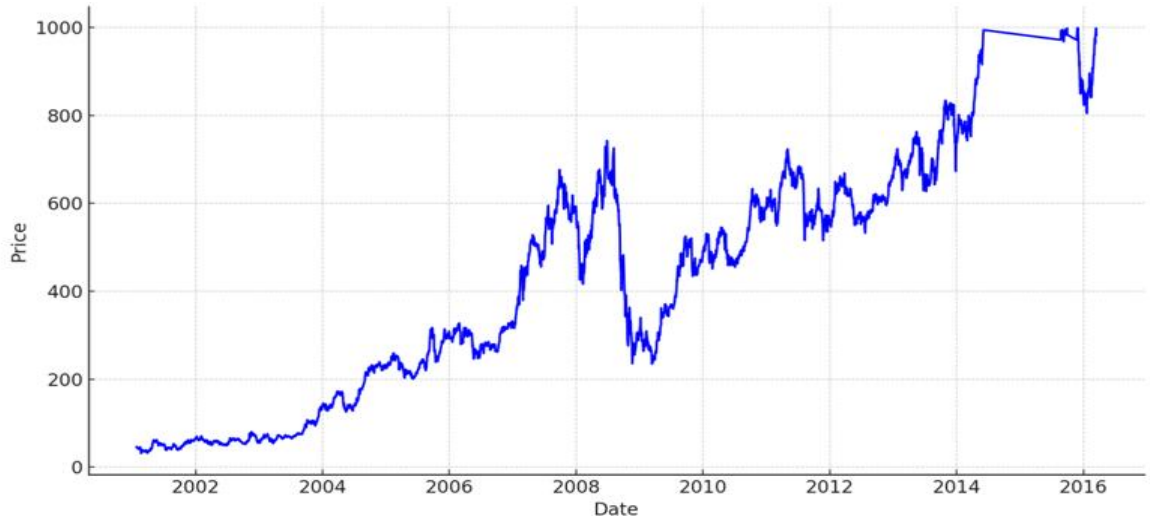
Ayrıca, endeks getiri serilerindeki değişken varyansı incelemek için ARCH testi uygulanmıştır. Test sonuçları, tüm endeks getirilerinin hata terimlerinde değişken bir varyansın olmadığına dair sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir. Bu bulgu, tüm endeks getiri serilerinin hata terimlerinin ARCH etkisi taşıdığını ortaya koymaktadır. Türkiye ve diğer endeks getiri serilerine ilişkin grafikler (şekiller) ilgili bölümlerde sunulmuştur.



Şekil 5.1. BIST Banka hisse senetleri fiyat verileri



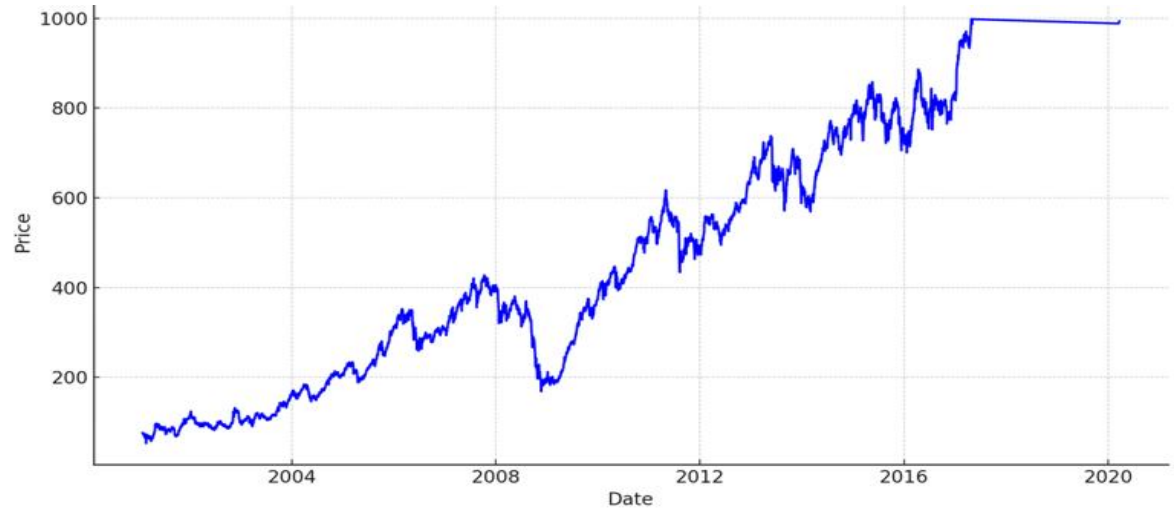
Şekil 5.2. BIST 100 hisse senetleri fiyat verileri



