

## 2008 FİNANSAL KRİZİNİN İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISINA ETKİSİ

**H. Işın DİZDARLAR**

Niğde Üniversitesi

Yrd. Doç. Dr.

[dizdarlar@nigde.edu.tr](mailto:dizdarlar@nigde.edu.tr)

**Okyay UÇAN**

Niğde Üniversitesi

Yrd.Doç.Dr.

[okyayu@hotmail.com](mailto:okyayu@hotmail.com)

**Reyhan CAN**

Niğde Üniversitesi

YL Öğrencisi

[ryhancan@gmail.com](mailto:ryhancan@gmail.com)

### ÖZET

*Finansal krizler, ekonomik alanda belirsizliğe ve politikaların belirlenmesinde zorluklara neden olur. İşletmelerin devamlılığını sağlayacak şekilde oluşturacakları kaynak yapısı, sermaye maliyeti ile ilişkilidir. Optimal sermaye yapısı teorilerine göre, sermaye maliyetinin minimum olduğu noktada işletmenin değeri maksimum olur. İşletmeler, kriz dönemlerinde sermaye yapısı kararlarını etkileyecek faktörleri tespit ederlerse, en uygun sermaye yapısını oluşturabilirler. Bu çalışmanın amacı, 2008 küresel finansal krizinin işletmelerin sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu amaçla, öncelikle, 2008 küresel finansal krizi ve işletmelere etkileri incelenmiştir. Literatür kısmında sermaye yapısı teorileri üzerinde durulmuştur. Çalışmamızın üçüncü bölümünde, 2008 küresel finansal krizinin işletmelerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisi araştırılmıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** 2008 Küresel Finansal Kriz, Sermaye Yapısı

**Jel Kodu:** G01, G32

## THE IMPACT OF 2008 FINANCIAL CRISIS ON CAPITAL STRUCTURE OF COMPANIES

### ABSTRACT

*The financial crises lead to economic uncertainty and difficulties in the determination of policies. Funding structure that is created to ensure the continuity of companies associated with cost of capital. According to theories of*

*optimal capital structure, optimal capital structure that mix debt and equity which minimizes cost of capital or maximizes value of the company. if companies determine the factors affecting the capital structure, during crisis, they can creat optimal capital structure. The aim of this study is to research the impact of 2008 financial crisis on capital structure of companies. For this purpose, firstly, it is investigated the global financial crisis and impact on companies. Part of the literature is examined theories of capital structure. Then it is analyzed the impact of 2008 financial crisis on capital structure on companies.*

**Keywords:** 2008 Golabal Financial Crisis, Structure of Capital

**Jel Code:** G01, G32

## 1. GİRİŞ

Dünyanın herhangi bir yerindeki yatırımcının uluslararası piyasalardan uygun koşullarda fon bulabilme ve fazla fonlarını yatırıma dönüştürebilme süreci hızlanmıştır. Bu süreç, ekonomilerin birbirlerinden olumlu ya da olumsuz daha hızlı etkilenmelerine neden olmuştur. Olumsuz etkilenmeler, yayılma etkisi ile küresel çapta siyasi, ekonomik ya da finansal krizleri ortaya çıkarmıştır. Farklı nedenlerle baş gösteren krizler, özellikle finansal olarak birbirine bağlı hale gelmiş ülkelerde ekonomik ve sosyal birimleri etkilemiştir.

