



Finansal Kriz Dönemlerinde Yatırımcı Tercihlerinin Etkenleri: 2001 Krizi Üzerine Bir Araştırma

The Determinants of Investor Preferences during the Financial Crisis
Periods: A Study on 2001 Crisis

Gülfeñ TUNA

Sakarya Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Finansal Ekonometri Bölümü
geksi@sakarya.edu.tr

Ahmet Selçuk DİZKIRICI

Sakarya Üniversitesi
İşletme Fakültesi
Uluslararası Ticaret Bölümü
asdizkirici@sakarya.edu.tr

Özet

Bu araştırmanın amacı 2001 finans krizinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki en düşük riskli portföylerde yer alan hisse senetleri üzerindeki etkilerini incelemektir. Araştırmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2000:11-2002:09 döneminde işlem gören tüm hisse senetlerinin aylık getiri verileri kullanılmıştır. Portföy seçim işlemleri Markowitz Modeli ile gerçekleştirilirken 2001 finans krizinin etkileri oran analizi ile incelenmiştir. Araştırmanın bulguları; incelenen işletmelerin kriz dönemlerinde ihracatın olumlu etkilerinden faydalandığını, kısa süreli borç miktarlarının arttığını, alacak tahsil ve stok elde tutma sürelerinin ise kısaldığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Portföy Seçimi, Markowitz Modeli, Oran Analizi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.

Abstract

The study is targeting to examine the effects of 2001 financial crisis on the shares included in the lowest-risk portfolios of Istanbul Stock Exchange. To this end; monthly returns data of all shares traded in Istanbul Stock Exchange between 2000:11-2002:09 term, are evaluated. While portfolio selection is carried out via Markowitz Model, the effects of 2001 financial crisis are examined whereby ratio analysis. The findings display that the firms examined have benefited from the positive impact of exporting, furthermore, the amounts of short term debts are increased. Besides, both stock retention and receivable collection periods of the mentioned firms are decreased.

Key Words: Portfolio Selection, Markowitz Model, Ratio Analysis, Istanbul Stock Exchange.

1. Giriş

Kriz; işletme faaliyetlerinde dengesizliklere neden olarak belirsizlik ortamı oluşturan, işletmenin varlığını tehdit eden ve işletme yöneticilerinin karar verme sürecini kısıtlayan bir durumdur (Abdioğlu, Büyükşalvarcı ve Dinç, 2010, s. 28). Finans krizi ifadesi ise genel olarak finansal piyasaların fonksiyonlarının bozulması neticesinde ekonomik faaliyetlerde daralma yaşanması anlamına gelmektedir. Türkiye ekonomisinde görülen 1994 ve 2001 krizleri uluslararası nitelik taşımaksızın ülkenin bankacılık sistemi, ödemeler dengesi, cari açık ve bütçe açığı ile açıklanabildiğinden finans krizi olarak ifade edilmektedir. Söz konusu krizler resmi döviz kuru ile cari döviz kuru arasındaki farkın en yüksek olduğu iki noktada (1994:03 ve 2001:02) ortaya çıktığından; Işık, Duman ve Korkmaz (2004) tarafından finans krizi yerine döviz krizi olarak tanımlanmışlardır.

1994 ve 1997 yıllarında içsel ve dışsal nitelikli birer finans krizinin ardından 1999 Marmara Depremi'nin yaşandığı Türkiye'de zaten yüksek seviyelerde seyreden enflasyon, reel faiz, iç-dış borç stok oranları ile sürekli açık veren cari işlemler dengesi gibi kriterlerde 2000 ve 2001 yıllarına doğru olumsuz yönde önemli oranlarda değişiklikler yaşanmıştır. Sonuç olarak Türkiye ekonomisi 2001 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık % 9 oranında küçülmüş ve ülkede ekonomik, sosyal ve finansal alanlarda büyük kayıplar yaşanmıştır.

Literatürde 2001 finans krizinin Türkiye ekonomisine etkilerini inceleyen çok sayıda bilimsel çalışma mevcuttur ancak bireysel hisse senedi yatırımcısının kriz dönemi, öncesi ve sonrasındaki tercihleri ile ilgili bir çalışma bulunmamaktadır. Literatür incelemesinde hisse senedi yatırımcısının 2001 finans krizi öncesi ve sonrasında tercih ettiği işletmelerin finansal oranlarına bakarak ortak özelliklerin neler olduğunun belirlenmesine yönelik herhangi bir çalışmaya da ulaşılammıştır.

Bu araştırmada, söz edilen nedenler doğrultusunda, hisse senedi yatırımcısının kriz dönemlerinde tercih ettiği seçeneği belirleyen unsurların neler olduğunun tespit edilmesine yönelik çalışılmıştır. Hem teorisyenler hem de uygulamacılar açısından önem arz eden yatırımcı tercihleri hususunda etkili olan rasyonel unsurların belirlenmesi açısından bu çalışmanın önemli olduğu ve literatürdeki önemli bir boşluğun doldurulacağı düşünülmektedir.

Bu doğrultuda hazırlanan çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünün ardından ikinci bölümde literatür araştırmasına yer verilmiş ve üçüncü bölümde ise çalışmada kullanılan veri seti ile modeller izah edilmiştir. Dördüncü bölümde ise ilgili dönem için minimum riskli portföylerde yer alan hisse senetleri belirlendikten sonra bu işletmelerin finansal kriz döneminde yatırımcılar tarafından düşük riskli olarak algılanmasına neden olan unsurların tespit edilmesine yönelik oran analizi ile işletmelerin genel durumlarının incelenilmesine çalışılmıştır. Son bölümde ise elde edilmiş olan bulgulardan yararlanarak 2001 finans krizi döneminde hisse senedi yatırımcısının tercihleri ile ilgili bir genel değerlendirme yapılmıştır.

2. Literatür

2001 krizi Türkiye'nin iç dinamiklerden kaynaklanan bir finans krizidir. Bu dönemde izlenen sabit kur politikası sonucu ithalat ihracata kıyasla daha hızlı artmış ve bu durum kırılğan cari açık yapısında büyümeye neden olmuştur. Ayrıca bankacılık sektöründeki sorunlar, sıcak para politikasının neden olduğu olumsuzluklar ve

istikrarsız siyasi ortam neticesinde ortaya çıkan olaylar da krizin oluşmasına önemli ölçüde etkide bulunmuştur.

İlgili dönemde Türkiye'nin borç yapısı incelendiğinde karşılaşılan sonuçlar dikkat çekicidir. Örneğin 1994 sonrası dönemde % 20 civarında seyreden İç Borç Stoku/GSMH oranı % 69 seviyesine, Toplam Dış Borç Stoku/GSMH oranı ise % 40'lı değerlerinden 2000 yılında % 59'a ve 2001'de ise % 79'a ulaşmıştır. Borçların sürdürülebilirliği anlamında temel gösterge olarak kabul gören Kamu Net Borç Stoku/GSMH oranı ise 2000'de % 28 iken kamu bankaları ve TMSF'ye verilen yükümlülükler nedeniyle 2001 yılında % 92'ye çıkmıştır. Hızla büyüyen açıkları ve borçluluk oranları ile Türkiye 2001 krizinin yaşandığı dönemde IMF ve Dünya Bankası ölçütlerine göre "çok borçlu ülkeler" grubuna dâhil olmuştur (Yavuz ve Çiçek, 2006, ss. 101-103; Yiğitoğlu, 2005, ss. 120-121). Kriz döneminde bankalararası gecelik faiz oranı ortalaması 2000 yılı Aralık ayında % 198 ve 2001 Şubat'ında % 436 olarak kaydedilmiş (Uygur, 2001, s. 7) ve reel mevduata yönelik faiz oranları da % 100'ün üzerine çıkmıştır (Karaçor ve Alptekin, 2006, s. 252). Üç aylık hazine bonosunun bileşik faiz oranı, daha sonra hızla azalsa da, % 6 civarından % 117 seviyesine gelmiş ve azalma trendi içinde bulunan enflasyon oranı ise 2000 sonunda % 32 iken 2001 sonunda % 88'e ulaşmıştır. Bahsedilen dönemde yabancı yatırımcıların portföy alışları 1 milyar USD seviyesinde iken satışlar 9 milyar USD civarında olmuş böylece çok kısa bir süre içinde çok büyük miktarda para çıkışı gerçekleştirilmiştir (Yeldan, 2002, ss. 14-19).

