



Yayın Geliş Tarihi / Article Arrival Date

01/07/2020

Yayınlanma Tarihi / The Publication Date

25/02/2021

Naim BÜYÜKMERT 

Korkut Ata Üniversitesi
İ.İ.B.F.

İşletme Bölümü/Doktora Öğrencisi
naimbuyukmert@hotmail.com

Prof. Dr. Abdulkadir BİLEN 

Dicle Üniversitesi
İ.İ.B.F.

İşletme Bölümü
abilen@dicle.edu.tr

İMALAT SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN İŞLETMELERİN EKONOMİK KRİZLERE BAĞLI OLARAK FİNANSAL YAPISI VE KARLILIĞINDAKİ DEĞİŞİMLER: 2008 KRİZİ

Öz

ABD'de başlayan finansal kriz 2008 yılında bütün ülkeleri etkisi altına alarak uluslararası düzeye ulaşmıştır. İlk aşamada mortgage krizi olarak görülse de daha sonra finansal kriz boyutuna ulaşmış ve diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye'deki işletmelerde bu krizden etkilenmiştir. Finansal krizin etkilerinin tespit edilebilmesi amacıyla çalışmada krize bağlı olarak reel sektör işletmelerinin karlılık ve finansal yapı rasyoları üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada değişken olarak; finansal kaldıraç oranı, karlılık oranı, çalışma sermayesi ve firma büyüklüğü gibi değişkenler kullanılmış olup, BİST'te işlem gören ve reel sektörde faaliyet gösteren 125 işletmenin 2007-2010 yılları arasındaki finansal verileri incelenmiştir. Finansal kriz dönemi etkilerine bağlı olarak yabancı kaynak oranlarında özellikle kısa vadeli yabancı kaynak oranında önemli ölçüde artış meydana geldiği tespit edilmiştir. Ayrıca finansal kaldıraçın karlılık üzerinde negatif etkisinin belirlenmesiyle birlikte, bu etkisinin kriz döneminde daha da arttığı sonucuna da ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Küresel Finansal Kriz, Reel Sektör, Finansal Kaldıraç, Karlılık Oranı

CHANGES IN THE FINANCIAL STRUCTURE AND PROFITABILITY OF THE ENTERPRISES OPERATING IN THE MANUFACTURING SECTOR DEPENDING ON THE ECONOMIC CRISIS: 2008 CRISIS

Abstract

Financial crisis which had started in the USA reached the international level influencing all of the countries in 2008. Although it seemed as mortgage crisis in the first stage, later it reached financial crisis dimension and as in other countries, enterprises in Turkey were effected by this crisis. In order to determine the effects of the financial crisis, the effects of real sector businesses on profitability and financial structure ratios were investigated in this study. Variables such as financial leverage ratio, profitability ratio, working capital and firm size are used as variables in the study. In the study, the financial data of 125 enterprises traded in BIST and operating in the real sector between 2007-2010 were examined. Due to the effects of the financial crisis period, it has been determined that there has been a significant increase in the foreign resource ratios, especially in the short-term foreign resource ratio. In addition to, with the determination of the negative effect of financial leverage on profitability, it was concluded that this effect increased during the crisis period.

Keywords: Global Financial Crisis, Real Sector, Financial Leverage, Profitability Ratio

Giriş

İşletmeler çeşitli amaçlar için kurulur ve kuruluş amacına bağlı olarak faaliyetlerine devam ederler. Sahipliğine göre finansal kazanımlar ve kamu yararı gibi amaçlarının yanı sıra işletmelerin en önemli hedeflerinden biri de; her türlü finansal ve politik zorluklara rağmen optimal sermaye yapısını oluşturabilmektir. İşletmelerin içinde bulunduğu koşullar, sermaye yapısı oranlarının her zaman kararlı düzeyde olmasına engel olmuştur (Kısakürek ve Aydın, 2013: 98). İşletmelerin optimal finansal yapısına etki eden en önemli unsurlardan biri de finansal krizlerdir. Dünya'da ve Türkiye'de meydana gelen finansal krizler işletmeler açısından finansal olarak olumsuz etkiler yaratmış ve yeniden yapılanmayı gerektirmiştir (Aşıkoğlu ve Ögel, 2006: 2). Yeniden yapılanma (recapitalization) ile işletmeler; en uygun sermaye yapısını belirleyerek, oluşabilecek finansal kayıpları ve maliyetleri minimum seviyeye indirgemeyi hedeflemektedirler (Peura ve Keppo, 2006: 2163).

Ortaya çıkan finansal krizlere bağlı olarak işletmelerin finansal yapısında ve yeniden yapılanma sürecinde oluşan değişimleri analiz edebilmek için çalışmada işletmelerin ekonomik kriz öncesi ve sonrası finansal yapıları incelenmiştir. Finansal rasyolarda krize bağlı olarak oluşan değişimlerin karlılık üzerindeki etkisi de araştırılmıştır. Çalışma sonrasında elde edilen sonucun en reel değerleri ifade etmesi amacıyla üretim yapan işletmeler ve 2008 krizi tercih edilmiştir. İşletmelerin kriz dışındaki diğer unsurlardan finansal olarak etkilenmemesi nedeniyle 2008 yılındaki kriz ele alınmıştır. Kriz nedeniyle finansal rasyoların daha hızlı belirlenerek etkileri gözlemlenebileceği gibi finansal rasyolarda ve karlılık üzerinde yalnızca 2008 krizinin etkilerinin araştırılması amacıyla 2007-2010 yılları arasındaki dönem seçilmiştir.

1. Finansal Kriz ve Türleri

Hayatın her alanında karşılaşılan kriz kelimesi genel olarak "bunalım" anlamına gelmektedir. Finansal anlamda kriz, ekonomik denge içerisinde faaliyetlerini sürdüren yapıların öngörülen ya da öngörülemeyen bir takım sebeplerden dolayı ekonomik dengesinin önemli ölçüde sarsılmasıdır. Globalleşme ile birlikte finansal sınırlar genel anlamda ortadan kaldırılarak para ve sermaye piyasası uluslararası anlamda etkinliğini artırmıştır (Aşıkoğlu ve Ögel, 2006: 2). Finansal krizler, günümüzde küresel anlamda ülkelerin ekonomik durumları üzerinde negatif etki yapan en önemli faktörlerden biri haline gelmiştir.

Finansal krizlerin nedenleri; küresel finans durumu, siyasi istikrarsızlıklar, sürdürülemez makroekonomik politikalar, sermaye hareketlerinde aşırı dalgalanmalar, finansal yapıların zayıf olması ve teknoloji alanındaki hızlı değişimler olarak sıralanabilir. Ancak genel hatları ile belirtmek gerekirse; makroekonomik sebepler, finansal liberalizasyon ve sabit döviz kuru olarak nitelendirilebilir (Turgut, 2006:39). Kaynağına göre sınıflandırmak gerekirse finansal kriz türleri altı başlıkta toplanabilir. Bunlar; sistematik finansal kriz, para krizi, döviz krizi, cari işlem krizi, bankacılık krizi ve dış borç krizidir (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 55).

2. Dünya'da ve Türkiye'de Yaşanan Krizler

19. Yüzyılda finansal kriz kavramı ortaya çıkmadan önce onun yerine, kötü hasat ve açlık krizi gibi kavramlar ülkelerin gündemindeydi. Ancak teknoloji ve sanayi alanındaki gelişmelerin akabinde paranın serbest dolaşımının da etkisi ile finansal kriz kavramı ortaya çıkmıştır (Aktan ve Şen, 2001:4). Güçlü ekonomiye sahip gelişmiş ülkelerde meydana gelen finansal krizler, ekonomileri az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri olumsuz yönde etkilemiştir. 1990'lı yıllardan sonra sermayelerin uluslararası finansal ağda serbest dolaşımının belirgin olarak artması ve ülkelerin birbirleri ile olan ekonomik ilişkilerinin daha karmaşık bir yapı haline gelmesi krizlerin küresel olarak yaşanmasına neden olmuştur. Son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin iç ve dış liberalizasyon süreci girişimlerinin, sürdürülebilir makroekonomik faktörlerin sağlanmadan uygulanmaya devam edilmesi finansal kırılganlıkları ve krizleri kolaylaştırmıştır (Ural, 2003: 11).

Ülkeler küresel anlamda meydana gelen krizlerden etkilendiği gibi kendi içerisindeki çeşitli etkilerle meydana gelen sorunlar nedeniyle de finansal krizler yaşamışlardır.

1990 yılı ve daha sonrası meydana gelen finansal krizlere ana başlıklar altında özetlenmiştir:

Meksika Krizi: 1994 yılında Meksika'da meydana gelen finansal krizin birçok nedeni olmakla beraber bu nedenlere bağlı olarak Meksika için birçok olumsuz sonucu ortaya çıkarmıştır. Krizin başlıca sebepleri; enflasyondaki artış, üretimdeki azalma, siyasi etkenler, vergi politikasındaki hatalar ve cari açığın artması olarak sıralanabilir (Hacıhasanoğlu, 2005: 30). Yaşanan finansal krizin akabinde; döviz kuru sarsılmış, yabancı sermaye miktarı azalmış, siyasi sorunlar ve suç oranları, reel faiz ve cari açık giderek daha da artmakla birlikte bu etkenlere bağlı olarak büyüme negatif yönde etkilenmiştir (Turan,2011:59). Meksika krizi ile uluslararası anlamda finansal piyasaların etkinliği ve yapısı sorgulanmaya başlamıştır. Finansal piyasaların sorgulanmasının temel nedeni, kriz öncesinde yerel yatırımcılar finansal koşullar hakkında daha bilgili olmakta ve yabancı yatırımcı için daha fazla risk oluşturmasıdır (Frankel ve Schmukler, 1996:512).