Şekil 5.3. BIST Metal hisse senetleri fiyat verileri



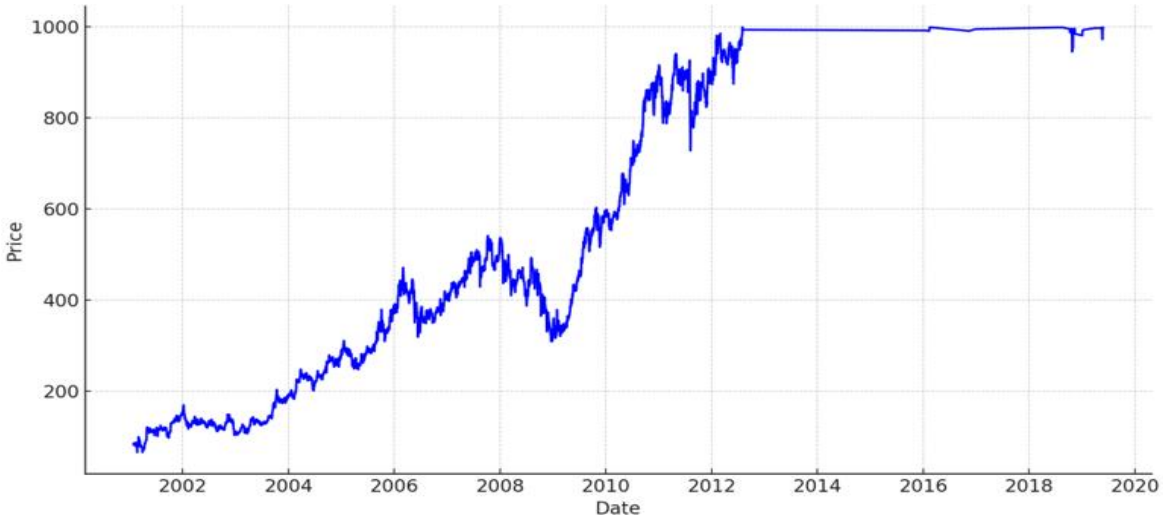
Şekil 5.4. BIST Elektirik hisse senetleri fiyat verileri