2001 finans krizinin Türkiye ekonomisine etkisi üzerine yapılan çalışmaların bir kısmı aşağıda ifade edilmektedir:

Çalışkan, Kerestecioğlu ve Kara (2011: 68) yaptıkları çalışma sonucunda 2001 krizi döneminde İMKB'de işlem gören on gıda işletmesinin özkaynak miktarında azalma, yabancı kaynak miktarında artma ve kısa vadeli borçların oranında artış ile beraber nakit oranlarında azalış yaşandığını tespit etmişlerdir. Dolayısıyla araştırma kapsamında incelenen işletmelerin mali yapılarının bozularak risklerinin arttığı görülmüştür. Ayrıca brüt satış karının olumlu olmasına karşın finansman giderlerinin artışının şirketlerin kârlılığını olumsuz yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Ertuna (2002) tarafından yapılan çalışmada, 2000 ve 2001 krizlerinde İMKB'de işlem gören 172 sanayi işletmesinin ilk altı aylık döneme ait konsolide bilançoları analiz edildiğinde kullanan nakdin 2000 yılında 1,51 kez ve 2001 yılında ise 1,37 kez devredildiği bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca işletmelerin alacak devir hızlarının 5,93'ten 5,54'e düştüğü ve tahsilat süresinin 61 günden 66 güne uzadığı ortaya konulmuş, stok devir hızlarının 6,75'ten 6,42'ye gerilemiş olduğu ve stokların ortalama tüketilme süresinin ise 54 günden 57 güne çıktığı hesaplanmıştır (Abdioğlu, Büyükşalvarcı ve Dinç, 2010, s. 29).

Aşıkoğlu ve Ögel (2006) ise 2001 finans krizinin imalat sektörü üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında kriz esnasında sektörde faaliyet gösteren işletmelerin pasif yapılarında yabancı kaynakların özellikle de kısa vadeli borçların oranının arttığını ve özellikle kriz dönemlerinde artan finansman giderlerinin etkisiyle işletmelerin kârlılığının olumsuz etkilendiğini tespit etmişlerdir (Çalışkan, Kerestecioğlu ve Kara, 2011, s. 71).

Ekşi'nin (2010) 2001 krizinin KOBİ'ler ve büyük ölçekli işletmeler üzerindeki etkilerini gözlemlemek amacıyla yaptığı çalışmada ise kriz sürecinde KOBİ'lerin büyük ölçekli firmalara kıyasla likiditeyi yüksek tuttukları, daha büyük oranda

borçlandıkları, yabancı kaynaklarının içinde daha ziyade kısa vadeli kaynak kullandıkları, daha fazla sermaye artışına gittikleri, satışlarını daha çok peşin yapmayı tercih ettikleri ve net karlarının daha iyi durumda olduğu görülmüştür. Öte yandan büyük ölçekli firmalarında KOBİ'lere kıyasla stoklarını daha hızlı paraya çevirdikleri ve faaliyet kârlarının daha iyi durumda olduğu gözlemlenmiştir. Buradan 2001 krizinin tüm işletmeleri aynı fonksiyon ve derecede etkilemediği anlaşılmaktadır (Ekşi, 2010, ss. 76-77).

Eylül 2001'de gerçekleştirilen MUFAD yuvarlak masa toplantısında ise yaşanan krizde bazı işletmelerde cari oranın yüksek çıkmasının sebebinin alacakların tahsil edilememesi ve stokların satılamaması nedeni ile dönen varlıkların yüksek hesaplanmasından kaynaklandığı ifade edilmiştir (MUFAD, 2001, s. 66 aktaran Abdioğlu, Büyükşalvarcı ve Dinç, 2010, s. 30).

Araştırmada kullanılan modelin geçerliliğine ve Türkiye'deki yatırımcının tercihine yönelik araştırmalar ise aşağıda ifade edilmektedir:

Birgili ve Tuna'nın (2011) çalışmasında, Türkiye'de 2005:12-2010:01 dönemi için en yaygın yatırımcı tercihlerinin Türk Lirası, ABD Doları, Euro, altın, tahvil ve hisse senedi şeklinde sıralandığı açıklanmıştır.

Birgili, Tuna ve Tuna'nın (2011) 1986:01-2009:12 döneminde hisse senedi yatırımcısının en düşük riske sahip olan portföy tercihlerinde hangi sektörlerin aktif rol aldığını inceledikleri çalışmanın sonucuna göre en düşük riskli portföylerde yer alan hisse senetlerinin snai endeks kapsamında yer aldığı tespit edilmiştir.

Küçükkocaoğlu (2002); Altay Salih, Muradoğlu ve Mercan (2002); Boztosun, Yalçınmer ve Atan (2005); Birgili ve Tuna (2010) İMKB'de çeşitli dönemlerde Markowitz Modeli'nin geçerliliğini incelemişlerdir. Yapılan araştırmaların sonucunda Markowitz Modeli'nin İMKB'de incelenen tüm dönemler için geçerli olduğu ifade edilmiştir.

3. Araştırmada Kullanılan Model ve Veri Seti

3.1. Araştırmada Kullanılan Model

Araştırmanın amacı doğrultusunda portföy seçeneklerinin belirlenmesi için Markowitz Ortalama Varyans Modeli'nden yararlanılmış ve belirlenen portföylerde yer alan hisse senetlerinin ait olduğu işletmelerin 2001 krizine verdikleri tepkileri değerlendirmek amacıyla oran analizi kullanılmıştır.

Araştırmada öncelikli olarak beklenen getiri kısıtı olmaksızın açığa satış olanağının olmadığı bir ortamda riskini minimize etmek isteyen yatırımcıların tercihlerine odaklanılmıştır. Bu nedenle Markowitz Ortalama Varyans Modeli'nin esas alınması ile minimum varyanslı portföy seçenekleri belirlenmiştir. Böyle bir durumda minimum varyanslı portföy seçim modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$\begin{aligned} \text{Amaç Fonksiyonu} & : \quad \text{Min} \quad w^T \square w \\ \text{Kısıtlar} & : \quad w > 0 \\ & \quad w^T \mathbf{1} = 1 \end{aligned}$$

Buradaki w ; her bir hisse senedinin portföy içindeki ağırlık vektörünü, w^T ; w vektörünün devriğini, 1 ; birler vektörünü, Σ ; kovaryans matrisini ve amaç fonksiyonu ($\text{Min } w^T \square w$) ise oluşturulan portföyün toplam riskinin en düşük düzeyde olmasını ifade etmektedir. Bütçe kısıtı ($w^T 1 = 1$) ile yatırımcının sahip olduğu toplam tutarın tamamının hisse senedi yatırımlarına yönlendirilmesi sağlanmış ve her bir menkul kıymete pozitif yatırım yapma kısıtı ise $w > 0$ şeklinde ifade edilmiştir. Bütçe kısıtı ve pozitif yatırım kısıtı ile yatırımcının açığa satış yapması engellenmiştir.

Minimum varyanslı portföy seçimi sürecinde kullanılan Markowitz Modeli'nin geçerliliği Küçükocaoğlu'nun (2002) çalışmasına istinaden seçilen dönem için tekrar test edilmemiştir zira bahsedilen çalışmada modelin kriz dönemlerinde dahi geçerli olduğu iddia edilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde 2001 finans krizinin seçilen işletmeler üzerindeki etkilerinin incelenmesi için yararlanılan oran analizi yönteminde kullanılan oranlar; likidite, mâli yapı, kârlılık ve faaliyet oranları olmak üzere Tablo 1'de görüldüğü üzere dört ayrı grupta incelenmiştir.