Güneydoğu Asya Krizi:1997 yılında Tayland ile başlayan ekonomik kriz Malezya, Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Hong Kong ve Singapur'a kadar uzanmıştır. Krize sebep olan genel etken; temkinli finansal uygulamaların olmaması ve aşırı finansal harcamalardır. Aşırı derecede yatırım harcamaları ve bu yatırım harcamalarının çok düşük seviyede özsermaye ile finanse edilmesi, yatırımlardan elde edilen gelirler yabancı kaynak maliyetini karşılayamayıp ülkenin zarar etmesine neden olmuştur (Pomerleano, 1999: 3). Yükselen piyasa şartları, yerel firmaların uluslararası düzeyde yaptığı borçlanmalar, uluslararası kaynak koşulları ve mali otoriteler arasındaki karmaşık etkileşimlerde ekonomik koşulları zayıflatmıştır (Dekle ve Kletzer, 2001:507). Asya ülkelerinde görülen yüksek büyüme hızı, cari açığın artması ve sabit döviz kuru, doların yen karşısında değer kazanmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler ışığında Çin'in düşük üretim maliyeti ile bu ülkelere azalan ihracatı ve Asya ülkelerindeki üretim maliyetlerinin artmasına bağlı olarak kriz ortaya çıkmıştır (Olcay, 2013: 75). Krizin sonucuna bağlı olarak Asya ülkelerinde borsa değer kaybetmiş, ihracat azalmış, işsizlik artmış, ekonomik ve politik istikrarsızlıklar oluşmuş ve finansal olarak gerileme meydana gelmiştir.

Asya krizi uluslararası piyasada olumsuz koşullar sergilese de Türkiye açısından çok fazla risk oluşturmamıştır. Türkiye'nin Asya pazarında ticaretinin daha az olması, merkez bankası politikaları ve döviz rezervleri bu krizin etkilerinin az olmasını sağlamıştır.

Brezilya krizi: Brezilya'da 1990 yılından itibaren seyreden yüksek enflasyon ve ekonominin istikrarsız ilerleyişi 1994 yılında Real Planı'nın yürürlüğe girmesi ile sona ermiştir (Erdönmez, 2004:25). Real Planı ile Brezilya aynı zamanda yeni para birimi olan Brezilya Real'ine geçiş sağlamıştır. Bu para birimi değişikliği Brezilya'nın yabancı yatırımcının ilgisini çekmesi açısından iyi bir hamle olmuştur. Ancak ilerleyen zamanlarda cari açığın artması ve borsadaki keskin düşüşler IMF'den alınan destek ile aşılmaya çalışılmıştır. Brezilya krizi için en önemli etken, döviz kurunun sabit olması ve çeşitli birimlere olan borçlarını reddetmesidir. Bütün bu gelişmeler eşliğinde finansal kriz kaçınılmaz olmuş, Brezilya borçlarını ödeyememiş ve Real planı sona ermiştir (Turan, 2011: 60).

Rusya krizi: Asya krizinden sonra Rusya, imalat sektörü ve doğal kaynak sektörünün özelleştirmesini büyük oranda gerçekleştirerek ve büyümeye yönelik daha güçlü ekonomik temelleri atarak enflasyonu 1998 yılında tek haneye düşürmüştür (Pinto ve Ulatov, 2010). Ancak Rusya'nın en önemli gelirinin petrol olması nedeniyle Asya krizinden sonra petrol fiyatlarındaki düşüş Rusya ekonomisine olumsuz etki yapmıştır. Petrol fiyatlarındaki düşüş cari açığı da artırmıştır. Cari açığın artması ise Rusya krizinin en büyük etkeni olup kısa vadeli borçların ödenememesi de krizin nedenlerindedir (Oktar ve Yüksel, 2015: 337).

Rusya krizi, Türkiye ve Rusya arasında yoğun olan ekonomik ilişkiler nedeniyle Türkiye açısından olumsuz yönde etkilenmesine neden olmuştur. Kriz neticesinde Türkiye’de önemli ölçüde yabancı sermaye kaybı ve brüt döviz rezervlerinde azalma meydana gelmiştir. Kriz sonrasında oluşan finansal kayıpların Türkiye açısından etkileri ciddi olmuştur (Yücel ve Kalyoncu, 2010:61, Kısakürek ve Aydın, 2013: 100).

Arjantin Krizi: İkinci dünya savaşından sonra genel olarak sabit kur oranını benimseyen Arjantin, küresel diğer etkilerin yanı sıra sabit kur oranlarının doğurduğu kur kaynaklı krizler ile karşı karşıya kalmıştır (Turan, 2011: 61). Arjantin, 1991 yılının Mart ayında uygulamaya koyduğu; “Konvertibilite programı” 2001 yılında meydana gelen ekonomik krizin temelini oluşturmuştur. Ülkedeki en büyük sorun hiperenflasyonun kırılması ve parasal istikrarın sağlanmasıdır. İlk yıllarında program olumlu sonuç ortaya çıkarsa da daha sonra Brezilya'nın sabit kur oranından vazgeçmesi, Arjantin'in ihracatını azaltmıştır. Bu nedenle büyüme azalmış, kamu borçları artmış, işsizlik yüksek seviyelere çıkmış ve yatırımlar azalmıştır (Olcay, 2013: 81). Esasen krizin temelini Arjantin'in IMF ile olan ilişkilerindeki olumsuzluklar ve başarısız ekonomik politikalar oluşturmaktadır. IMF ile oluşan olumsuz ilişkilerin neticesinde; kredi derecelendirme kuruluşları kredi notunu düşürmüş, önerilen dalgalı kur oranı reddedilmiş ve ülkeden sıcak para çıkışı olmuştur. Arjantin krizi de diğer krizler gibi küresel anlamda dünya ekonomisinde önemli bir yere sahiptir (Bostan ve Bölükbaş, 2011: 104).

ABD Krizi: Mortgage krizi olarak da adlandırılan bu kriz, 2008 yılında meydana gelmiş olsa da temeli 2000'li yıllara dayanmaktadır. 2000 yılından itibaren ekonomiyi canlandırmak adına ABD Merkez Bankası kredi faiz oranlarını düşürmüştür. Buna bağlı olarak uzun vadeli ödeme koşulları ile konut satışlarında çok fazla artış olmuştur. Uygun kredi koşullarında konut satışı artmış ve buna bağlı olarak da konut fiyatları artmıştır. Bu artış enflasyonu tetiklemiş ve buna bağlı olarak faiz artırımına gidilmiştir. Ayrıca bankalar düşük faiz oranları nedeniyle şartları uygun olmayan kişilere de kredi sağlamıştır. Faiz artırımını konut fiyatlarını düşürmüş ve geri ödenmeyen kredi miktarı çok fazla olmuştur (İskenderoğlu ve Karakozak, 2013: 104, Kutlu ve Demirci, 2011:124). Bu şekilde ortaya çıkan finansal verilere rağmen gerekli önlemlerin alınmaması veya alınan önlemlerin yetersiz olması, 2008 yılında yatırım bankalarının iflası ile sonuçlanmıştır. Bu şekilde yayılmaya başlayan kriz küresel çapta çok fazla etkisi olan ilk krizlerden biri olmuştur. Kriz gelişmiş olan ekonomiye ve finans sektörüne sahip bir ülkede çıkması, düşünüldüğünden daha hızlı bir şekilde yayılmasına ve gelişmiş ekonomilerin daha çok etkilenmesine sebep olmuştur (Er, 2011: 316).

Kriz, yabancı sermayenin etkin olması nedeniyle Türkiye'yi de etkilemiştir. İnşaat sektöründe ve ekonomik büyümede gerileme gibi etkiler yaşanmıştır. Ancak 2001 krizinde yaşanan gelişmeler ile alınan önlemler, 2008 krizinin hafif etki ile atlatılmasına neden olmuştur (Selçuk, 2010: 26, Kısakürek ve Aydın, 2013: 101, Kutlu ve Demirci, 2011: 130).

1994 Türkiye krizi: Türkiye'deki ekonomik kriz geçmişine bakıldığında; 1978, 1988, 1989, 1994, 2001 ve 2008 yıllarında ekonomik krizler yaşanmıştır. Ancak küresel bazda etkileri barındıran ilk kriz 1994 yılında meydana gelmiştir. Kriz en fazla finans sektörünü etkilemiş olsa da, finansal yapılarının zayıflığı nedeniyle reel sektörde krizden etkilenmiştir (Hepaktan ve Çınar, 2011:159). Ancak finansal faktörlerin etkisinin yanı sıra politik etkenlerin de etkisi fazla olmuştur. Yapılan uygulamalar ve kriz yönetim süreci ele alındığında, krizin etkilerinin azaltılması anlamında yanlış uygulamalar yapıldığı ve buna bağlı olarak olumsuz etkilerin ortaya çıktığı görülmüştür. Faiz politikasındaki hatalı uygulamalar, cari açığın ve döviz talebinin artması, merkez bankasının uygun olmayan politikaları, yüksek düzeyde dış borç ve yabancı sermayenin azalması krizin yeterince uygun yönetilmediğini göstermiştir (Turan, 2011: 62). İç ve dış borç dengesinin kurulamaması borçlanmanın finansal bir sorun olarak ortaya çıkmasına neden olmuştur.