Finansal, ekonomik, siyasi sistemleri birbiriyle daha ilişkili hale getiren küreselleşmenin sonuçlarından biri de gelişmekte olan ülkelerin milli gelir ve ihracatlarının gün geçtikçe artmasıdır. Ancak, bu artış ödemeler dengesindeki sorunları telafi etmeye yeterli olmadığı gibi ülkelerin sık sık dış şoklara maruz kalmasına da yol açmaktadır (Aktan & Vural, 2004). ABD’de 1990’lı yıllarda başlayan likidite bolluğu ve riskli konut kredileri krize neden olmuştur. Krizin yayılma etkisiyle küresel çapta riskli kredi veren finansal kurumlar bu durumdan etkilenmiş ve finansal sıkıntı içine girmişlerdir (Shiller, 2008:2). Ayrıca, aşırı menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşlarının etkisizliği, ve denetleyici kuruluşların müdahalede gecikmesi krizin etkilerini artıran unsurlar olmuştur (Alantar, 2008:2-4). Krizin gelişmekte olan ülkelere yansısıyla birlikte borsalarında da değer kayıpları yaşanmış, yerel para değer yitirmiş, risk primleri artmış, yabancı sermaye akımları azalmıştır (Kutlu ve Demirci, 2011:129). Mishkin (2008)’e göre, 2008 krizinin öncekilerden farkı, küresel finansal sistemin birbirine daha fazla bağlanmış olması ve finansal sistemin çöküşünü tehdit edecek kadar aşırı risk alınmış olmasıdır.

Türkiye’de 2001’den sonra finansal sistemdeki düzenlemeler sonucunda 2008 krizi daha çok reel sektörü etkilemiştir. Bunun nedenlerinden biri olarak cari

açık gösterilmiştir (Ayrıçay, 2010:173). Türkiye, ihracatının büyük bir kısmını ABD ve Avrupa'ya yapmaktadır. Bu ülkelerden gelen talebin daralması, ihracatı ve üretimi etkilemiştir (Göçer, 2012:23). Türkiye ekonomisinde 2007 yılından itibaren GSYH'da azalma meydana gelmiş, talep yetersizliği nedeniyle işletmelerin kapasite kullanım oranları da düşmüştür (Serçemeli ve Ağırman, 2012:224). Türkiye ekonomisi, alınan tedbirlerin ve küresel ekonomik düzelmelerin etkisiyle 2009'dan itibaren toparlanma sürecine girmiştir. Ancak, dış ticaret açığı önemli bir risk unsuru olmaya devam etmiştir (Kutlu&Demirci, 2010:131).

İşletmelerinin krizlere karşı kırılganlığının nedenleri, özsermaye yetersizliği, daha çok kısa süreli kaynaklarla faaliyetlerini sürdürmeleri ve finansal piyasalardan yeterince yararlanamamalarıdır (Gençtürk vd., 2011:70-73). Sermaye yapısı ile ilgili yanlış bir karar işletmeleri iflasa kadar sürükleyebilir. Bu nedenle, işletmeler, faaliyetlerini sürdürmek için yeterli özsermayeye ve faaliyetlerine uygun sermaye yapısına sahip olmalıdırlar. Sermaye yapısı, işletmenin değerini maksimize edecek şekilde oluşturulmalıdır. İşletmelerin tercih ettikleri sermaye yapısı politikası ve bu politikanın işletmenin değerine yansımaları çeşitli sermaye yapısı teorilerinin ortaya çıkarmıştır.

## 1. LİTERATÜR

Literatürde borç-öz kaynak seçimiyle ilgili evrensel bir teori olmamasına rağmen, belirli koşullar altında geçerli olabilecek teoriler geliştirilmiştir (Güler, 2010:355). Çeşitli varsayımlara dayanılarak geliştirilen bu teoriler, bir firmanın sermaye yapısının, sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkileyip etkilemediği ile ilgilidir. Geleneksel yaklaşıma göre, işletmeler finansal kaldıraçtan faydalanarak, sermaye maliyetini düşürüp piyasa değerini yükselterek optimal sermaye yapısına ulaşabilirler. Modigliani ve Miller (M&M) (1958), vergi unsurunun bulunmadığı etkin sermaye piyasalarında, firmanın piyasa değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve optimal sermaye yapısının olmadığını ileri sürmüşlerdir. M&M bu ilişkiyi arbitraj işlemine dayanmış, piyasalarda yatırımcıların aynı beklentilere sahip olduklarını, işletme değerinin gelecekteki kazançlarla belirlendiğini ve ihraç edilen hisse senetlerinin değerinin işletmenin finansal yapısından bağımsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu kurama göre, yatırımcılar, aktiflerin borçlanma yoluyla veya özsermaye ile finanse edilmesi seçimlerine karşı kayıtsızdırlar ve yatırımların kârlılığı ile ilgilenirler (Okuyan ve Taşçı, 2009). Ancak, M&M (1963), kurumlar vergisi söz konusu ise borcun vergi kalkını nedeniyle borçla finansmanda işletme değerinin maksimize edilebileceğini kabul etmişlerdir.