Tablo 1: Araştırma Kapsamında Kullanılan Oranlar

LİKİDİTE ORANLARI	MALİ YAPI ORANLARI
Cari Oran	Kısa Vadeli Borç/Toplam Pasifler
Asit Test Oranı	Uzun Vadeli Borç/Toplam Pasifler
Nakit Oran	
KÂRLILIK ORANLARI	FAALİYET ORANLARI
Esas Faaliyet Kâr Marjı	Alacak Devir Hızı
Net Kâr Marjı	Stok Devir Hızı

3.2. Araştırmada Kullanılan Veri Seti

Portföy seçimi için araştırmada kullanılan veri seti 2000:11-2002:09 döneminde İMKB'de işlem gören tüm hisse senetlerinin aylık getiri değerleridir. 2001 finans krizinin etkilerinin incelendiği aralık olarak belirlenmiş olan söz konusu dönem, borsa endeksinde meydana gelen düşüş ve tekrar düzelme eğilimlerini içerdiğinden, araştırmanın literatür kısmında değinilen çalışmalarda da sıklıkla tercih edilmiş olan dönemdir.

Gerçekleştirilen optimizasyon işlemleri sonucunda tercih edilen hisse senetlerinin 2001 krizinde güvenli ya da düşük riskli olarak algılanmasına neden olan unsurların belirlenmesi amacıyla; 2000:03-2002:12 aralığındaki üçer aylık bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır. Dolayısıyla oran analizi ile gerçekleştirilen inceleme 12 farklı dönemi içermektedir. Bu araştırma kapsamında kullanılan verilerin tümü İMKB'nin web sayfasından (www.imkb.gov.tr) elde edilmiştir.

4. Araştırma Bulguları

Araştırma kapsamında elde edilen bulgular “portföy tercihlerine” ve “oran analizine” ilişkin olmak üzere iki grupta ele alınmıştır.

4.1. Portföy Tercihlerine İlişkin Bulgular

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2000:11-2002:09 döneminde işlem gören tüm hisse senetlerinin araştırmaya dâhil edilmesi ile ilgili dönem için en düşük riske sahip olan portföyler Markowitz Modeli ile belirlenmiştir. Bu portföylerde yer alan tüm hisse senetlerinin her ay için portföye dâhil edilme yüzdesi ve tüm 35 aylık dönem için

portföyde yer alma sıklığı belirlenmiştir. Buna göre tercih edilen hisse senetlerine ait bilgiler Tablo 2’de görüldüğü üzere gerçekleşmiştir.

Tablo 2: 2000:11-2002:09 Dönemi İçin Oluşturulan Portföylerdeki Hisse Senetleri

Hisse Kodu	ADANA	AYCES	BRMEN	BRSAN	BUCİM	CEYLN	CMENT	CRDFA	DOGUB
Portföye Dâhil Edilme Oranı (%)	2,48488	1,69193	6,10543	19,9850	15,32352	2,74072	18,0329	1,01714	3,27777
Yer Alma Sıklığı	1	13	21	34	34	16	35	12	32
Hisse Kodu	EGPRO	GEDIZ	KARTN	KENT	SKBNK	TUMTK	YKFIN	YKSGR	PRTFY AĞRLĞI
Portföye Dâhil Edilme Oranı (%)	7,70477	1,23498	3,22378	3,82130	1,794696	1,40252	1,86167	2,71082	94,4140
Yer Alma Sıklığı	33	17	18	30	17	19	22	19	

Gerçekleştirilen uygulama sonucunda 2000:11-2002:09 tarihleri arasındaki 35 aylık dönemde 17 adet hisse senedi farklı sıklıklarla tercih edilerek, minimum varyansa sahip portföylere dâhil edilmiştir. Tercih edilen hisse senetleri ilgili dönemde toplam portföy ağırlığının % 94,41’lik kısmını oluşturmaktadır. Geriye kalan % 5,59’luk kısmı oluşturan hisse senetlerinin her birine yapılan yatırım tutarı % 1’in çok altında olduğu için araştırma kapsamına dâhil edilmemiştir.

35 farklı dönem için elde edilen minimum varyanslı portföylerde yer alan ve her biri ortalama olarak toplam portföyün en az % 5’lik kısmını oluşturan hisse senetleri ile çalışmanın uygulama kısmının ikinci aşaması gerçekleştirilmiştir. Bu kısıtlar altında seçilen dönem için uygulanan optimizasyon işlemleri sonucunda belirlenen beş adet hisse senedi Tablo 3’te gösterilmektedir:

Tablo 3: Oran Analizi İle İncelenen Hisse Senetleri

Hisse Senedi Kodu	BRMEN	BRSAN	BUCİM	CMENT	EGPRO
Portföye Dâhil Edilme Oranı (%)	6,10543	19,98507	15,32352	18,03295	7,704779
Yer Alma Sıklığı	21	34	34	35	33

BRMEN tekstil, BRSAN metal ana sanayi, BUCİM ve CMENT taş toprak, EGPRO ise kimya sektöründe faaliyet gösteren işletmelere ait hisse senetlerini temsil etmektedir. Araştırma dönemi olarak belirlenen 35 aylık süreçte; CMENT ortalama olarak % 18,03’lük oran ile her dönem düşük riski tercih eden yatırımcının portföyünde yer almıştır. Daha sonra BRSAN % 19,99 ve BUCİM ise % 15,32’lik oranlarla 34’er dönem, BRMEN % 6,11’lik oran ile 21 dönem ve EGPRO ise % 7,70 oran ile 33 dönem yatırımcı tarafından tercih edilmişlerdir.

2001 finans krizini kapsayan dönem için gerçekleştirilen optimizasyon işlemi; yatırımcıya en düşük riski sunan portföylerde yer alan hisse senetlerinin Sınav Endeksi kapsamında olduğunu göstermektedir. Bu durum; Birgili, Tuna ve Tuna’nın (2011) çalışmasını destekler niteliktedir.

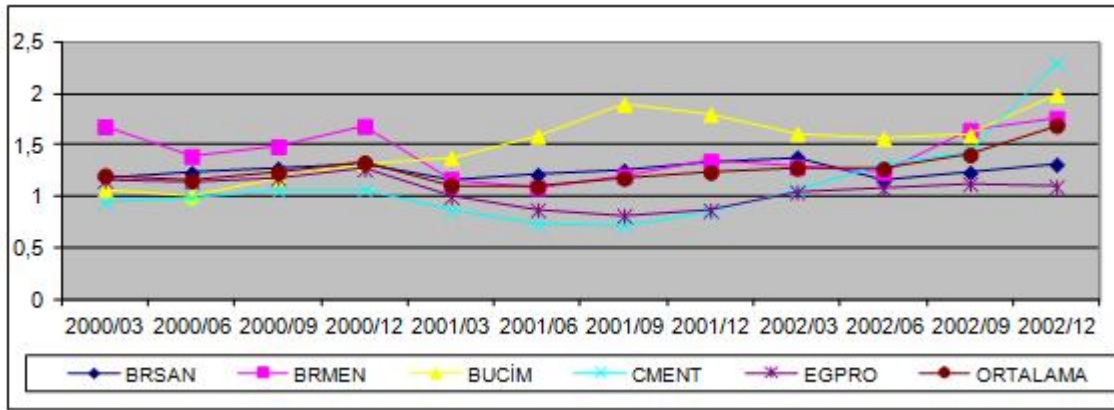
4.2. Oran Analizine İlişkin Bulgular

2001 finans krizinin seçilen hisse senetleri üzerindeki etkileri likidite, mali yapı, kârlılık ve faaliyet açısından olmak üzere dört başlık halinde incelenmiştir.