1994 krizinin genel olarak sebeplerine bakıldığında; ülkede meydana gelen bütçe açıkları, serbest finansal piyasanın etkisi ve sermaye hareketleriyle giderilmeye çalışılmıştır. Cari açık ve

bütçe açığının çok yüksek olması, yüksek faiz ve düşük kur yöntemi ile giderilmeye çalışmış ancak bu yöntem de daha fazla sermaye hareketini doğurmuştur (Işık, Duman ve Korkmaz, 2004: 51). Yapılan yasal düzenleme ile merkez bankasının avans miktarı artırılarak faiz düşük tutulmaya çalışılması, devalüasyon beklentisi yaratmış ve dövize olan talebi artırarak kurdaki artışı tetiklemiştir. 1994 yılında, 14 bin olan dolar olan kur kriz ile 40 bin dolar seviyesine kadar ulaşmıştır (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002: 121). Kamu borçları, terörle mücadele, Körfez savaşı ve ücretlerdeki hızlı artış gibi unsurlar krizi meydana getiren iç sebepler olarak sıralanabilirken, bütün bu gelişmelere ek olarak ulusal kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin kredi notunu düşürmesi ile kriz kaçınılmaz hale getirmiştir (Kısakürek ve Aydın, 2013: 101). 1994 krizinin etkilerini azaltmak, dengelenmeyi sağlamak ve ekonomik olarak ülkenin yaşamış olduğu istikrarsızlığı ortadan kaldırarak piyasayı canlandırmak amacıyla 5 Nisan kararları benimsenerek yürürlüğe konulmuştur. 5 Nisan kararları uygulanmaya başlandığı ilk aşamada başarılı olsa da istikrarlı bir süreç sergilemediği için ilerleyen aşamalarda etkisini kaybetmiştir.

2000 ve 2001 Türkiye Krizi: 2000 yılında uluslararası düzeyde meydana gelen ekonomik krizler diğer ülkeleri olduğu gibi Türkiye'yi de etkilemiştir. Ancak krizin genel etkenlerine bakıldığında ulusal çaptaki sorunların daha etkili olduğu gözlemlenmiştir. 2000 ve 2001 yılındaki krizler genel olarak ülke içindeki zayıf finansal yapılar ve bankacılık sektörünün kırılma yapısı olarak değerlendirilebilir.

2000 yılında meydana gelen kriz likidite kaynaklı olsa da bankacılık sektörünün yaşamış olduğu finansal zorluklar nedeniyle bankacılık krizi olarak da adlandırılabilir (Kısakürek ve Aydın, 2013:101). Yüksek enflasyon ve aşırı iç borçlanma ekonomiyi etkileyen önemli krize yol açsa da, 1999 yılında yaşanan depremler ve ülkeye maliyeti, petrol fiyatlarındaki artış ve repo faizlerinin yükselmesi, likidite krizini doğuran etkenlere destek olmuştur (Kanca ve Bayrak, 2015: 16).

2000 yılının Kasım ayında; likidite sorunu, belirli bankaların içerisinde bulunduğu sorunlar, bazı kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilememesi ve ülkenin 5 Nisan kararlarına uyumunun istikrarlı olmamasının yabancı sermaye üzerinde yaptığı olumsuz etkinin sonucu olarak, kısa süre içerisinde yüklü miktarda yabancı sermayenin ülke piyasasından çekilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu gelişmeler ışığında; Ziraat ve Halk bankasının mali dönemi zararla kapatması, kamu borçlarının artması, bankaların açık pozisyonun yükselmesi ve IMF tarafından verilecek kredinin geçici olarak askıya alınması gibi nedenler 2000 yılının Kasım ayında patlak vererek krizi ortaya çıkarmıştır (Turan, 2011: 75).

2000 ve 2001 krizinin birbirine çok yakın zamanda meydana gelmesi nedeniyle birbiri ile ilişkili olarak nitelendirilip tek kriz olarak da anılabilir. 2000 yılında verilen devlet borçlanma senetlerinin işlenmiş faizle birlikte yenilenmesi ve kamu harcamalarının artması likidite sorununu devam ettirmiştir. 2000 yılında meydana gelen krizin etkileri henüz atılmamışken ve ülkenin içerisinde bulunduğu ekonomik buhran devam ederken; ülkenin Cumhurbaşkanı ve Başbakanı arasında 19 Şubat 2001 tarihinde MGK'da meydana gelen anlaşmazlık, zor durumda bulunan ve yeni toparlanmaya başlayan ekonomiyi derinden etkilemiştir. 2001 yılında meydana gelen kriz ekonomik olarak adlandırılrsa da aslında bir devlet krizidir (Kanca ve Bayrak, 2015: 17). Her ne kadar diğer etkenler etkili olsa da krizin temel kaynağı bankacılık sektöründeki yaşanan olumsuzluklar olarak nitelendirilmektedir. Ziraat ve Halk bankası ilk defa takas açığını kapatamayarak açık vermiş ve yükümlülüklerini yerine getiremez olmuştur. Kamu bankalarındaki bu olumsuzluklar nedeni ile Türkiye'nin kredi notu düşürülmüş ve risk derecesi artırılmıştır. Merkez Bankası da döviz talebi nedeniyle kurlarda meydana gelen dalgalanmalara müdahale edememiştir (Kısakürek ve Aydın, 2013: 101). 2001 yılındaki krizin sonucunda; ekonomi küçülmüş, kişi başı milli gelir azalmış, 12 adet banka tasfiye edilmiş ya da devredilmiş, işsizlik artmış ve ödemeler dengesi bozulmuştur (Aşıkoğlu ve Ögel, 2006: 4).

2008 Türkiye Krizi: 2008 krizinin aktörü; konut fiyatlarında artışlar ve uygun olmayan kredi koşulları olup kısaca ABD'de yaşanan en büyük konut ve kredi balonu olarak adlandırılabilir.

ABD'nin bankacılık sektöründe ipotekli konut kredileri (mortgage) piyasasında ortaya çıkan kriz ilk başlarda mortgage krizi olarak görünse de daha sonra finansal kurumları ve piyasalara derin etki yapması nedeniyle ekonomik kriz haline gelmiştir (Taylor, 2009:12; Mercan, 2014: 126). Temeli 2000'li yıllara dayanan ve mortgage krizi olarak adlandırılan ABD krizi, Amerika'nın en büyük bankalarından olan Lehman Brothers'ın 600 milyar dolar borçla iflasını açıklaması ile başlamış ve bütün dünyaya yayılmıştır. 1929 yılı ekonomik buhranından sonra küresel olarak en fazla etki yapan kriz olarak da nitelendirilebiliriz. 2008 krizinin diğer krizlerden farkı, daha önce farklı bölgelerde meydana gelen ve uluslararası etkiye sahip krizler, az gelişmiş ve yükselmekte olan ekonomileri etkiler iken, 2008 yılındaki kriz gelişmiş olan ekonomileri etkilemiştir (Ertuğrul vd., 2010: 60). Kriz en başından itibaren 2008 yılına kadar oluşan diğer krizlerden küresel olma özelliği ile ayrılmaktadır. Küresel anlamda etki yapan kriz, yeni küresel mekanizmalarla ilgili tartışmalarında ortaya çıkmasına neden olmuştur (Hepaktan ve Çınar, 2011: 162).

2008 krizi Amerika'da aşırı hızlı ve geniş etki ile başlamasının etkisi olarak reel sektörde gerileme ve belirsizlik oluşturmuştur (Rashwan, 2012:158). Krizle Amerika kıtasındaki ülkelerde finansal piyasalarda ani çöküşler olarak ortaya çıkarken Türkiye'de böyle bir durum olmamıştır. Geçmiş yıllarda ülkemizde meydana gelen ekonomik krizler birçok düzenlemeleri barındırdığı için finansal olarak ani bir etki yaratmamış olsa da finansal olarak etkileri gözlemlenmiştir. Bankacılık sektöründe başlayıp reel sektör ile devam eden kriz, ülkemizde reel sektörde yavaş ivmeli finansal durgunluk olarak sürmüştür. Türkiye'de krizin ilk etkileri; ihracatın % 50 olarak azalması ile başlamıştır (Oğuz, 2011: 2). Avrupa'ya ve Amerika'ya olan ihracatın azalması ile üretim azalmış buna bağlı olarak işsizlik oranları ve cari açık artmış, ekonomide küçülme ve reel sektörde durgunluk gibi etkileri sürmeye devam etmiştir (Mercan, 2014: 130).