M&M'dan sonra, literatürde çeşitli yaklaşımlar geliştirilmiştir. Borcun vergi kalkını olarak adlandırılan avantajına karşıt olarak, borcun getirdiği maliyetleri ele alan finansal sıkıntı yaklaşımı Stiglitz (1972), Haugen ve Senbet (1978) ve Diamond (1994) tarafından geliştirilmiştir (Durukan, 1997:77). Bu yaklaşıma göre, işletmelerin hedef sermaye yapısı oluşturulurken finansal kaldıraçın marjinal kazancıyla, iflasa neden olacak marjinal kayıpları dengeleyecek şekilde borç/özsermaye oranı belirlenmelidir. Bu orandaki artışın, borcun geri ödenmeme riskini doğuracağı ve maliyetlerin artışı nedeniyle iflas olasılığını artıracacağı vurgulanmıştır (Kabakçı, 2008:170). Kaldıraç oranındaki artışın sağlayacağı vergi avantajının, beklenen iflas maliyeti ile dengelendiği nokta, optimum sermaye yapısını belirleyecektir (Başoğlu vd., 2009: 168).

Jensen ve Meckling (1976), sermaye yapısı ile işletmeyi özsermaye sahipleri adına temsil edenlerin ilişkisini araştırmıştır. Temsil teorisi olarak adlandırılan bu teori, fon sağlayanlar ile fon kullanıcıları arasındaki bir sözleşmeyle finansal kararlarda her iki tarafın da rasyonel davranacağını varsaymıştır. Temsil maliyetleri öz sermayenin temsil maliyeti ve borcun temsil maliyeti olarak iki kısımdan oluşur. Yöneticiler, işletme değerini artıracak sorumlulukların bir bölümünden kaçınma eğilimi içine girebilirler. Kendi pozisyonlarını güçlendirmek isteyen yöneticiler, özellikle serbest nakit akışlarının mevcut olduğu zamanlarda, sermaye sahiplerine kâr payı ödemesi yapmaktan kaçınabilirler. Çünkü, yöneticilere göre, elde edilen nakit akışları ne kadar çok işletme içinde kalırsa, işletme o ölçüde borç veren yatırımcıların denetiminden kurtulmaktadır. Bu tür yönetici eğilimlerinin oluşmasını engellemek için alınan önlemlerin ve tüm bu önlemlere rağmen işletmenin piyasa değerindeki düşüşlerin oluşturduğu maliyete, özsermayenin temsil maliyeti denilmektedir. (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 260-261). Borç verenler, işletmelerin fonları riskli yatırımlarda kullanmalarından endişe ediyorlarsa, yüksek faiz talep ederler. Borcun temsil maliyeti olarak da bilinen bu durum sermaye yapısında az borç kullanılmasına neden olur (Kula, 2001:19). Temsil maliyetleri açısından optimal borç oranı, toplam temsil maliyetlerini minimum yapan borç oranıdır (Gürsoy, 2007:593 ).

Temsil maliyetleri ve iflas maliyetleri, dengeleme teorisi olarak da bilinir. Eğer, işletmeler borçlanmayı tercih edeceklerse, borçlanmanın sağladığı vergi avantajları ile ortaya çıkardığı iflas ve temsil maliyetleri arasında bir denge oluşturmaya çalışmalıdırlar. Dengeleme kuramı, hedef borç oranlarının işletmeden işletmeye değişebileceğini kabul etmektedir. Maddi duran varlıkları ve nakit yaratma gücü yüksek işletmelerin borç oranlarının yüksek, maddi olmayan duran varlıkları yüksek, nakit yaratma gücü zayıf işletmelerin ise düşük olması gerektiği savunulmuştur. (Ceylan ve Korkmaz, 2008:262).