4.2.1. Likidite Oranları Üzerindeki Etkiler

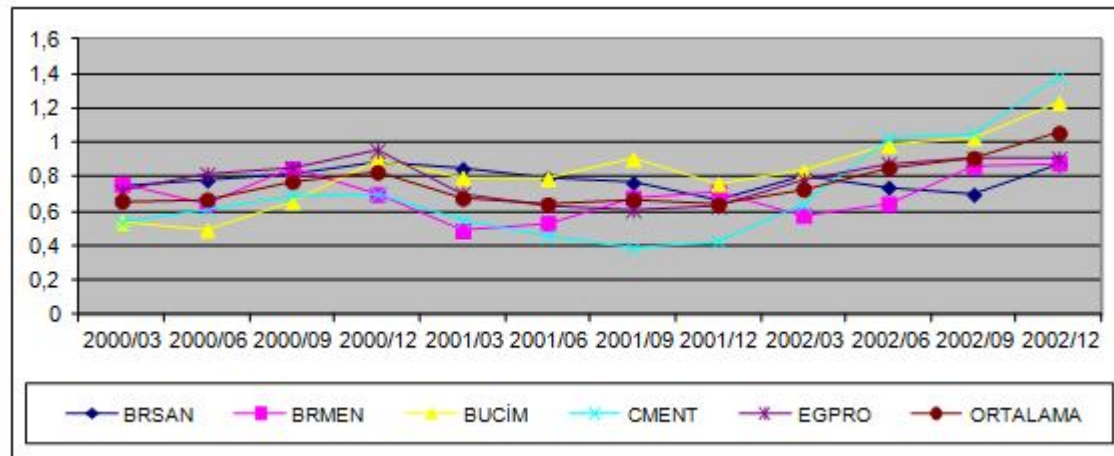
Likidite oranları; işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösterdiğinden işletmenin ticari ilişki içerisinde bulunduğu diğer işletmeler açısından da oldukça önemlidir. Buradan hareketle cari oran, asit test oranı ve nakit oranda gerçekleşen değişim sırasıyla aşağıdaki grafiklerde gösterilmektedir.

Grafik 1: Cari Oran



Grafik 1’de görüldüğü üzere araştırma kapsamında incelenen işletmelerin 2001 finans krizi öncesinde kısa süreli borçlarını dönen varlıkları ile ödeyebilecek güçte oldukları ifade edilebilir. Ancak 2001 krizi ile beraber firmaların cari oranları azalmış hatta CMENT ve EGPRO için söz konusu oran 1 değerinin dahi altına düşmüştür. Ancak bu olumsuz durum düşük riskli olarak değerlendirilen söz konusu işletmeler için kısa sürmüş ve 2001:06 döneminden sonra cari oranları tekrar artmaya başlamıştır.

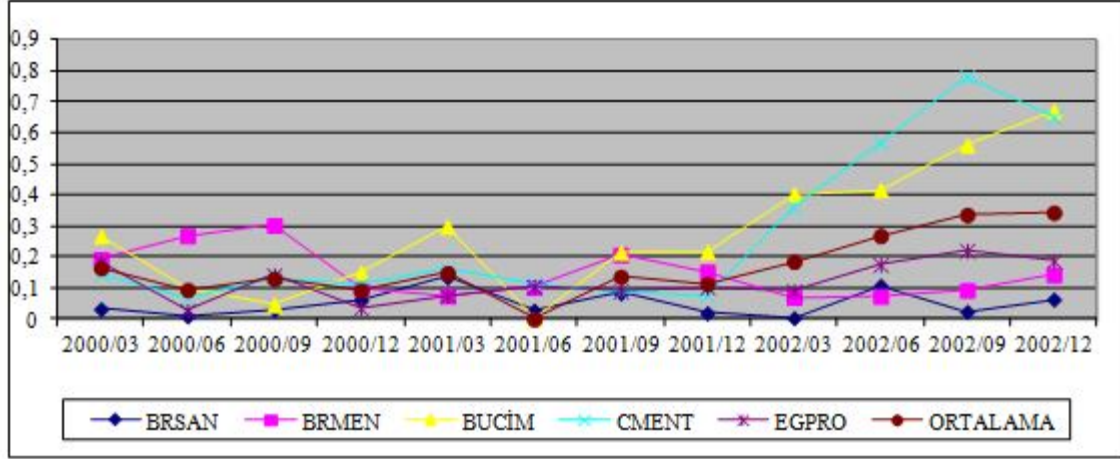
Grafik 2: Asit Test Oranı



Asit test oranlarının 2001 öncesinde görülen olumlu seyirleri kriz döneminde negatif yönlü olmuştur. BUCİM’e ait asit test oranı kriz öncesi dönemde en az iken artmaya başlamış; kriz dönemi ve sonrasında da daima ortalamanın üzerinde kalmıştır.

Buna karşın BRMEN ve CMENT ise kriz döneminde ortalama değerin altında yer almışlardır. Bu yapı krizin ardından genel olarak düzelmeye başlamış ve oranlar artış eğilimi içerisine girmiştir.

Grafik 3: Nakit Oran

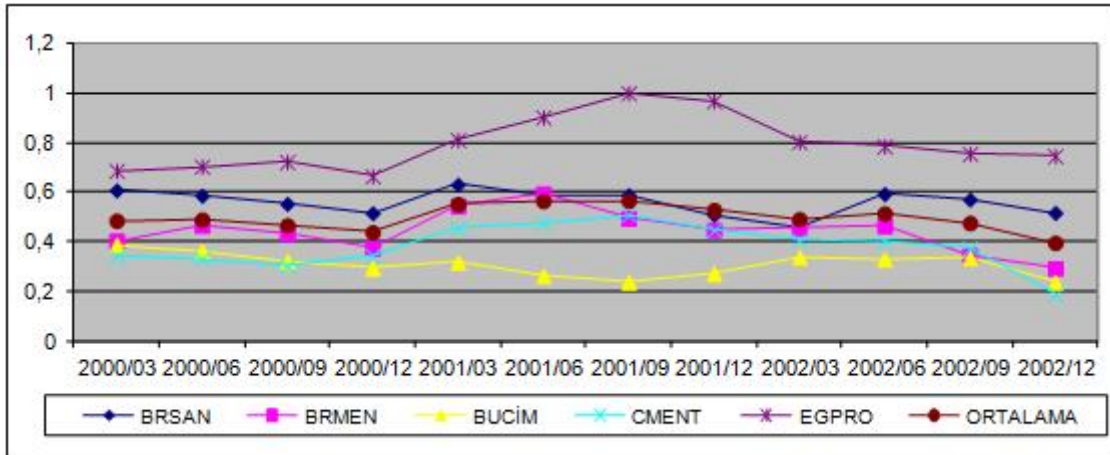


İşletmelerin nakit oranları incelendiğinde kriz esnasında BRMEN hariç tüm işletmelerin nakit oranlarının arttığı ancak hemen sonrasında tersine yönlü hareketliliğin var olduğu anlaşılmaktadır. 2001 Haziran'ı sonrasında ise BRSAN ve BRMEN zaman zaman keskin yükselme ve düşüşler yaşadığı ancak işletmelerin nakit oranlarının genel olarak yükseldiği ve kriz öncesi ortalamaların üzerinde seyrettiği görülmektedir. Sözü edilen oranda meydana gelen yükselişin; kısa süreli borçlar artsa bile ihracata yönelik sonucu biriken döviz miktarı, kur farkı ve nakit fazlasından elde edilen faiz gelirleri neticesinde hazır değerlerin kısa süreli borçlara nispeten daha hızlı artmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Aynı zamanda piyasada yaşanan belirsizlikten kaçınmak amacıyla vadeli satışlardan ziyade peşin satışların tercih edildiği şekilde de yorumlanabilir.

4.2.2. Mali Yapı Oranları Üzerindeki Etkiler

Kriz dönemi incelendiğinden mali yapı adına seçilen işletmelere ait kısa ve uzun süreli borçların toplam pasife oranlarının değişimi incelenmektedir.