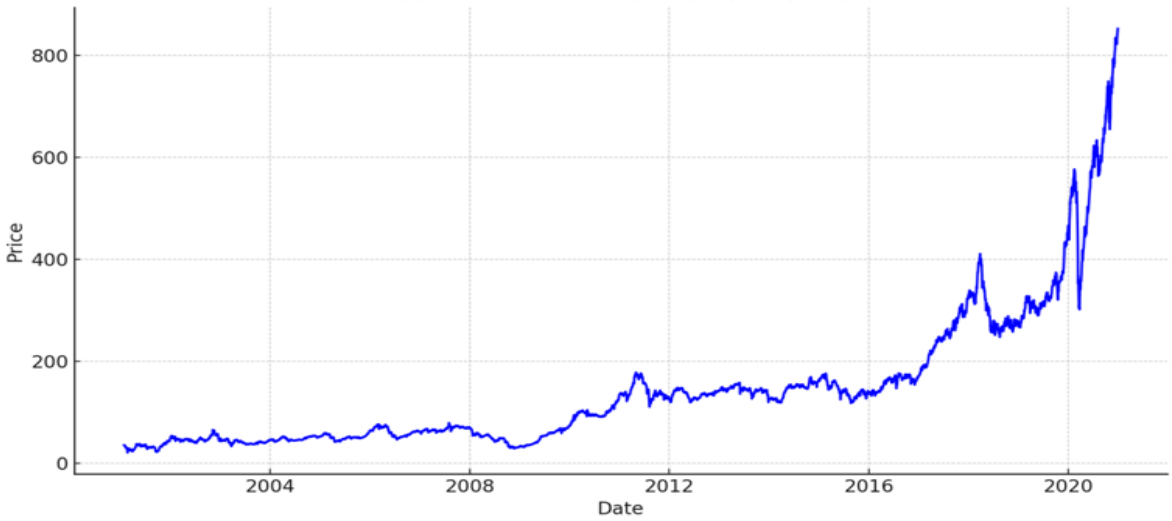
Şekil 5.5. BIST Endüstri hisse senetleri fiyat verileri



Şekil 5.6. BIST Turizm hisse senetleri fiyat verileri



Şekil 5.7. BIST Yiyecek, İçecek hisse senetleri fiyat verileri



Şekil 5.8. BIST Tekstil hisse senetleri fiyat verileri

Tablolar ((5.1-5.3) ve grafiklerdeki (5.1-5.8) veriler, BIST endekslerinin farklı dönemlerde nasıl performans gösterdiğini ve belirli ekonomik olaylar karşısında nasıl tepki verdiğini göstermektedir. Skewness ve kurtosis değerlerine bakıldığında, endekslerin fiyat serilerinin sağa veya sola çarpık (asimetrik) oldukları ve şişman kuyruk özelliği gösteren leptokurtik serilerdir. Jarque-Bera değerlerine bakıldığında ise hiçbir endeksin fiyat serisinin normal dağılıma sahip olmadığı görülmektedir. ADF ve PP test sonuçlarına göre, endekslerin fiyat serileri birim kök içermemektedirler. KPSS testi sonuçlarına göre ise tüm endekslerin fiyat serileri I(0)' da durağandır. ARCH testi sonuçlarına göre, endekslerin fiyat serilerinin hata terimleri zamana göre değişmektedir.

5.4. EGARCH (1,1) Modeli Sonuçlarının Yorumu

EGARCH (1,1) modelinin yorumlanabilir olabilmesi için modelde tahmin edilen parametrelerin istatistiksel olarak anlamlı olması önem taşır. Bu bağlamda, aşağıdaki tabloda her bir BIST endeksi için tahmin edilen parametreler sunulmuştur:

Tablo 5.4. BIST endeks tahmini

Endeks	BIST Turizm Verileri	BIST 100 Verileri	BIST Endüstri Verileri	BIST Banka Verileri	BIST Elektrik Verileri	BIST Tekstil Deri Verileri	BIST Basic Metal Data	BIST Gıda İçecek Verileri
Parameter	mu	mu	mu	mu	mu	mu	mu	mu
coef	58.7999	550.3446	370.6619	478.8957	26.077	140.7623	511.39	418.1148
std err	0.02277	0.57	0.192	0.996	0.02491	0.1	0.57	0.354
t	2582.543	966.113	1932.398	480.754	1046.964	1406.529	896.45	1180.217
P>|t|	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
95.0% Conf. Int.	[58.755, 58.844]	[5.492e+02,5.515e+02]	[3.703e+02,3.710e+02]	[4.769e+02,4.808e+02]	[26.028, 26.126]	[1.406e+02, 1.410e+02]	[5.103e+02,5.125e+02]	[4.174e+02,4.188e+02]

EGARCH (1,1) modelinin tahmin edilen parametrelerinin anlamlılıklarını yorumlamak için aşağıdaki analizler yapılmıştır:

ARCH Parametresi (αi): Tüm BIST endeksleri için pozitif ve anlamlıdır. Bu durum, geçmiş dönem şoklarının mevcut dönem oynaklıklar üzerindeki etkisini göstermektedir. BIST endekslerinde geçmiş dönem şokları, cari dönemdeki oynaklığı artırmaktadır.