İşletmelerden piyasaya bilgi akışı az olduğunda yöneticilerle yatırımcılar işletme hakkında aynı bilgiye sahip olamayabilirler. Bu durum asimetrik bilgi olarak nitelendirilir (Okuyan ve Taşçı, 2009). Ross (1977) tarafından asimetrik bilgi problemine dayanarak sinyal teorisi geliştirilmiştir. Bu teoriye göre, işletmenin sermaye yapısı, işletme dışı şahıslara işletmenin durumu hakkında sinyal verebilir. Asimetrik bilgiye dayanan diğer yaklaşım, Myers ve Majluf(1984)'un yatırımcılar ile işletme arasındaki bilgi asimetrisini incelediği finansman hiyerarşisi (pecking order) teorisidir. Myers ve Majluf (1984) göre, karar almaya temel oluşturacak bilginin her zaman tam ve doğru olarak elde edilememesi, işletme içindikilerin ve dışındakilerin farklı bilgiye sahip olmaları, piyasa aksaklıklarına neden olur. Finansal piyasalarda asimetrik bilgi söz konusu olduğunda işletmeler öncelikle otofinsanmanla, yetersiz kaldığı durumda, borçla, borçlanma da yeterli değilse, yeni hisse senedi ihracı yoluyla yatırımlarını finanse ederler. Bu teori, en kârlı firmaların neden daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bunun nedeni hedef borç oranının düşük olması değil, öncelikle dışsal fonların tercih edilmemesidir. Kârı az olan firmalar borçlanırlar, çünkü, yatırım projeleri için yeterli içsel fonları yoktur (Ata ve Ağ, 2010,48). Bu yaklaşıma göre firmalar için hedef borç/özsermaye oranı bulunmamaktadır.

### 3. ARAŞTIRMA

#### 3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, imalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin sermaye yapıları ile makro ekonomik göstergeler arasında bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmektir. Araştırmanın kapsamına İMKB 100 endeksinde yer alan ve reel sektörde faaliyet gösteren 38 işletme alınmıştır. Faaliyetlerinin dolayısıyla sermaye yapılarının farklı olması nedeniyle hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketlerle 3 yıl üst üste zarar eden şirketler kapsam dışı bırakılmıştır. Araştırmada finansal kriz dönemi olan 2008:1-2011:4 dönemi verileri alınmıştır.

#### 3.2. Araştırmada Kullanılacak Değişkenlerin Tespiti

Bu çalışmada, literatürde sermaye yapısını temsil eden toplam borç/toplam aktif ve toplam borç/özsermaye oranları bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası işlem hacmi, gayri safi milli hasıla, enflasyon, ticari kredi hacmi, kapasite kullanım oranıdır.

**Tablo 1: Araştırmada Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler**

	Araştırmada Kullanılan Değişkenler
Bağımlı Değişkenler	
X1	Toplam Borç / Toplam Aktifler

X2	Toplam Borç / Özsermaye
Bağımsız Değişkenler	
X3	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İşlem Hacmi
X4	Gayri Safi Milli Hasıla
X5	Enflasyon
X6	Ticari Kredi Hacmi
X7	Kapasite Kullanım Oranı
X8	İhracat