Grafik 4: Kısa Süreli Borç / Toplam Pasif

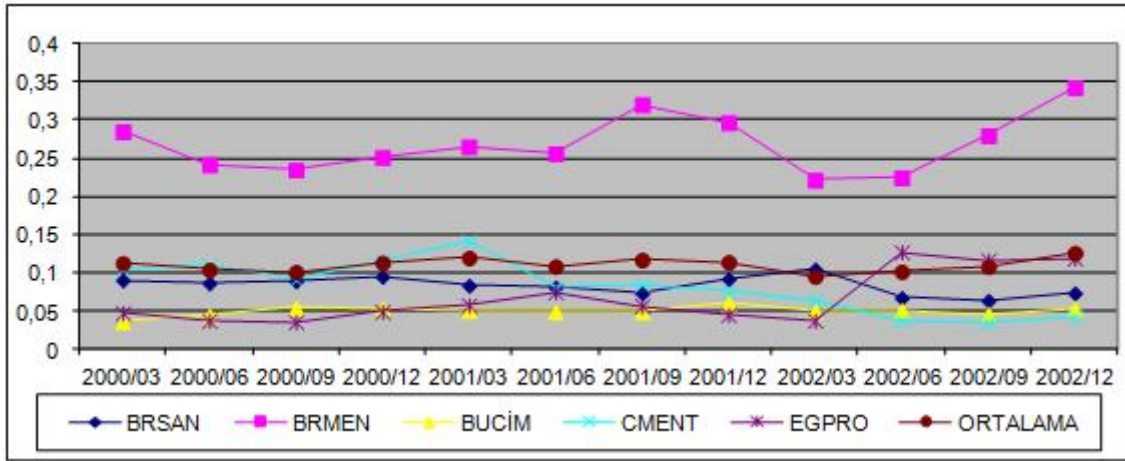


Kriz dönemlerinde kreditor kuruluşların alacaklarını tahsil edememe riski ile karşı karşıya kalmamak adına uzun vadeli borç yerine kısa vadeli borcu tercih ettiklerinden bu oranın yükselmesi beklenmektedir.

Grafik 4'ten anlaşıldığı üzere işletmelerin toplam pasif yapısının genel olarak yarısı kısa süreli borçlardan oluşmaktadır. BRSAN ve EGPRO ortalamanın çok üzerinde kısa süreli borç oranına sahip iken diğer işletmeler ortalamanın altında kalmaktadır. Beklenildiği üzere 2001 finans krizi döneminde her bir işletmenin kısa vadeli borç oranları yükselmiştir. Bu durumun muhtemel bir nedeni gerçekleşen krize bağlı olarak satış miktarlarının azalması olabilir. Ayrıca borçluların vade erteleme taleplerini karşılama zorunluluğu da kriz dönemlerinde firmaların nakit sıkışıklığını en aza indirmek amacıyla kısa süreli borçlanmayı tercih etmelerine neden olmaktadır.

Yukarıda ifade edildiği üzere kriz dönemlerinde uzun süreli borcun toplam pasife oranının düşük olması beklenir. Seçilen işletmeler için sözkonusu oranın değişimi Grafik 5'te gösterilmektedir.

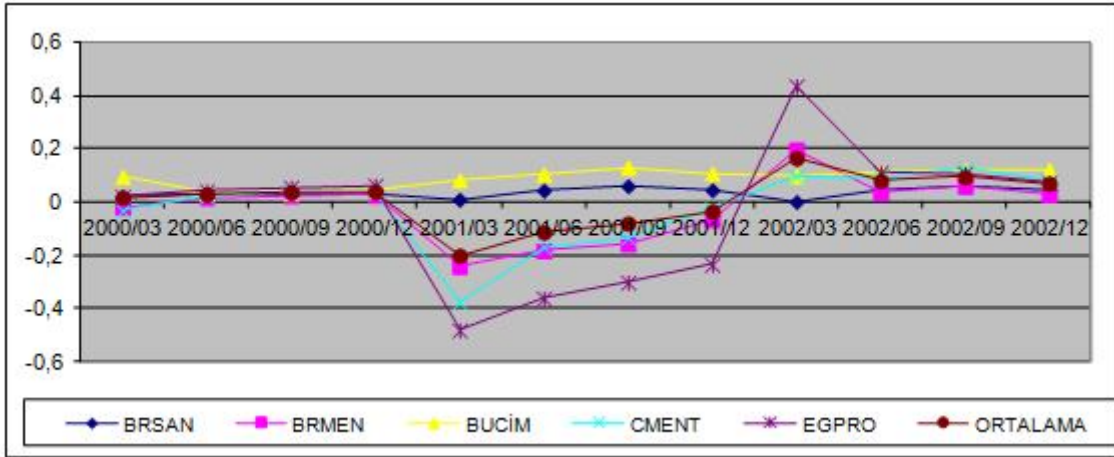
Grafik 5: Uzun Süreli Borç / Toplam Pasif



Kriz sonrasında işletmelerin uzun süreli borç oranlarında küçük bir azalma olsa da genel olarak önemli bir değişikliğin yaşanmadığı görülmektedir. Burada dikkat çekici olan konular; BRMEN'in uzun vadeli borç oranının diğerlerinden açık şekilde yüksek seyretmesi ve CMENT için sözkonusu oranın kriz dönemi sonrası hızla azalmasıdır.

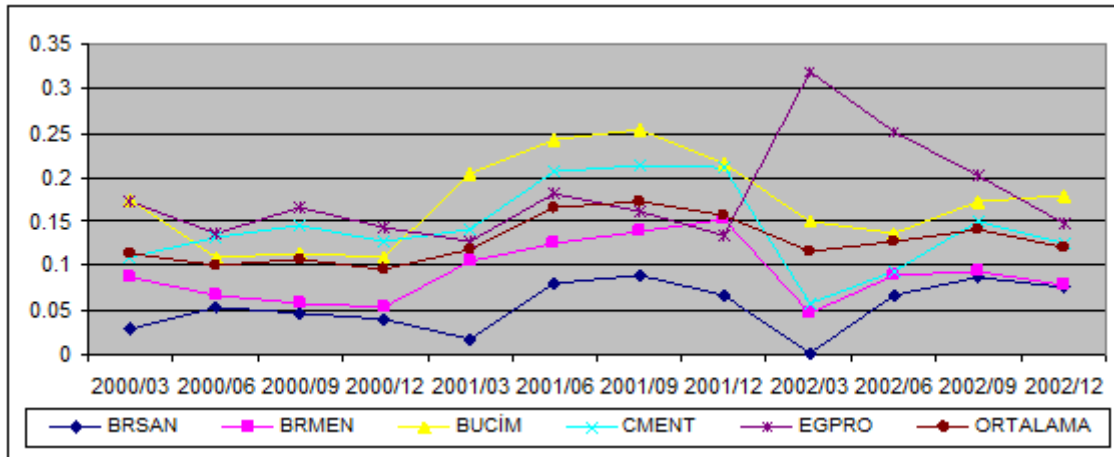
4.2.3. Kârlılık Oranları Üzerindeki Etkiler

Araştırma kapsamında incelenen işletmelerin kârlılık durumu net kâr marjı ve esas faaliyet kâr marjı oranları üzerinden incelenmiştir. Araştırma dönemi içerisinde yer alan işletmelerin net kâr marjları Grafik 6'da ifade edilmektedir.

Grafik 6: Net Kâr Marjı

Grafik 6'ya göre işletmelerin net kâr marjları kriz döneminde azalsa da krizin hemen ardından normalleşme eğilimine girmiştir. Bu durumun tek istisnası BUCİM adlı işletmenin kriz döneminde net kâr marjının diğerlerinin aksine azalmaması hatta biraz da olsa artması ve daha sonra yatay seyretmesidir.

Araştırma kapsamında incelenen işletmelerin esas faaliyet kâr marjı oranları ise Grafik 7'de gösterilmektedir.

Grafik 7: Esas Faaliyet Kâr Marjı

EGPRO ve BRSAN dışında kalan her işletme kriz döneminde esas faaliyet kârını artırmıştır. Sonraki dönemlerde ise herbirinin kârlılığı, bir dönem kırılmalar yaşansa da, olumlu bir seyir izlemiştir.