GARCH Parametresi (βj): Tüm BIST endeksleri için pozitif ve anlamlıdır. Bu parametre, geçmiş dönemdeki oynaklıkların mevcut dönem oynaklıklar üzerindeki etkisini ölçmektedir. Tüm endekslerde, geçmiş dönemdeki oynaklık artışlarının cari dönemdeki oynaklıkları artırdığı gözlemlenmiştir.

Kaldıraç Parametresi (γk): BIST endekslerinin çoğu için negatif ve anlamlıdır. Bu durum, negatif şokların pozitif şoklara göre oynaklıkları daha fazla artırdığını göstermektedir. Negatif şoklar, piyasalarda daha fazla belirsizlik yaratmaktadır.

EGARCH (1,1) modeli, BIST endekslerinin oynaklık yapısını analiz etmek için uygun bir modeldir. Model sonuçlarına göre, BIST endekslerinde oynaklıkların zamanla kalıcılığı vardır ve geçmiş dönemdeki şoklar uzun süre etkisini sürdürmektedir. EGARCH modelinin tahmin edilen parametreleri, BIST endekslerinin getiri oynaklıkları üzerindeki geçmiş dönem şoklarının etkisini detaylı bir şekilde ortaya koymaktadır.

ARCH LM testi sonuçları, tüm BIST endekslerinde değişen varyans sorununun mevcut olduğunu ortaya koymaktadır. Ljung-Box istatistikleri ise otokorelasyonun giderildiğini göstererek BIST endekslerinde geçmiş dönem hisse senedi getirilerinin yüksek derecede bir bağımlılık taşımadığını işaret etmektedir.

Bu analizler, BIST endekslerinin oynaklık yapısının EGARCH (1,1) modeli ile analiz edilmesinin uygun olduğunu ve modelin sonuçlarının istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Endekslerin oynaklıkları üzerindeki şokların kalıcılığı ve etkileri detaylı bir şekilde incelenmiştir.

5.5. Analiz Bulgu Yorumları ve Sonuçların Değerlendirilmesi

Sonuç bölümünde; analiz bulguları değerlendirilerek yorumlar yapılmış ve gelecekte yapılabilecek çalışmalar hakkında değerlendirmelere yer verilmiştir.

5.5.1 Analiz Bulguları Yorumları

Analiz bulgularına göre, finansal kriz dönemlerinde Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinde önemli değişiklikler gözlemlenmiştir. EGARCH (1,1) modelinin kullanıldığı bu çalışmada, hisse senedi fiyatlarının oynaklıkları ve krizlerin bu oynaklık üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bulgular, kriz dönemlerinde fiyat oynaklıklarının arttığını ve bu oynaklıkların uzun süre devam ettiğini göstermektedir. Özellikle negatif şokların, pozitif şoklara göre daha fazla oynaklık yarattığı tespit edilmiştir. Bu durum, yatırımcıların kriz dönemlerinde belirsizlik ve korku içinde hareket ettiğini ve duygusal faktörlerin karar alma süreçlerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Ayrıca, GARCH ve EGARCH parametrelerinin pozitif ve anlamlı olması, geçmiş dönemde yaşanan şokların ve oynaklıkların mevcut dönem üzerindeki kalıcı etkisini

doğrulamaktadır. Bu bulgu, finansal krizlerin yatırımcı davranışlarını ve piyasa volatilitesini önemli ölçüde etkilediğini ve bu etkilerin uzun süre devam ettiğini göstermektedir. ARCH testi sonuçları, tüm BIST endekslerinde değişen varyansın varlığını ortaya koyarak, finansal varlıkların fiyat hareketlerindeki belirsizliğin kriz dönemlerinde daha belirgin hale geldiğini göstermiştir.