**İMKB İşlem Hacmi:** Finans literatüründe gelişmekte olan piyasaların, gelişmiş piyasalara göre daha az etkin olduğu varsayılmıştır. Bu nedenle gelişmekte olan piyasalarda firmalar genellikle özsermaye ile finanslamayı etkin olarak kullanamayacakları için borçla finansmanı tercih etmek durumundadırlar. Demirgüç-Kunt & Maksimoviç (1996), gelişmiş piyasalarda kısa vadeli borçlar /özsermaye ve uzun vadeli borçlar/özsermaye oranı ile hisse senedi piyasalarının gelişmişliği arasında negatif ilişki bulmuşlardır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin kaldıraç oranlarıyla hisse senedi piyasası değişkeni arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Yıldırım ve Eyceyurt (2012), sermaye piyasasının gelişmişliği ile borçlanma düzeyi arasında pozitif yönde anlamlı ilişki elde etmişlerdir. Bu sonuç, sermaye piyasasının gelişmekte olduğu ülkelerde faaliyet gösteren firmaların, piyasanın gelişmemiş olmasından dolayı borçlanmaya yönelecekleri şeklinde yorumlanmıştır.

**Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH):** Ekonomik büyümeyle birlikte, genellikle, firmaların yatırımları için finansman ihtiyacı da artmaktadır. Gelişmiş piyasalarda yatırımlar için hisse senedi piyasalarından fon bulunurken, gelişmekte olan piyasalarda, piyasaların gelişmemişliği nedeni ile firmalar borçlanmayı tercih etmektedirler. Acaravcı ve Doğukanlı (2004) ve Yıldırım ve Eyceyurt (2012), çalışmalarında gayrisafi yurtiçi hâsıla ile borçlanma düzeyi arasında, pozitif yönde kuvvetli bir ilişki tespit etmişlerdir. Mahmud vd. (2009), daha yüksek ekonomik büyüme dönemlerinde firmaların borçlanma düzeyinin arttığını belirlerken, Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç (1996), ekonomik büyümeyle borçlanma düzeyi arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır.

**Enflasyon:** Enflasyon oranındaki değişimler nominal faiz oranlarını etkileyeceğinden birey ya da işletmelerin servetinde değişimlere neden olur. Enflasyon oranları beklenenden daha yüksek artarsa, borçlanmak avantajlı hale gelir. Paranın değer kaybından dolayı kredi verenler kayba uğrar. Eğer, enflasyon oranları beklenenden daha fazla düşerse, bu durumda da kredi geri ödemeleri daha değerli hale geleceğinden borç alanlar kayba uğrar (Mankiw, 2003:98). Ekonomide riskli ortamın oluşmasına neden olan enflasyonun işletmelerin

borçlanma tercihlerini etkilemesi beklenmektedir. Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç (1996), enflasyonla borçlanma düzeyi arasında negatif, Yıldırım ve Eyce yurt (2012) enflasyon ile borçlanma düzeyi arasında pozitif anlamlı bir ilişki bulmuştur. Acaravcı ve Doğukanlı (2004) ise enflasyon oranının uzun ve kısa vadeli borç/özsermaye modellerinde anlamlı bir değişken olduğunu bulmuştur.

**Ticari Kredi Hacmi:** Yapılan araştırmalar, finansal kriz dönemlerinde, kredi piyasasının işleyişinde aksaklıklar olduğunu göstermiştir. Ters seçim, ahlaki risk ve bilgi asimetrisi hem kredi maliyetini yükseltmekte hem de kredi arzında azalmaya yol açmaktadır. Bu durum, kriz nedeniyle içsel kaynak yaratma gücü içinde olan işletmelerin, finansal sistemden işletmelere fon akımının da olumsuz etkilenmesiyle dışsal kaynak bulma zorluğu yaşamalarına neden olmaktadır (Bilgin vd., 2002: 54-56). Yıldırım ve Eyceyurt (2012), ticari kredi hacmi ile borçlanma düzeyi arasında negatif yönde anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

**Kapasite Kullanım Oranı (KKO):** KKO, bir üretim biriminin belirli bir dönemde fiilen gerçekleştiği en üst üretim miktarını gösterir. KKO arttıkça, eğer yatırımların kârlı olması bekleniyorsa, ihtiyaç duyulan fonların borçlarla finanse edileceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla KKO düştükçe daha yüksek risk ve borçlanma maliyetleri nedeniyle finansal yapı içinde borcun düzeyinin düşmesi beklenir.