Kriz dönemlerinde fazla nakdi bulunan işletmelerin söz konusu hazır değerleri esas faaliyet alanları dışında faiz ve kambiyo gibi yatırımlara yönlendirmesi sonucunda bahsedilen işletmelerin bu dönemlerde esas faaliyet kâr marjlarında düşüklük yaşanması olağandır. Bu durumda faiz gelirleri ile kambiyo kârlarını kapsayan olağan kârın artması beklenirken, net kâr marjının artan finansal yükler ve satışlardaki ciddi azalma nedeniyle düşük çıkması normal kabul edilebilir.

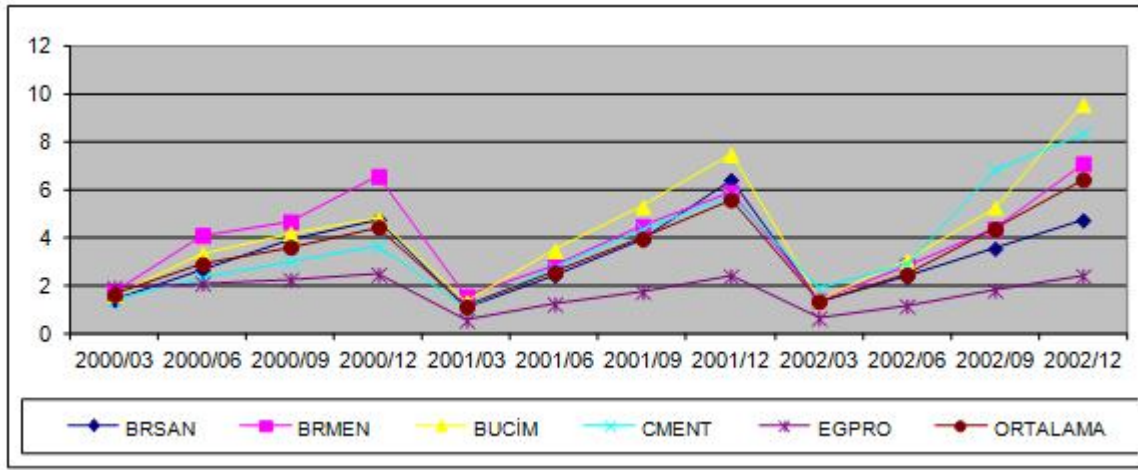
Bu aşamada işletmelerin gelir tablolarından Yurt dışı satış gelirleri ile Faiz ve temettü gelirleri incelenmiştir. Örneğin BRSAN için yurt dışı satış gelirlerinin 2000:03

için 6.724.224 TL, 2001:12 için 85.475.247 TL ve 2002:12 için 100.030.962 TL olması çok çarpıcıdır. Faiz ve temettü gelirlerinin de benzer şekilde 2000:03'te 199.769 TL, 2001:12'de 2.030.118 TL ve 2002:12'de ise 1.632.649 TL olduğu görülmektedir. Bu durum çalışmada incelenen tüm işletmeler için geçerlidir yani her bir işletmenin yurtdışı satış geliri her dönemde bir önceki döneme göre önemli ölçüde artmıştır. Ayrıca faiz ve kambiyo gelirlerinde meydana gelen artış da işletmelerin gerçekleştirdikleri ihracat neticesinde elde ettikleri dövizden önemli oranda faiz ve kur değişimine bağlı kâr elde ettiklerini desteklemektedir.

4.2.4. Faaliyet Oranları Üzerindeki Etkiler

Krizin işletmelerin faaliyet oranları üzerindeki etkileri; alacak devir hızı ve stok devir hızı esas alınarak incelenmiştir. İşletmelerin alacak devir hızlarındaki değişim Grafik 8'de görülmektedir.

Grafik 8: Alacak Devir Hızı



Grafığe göre tüm işletmelerin alacak devir hızlarının kriz döneminde azaldığı ve sonrasında ise arttığı anlaşılmaktadır. BRMEN ve BUCİM'in alacak devir hızları ortalamanın genel olarak üzerinde seyretmekte ve EGPRO'nunki ise ortalamanın sürekli altında bulunmaktadır. Bu durumda EGPRO'nun alacaklarını nakde dönüştürme konusunda en zayıf konumda olduğu ve söz konusu durumun işletmelerin alacaklarının ortalama tahsil sürelerine de yansıdığı Tablo 4'ten anlaşılmaktadır.

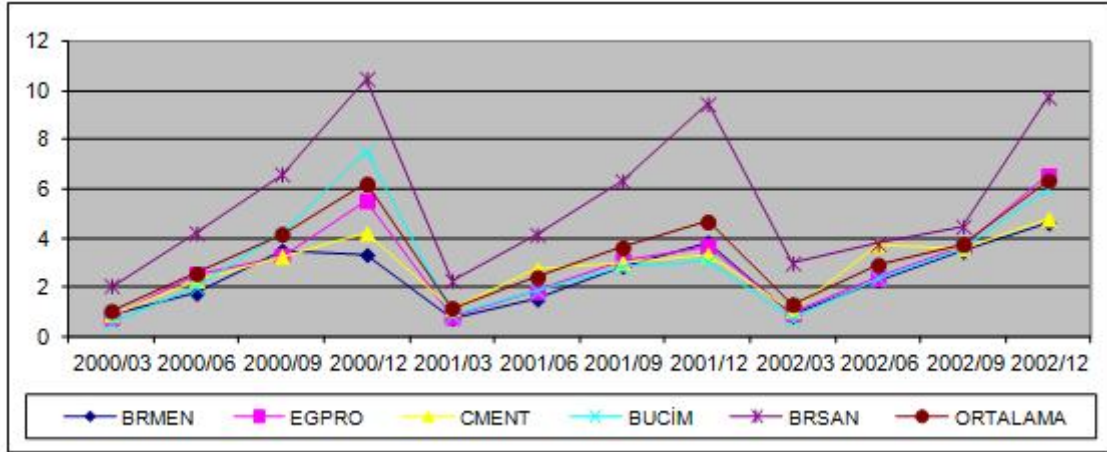
Tablo 4: Alacakların Ortalama Tahsil Süresi

	BRSAN	BRMEN	BUCİM	CMENT	EGPRO
2000/03	263,1537	207,0098	230,144	265,6001	192,2686
2000/06	137,821	89,52266	109,5994	159,8654	176,2953
2000/09	94,06564	78,39278	87,52923	121,3812	163,8507
2000/12	76,91559	55,7697	76,26891	100,9708	149,4471
2001/03	333,8923	236,9668	278,7913	347,9009	687,7816
2001/06	151,1813	128,8272	106,0246	135,24	301,8899
2001/09	93,77665	81,94085	69,1323	84,20329	211,8339
2001/12	57,10605	62,15023	48,95781	63,77439	153,3673
2002/03	274,2207	265,3716	262,1874	193,0428	589,1295
2002/06	155,2639	129,3854	120,9477	126,9772	322,5034
2002/09	103,3676	83,69573	69,57914	53,53786	204,0348
2002/12	77,40956	51,6008	38,24451	43,78795	152,928
ORTALAMA	151,5145	122,5528	124,7839	141,3568	275,4442

Tablo 4'ten görüldüğü üzere kriz döneminde EGPRO'nun alacakları ortalama tahsil süresinden çok daha uzun bir sürede tahsil etmektedir. Aynı zamanda ortalama tahsil süresinin en düşük olduğu zaman dilimi ise 2001 finans krizinin sonlarına doğru yaşanmıştır. Bu durum işletmelerin vadeli satışlarını azalttığı ve daha çok nakit satışlara yöneldiği şeklinde değerlendirilebilir.

İşletmelerin stok devir hızı oranları ise Grafik 9'da ifade edilmektedir.

Grafik 9: Stok Devir Hızı



Kriz dönemi incelendiğinde tüm işletmelerin stok devir hızlarının azaldığı ve diğer yıllara oranla stok devir hızlarının daha düşük olduğu ayrıca BRSAN dışında tüm firmaların stok devir hızı oranlarının genel olarak ortalamasının altında yer aldığı görülmektedir. Söz konusu verilere göre oluşturulan stok tüketim süresine ait veriler Tablo 5'te ifade edilmektedir.