Davranışsal finans perspektifinden bakıldığında, kriz dönemlerinde yatırımcıların duygusal tepkiler verdiği, sürü davranışına eğilim gösterdiği ve panik satışları gerçekleştirdiği gözlemlenmiştir. Bu davranışlar, finansal piyasalarda aşırı fiyat hareketliliklerine ve irrasyonel karar alma süreçlerine yol açmıştır. Bu durum, kriz dönemlerinde yatırımcı psikolojisinin ve duygusal tepkilerin piyasa performansını olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Çalışmanın bu bulguları Keskin ve Aytüre (2024), Keskin (2024), Ruzgar ve Chua-Chow (2023), Canbaz (2019), Grima ve Caruana (2017), Grout ve Zalewska (2016), Angela vd. (2015) çalışmaları ile benzer sonuçlara ulaşılırken Süsay ve Tanrıöven (2023), Filip vd. (2015) çalışmaları sonuçları ile farklılık göstermektedir.

Sonuç olarak, finansal krizler, yatırımcıların davranışlarında irrasyonellik ve belirsizlik yaratmakta ve bu durum, piyasa fiyatlarının tahmin edilebilirliğini zorlaştırmaktadır. Bu nedenle, kriz dönemlerinde davranışsal finans yaklaşımlarının ve yatırımcı psikolojisinin dikkate alınması, piyasa hareketlerini anlamak ve krizlerin etkilerini azaltmak adına önemli bir katkı sağlamaktadır.

5.5.2 Sonuç ve Değerlendirme

Bu çalışmada, finansal kriz dönemlerinde Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin davranışsal finans perspektifinden analiz edilmesi amaçlanmıştır. Elde edilen bulgular, finansal kriz dönemlerinde yatırımcıların rasyonel kararlar almakta zorlandığını ve duygusal faktörlerin yatırım davranışlarını önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Yatırımcıların aşırı güven, sürü davranışı ve pişmanlıktan kaçınma gibi davranışsal eğilimleri, kriz dönemlerinde piyasadaki dalgalanmaları artıran temel etkenler arasında yer almaktadır. Bu eğilimler, hisse senedi fiyatlarının volatilitesini artırarak finansal piyasaların istikrarını bozabilmektedir.

Türkiye'nin geçmişte yaşadığı finansal krizlerin hisse senetleri üzerindeki etkileri incelendiğinde, kriz dönemlerinde hisse senetlerinin değer kaybına uğradığı, ancak kriz sonrasında toparlanma süreçlerinin yaşandığı gözlemlenmiştir. Bu süreçlerde, yatırımcıların

piyasalara olan güvenlerinin azalması ve belirsizliklerin artması, hisse senedi fiyatlarında ani ve büyük dalgalanmalara yol açmıştır. Bu durum, davranışsal finansın kriz dönemlerinde yatırımcı davranışlarını ve piyasa performansını anlamada önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, finansal kriz dönemlerinde yatırımcı davranışlarının anlaşılması, krizlerin etkilerinin azaltılmasında ve piyasalarda istikrarın sağlanmasında kritik öneme sahiptir. Davranışsal finans teorisi, yatırımcıların kriz dönemlerinde sergilediği irrasyonel davranışları analiz ederek, gelecekte benzer krizlerin önlenmesi ve yönetilmesi konusunda önemli ipuçları sunmaktadır. Bu nedenle, finansal piyasa aktörlerinin ve politika yapıcıların, kriz dönemlerinde yatırımcıların davranışlarını dikkate alarak daha etkin stratejiler geliştirmesi gerektiği sonucuna varılabilir. Bu çalışma, finansal krizlerin etkilerini anlamak ve gelecekte yaşanabilecek benzer durumlara karşı hazırlıklı olmak adına önemli bir katkı sunmaktadır.