Kriz ABD'de her ne kadar finans ve gayrimenkul sektörü ile başlamış olsa da üretim ve sanayi ile devam etmiştir. Ancak Türkiye'deki finans sektörü genel olarak incelendiğinde; banka sayılarında herhangi bir azalış olmamış, krize rağmen finans sektörü temsilcileri ve şube sayıları artarak daha fazla müşteri kitlesine ulaşım hedeflenmiştir (Selçuk, 2010: 23). Türkiye'de finans sektöründe böyle bir etki söz konusu olmadığı için çalışmada üretim ve sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmeler incelenmiştir.

3. Sermaye Yapısı Teorileri ve Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin sermaye yapısı ve sermaye teorileri ile ilgili yerli ve yabancı birçok araştırma yapılmış olup bu çalışmalar sonucunda da birçok gelişme yaşanmıştır. İşletmelerin finansal olarak amacı; maddi getirilerini daha ileri bir noktaya taşımak ve optimal sermaye yapısını oluşturarak finansman giderlerini minimum seviyeye indirmektir. Bu nedenle yöneticiler, finansman kararlarını etkileyen sermaye yapısı teorilerini daha fazla incelemiş ve araştırmışlardır. Ancak işletmelerin finans ve pazar koşullarının farklı olması nedeniyle henüz hangi sermaye yapısı teorisinin daha iyi olduğu konusunda kesin bir görüş belirtilememiştir. Genel olarak ifade etmek gerekirse işletmelerin sermaye yapısı teorileri: Sermaye Yapısına İlişkin Klasik Yaklaşımlar, Modigliani ve Miller Modeli, Miller Modeli, Ödünleşme Teorisi, Finansman Hiyerarşisi Teorisi, Temsilcilik Sorunu Teorisi, Piyasa Zamanlaması Teorisi ve Sinyal Teorisi olarak özetlenebilir.

İşletmelerin sermaye yapısına ilişkin ilk modern teorik çalışmaların başlangıcı ve sermaye yapısına ilişkin temel alınan çalışma; Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yayımladıkları çalışma olmuştur. Sermaye yapısına ilişkin ilk olarak, klasik yaklaşımlar olan; net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım teorileri ortaya çıkarılmıştır. Daha sonraları ise Modigliani&Miller (M&M) yaklaşımı ve M&M yaklaşımının kurumlar ve gelir vergileri gibi yaklaşımları dikkate alınarak diğer modeller geliştirilmiş ve oluşturulmuştur (Sayılğan ve Uysal, 2011:103). Bu temel yaklaşımlar baz alınarak, finansal hiyerarşi teorisi (pecking order theory) ve denge teorisi (trade off theory) sermaye yapısı kararları ile firma değeri ilişkisini açıklamada yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır (Yılığör ve Yücel, 2007: 2; Akkaya, 2008: 2; Fıratoglu, 2005: 5).

İşletmelerin sermaye yapısını etkileyen iç ve dış birçok faktör vardır. Her işletmenin kendine özgü koşulları söz konusu olduğu için sermaye yapısı açısından da etkileyici farklı faktörler vardır. Sermaye yapısını etkileyen faktörleri sıralamak gerekirse; firmaya özgü değişkenler, finansal piyasalara özgü değişkenler, makroekonomik değişkenler, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi, sermaye yapısı (borç/özsermaye), döviz kurları, ekonomik krizler, siyasi ve politik unsurlar olarak sıralanabilir (Doğukanlı ve Acaravcı, 2004: 43).

4. Literatür

Küresel olarak meydana gelen krizlerin etkilerinin araştırılmasında farklı açılardan belirlenen yöntemlerle yapılan çalışmalar vardır. Çalışmaların büyük çoğunluğunda finansal yapı rasyoları incelenmekle birlikte işletmelerin kriz döneminde ve sonrasında karlılıkları ve satış gelirleri incelendiği gibi makroekonomik göstergelerde ele alınmıştır.

Hepaktan ve Çınar (2011) krizin reel sektöre olan etkilerini inceleyen çalışmada GSYİH içinde sanayi üretimini kriz öncesi ve sonrası olarak araştırmışlardır. Çalışmada; sanayi üretim endeksi, aylık ortalama efektif USD değeri ve kukla değişken (kriz yılları ve sonrası) belirlenmiş olup araştırma kapsamında 2007-2009 yılları arasındaki finansal veriler analiz edilmiştir. Değişkenlere ilişkin birim kök testlerinden Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi uygulanmıştır. Durağan seriler regresyon analizi sonucunda; Türkiye'deki işletmelerin kredi hacimlerinin daralması sonucu bilançolarının daraldığını ve Avrupa'ya ihracatın azalmasına bağlı olarak üretimin düştüğü sonucunu elde etmişlerdir. Bu sonuçlara ek olarak Türk lirasındaki değer kaybı ve likidite sorununun, krizin reel sektör açısından ciddi bir etkiye sahip olduğu vurgulanmıştır.

Kanca ve Bayrak (2015) krizlerin kamu açısından önemini incelenmek amacıyla GSMH/toplam harcamalar, kamu harcamalarındaki değişim ve toplam kamu harcamaları miktarı gibi harcama kalemlerinin değişimleri gözlemlenmiştir. Çalışma sonucunda, 2008 krizinin kamu açısından ciddi bir etkisinin olmadığını, buna rağmen bütçe giderlerinin arttığını ve 2010 yılına kadar devam ettiğini belirtmişlerdir. Her ne kadar kamu açısından derin etkisi olmasa da işletmeler ve reel risk faktörüne derin etkisi olduğu vurgulanmıştır.

Kısakürek ve Aydın (2013) krizlerin, işletmelerin finansal rasyolarına etkisini araştırmak amacıyla BİST'te faaliyet gösteren reel sektör işletmelerinin finansal kaldıraç oranları bağımsız değişken, karlılık oranları ise bağımlı değişken olarak ele alınmıştır. Çalışmada, 1994 ve 2001 krizlerinde işletmelerin özkaynaklarına başvurdukları ancak uzun vadeli borçlanmanın riskli ve sınırlı olması nedeniyle, 2008 krizinde kısa vadeli borçlanma yoluna gitmelerinin sonucu olarak satışların karlılığına pozitif etki yaptıklarını tespit etmişlerdir. İşletmelerin kriz sonrası dönemlerde anlamlı oranda yabancı kaynak kullandıklarını ve 2008 krizinin firma büyüklüğünde azalış meydana getirdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ertuğrul, İpek ve Çolak (2010) krizlerin ekonomi üzerine etkileri kapsamında yaptıkları çalışmada kriz döneminde ve krizden sonraki iki yıllık süreçte makroekonomik göstergelerdeki değişimleri incelemişlerdir. 2008-2010 yılları arasındaki; büyüme oranı, kapasite kullanım oranı, sanayi üretim endeksi, imalat sanayi üretim endeksi, reel kesim güven endeksi, tüketici güven endeksi, işsizlik oranı, ithalat, ihracat ve enflasyon gibi makroekonomik göstergeler incelenmiştir. Uluslararası düzeydeki fonların azalması, likidite yetersizliği ve fonların maliyetinin artması işletmeleri reel olarak etkilediğini belirtmişlerdir. Ayrıca 2008 krizinin Avrupa ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerin sonucu olarak Türkiye ekonomisinde de daralma, sanayi üretiminde ve imalat sanayi kapasite kullanımında da azalma görüldüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Mercan (2014) 2008 krizinin ekonomik büyüme ve üretim endeksleri üzerindeki etkilerini araştırmak üzere Türkiye ve Orta Asya ülkelerinin finansal verilerini incelemiştir. Uygulama kapsamında; iki yönlü rassal etkiler model tahmini, panel veri kök analizi, Breush- Pagan Lagrange Multiplier (LM) testi ve Hausman içsellik testleri kullanılmıştır. Analiz sonucunda; Türkiye'nin

finansal açıdan fazla etkilenmediğini ve ihracat aracılığıyla krizden etkilendiğini; ihracatın azalması sonucu üretimin düştüğünü, ekonominin daraldığını ve üretimdeki azalma kaynaklı işsizlik oranlarının arttığı sonucuna ulaşmıştır. Aynı şekilde Er'in (2011) krizler üzerine yaptığı çalışma da bu sonuçları destekler niteliktedir.

Işık ve Kiracı (2012) çalışma sermayesinin 2008 krizi ile ilişkisini 110 işletmenin 2005-2010 yılları arasındaki mali tabloları aracılığıyla incelemişlerdir. Finansal olarak; cari oran, nakit dönüşüm süresi, asit test oranı, dönen varlık devir hızı, nakit oranı, kısa vadeli borç/toplam borç oranı, alacak devir hızı, dönen varlık/toplam varlık oranı, stok devir hızı, brüt kar oranı, ticari borç devir hızı ve net çalışma sermayesi/dönen varlık oranları SPSS programı aracılığıyla bağımsız örneklem t testi yapılarak analiz edilmiştir. Analiz sonucunda; 2008 krizi ile işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün zayıfladığını, finansal maliyetlerin arttığını, likidite ve faaliyet oranlarının değiştiğini ve brüt kar oranının azaldığını tespit etmişlerdir.