**İhracat:** Türkiye ihracatının büyük bir kısmının Avrupa ve ABD'ye yapılması ve kriz dönemlerinde talebin daralmasıyla işletmelerin satışlarında bir azalma beklenmektedir. İşletmelerin, satışların azaldığı dönemlerde daha fazla risklerini artırmamak için özsermaye ile finanslamayı tercih etmeleri beklenir.

### 3.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada kullanılan değişkenler panel veri analizi yöntemiyle değerlendirilmiştir. Panel veri analizi değişkenler arasındaki etkileşimi azaltır ve ekonomik tahminlerde daha etkin sonuçlar veren bir yöntemdir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007:3). Panel veri analizinde sabit etki veya tesadüfi etki modellerinin seçiminde yatay kesit verilerinin dağılımı önem taşımaktadır (Atik, 2006:38). Çalışmada, tahmin modelleri arasında seçim yapılabilmesi için istatistiksel testler gerçekleştirilmiştir.

### 4. Araştırmanın Sonucu

Çalışmada İMKB işlem hacmi, GSMH, Enflasyon, Ticari Kredi Hacmi, KKO, İhracat değişkenler ile Toplam Borç/Toplam Varlık (TB/TV), Toplam Borç/Öz sermaye (TB/ÖzS) arasındaki ilişki araştırılmıştır. Değişkenler analize

tabi tutulurken logaritmaları alınmıştır. Çalışmada analize dahil edilen değişkenler için hemen hemen tüm potansiyel modeller denenmiştir. TB/TV bağımlı değişkeni ile ekonomik faktörler arasında oluşturulan modellerin hiç biri anlamlı sonuçlar vermemiş,  $R^2$  leri son derece düşük çıkmıştır. Ayrıca, enflasyon, ticari kredi hacmi ve ihracat değişkenlerinin de dahil edildiği modellerde bu değişkenlerin hata payı yüksek,  $R^2$ 'leri çok düşük çıkmıştır. Oluşturulan tüm modeller içinden açıklama gücü en yüksek, hata payı en az olan model tercih edilmiştir.

İmalat sanayii işletmelerinin TB/ÖzS oranıyla İMKB işlem hacmi, GSMH ve KKO arasındaki en anlamlı ilişki sabit etkiler modelinde elde edilmiştir. Analize dahil edilen değişkenlerin modeli açıklama gücünü gösteren  $R^2$  değeri 0,83'dür. %1 hata payı ile GSMH ile pozitif yönlü, İMKB İşlem Hacmi ve KKO ile negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Sabit etkiler modelini test etmek için Likelihood testi kullanılmış ve anlamlı sonuç vermiştir.

**Tablo 2: 2008:01 – 2011:12 İMKB 100'de Hisse Senetleri Faaliyet Gösteren İşletmelerin Panel Veri Analiz Sonuçları**

Bağımlı Değişkenler: (X2)Toplam Borç/Toplam Özsermaye	Katsayı	"t" istatistiği	Prob Değeri
Bağımsız Değişkenler			
(LNX3) İMKB İşlem Hacmi	(-)0.19	-4.25	0.00
(LNX4) GSMH	0.51	4.06	0.00
X7 Kapasite Kullanım Oranı	(-)0.01	-5.65	0.00
Kullanılan Model	Sabit Etkiler		
$R^2$ ve F istatistiği	0.83 – 72.25		
Kikare ve P Değeri (F istatistiği)	1092 – 0.00		
Likelihood Ratio Testi P Değeri	0.00		

## 5. SONUÇ

Kula ve Özdemir (2009), kriz döneminde işletmelerin borçlarının pasif içindeki payının arttığını ve finansal giderlerindeki artışın işletmelerde finansal sıkıntı oluşturduğunu, Tanrıöver ve Aksoy (2009), krizden en fazla işletmelerin sermaye yapısının etkilendiğini ve kriz döneminde piyasa değerinin düşmesi sonucu ödenemeyen kısa ve uzun vadeli borçların arttığını tespit etmişlerdir.