Tablo 5: Stok Tüketim Süresi

	BRSAN	BRMEN	BUCİM	CMENT	EGPRO
2000/03	147,8326	311,2714	399,4098	256,9547	313,556
2000/06	71,15826	162,9115	121,5305	102,0748	97,97311
2000/09	46,01605	82,28855	57,81705	71,95098	73,29483
2000/12	29,4579	86,91164	32,50891	56,95505	43,97358
2001/03	115,9873	369,4284	263,4273	211,06	319,781
2001/06	64,96012	175,1774	114,2906	80,91843	122,7728
2001/09	43,53183	91,7173	72,47773	72,22612	74,79294
2001/12	30,37474	70,91992	69,51147	65,61451	64,74547
2002/03	115,3793	359,0139	339,2365	242,974	200,797
2002/06	82,22429	127,5133	97,19988	69,77464	85,56855
2002/09	67,16245	83,13171	61,11334	68,30372	61,69603
2002/12	30,60041	62,91847	36,00333	49,5871	36,03604
ORTALAMA	70,39043	165,267	138,7105	112,3662	124,5823

Firmaların stok tüketim sürelerine bakıldığında en uzun zaman dilimini kriz döneminin oluşturduğu görülmektedir. Bu durum firmaların satış tutarlarının azaldığının da bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

5. Sonuç ve Değerlendirme

Bu çalışmada 2001 finans krizi döneminde minimum risk üstlenmek isteyen yatırımcıların portföy tercihleri ile beraber bu portföylerde yer alan işletmelerin krize verdikleri tepkiler incelenmiştir. Bu amaçla Markowitz Ortalama Varyans Modeli ve oran analizi yöntemlerinden faydalanılmıştır. Veri seti olarak 2000:11-2002:09 tarihleri arasında İMKB’de işlem gören tüm hisse senetlerinin getiri verileri kullanılmış, gerçekleştirilen portföy optimizasyonu sonucu tespit edilen ve belli kriterlere göre seçilen beş adet hisse senedinin üçer aylık bilanço ve gelir tablolarından oran analizi için yararlanılmıştır. Elde edilen bulgular neticesinde ulaşılan sonuçlar aşağıdaki görüldüğü üzere gruplandırılmıştır.

Faaliyet Yapısı: İşletmeler alacak devir hızlarının kriz esnasında hızla düşmesinin akabinde söz konusu oranları kısa zamanda artırarak alacaklarının tahsil edilme süresini düşürmeyi başarmış, böylece alacakların tahsil edilememe riskini azaltmışlardır. Ayrıca stokların da elde tutulma sürelerini önemli ölçüde indirerek hem stok maliyetinden korunmuş hem de satış gelirlerini arttırmışlardır. Bu noktada işletmelerin söz konusu değişikliği yurt dışı satışlara ynlenmekle başardıkları ifade edilmelidir. İşletmelerin ihracata yönelmeleri satışlarından döviz temin edilmesine ve kur değişimine bağlı olarak fazladan bir kazanç elde etmelerine olanak tanımıştır.

Mali Yapı: Beş işletmenin de kriz esnasında beklenildiği üzere kısa süreli borç oranı yükselmiş ve uzun süreli borç oranı azalmıştır. Bu durum kredi veren kuruluşların vermiş oldukları borcu piyasada yaşanan dalgalanmalara karşı en kısa zamanda geri almak istemesi nedeniyle olağan bir durum olarak algılanmaktadır. İşletmeler söz konusu dönemlerde borç ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmek ve vade erteleme taleplerinin olumlu karşılanmadığı ortamlarda zorunlu olarak kaynak ihtiyaçlarını kısa süreli borçlar ile finanse etmek durumunda kalmaktadır. Bu durumun sonucu olarak işletmelere ait olan kısa süreli borç miktarları artmış ve kısa vadeli borçlanma yükümlülükleri de yükselmiştir. Ancak bu durum sürekli olmamış ve ardışık dönemler içerisinde tekrar eski yapısına dnmştir.

Likidite Yapısı: İşletmelerin kısa vadeli borçlarını ödeme gücü ls olarak dikkat edilen en önemli rasyolardan olan cari oran için ortalamanın kriz döneminde azaldığı ancak zaman içerisinde artarak normal kabul edilen seviyelere geldiği anlaşılmaktadır. Dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu hesaplanan asit test oranı söz konusu olduğunda da aynı durumla karşılaşılmaktadır.

Hazır değerlerin kısa vadeli borçlara oranı olarak hesaplanan nakit oranlarda ise kriz esnasında işletmelerden birisi hariç yukarı yönlü hareket varken krizin ardından tersine dönüşüm yaşanmıştır ki bu durum krizin etkisinin gecikmeli ortaya çıkması olarak görülebilir. Söz konusu oran da daha sonra cari oran ve asit test oranlarında yaşandığı gibi yükselmiş ve olumlu bir seyir izlemiştir.

Kısa vadeli borçları ödeme gücü ls olan söz konusu oranların her birinde meydana gelen düzelmenin; peşin satışlarda ayrıca alacak ve stok devir hızlarında meydana gelen artışlara ilaveten zaman içinde kısa vadeli borçların oranının azalmasına istinden oluştuğu ifade edilebilir.

Ayrıca işletmelerin mevcut nakit fazlaları ile döviz almaları ve kur farkından yararlanmaları, ihracata yönelerek döviz gelirlerini arttırmaları, artan hazır değerleri

faaliyet alanları dışında faiz ve repo benzeri finansal araçlarla değerlendirmeleri sonucu nakit yapılarını glendirdikleri de dşnlmektedir.

Kârlılık Yapısı: Net krlılığa bakıldığında BUCİM hariç tüm işletmelerin kârlılık oranlarının kriz döneminde azaldığı ancak daha sonra söz konusu oranların düzeldiği görülmüştür. Esas faaliyet kârlılığı konusunda ise sadece EGPRO ve BRSAN’da azalma olduğu ve kriz sonrası hepsinde toparlanmanın yaşandığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla kriz döneminde sadece BUCİM hem net kârlılığını hem de esas faaliyet kârlılığını artırırken EGPRO ve BRSAN her iki durumda da azalma yaşamıştır. BRMEN ve CMENT ise esas faaliyet krlılıklarını artırırken net krlılıkta düşüş yaşamışlardır.

İşletmelerin kriz döneminde artan yurtdışı satışları ve buradan elde edilen dövizden sağlanan kur geliri, faiz geliri de işletmelerin 2001 finansal krizinden olumsuz yönde en az etkilenmelerine olanak tanımıştır. Dolayısıyla yukarıda da ifade edildiği üzere işletmeler krizden etkilenmişler ancak zaman içinde yurt dışı satışlarını artırıp, alacak tahsil ve stok tkretim sürelerini azaltarak mevcut kârlılık yapılarını iyileştirmeyi başarmışlardır.

Araştırma kapsamında incelenen işletmelerin 2001 başında gerçekleşen finans krizine verdiği tepkilerin analizi nedeniyle yatırımcıların düşük riskli portföy tercihlerinde bu işletmeleri daha az riskli olarak algılamaları ve portföylerinde adı geçen işletmelere daha fazla yer vermeleri söz konusu olabilir.

Bu çalışmanın ardından 2008 krizinin yatırımcı tercihlerine yansımalarının da çalışma konusu olabileceği düşünülmektedir. Elde edilen bulgular neticesinde içsel kaynaklı 2001 krizi ile dışsal kaynaklı olan 2008 krizinin bireysel hisse senedi yatırımcısının tercihlerine ortak yansımaları ve oluşturulan portföylerde her iki kriz döneminde elde tutulan hisse senetlerinin ortak özelliklerinin neler olduğu da incelenebilir.