Gümüş ve Aydemir (2014) 2008 krizinin bilançolara etkisini inceledikleri çalışmada her bir konsolide edilen dönem ve sektör için ayrı ayrı yatay analiz, oran analizi ve dikey analiz gibi teknikler kullanılmış olup elde edilen bulgular birbirleri ile karşılaştırılmak amacıyla kriz öncesi dönem, kriz dönemi ve kriz sonrası dönem incelemeye tabi tutulmuştur. Bu suretle krize kadar olan gelişim, kriz dönemi ve kriz sonrası durum ortaya konarak her bir sektör bazında etkilerin ne şekilde hissedildiği karşılaştırmalı olarak ortaya konmaya çalışılmıştır. Yapılan çalışmada krizin sonucu olarak; net işletme sermayesinin azalması, karlılık rasyolarında olumsuz gelişmeler (faaliyet ve brüt satış karında azalma), kısa vadeli yabancı kaynak miktarının artışı ile finansman giderlerindeki artış gibi olumsuz etkilerinin 2012 yılına kadar atlatılmadığı belirtilmiştir.

Aktaş ve Şen (2013), reel sektörde faaliyet gösteren işletmelerin 2008 krizinden finansal olarak nasıl etkilendiklerini tespit edebilmek amacıyla 2006-2010 yılları arasında BİST'te faaliyet gösteren işletmelerin mali tabloları incelenmiştir. İşletmelerin; Cari Oran, Asit Test Oranı, Stok Devir Hızı, Satış Karlılığı, Aktif Karlılığı, Özkaynak Karlılığı ve Kaldıraç Oranlarındaki değişimler trend analizi yapılarak incelenmiştir. Analiz neticesinde; stok devir hızı, karlılık oranları ve kaldıraç oranının ekonomik kriz öncesinde daha belirgin bir değişim gösterdikleri ve dolayısıyla bu oranların 2008 yılı ekonomik krizinin uyarı göstergeleri olabileceği sonucuna ulaşmışlardır.

İskenderoğlu ve Karakozak (2013) 2008 krizi ile imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2007-2011 dönemleri arasındaki 158 BIST imalat sanayi işletmesinin çeşitli finansal oranları (Likidite oranları, karlılık oranları, faaliyet oranları ve finansal yapı oranları) ile bir birleşik oran yöntemi olan Altman modeli Z-Skor değeri çeyrek frekanslık dönemler halinde incelenmiştir. Tek yönlü varyans analizi sonucunda, imalat sanayi işletmelerinin finansal durumlarının 2008 küresel krizinden etkilendiği ve işletmelerin kriz döneminde alacak tahsilinde sorunlar yaşadığı ya da piyasada rekabet gücünü kaybetmemek için kredili satışlara yöneldiği, kısa vadeli yabancı kaynak kullanımında artış olduğu, karlılıklarının belirgin olarak azaldığı ve iflas risklerinin arttığını tespit etmişlerdir.

Rawdanowicz (2010) küresel olarak meydana gelen krizin Türkiye'de etkileri ile ilgili yapmış olduğu çalışmada, krizin Türkiye ekonomisi açısından büyümeyi, ihracatı ve GSYİH'yi azaltmasının sonucu olarak finansal durgunluk oluşturduğu ve reel sektörde toparlanmanın uzun vade de olacağını belirtmiştir. Ancak yerel makroekonomik denge ve finans sektörünün sağlam olması krizin atlatılmasında kolaylık sağladığına da değinmiştir.

Bakker ve Klinge (2012) krizin Avrupa'daki etkilerini araştırdıkları çalışmada, Türkiye'de 2001 krizinin etkilerinin ve sakıncalarının hala sürmesi nedeniyle 2008 yılında finans sektöründe kriz yaşanmadığını ve reel sektörde meydana gelen genel krizin ise 2009 yılında ve sonrasında çok kısa sürede etkisini azalttığını ve 2010 yılında beklenen büyüme rakamlarına ulaşıldığını belirtmiştir.

Selçuk (2010), çalışmasında 2008 krizinin Türkiye açısından iki sonucu olduğuna dikkat çekmiştir. İlk olarak küresel piyasalarda işlem gören fonların azalması ve maliyetlerinin artmasıdır.

Diğeri ise kriz sonucu Avrupa ekonomisinde meydana gelen finansal durgunluğun Türkiye ekonomisini ve finans sektörünü de yavaşlatmasıdır. Ancak 2001 krizi sonrası alınan tedbirlerin ve etkin kriz yönetimi politikası ile krizin diğer ülkelere göre daha başarılı atlatıldığını savunmuştur.

5. Yöntem

5.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Küresel etkiye sahip ekonomik krizler şüphesiz ki az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri birçok yönden etkilemektedir. Bu etki sadece finansal olarak hissedilmediği gibi reel sektöre, işletmelerin faaliyetlerine, ülke ekonomisine ve ülkenin siyasi politikasına kadar uzanabilmektedir. Küresel kriz, 2008 yılında ABD'de mortgage krizi olarak başlamış, ilerleyen aşamada ABD finansal krizine dönüşmüş ve daha sonra ise küresel kriz haline gelmiştir. Türkiye açısından finansal krizin finans sektöründe etkisi yok denecek kadar az olmakla birlikte reel sektörde önemli etki yapmıştır. Çalışmada da küresel krizin reel sektöre etkilerini araştırabilmek adına Türkiye'de faaliyet gösteren imalat işletmelerinin sermaye yapısı ve karlılıkları incelenmiştir.

Araştırma çerçevesinde finansal krizin yabancı sermaye kaynakları oranını etkileyip etkilemediği ve bu etkileşime bağlı olarak yabancı sermaye kaynaklarının finansal kriz döneminde karlılık üzerindeki etkisi araştırılacaktır. İşletmelerin karlılık oranı birçok etkene bağlı olarak değişebilmekte olup çalışmada kriz döneminde kullanılan yabancı kaynağın finansman gideri nedeniyle karlılık üzerindeki etkisine ağırlık verilecektir.

5.2. Araştırmanın Örneklemi

Finansal krizin işletmelerin sermaye yapısını ve karlılıklarını nasıl etkilediğinin tespit edilmesi için 2007-2010 yılları arasında imalat sektöründe faaliyet gösteren ve BİST'te işlem gören işletmelerin finansal tabloları incelenmiştir. Reel sektör işletmelerinde finansal hareketliliğin diğer sektörlerdeki işletmelere göre daha az olması nedeniyle çalışmada reel sektör işletmeleri seçilmiştir. İşletmeler; gıda, kimya, taş ve toprağa dayalı, teknoloji, ticaret, haberleşme, ana metal, metal eşya ve ambalaj olarak alt sektörlerle ayrılmaktadır. Türkiye'de reel sektörde faaliyet gösteren 125 adet işletmenin finansal verileri Kamu Aydınlatma Platformu (www.kap.org.tr) aracılığıyla elde edilmiş olup çalışmanın toplam örneklem sayısı 500'dür.

5.3. Araştırmanın Modeli ve Hipotezler

Kamu Aydınlatma Platformu aracılığıyla elde edilen mali tablolardaki finansal veriler excel çalışma sayfasına aktararak değişkenlere ait finansal veriler gerekli düzenlemeler yapılarak istatistik programına aktarılmıştır. Araştırmanın amacına uygun olarak oluşturulan iki hipotez neticesinde, çalışma iki aşamalı olarak yapılmıştır. İlk aşamada krizden önce ve krizden sonraki yıllarda işletmelerin finansal kaldıraçında ve kısa vadeli kaynaklarındaki değişim tek yönlü varyans analiz ile incelenmiştir. İşletmelerin finansal kaldıraç oranı ve kısa vadeli yabancı kaynak oranlarındaki değişimi, kriz yılları ve diğer yıllar karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Kriz yılının yabancı kaynak oranları üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla Tek Yönlü Varyans analizi kullanılmıştır. Çalışmanın ikinci aşamasında kriz nedeniyle yabancı kaynak miktarındaki artışın işletmelerin karlılığa olan etkileri araştırılmıştır. Bağımlı değişkeni etkileyen bağımsız değişkenlerin tespiti ve etki derecesinin belirlenmesi amacıyla regresyon analiz kullanılmıştır. Birden fazla bağımsız değişkenin bağımlı değişken ne ölçüde etki yaptığını ve bağımsız değişkendeki artış veya azalışın bağımlı değişkende nasıl bir değişim yaptığının belirlenebilmesi amacıyla Linear Regresyon kullanılmıştır. Literatürdeki çalışmalar ve değişkenlerin yapısı bakımından aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur:

H1: İşletmelerin finansal kriz döneminde yabancı sermaye kaynaklarında değişim meydana gelmiştir.

Regresyon modellerinden yatay kesit ve zaman serisi içeren değişkenler, araştırmanın amacı ve literatür kapsamında belirlenen modellerin tahmininde En Küçük Kareler Yöntemi (EKK) kullanılmıştır.

H2: Finansal kaldıraçın kriz dönemi ve sonrasında işletmelerin karlılığı üzerinde negatif ve anlamlı etkisi vardır.