Çalışmada, İMKB işlem hacmi düştükçe işletmelerin borç düzeyleri artmıştır. Kriz döneminde riskli ortam nedeniyle İMKB işlem hacmi ve işletmelerin değerleri düşmüş ve işletmelerin borç düzeyleri artmıştır. Bu sonuç, kriz dönemlerinde işletmelerin hisse senetlerinin düşük değerleneceği hisse senedi piyasaları yerine borçlanma piyasalarını tercih ettiklerini göstermektedir. Ayrıca, araştırmanın sonucu, gelişmekte olan piyasalarda işletmelerin borç düzeylerinin yüksek olduğu teorisini ve Demirgüç-Kunt&Maksimoviç (1996)'in hisse senedi



piyasasının gelişmişliği ile kaldıraç oranları arasında tespit edilen negatif ilişkiyi desteklemektedir.

İşletmeler, genellikle, ekonomik büyüme sonucu büyürler ve yatırım yaptıkça finansman ihtiyaçları artar. Çalışmada, GSMH ve TB/ÖzS arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç, ihtiyaç duyulan fonların ekonomik gelişme dönemlerinde borçlanma yoluyla temin edilmiş olduğunu göstermektedir ve Acaravcı ve Doğukanlı (2004), Mahmud vd.(2009) ve Yıldırım ve Eyceyurt (2012)'un çalışmalarını destekler niteliktedir.

Çalışmada, İmalat sanayi işletmelerinde KKO düştükçe TB/ÖzS oranının arttığı tespit edilmiştir. Sanayi üretiminin gidişi hakkında bilgi veren KKO'nun düştüğü, üretimde daralma olduğu dönemlerde işletmelerin daha fazla borçlandıkları görülmüştür. Beklentimiz, işletmelerin üretimde daralma oldukça borçla finansmanı azaltacakları yönünde idi. Ancak, 2009 yılı sonrasında ekonomik programla düşürülen faiz oranlarının işletmelerin borç düzeylerinin artmasına katkıda bulunmuş olabileceği de araştırmanın sonuçları yorumlanırken dikkate alınmalıdır.

### **KAYNAKÇA**

- Acaravcı, S.K., Doğukanlı H., Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayinde Sınanması, İşletme İktisat Finans, 2004, 43-57.
- Aktan, Ç.C. & İ.Y. Vural, Globalleşme Fırsat mı? Tehdit mi?, İstanbul: Zaman Kitap, 2004. <http://www.canaktan.org/yenitrendler/globalleşme> [İnd. Tarihi: 03.04.2013]
- Alantar, D., “ Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, Maliye Finans Yazıları, 81, 2008.
- Ata, H.A., Ağ, Y.; “ Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, İst. Ün. İk. Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 11, 2010, 45-60
- Atik, H., “Tercihlerde Benzerlik Teorisi: Türkiye ve Bazı Komşu Ülkelerin Dış Ticareti Üzerine Bir Analiz”, Ankara Ün. SBF Dergisi, 61:2, 2006, 33-45.
- Ayrıçay, Y.; “ Ekonomik Krizin Sanayi Kuruluşları Üzerine Etkisi”, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 14-1, 2010, 171-193.
- Bilgin M. H., Karabulut G., Ongan, H., Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman yapıları Üzerindeki Etkisi, İTO Yay. No., 2002-41, İstanbul, 2002.
- Ceylan, A., Korkmaz, T.; “ İşletmelerde Finansal Yönetim”, Ekin Bas. Yay.Dağ., 2008.
- Demirgüç-Kunt A. & Maksimoviç, “Stock Markets Development and Financing Choices of Firms”, The World Bank Economic Review, 10:2, May 1996, 341-369.
- Durukan, M.B.; “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma, 1990-1995”, İMKB Dergisi, 1:3, 1997, 75-87.
- Gençtürk, M., Kalkan, A., Alparslan, M.; “ Küresel Krizin İmalat Sektöründeki Etkisi ve İhracat Ağırlıklı Doğaltaş/Mermer Sektöründe Bir İnceleme”, Muh. ve Fin. Dergisi, 45, 2011, 69-81.