Kaynaklar

- Abdioğlu, H., Büyükşalvarcı, A., Dinç, E., (2010). “Şirketlerin Mali Yapıları Üzerinde Ekonomik Krizlerin Etkileri: 2001 ve 2008 Ekonomik Krizleri Üzerine Bir Araştırma”, Yönetim ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Sayı: 14, 27-58.
- Altay Salih, A., Muradoğlu, G., Mercan, M., (2002). "Performance of the Efficient Frontier in an Emerging Market Setting", Applied Economics Letters, Vol. 9, Sayı: 3, 177-183.
- Aşıkoğlu, R., Ögel, S., (2006). “2001 Krizinin İMKB’de Hisse Senetleri İşlem Gören İmalat İşletmelerinin Finansal Yapısı Üzerinde Etkileri”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt: 8, Sayı: 2, 1-18.
- Birgili, E., Tuna, G., (2010). “Markowitz ve Tek Endeks Modellerinin Uygulanması: İMKB 30 Endeksi Üzerine Karşılaştırmalı Analiz”, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt: 15, Sayı: 3, 1-18.
- Birgili, E., Tuna, G., (2011). “Türkiye-Yunanistan-Amerika Borsalarında Yatırım Fonlarının Oluşmasında Yatırımcı Kararlarının Etkilendiği Alanlar”, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Yıl: 4, Sayı: 7, 167-181.
- Birgili, E., Tuna, G., Tuna, V.E., (2011). "Portföy Seçiminde Riski Sevmeyen Yatırımcılar İçin Hisse Senedinin Ait Olduğu Sektör ve İlgili Firmanın Kuruluş Tarihi Önemli midir? İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Sektörel Bir Analiz", Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt: 48, Sayı: 558, 23-34.
- Boztosun, D., Yalçınmer, K., Atan, M., (2005). "Karesel Programlama Yönteminin İMKB 100 Endeksine Uygulanması ve Portföy Optimizasyonu", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Cilt: 20, Sayı: 232, Temmuz 2005, 70-83.
- Çalışkan, T., Kerestecioğlu, S., Kara, T., (2011). “Finansal Krizin Gıda İşletmelerinin Finansal Yapısı Üzerine Etkileri”, Yönetim ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Sayı: 16, 68-84.
- Ekşi, İ.H., (2010). "Firmaların Ölçekleriyle Krizden Etkilenme Düzeylerinin Karşılaştırılması: Tekstil Sektörü Örneği", Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 24, Sayı: 4, 65 - 78.
- Ertuna, Ö., (2002). “Yaşadığımız Krizin Şirketlere Etkisi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD), Sayı: 13, 21-37.
- Işık, S., Duman, K., Korkmaz, A., (2004). “Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 19 , Sayı: 1, 45-69.
- Karaçor, Z., Alptekin, V., (2006). “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Belirlenmesi: Türkiye Örneği”, Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt: 13, Sayı: 2, 237-256.
- Küçükkocaoğlu, G., (2002). “Optimal Portföyün Seçimi ve İMKB Ulusal-30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, Active - Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı: 26, Eylül-Ekim 2002.
- MUFAD Eylül 2001 Yuvarlak Masa Toplantısı, “Ekonomik Kriz, Enflasyon ve Finansal Tablolar”, MUFAD Dergisi, Sayı: 12, Ekim 2001, 62-70.

- Uyğur, E., (2001), “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni, Nisan 2001, 1-36.
- Yavuz, A., Çiçek, H.G., (2006). “Türkiye’nin 1994-2005 Yılları Arasında Dış Borçların Dış Borç Rasyo Analizleri ile Değerlendirilmesi, Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt: 11, Sayı: 1, 97-120.
- Yeldan, E., (2002). “Behind the 2000/2001 Turkish Crisis”, IDEAs Conference, Chennai-India, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Chennai_Yeldan2002.pdf, Erişim Tarihi: 06.05.2013
- Yiğitoğlu, A.İ., (2005). “2001 Krizi Sonrası Dönemde Türkiye Ekonomisinin ve Bankacılık Sektörünün Değerlendirilmesi”, Sosyo Ekonomi Dergisi, 2005-1, ss.115-125.
- www.imkb.gov.tr (Erişim Tarihi: 01.12.2010)

The Determinants of Investor Preferences during the Financial Crisis Periods: A Study on 2001 Crisis

Gülfen TUNA

Sakarya University
Faculty of Economics and Administrative
Sciences
Financial Econometrics Department
geksi@sakarya.edu.tr

Ahmet Selçuk DİZKIRICI

Sakarya University
Faculty of Business
International Trade Department
asdizkirici@sakarya.edu.tr

Extensive Summary

Financial crisis term means the decreasing of economic activities due to the breakdown in financial markets. 1994 and 2001 crises, having national character, of Turkish economy are defined as financial crises because of the fact that the crises are elucidated via tools such as current account deficit, budget deficit, banking system and balance of payments.

Many scientific studies examining the effects of 2001 crisis on Turkish economy exist in literature but any study has not been found about the preferences of individual stock investors in pre-crisis and post-crisis periods. Besides; any research on determining the common features of the firms preferred in the crisis period, by analyzing their financial ratios, has not existed while the review is performed.

The study is targeting to examine the effects of 2001 financial crisis on the shares included in the lowest-risk portfolios of Istanbul Stock Exchange. While portfolio selection is carried out via Markowitz Model, the effects of 2001 financial crisis are examined whereby ratio analysis.

Testing the validity of Markowitz Model for the crisis period in Istanbul Stock Exchange has not been necessary owing to the studies by Küçükkocaoğlu (2002); Altay Salih, Muradoğlu and Mercan (2002); Boztosun, Yalçınar and Atan (2005); Birgili and Tuna (2010) proved the validity of the mentioned model in Istanbul Stock Exchange.

The ratios benefited to examine the effects of 2001 financial crisis on the firms while the ratio analysis is performed are regarded as liquidity, financial structure, activity and profitability ratios. The liquidity ratios are occurred of current, acid test and cash assets ratios furthermore financial structure ratios are calculated via short-term debts/total liabilities and long-term debts/total liabilities. Additionally; profitability is calculated by both net profit and EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) margins also activity ratios are evaluated via receivable turnover and stock turnover rates.

Monthly returns data of all shares traded in Istanbul Stock Exchange between 2000:11-2002:09 term are utilized to examine the effects of 2001 financial crisis on the firms. Besides; the data used to determine the risk level of the firms in the crisis period,

is gathered via the firms' balance sheets and income statement tables displaying the 12 quarters of 2000:03-2002:12 period.

Hence; 17 shares from 35-month 2000:11-2002:09 period are preferred and added in the minimum variance portfolios with different frequencies. The mentioned shares connote the %94,41 of portfolio and the shares included in 5,59% portion are ignored in the study since the amount of investment in each of them is less than 1% of the portfolio.

Afterwards; shares forming at least 5% of the minimum variance portfolio for 35-month period are selected to perform the second level of the study. The 5 shares; representing more than 67% of the portfolio and being demonstrated as BRMEN, BRSAN, BUCİM, CMENT and EGPRO from textile, basic metal, stone and chemistry industries, are examined to find out the effects of 2001 financial crisis whereby ratio analysis.

According to the ratio analysis applied; despite the rapid decline of receivable and stock turnover rates in the crisis period, the mentioned rates got better even than pre-crisis term thanks to the increasing international sales. So; the firms acquired the opportunity to possess more foreign currency and to benefit from the exchange rates. Besides; both amount and share of short-term debts are increased for the 5 firms evaluated in the crisis period. Afterwards; the financial structure became better and it is normalized by the increasing of long-term liabilities' portion. Because of the sudden shock at the beginning of the crisis period; both current and acid test ratios declined but surprisingly cash assets ratio is not affected insomuch that it ascended in a short time owing to the increasing amount of foreign currencies but the liquidity conditions got well, later.

At the beginning of the crisis; net profit margins of the firms, excepting BUCİM, decreased and their EBIT profit margins increased contrary to EGPRO and BRSAN. So; only BUCİM could improve both of the margins, in the crisis period but BRSAN and EGPRO's profitability rates declined. While EBIT margins increased, net profit margins reduced for BRMEN and CMENT in the 2001 financial crisis period. Each of the 5 firms are suffered because of the negative impact of the 2001 financial crisis but thanks to the increasing of foreign sales and foreign currency amount; they achieved to improve their profitability.