Çalışmanın model ve değişkenleri de literatürde yer alan çalışmalarda kullanılan model ve değişkenlerden seçilerek belirlenmiştir. Çalışma kapsamında belirlenen hipotez 2'nin genel olarak modeli aşağıdaki gibidir:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1(FK) + \beta_2(\ÇS) + \beta_3(FB) + \varepsilon_{it} \quad (2a)$$

$$SK_{it} = \beta_0 + \beta_1(FK) + \beta_2(\ÇS) + \beta_3(FB) + \varepsilon_{it} \quad (2b)$$

5.4. Araştırmanın Değişkenleri

Analizin birinci aşamasında finansal krize bağlı olarak işletmelerin finansal kaldıraçlarında ve yabancı kaynak oranlarındaki değişim incelenmiş olup bu kapsamda değişken olarak; finansal kaldıraç oranı (**FK**) ve kısa vadeli yabancı kaynak (**KVBO**) oranı kullanılmıştır. Kriz döneminde ve sonrasında kısa vadeli kaynak oranında krize bağlı olarak önemli miktarda artış beklenmesi nedeniyle özellikle analize dahil edilmiştir. İkinci aşamada, işletmelerin kriz neticesinde finansal kaldıraç oranlarındaki değişimin firma performansı ve karlılıkları üzerindeki etkilerinin ölçülebilmesi amacıyla bağımlı değişken olarak; aktif karlılık (**ROA**) ve satışların karlılığı (**SK**) alınmıştır. Bağımsız değişken olarak ise Finansal Kaldıraç Oranı (**FK**) ve çalışma sermayesi (**ÇS**) alınmış olup firma büyüklüğü (**FB**) kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Krizin etkilerinin incelenmesi amacıyla kriz dönemleri (1) ve kriz sonrası dönemler (0) şeklinde modele dahil edilmiştir.

Tablo 1: Kategorilerine Göre Değişken Kodu ve Tanımları

DEĞİŞKEN KODU	DEĞİŞKEN ADI VE FORMÜLÜ	KATEGORİ
FK	Finansal Kaldıraç Oranı (FK) = (KVYK+UVYK) / (TOPLAM AKTİF)	KALDIRAÇ
KVBO	Kısa Vadeli Borç Oranı (KVBO) = KVYK / (TOPLAM AKTİF)	
ROA	Aktif Karlılık (ROA) = Net Kar / (Toplam Aktif)	KARLILIK
SK	Satışların Karlılığı (SK) = Net Kar Marjı / Net Satışlar	
ÇS	Çalışma Sermayesi (ÇS) = Dönen Varlıklar / (Toplam Aktif)	
FB	Firma Büyüklüğü (FB) = Toplam Aktiflerin Doğal Logaritması	

6. Bulgular

Araştırma kapsamında belirlenen değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik bilgileri aşağıdaki gibidir:

Tablo 2: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistik Bilgiler

	FK	KVBO	ROA	SK	ÇS	FB
Ortalama	0.436	0.332	0.167	0.181	0.505	18.767
Medyan	0.422	0.303	0.151	0.190	0.501	18.945
Minimum	0.006	0.005	-0.345	-1.595	0.035	12.880
Maksimum	0.995	0.993	1.564	1.214	0.934	23.330
St. Sapma	0.230	0.209	0.151	0.209	0.186	1.669
Gözlem Sayısı	500	500	500	500	500	500

İşletmelerin içerisinde bulunduğu koşullar nedeniyle finansal oranlarının minimum ve maksimum değerleri arasında çok fazla farklılık bulunabilmektedir. Bu farklılık işletmelerin sahiplik yapısı, faaliyette bulunduğu sektör, işletmeye özgü politikalar ve benzeri unsurlardan kaynaklanabilmektedir. Tanımlayıcı istatistikler kısmındaki örneklem sayısına bakıldığında kayıp veri olmadığı da görülmektedir.

Tablo 3: İşletmelerin 2007-2010 Yılları Arasındaki Bilanço Kalemleri

	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%
K.V.Y.K. (TL)	98.470.220	24	144.954.630	30	126.486.035	26	153.304.613	28
U.V.Y.K. (TL)	61.373.721	15	85.847.764	17	94.286.715	19	94.782.242	17
ÖZ KAYNAKLAR (TL)	252.438.779	61	258.607.832	53	265.015.936	55	294.398.869	55
DURAN VARLIKLAR (TL)	233.432.687	56	269.723.851	55	271.879.445	56	276.076.221	51
DÖNEN VARLIKLAR (TL)	178.089.379	44	217.479.630	45	211.388.938	44	263.609.856	49
SATIŞ GELİRLERİ (TL)	377.196.066		411.611.728		348.617.978		427.159.317	
KAR ZARAR (TL)	74.754.267		77.944.502		55.984.583		81.549.371	

İşletmelerin yıllık bilanço kalemlerinin değişimler yüzdelerinde incelendiğinde kısa vadeli yabancı kaynakların 2008 krizinin etkisi ile önemli derece de artış gösterdiği sayısal olarak görülmektedir. Ancak uzun vadeli kaynaklarda önemli derecede artış görülmemektedir. Yabancı kaynak miktarında meydana gelen artış nedeniyle tabloda görüldüğü üzere işletmelerin özkaynaklarında önemli ölçüde azalma meydana gelmiştir. Krize bağlı olarak yabancı sermaye

kaynaklarında meydana gelen artış, krizin etkisinin beklendiği 2009 yılındaki satış gelirleri ve net kar kalemlerinde de önemli ölçüde azalmaya sebep olduğu fark edilmektedir.

Tablo 4: Korelasyon Matrisi

	Kriz	FK	KVBO	ROA	SK	ÇS	FB
Kriz	1						
FK	.051	1					
KVBO	-0.035	0.764**	1				
ROA	-.098	.007	-0.004	1			
SK	0.074	-0.102*	-0.183**	0.755**	1		
ÇS	-.022	.184**	0.283**	.363**	0.115*	1	
FB	.005	-.116*	-0.196**	.152**	0.205**	-.135**	1

* P < 0.05, ** P < 0.01.

Değişkenlerin açısından normal dağılım koşulu gerektirmemesi ve esnek bir teknik olması nedeniyle Spearman Korelasyon Testi yapılmıştır. Değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı korelasyon tablosunda da görülmektedir.

Hipotez 1 ile reel sektörde faaliyet gösteren işletmelerin finansal krizlerde, uzun vadeli kaynakların finansal risklerinin bulunması ve yeterli seviyede uzun vadeli kaynak bulunamaması gibi nedenlerle kriz dönemi ve sonrasında kısa vadeli kaynaklara yöneldikleri varsayımı ortaya atılmıştır. Bu çerçevede Hipotez 1 ile işletmelerin kriz öncesi ve kriz sonrası dönemlerde toplam borç oranları ile kısa vadeli kaynaklarının krize bağlı değişimlerinin tespit edilebilmesi açısından analiz yapılmıştır.

Tablo 5: Tek Yönlü Varyans Analizi Sonuçları

		FK			KVBO		
I	J	Ortalama (J-I) %	Ortalama Fark (I-J)	Sig.	Ortalama (J-I) %	Ortalama Fark (I-J)	Sig.
2007	2008	+14,2002	-,058637	,042*	+14,4125	-,044489	,009**
	2009	+2,09556	-,012131	,389	+ 5,2738	-,016272	,146
	2010	+5,0143	-,021244	,482	+ 10,0713	-,033062	,220

* P < 0.05, ** P < 0.01.

Analiz kapsamında belirlenen yıllar arasındaki finansal kaldıraç oranı ve kısa vadeli borç oranı farkının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı araştırılmıştır. 2007 ve 2008 yılları arasındaki finansal kaldıraç oranındaki fark istatistiksel olarak ($p:0,042 < 0.05$) anlamlı seviyededir. Sadece 2008 yılı finansal kaldıraç oranındaki değişimin belirgin ve anlamlı ölçüde farklı olması, yabancı kaynak oranının krize bağlı olarak gerçekleşmiş olduğunu göstermektedir. 2008 yılı kısa vadeli yabancı kaynak oranındaki değişim istatistiksel açıdan ($p:0,009 < 0.01$) anlamlı seviyededir. FK ve KVBO değişkenlerinin kriz yılındaki artışının belirgin düzeyde gerçekleştiği Tablo 2'de de oransal olarak görülmektedir. Krizin finansal kaldıraç ve kısa vadeli borç değişkenleri üzerindeki etkisi istatistiksel olarak 2008 yılında anlamlı seviyede olmasının sonucunda H1 kabul edilmiştir.

Tablo 2'de de görüldüğü üzere işletmelerin 2007 yılındaki kısa vadeli kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki ortalaması % 24 iken 2008 yılında krizin etkisine bağlı olarak % 30 seviyesine yükselmiştir. 2009 yılında % 26 seviyesine gerilemiş 2010 yılında ise % 28 dolayında

gerçekleşmiştir. Yabancı kaynak oranındaki bu artış kriz döneminde finansman giderlerini de artıracığı için karlılık oralarında azalma kaçınılmaz olacaktır. İşletmelerin karlılık oranları incelendiğinde Tablo 2' de görüldüğü üzere 2009 yılında işletmelerin karlılık oranı kriz yılı olan 2008 yılına oranla % 28 oranında azalmıştır.