Gelecekte yapılabilecek çalışmalar arasında kriz dönemlerinde diğer gelişmiş veya gelişmekte olan ülke borsaları ile bu borsalarda işlem gören indekslerle karşılaştırmalı değerlendirilebilir. Ayrıca konu farklı istatistik yöntemler kullanarak test edilebilir.

KAYNAKÇA

Ah Mand, A., Janor, H., Abdul Rahim, R., & Sarmidi, T. (2023). Herding Behavior and Stock Market Conditions. *PSU Research Review*, 7(2), 105-116.

Aktaş, M.A. (2005). Perakende Satış Mağazaları ve Zarar Önleme Metotları. *Maliye Dergisi*.8(92).1-4.

Albeni, M., & Demir, Y. (2005). Makro Ekonomik Göstergelerin Mali Sektör Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi (İMKB uygulamalı). *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (14), 1-18.

Altıntaş, H. (2004). Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (22).

Aydın, Ü., & Ağan, B. (2016). Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 12(2), 95-112.

Ayyıldız, S. (2014). *İstihdam Politikası Aracı Olarak Mikro Finansman*, Detay Yayıncılık, Ankara.

Aytekin, Ö. G. Y. E., & Aygün, M. (2016). Finansta Yeni Bir Alan "Davranışsal Finans". *Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (2), 143-156.

Blanchard, O. J., ve Watson, M. W. (1982), *Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets,. Crisis in the Economic and Financial Structure*, (Ed.: P. Wachtel), pp.295-315. Lexington, MA.

Bollerslev, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307-327.

Budak, M. (2024). *Finansal Kriz Dönemlerinde Borsa İstanbul*. Sosyal, İktisadi, Beşeri Ve Yönetim Alanları Perspektifinde Sorunlara Bakış 2. Ed. F. Aslan. Ss.109-124. Efe Akademi. İstanbul.

Canbaz, M. Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Yatırımı Nasıl Yapılır? İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği. *Akademik Çalışmalar*-2019/2, 40.

Chiang, T. C., & Zheng, D. (2010). An Empirical Analysis Of Herd Behavior İn Global Stock Markets. *Journal of Banking & Finance,* 34(8), 1911-1921.

Chou, R. Y. (1988). Volatility Persistence and Stock Valuations: Some Empirical Evidence Using GARCH. *Journal of Applied Econometrics*, 279-294.

Cihangir, M. (2005). Finansal Krizlerin Banka Birleşmelerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Çerçevesinde Kronolojik Bir Yaklaşım. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 19(1), 99-116.

Çetiner, M., Gökcek, H. A., & Gölbaşı, B. T. (2019). Davranışsal Finans Perspektifinden Yatırımcı Davranışları Üzerine Bir İnceleme. *Uluslararası Bankacılık Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(1), 1-30.

Dağlı, H. (2000). Hisse Senedi Piyasa Endeksleri ve Türkiye. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3(4), 189-206.

Danışoğlu, A. Ç. (2007). PARA KRİZLERİ: Türkiye'de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2), 1-11.

Delice, G. (2003). Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (20).

Engin, M. (2013). Gelişmiş ve Yükselen Piyasalarda 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler ve Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkileri. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (2).

Engin, C., & Göllüce, E. (2016). 2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye Üzerine Yansımaları. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(1), 27-40.

Engle, R. F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50(4), 987-1007.

Eguiluz, V. M., & Zimmermann, M. G. (2000). Transmission of İnformation and Herd Behavior: An Application to Financial Markets. *Physical Review Letters*, 85(26), 5659.

Gray, K. R.,Frieder, L. A., ve Clark Jr, G. W. (2007), Financial Bubbles and Business Scandals in History. *International Journal of Public Administration*, 30(8-9), s.859-888.

Güngör, S., & Demirel, E. (2018). *Davranışsal Finansta Yatırımcı Önyargıları*. Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.

International Monetary Fund (IMF). (2009). *Global Financial Stability Report, April 2009:* Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks (No. 097.20090401). International Monetary Fund.