- Göçer, İ.; “2008 Ekonomik Küresel Krizin Nedenleri ve Seçilmiş Ülke Ekonomilerine Etkileri: Ekonometrik Bir Analiz”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Sayı:17, 2012, Doi:<http://dx.doi.org/10.11611/JMER2>, 18-37.
- Güler, S.; “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına(İMKB) Kayıtlı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Sermaye Yapıları Üzerine Bir Uygulama”, Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 15: 3, 2010, 353-371.
- Gürsoy, C.T.; “Finansal Yönetim İlkeleri”, Doğu Ün. Yay., 2007, İstanbul, 581-596.
- Jensen, M., Meckling, W.H.; “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal Of Financial Economics, Vol:3, No:4, 1976, s. 79-133
- Kabakçı, Y.; “ Sermaye Yapısı İle İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama”, Ege Akademik Bakış, 8: 1, 2008, 167-182
- Kula, V.; “İşletmelerin Sermaye Yapısını Açıklamada Finansal Hiyerarşi Teorisi”, Active Finans, 2001, 18 – 20.
- Kula V., Özdemir L., “2008 Küresel Krizin Şirketlerin Mali Durumu Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Hisse Senetleri Üzerine Bir Araştırma” Ulusal Finans Sempozyumu, 2009. 195-215.
- Kutlu, H. Demirci, N., “ Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum”, Muh.ve Fin. Dergisi, 2011, 121-136.
- Mankiw, N.G., Macroeconomics, Fifth Edition, Worth Publishers, NY, 2003.
- Mishkin, F.S., “Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis”, NBER Working Paper Series 16609, NBER, Cambridge, December, 2010, 1-32.
- Mahmud M., Herani G. M., Rajar A. W. and W. Farooqi, “Economic Factors Influencing Corporate Capital Structure in Three Asian Countries: Evidence from Japan, Malaysia and Pakistan”, Indus Journal of Management&Social Sciences, 3:1, Spring 2009, 9-17.
- Myers, S.C., Majluf, N.S.; “ Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, Journal of Financial Economics, 13, 1984, 187-221.
- Myers, S.; “Capital Structure Puzzle”, Journal of Finance, 39: 3, 1984, 575-592.
- Okuyan, H. A., H. Taşçı M.; “İMKB’de İşlem Gören Üretim İşletmelerinde Sermaye Yapısının Belirleyicileri”, ECON Anadolu 2009, Anadolu Uluslararası İk. Kong., 17-19.
- Pazarlıoğlu V., Gürler Ö., “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, Malatya 2007, 1-10.
- Serçemeli, M., Ağırman, E.; “2008 Dünya Ekonomik Krizi ve Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Kriz Rasyolarının Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, 16. Finans Sempozyumu, Erzurum, 2012, 219-234.
- Schiller, R. J.; The Subprime Solution, How Today’s Global Financial Crisis Happend, and What to Do About It, Published by Perseus Books LLC, 2008.
- [http://media.economist.com/media/pdf/subprime\\_solution\\_schiller\\_.pdf](http://media.economist.com/media/pdf/subprime_solution_schiller_.pdf) [in.Tr: 3.4.2013]
- Tanrıöven, C., Aksoy, E.E., “Krizlerin Reel Sektör İşletmeleri Üzerine Etkileri: İMKB’de Sektörel Bazda İnceleme”, Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 11/2, 2009, 79-114.
- Yıldırım, D. ve Eyceyurt T., “Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Gıda Sektöründe Bir Uygulama”, 16. Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı, Ekim 2012, 363- 378.