Tablo 6: 2007-2010 Yılları Arası Hipotez 2'ye İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

Modeller	BAĞIMLI DEĞİŞKENLER					
	ROA			SK		
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
	2007-2010	Kriz dönemi (2007-2008)	(2009-2010)	2007-2010	Kriz dönemi (2007-2008)	(2009-2010)
Sabit	-0.083 (0.267)	-0.093 (0.376)	-0.089 (0.314)	-0.110 (0.199)	-0.054 (0.698)	-0.183 (0.116)
FK	-0.089*** (0.003)	-0.136*** (0.003)	-0.052* (0.062)	-0.95** (0.011)	-0.193*** (0.001)	-0.021* (0.079)
ÇS	0.288*** (0.000)	0.278*** (0.000)	0.306*** (0.000)	0.174*** (0.001)	0.128* (0.060)	0.211*** (0.000)
FB	0.008** (0.048)	0.01 (0.113)	0.010 (0.194)	0.019*** (0.004)	0.013* (0.052)	0.014** (0.019)
D. R²	0.131	0.113	0.188	0.053	0.075	0.078
F	23.82*** (0.000)	10.98*** (0.000)	18.47*** (0.000)	8.19*** (0.000)	6.7*** (0.000)	6.99*** (0.001)
Gözlem Sayısı	479	233	246	479	233	246
D. R2: Düzeltilmiş R2. * P < 0.1, ** P < 0.05, *** P < 0.01.						

Hipotez 2 kapsamında regresyon analizi yapılmış olup finansal veriler; çalışmaya dâhil edilen bütün yıllar (2007-2010), kriz dönemi yılları (2007-2008) ve kriz sonrası yılları (2009-2010) olarak üç gruba ayrılarak, bu gruplar arasında finansal kaldıracın krize bağlı etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı araştırılmıştır. Tablo 5'teki sonuçlar, finansal kaldıracın işletmelerin karlılıkları üzerindeki etkilerini göstermektedir. Model 1 ve model 4 çerçevesinde kriz ile bağlantılı olarak finansal kaldıracın kriz döneminde ve kriz sonrası dönemlerde karlılık üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı analiz edilmiştir. Model 1 ve model 4 kapsamında bütün yıllar için (2007-2010) analiz edilmekle birlikte çıkan sonuç Tablo 5'te görüldüğü üzere finansal kaldıracın karlılığı negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifade ile toplam yabancı kaynak oranı arttıkça karlılık oranı azalmaktadır. Buradan çıkarılan sonuçla ikinci hipotez tutarlıdır. Diğer modeller (model 2,3,5,6) çerçevesinde ise kriz ile bağlantılı olarak finansal kaldıracın kriz döneminde ve kriz sonrası döneminde karlılık üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı analiz edilmiştir.

Model 1, model 2 ve model 3'te ROA bağımlı değişken olarak kullanılmış olup, regresyon analizi sonuçları incelendiğinde kriz dönemi yıllarında (2007-2008) FK değişkeninin ROA değişkeni üzerindeki etkisi negatif ve % 1 seviyesinde anlamlıdır (model 2: $\beta = -0.136$, $p < 0.01$). Kriz sonrası dönemini temsil eden model 3'te ise FK değişkeninin ROA değişkeni üzerindeki etkisinin negatif ve düşük seviyede olup istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür (model 3: $\beta = -0.052$, $p = 0.062$). Model 1 kapsamında FK değişkeninin ROA değişkeni üzerindeki genel olarak etkisi negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır (model 1: $\beta = -0.089$, $p < 0.01$).

Tablo 2'de de görüldüğü üzere işletmelerin kriz öncesi döneme göre kriz sonrası dönemlerde işletmelerin karlılık ortalaması % 28 gibi yüksek oranla azalış göstermiştir. İşletmelerin kriz sonrası dönemde karlılıklarında meydana gelen düşüşün nedeni, yabancı kaynaklarda meydana gelen artışla birlikte finansman maliyetindeki yükselme ve işletmelerin satış gelirlerindeki yaklaşık % 15 oranında azalma olarak açıklanabilir. 2008 yılının finansal verilerine bakıldığında kısa vadeli kaynaklarda meydana gelen artış finansman maliyetlerini doğuracağından işletme karlılığını negatif olarak etkilemiştir. Reel sektör işletmelerinin piyasa arz-talep dengesine göre üretim ve satış gerçekleştirmelerine bağlı olarak kriz dönemi satışlarında meydana gelen azalma satış gelirlerini etkilemiş ve buna bağlı olarak işletmelerin karlılıklarında azalış meydana gelmiştir.

Model 4, model 5 ve model 6'da yapılan analiz neticesinde SK bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Regresyon analizi neticesinde, kriz dönemi olan 2007-2008 yıllarındaki FK değişkeninin SK değişkenine etkisine ilişkin sonuçlar % 1 seviyesinde anlamlıdır. Model 5'e göre kriz döneminde (2007-2008) finansal kaldıraç oranının firma karlılığını olumsuz (negatif) yönde etkilediği görülmüştür (model 5: $\beta = -0.193$, $p < 0.01$). Model 6 (kriz sonrası dönemi) sonuçlarına bakıldığında finansal kaldıraç oranı ile karlılık arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki görülmektedir (model 6: $\beta = -0.021$, $p < 0.1$). Model 4'ün sonuçları ele alındığında (model 4: $\beta = -0.095$, $p < 0.01$) FK değişkeninin SK değişkeni üzerindeki etkisi genel olarak araştırma kapsamındaki bütün yıllarda negatif ve anlamlı düzeydedir. Genel olarak alt grup modellerin (model 2, 3, 5, 6) sonuçları ikinci hipotez ile uyumlu sonuçlar göstermektedir. Borç oranının karlılık üzerindeki negatif etkisi kriz sonrası dönemi ile karşılaştırıldığında, kriz döneminde daha güçlü olduğunu söylemek mümkündür. Sermaye yapısında yabancı kaynak oranı arttıkça, firma karlılığında düşüş meydana gelir ve bu düşüş finansal kriz döneminde yabancı kaynak miktarı arttığı için daha yüksek seviyede olur. Bu sonuçlar borç maliyetlerinin kriz döneminde daha da yüksek olduğuna işaret etmektedir. İşletmeler finansal kriz döneminde daha yüksek maliyetler ile borçlanırlar ve dolayısıyla borç artışının karlılık üzerindeki olumsuz etkisi ağırlaşır. Kriz döneminde borçlanmanın ve işletme karlılıklarındaki azalmanın istatistiksel olarak anlamlı olması hipotez 2'nin kabul edildiğini göstermektedir.

Sonuç ve Öneriler

2008 yılında ABD'de mortgage krizi olarak başlayan ve bütün uluslara yayılan finansal krizin Türkiye'deki etkilerini araştırmak üzere yapılan bu araştırmada, krizden önceki ve krizden sonraki dönemlerde krizin bazı finansal etkilerinin ortaya çıkarılması hedeflenmiştir. Finansal spekülasyonlardan ve istikrarsız sonuçlardan uzak olması babında reel sektör işletmelerinin finansal verileri incelenmiştir. Bu amaca dayalı olarak 125 adet reel sektör işletmesinin finansal verileri excel çalışma sayfasında düzenlenerek SPSS programı aracılığı ile analiz edilmiştir.

2008 yılındaki finansal krizin Türkiye'deki işletmeler üzerinde etkisini incelemek adına literatür incelendiğinde; daha önce çalışmalar yapılmış olup borçlanmanın işletme karlılığı üzerindeki negatif etkisi ve anlamlılığı üzerine yapılan çalışmaların sayısının az olduğu görülmüştür. Literatür taraması ve finansal veriler neticesinde 2 adet hipotez oluşturulmuştur. Hipotez 1'de yabancı kaynak oranını; kriz döneminde, daha önceki dönemler ve krizin etkisinin azaldığı dönemlere oranla artmış olup bu artışa bağlı olarak ortaya çıkan sonuçlar istatistiksel olarak anlamlıdır. İşletmelerin finansal zorluklarda ilk olarak başvurdukları kaynak genelde kısa vadeli yabancı kaynaklar olmaktadır. Uzun vadeli kaynakların temin edilmesinin daha zor olması, finansal açıdan daha maliyetli ve riskli olması, işletmeleri kısa vadeli yabancı kaynak kullanımına yönlendirmektedir. Tablo 2'de de görüldüğü üzere kriz döneminde kısa vadeli yabancı kaynak oranının % 30 seviyesine yükseldiği görülmektedir. Hipotez 2'de yabancı kaynak miktarındaki artışın finansman maliyetlerini artırdığı ve dolayısıyla karlılık üzerinde negatif ve anlamlı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Analizler kapsamında elde edilen sonuçlar; Kısakürek ve Aydın

(2013), Işık ve Kiracı (2012), Gümüş ve Aydemir (2014), Aktaş ve Şen (2013), İskenderoğlu ve Karakozak (2013)'in sonuçları ile tutarlılık göstermektedir.