Kameda, T., & Hastie, R. (2015). Herd Behavior. Emerging Trends in The Social and Behavioral Sciences: An İnterdisciplinary, *Searchable, And Linkable Resource*, 1-14.

Karaca, C. (2014). Uygulanan Para ve Maliye Politikaları Açısından Geçmiş Krizler ve 2008 Küresel Ekonomik Krizinin Karşılaştırmalı Analizi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(1), 263-286.

Karadağ, M. M. (2019). Finansal Krizler ve Asimetrik Enformasyon: Asya ve Meksika Krizleri. *Maliye ve Finans Yazıları*, (112), 119-148.

Keskin, M. & S. Aytüre (2024), Merkezi ve Doğu Avrupa Ülkeleri Borsalarında Sürü Davranışları: Hırvatistan, Polonya ve Romanya Örnekleri, *Sosyoekonomi*, 32(62), 479-495 DOI: 10.17233/sosyoekonomi.2024.04.22

Keskin, M. (2024). First Examples of Herd Behavior in The Netherlands and London Stock Exchanges. *10. International Paris Congress on Social Sciences & Humanities*. Pp.76-88. February 17-19, 2024 Paris – France

Keskin, M. (2024), Examples of Financial Asset Dependency in Markets From Past to Present, *Silk Road 3rd International Scientific Research Congress* (294-302), Samarkand, Uzbekistan.

Kindleberger, C.P. (2007*). International Economics*, USA.

Nart, E. Ç. (2015). Dış Borç Yönetimi Açısından Finansal Kriz Riski. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 30(2), 71-85.

Oktar, S., & Yüksel, S. (2015). 1998 Yılında Rusya'da Yaşanan Bankacılık Krizi ve Öncü Göstergeleri. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 37(2), 327-340.

Özdemir, L. (2008). 2008 Küresel Ekonomik Krizinin İşletmeler Üzerindeki Etkileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 14(2), 249-265.

Öztürk, S. (2003). Sabit Döviz Kuru Politikasının Krizlere Olan Etkisi: 1997 Güneydoğu Asya ve 2000 Kasım-2001 Şubat Türkiye Krizleri. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 10(1), 171-185.

Poyraz, K., & Nayır, İ. Menkul Kıymet Borsası Aracı Kurumlarında İşlem Yapan Yatırımcılar Üzerine Bir Araştırma. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (7).

Selahattin, T. (1985). *Türkiye'de Sermaye Piyasası*. İstanbul, Okan.

Sever, E., Çetiner, M., & Paksoy, M. (2020). Bireysel Yatırım Kararları ile Davranışsal Finans Eğilimlerinin İlişkisi: İmalat ve Hizmet Sektörlerinde Bir Araştırma. *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (49), 9-40.

Toprak, D. (2010). Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Borçlarin Seyri: 1994 Ve 2001 Krizi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 2(2), 1-14.

Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Science, New Series, 185 (4157), 1124-1131.

Turgut, A. (2007). Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler. *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, 20(4-5), 35-46.

Turan, Z. (2011). Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 56-80.

Ural, M. (2003). Finansal krizler ve Türkiye. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(1), 11-29.

Uzun, U., & Güngör, B. (2017). Borsa Endeksleri ile Ülkelerin Seçilmiş Makroekonomik Göstergeleri Arasındaki İlişkinin Uluslararası Boyutta İncelenmesi. *Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(4), 1-30.

Yıldırım, S. (2010). 2008 yılı küresel ekonomi krizinin Dünya ve Türkiye ekonomisine etkileri. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2010(1), 47-55.

Yılmaz, Ö., Kızıltan, A., & Kaya, V. (2005). Iktisadi Kriz Kuramlari, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (24), 77-97

Yurttançıkmaz, Z. Ç. (2012). Döviz Kuru ve Enflasyonun Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. *Ekev Akademi Dergisi*, 16(51), 393-410.