Finansal kaldıracın işletmeler açısından şüphesiz en önemli dönemleri, küresel seviyede meydana gelen finansal krizlerdir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin büyük çoğunluğu kriz dönemlerinde azalan ithalat ve ihracat talepleri nedeniyle; üretimde azalma, yeterli kaynak bulamama ve piyasalarda oluşan belirsizlik gibi durumlar nedeniyle yabancı kaynaklara ihtiyaç duyarlar. Türkiye de gelişmekte olan ülkeler sınıfında olduğundan 2008 yılındaki krizden belirli seviyede etkilenmiştir. İşletmelerin kullanmış oldukları yabancı kaynakların maliyetlerinin yüksek olması ve oluşan finansman giderleri nedeniyle karlılık oranlarında azalma beklenmesi olağan bir durumdur. Her ne kadar karlılık oranlarında azalma olsa da işletmelerin temel amaçlarından birisi olan karlılığın, sürdürülebilir ve kabul edilebilir bir seviyede olması işletmeler için çok önemlidir. Finansman giderleri nedeniyle finansal kaldıracın karlılık üzerinde olumsuz etkileri vardır ancak bu çalışma ile finansal kaldıracın karlılık üzerindeki negatif etkisinin kriz döneminde daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İşletmelerin küresel çaptaki finansal krizleri en az etki ile atlatabilmeleri için öz kaynak miktarlarını artırmaları, markalaşmanın sonucu olarak daha fazla ticaret hacmi ve güçlü finansal yapı gibi unsurlara öncelik vermeleri gerekmektedir. 2008 yılındaki krizin etkileri kısa sürede giderilebilmiş olsa da işletmeler açısından ilerleyen yıllarda olası bir küresel krizin etkileri daha da derin olabilir. Bu nedenle Türkiye'deki yöneticilerin finans politikalarını sektörel bazda belirlemeleri ve işletmelerin ticaret hacminin artırılması için destekleyici mali politikaları kararlılıkla sürdürmeleri gerekmektedir.

Gelecek araştırmalarda daha kapsamlı sonuçlar elde edebilmek için krizden etkilenen ülkeler de araştırma kapsamına dahil edilebilir. Krizin farklı finansal etkilerini tespit edebilmek adına reel sektör dışındaki işletmelerin ayrı ayrı sektörel bazda incelenmesi katkı sağlayabilir. Örneklem yılları artırılabilir ve krizin işletmeler üzerindeki etkisinin boyutu farklı değişkenlerle ölçülebilir.

Kaynakça

Akkaya, G. Cenk (2008), "Sermaye Yapısı Varlık Verimliliği ve Kârlılık İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, S:30, s.1-13.

Aktan, C.Can ve Şen, Hüseyin (2001), "Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri", **Yeni Türkiye, Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Sayı:42, Cilt:II, s.1225-1230.

Aktaş, Metin ve Şen, Bünyamin (2013), "2008 Yılı Ekonomik Krizin Uyarı Göstergeleri ve İMKB İmalat Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Sayı:27(1), s.79-93.

Aşıkoğlu, Rıza ve Ögel, Serdar (2006), "2001 Krizinin İMKB'de Hisse Senetleri İşlem Gören İmalat İşletmelerinin Finansal Yapısı Üzerindeki Etkileri", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:2,s.1-18.

Bakker, B. Brend ve Kligen, Christoph (2012), **How Emerging Europe Came Through The 2008/09 Crisis: an Account By The Staff of The Imf's European Department**, International Monetary Fund, Washington.

Bostan, Aziz ve Bölükbaş, Mehmet (2011), "Küresel Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörüne Etkileri; Türkiye Örneği", **Finans Politik&Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı: 62, Cilt:48, s. 101-114.

Hacıhasanoğlu, Burçin (2005), Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Dekle, Robert ve Kletzer, M. Kenneth (2001), **Domestic Bank Regulation and Financial Crises Theory and Empirical Evidence From East Asia**, University of Chicago Press, NBER Working Paper No. 8322, s.507-557.

Doğukanlı, Hatice ve Acaravcı, K. Songül (2004), "Türkiye'de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı:225, s. 43-57.

Erdönmez, P. Ataman (2004), "Finansal Krizler Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Yabancı Bankalar", **Bankacılar Dergisi**, S.51, s.21-36.

Er, Selami (2011), "Finansal Krizleri Önleme Aracı Olarak Finansal Sektörün Regülasyonu, Mortgage Krizi ve Türkiye", **Maliye Dergisi**, S.160, s.307-327.

Ertuğrul Cemil - Evren İpek - Olcay Çolak, (2010), "Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri", **Akademik Fener Dergisi**, Sayı:5, Balıkesir, s.59-72,

Fıratoğlu, Bahsayış (2005), **Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler**, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, s.4-39.

Frankel, A. Jeffery ve Schmukler, L. Sergio (1996), "Country Fund Discounts and The Mexican Crisis of December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?", **Open Economies Review**, **Kluwer Academic Publishers**, Printed in The Netherlands, S.7, s.511-534.

Güloğlu B. ve Altınoğlu E. (2002), "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı:27, s.107-134.

Gümüş, Fatih ve Aydemir, Levent (2008), "Küresel Finans Krizinin Sektörel Bazda Şirket Bilançolarına Etkilerinin Analizi", **İşletme Bilimi Dergisi**, Sayı:2(1), s.37-64.

Hepaktan, C. Erdem ve Çınar, Serkan (2011), "Mali Krizler ve Son Mali Krizin (2008) Reel Sektöre Etkileri", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:30, s.155-168.

İskenderoğlu Ömer ve Karakozak Özlem (2013), "2008 Küresel Finansal Krizinin Finansal Oranlar Üzerine Etkisi: BİST'de İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:28, Sayı: 2, s.99-129.

Işık Sayım - Duman Koray - Korkmaz Adil, (2004), "Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:19, Sayı:1, İzmir, s:45-69.

Işık, Evren ve Kiracı, Murat (2012), "2008 Küresel Finansal Krizin İşletmelerin Çalışma Sermayeleri Üzerindeki Etkilerinin Oranlar Aracılığıyla Tespiti: İMKB'de Bir Araştırma", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:54, s.157-174.

Kanca, Osman ve Bayrak, Metin (2015), "Türkiye'de Kamu Harcamalarının Gelişimi (Dönemsel Bir Analiz 1980-2011) - Anemon", **Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:3, Sayı:2, s.9-24.

Kısakürek, Muhammed ve Aydın, Yüksel (2013), "İşletmelerde Sermaye Yapısı ile Kârlılık Arasındaki İlişkinin Analizi:1992-2011 Yılları Arası Finansal Krizler Odaklı BİST'te Bir Uygulama", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Sayı:14 (2), s. 97-121.

Kutlu, H. Ali ve Demirci, N.Savaş (2011), "Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum", **Journal of Accounting & Finance**, Sayı:52, s. 124-136.

Mercan, Mehmet (2014), "Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri ve 2008 Krizi: Orta Asya Ülkeleri ve Türkiye Ekonomisi İçin Panel Veri Analizi", **Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:21,Sayı:1, s.125-142.

Marois, Thomas (2012), **States, Banks and Crisis: Emerging Finance Capitalism In Mexico and Turkey**, Edward Elgar Publishing, Northampton.

Oğuz, Şebnem (2011), "Krizi Fırsata Dönüştürmek: Türkiye'de Devletin 2008 Krizine Yönelik Tepkileri", **Amme İdaresi Dergisi**, Cilt: 44, Sayı:1, s.1-23.

Oktar, Suat ve Yüksel, Serhat (2015), "1998 Yılında Rusya'da Yaşanan Bankacılık Krizi ve Öncü Göstergeleri", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Sayı:2,s. 327-340

Olcar, Ayten (2013), "Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve Kriz Etkileri", Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Çorum.

Peura, Semu ve Keppo, Jussi (2006), "Optimal Bank Capital With Costly Recapitalization, The Journal of Business", **The University of Chicago Press**, Vol. 79, No.4, s.2163-2201.

Pinto, Brian ve Ulatov, Sergei (2010), **Financial Globalization and The Russian Crisis of 1998**, The World Bank, European and Central Asia Region & Managing Director's Office, Policy Research Working Paper 5312.

Pomerleano, Michael (1999), **The East Asia Crisis And Corporate Finances: The Untold Micro Story**, November 1999, The World Bank.

Rashwan, H. Mohamed (2012), "How Did Listed Islamic and Traditional Banks Performed: Pre and Post The 2008 Financial Crisis", **Journal of Applied Finance & Banking**, Vol.2, No.2, s.149-175.

Rawdanowicz, Łukasz (2010), **The 2008-09 Crisis In Turkey, Performance, Policy Responses and Challenges For Sustaining The Recovery**, Economics Department Working, Paper No. 819.

Sayılgan, Güven ve Uysal, Bahadır (2011), "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Sektörel Bilançoları Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz:1996-2008", **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı:66(4), s.101-124.

Seleşuk, Bora (2010), "Küresel Krizin Türk Finans Sektörü Üzerindeki Etkileri", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, S.2, s.21-27.

Taylor, B.John (2009), "The Financial Crisis And The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", **National Bureau Of Economic Research**, Nber Working Paper Series No. 14631, s.1-32.

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

Turgut, Ahmet (2006), "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Cilt: 20, Sayı: 4-5, s.35-46

Ural, Mert (2003), "Finansal Krizler ve Türkiye", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:18, S.1, s.11-28.

Yılgör, A. Gül ve Yücel, Emel (2012), "İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, Sayı:8(16), s.41-57.

Yücel, Fatih ve Kalyoncu, Hüseyin (2010), "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği", **Maliye Dergisi**, Sayı:159, s.53-69.