

FİNANSAL KRİZLERİN İŞLETMELERİN FİNANSMAN KARARLARINA ETKİLERİ: İMKB'DE İŞLEM GÖREN İŞLETMELER ÜZERİNDE BİR ARAŞTIRMA[†]

Mehmet GENÇTÜRK*, Hüseyin DALĞAR** ve Tayfun YILMAZ***

Özet

Finansal krizler, yaşandığı her ülkede olumsuz sonuçlar doğuran ve etkilerini diğer ülkelere de bulaştırabilen istenmeyen durumlardır. Dünya üzerinde her ülkede değişik dönemlerde etkili olan krizler, global etki oluşturdukları zaman sonuçları daha da kötü izler bırakabilmektedir. 1929 ekonomik buhranından sonra tüm dünya ülkelerini olumsuz etkileyen ve hala etkileri devam eden önemli krizlerden birisi de 2008 krizidir. Kendine has krizlerden belirli dönemlerde etkilenen Türkiye de 2008 krizinden olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu çalışmada; reel kesimin yaşanan krizlerden finansal yapılarının oluşumu açısından hangi yönde etkilendiğini belirlemek amacıyla, İMKB'de 1992 yılından 2009 yılına kadar sürekli olarak işlem gören şirketlerin finansal yapıları incelenmiştir. İnceleme sonucunda; işletmelerin finansal yapılarının ve buna bağlı olarak finansman kararlarının Nisan 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 ve 2008 global krizinden hangi yönde etkilendiği tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmanın sonucunda kriz dönemlerinde işletmelerin borçlanma eğilimlerinin arttığı ancak bu eğilimin uzun vadeli borçlanma şeklinde gerçekleştiği tespit edilmiştir. Ayrıca özellikle 2002 sonrası işletmelerin kısa vadeli borçlanmadan ziyade uzun vadeli finansman politikaları izledikleri görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Finansman Kararları, İşletmelerin Finansal Yapısı, İMKB

Impact of Financial Crisis to The Financing Decisions of Companies: A Research on Companies Dealt in İstanbul Stock Exchange

Abstract

Financial crises are undesired situations which cause unfavorable results in every country it is experienced and it may also affects the other countries. Crises, which appear at different times in each country in the world, may have worse results when they cause global effect. The crisis of 2008 is one of the important crises which have affected all countries of the world negatively after 1929 economic crisis and still have lasting effects. Turkey, which was affected from specific crises at different periods, has also been influenced negatively from the crisis of 2008. In this research, financial structure of the companies which were dealt continuously from 1992 to 2009 in İMKB is analyzed to find out in which aspect real

[†] Bu çalışma, 15-16 Nisan 2010 tarihinde Malatya'da düzenlenen Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresinde sunulan bildirinin analiz dönemi genişletilerek yeniden gözden geçirilmiş halidir.

* Doç.Dr., Mehmet Akif Ersoy Üniv. Bucak Z. Tolunay Uyg. Tek. İşl. Y.O.

** Yrd.Doç.Dr., Mehmet Akif Ersoy Üniv. Bucak Z. Tolunay Uyg. Tek. İşl. Y.O.

*** Arş.Gör., Mehmet Akif Ersoy Üniv. Bucak Z. Tolunay Uyg. Tek. İşl. Y.O.

sector was affected from encountered crises in terms of their formation of financial structures. As a result of this, the research results about in what way financial structures of enterprises and, accordingly, the financing decisions are affected from the crises of April 1994, November 2000, February 2001 and 2008 are given. At the end of the reseach, it was found that companies' tendency towards loan increased at crisis periods, however, this tendency was towards long term loans. In addition, especially after 2002, companies followed long term financing policies rather than short term loans.

Key words: Financial Crisis, Financing Decision, Financial Structures of Companies, ISE

GİRİŞ

Krizler, ortaya çıktıkları ülkelerde normal durumu bozarak, olumsuz gelişmeleri tetikleyen, istikrarsızlığa yol açan, ekonominin gidişini, siyasal ve gündelik yaşamın akışını değiştiren karmaşa ve belirsizlik ortamlarıdır.

Türkiye’de adı farklı şekillerde anılsa da çok sayıda kriz yaşanmıştır. Yakın geçmişimizde yaşanmış olması ve ülkemizi derinden etkilemesi nedeniyle akıllarda kalan önemli finansal krizler Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleridir. Kötü sonuçların yaşanmasına neden olan bu krizler sonucunda işletmeler ve diğer kesimler gerekli dersleri çıkarıp, krizlerle mücadele etmeyi öğrenmeye çalışmışlardır. Bazı krizler sadece ülkelere özgü olarak ortaya çıkarken, bazı krizler devamında tüm ülkeleri etkisi altına alan global krizler olarak ortaya çıkmaktadır. Son dönemde yaşanan ve etkileri sürmekte olan 2008 finansal krizi de hala tartışılmakta ve ne zaman sona ereceği bilinmemektedir. ABD’de konut finansmanından kaynaklanan ve diğer finansal enstrümanları da etkileyerek büyük ölçekli bankaların iflasına neden olan 2008 finansal krizi Türkiye’yi de etkilemiştir. Bu krizden reel sektör derinden etkilenmiş olup işsizlik artmış, ihracat azalmış, borsa endeksi düşmüş ve çok sayıda firma iflas etmiştir.

2008 finansal krizinin etkilerinin Türk finansal sisteminde nispeten daha az hissedilmesinde Şubat 2001 krizi sonrasında gerçekleştirilen yapısal reformlar önemli rol oynamış ve bu durum ülkemiz için önemli bir avantaj olmuştur.

Krize yakalandığı anda firmaların finansal yapısı, krizden etkilenme dereceleri ve gelecekleri hakkında belirleyici rol olmaktadır. Özellikle yeniden borçlanma imkânlarının daralması, daha önce verilmiş olan kredilerin geri çağırılması, belirsizlik ortamının getirdiği ek finansal yükler işletmeleri iflasa kadar sürükleyebilmektedir. Finansal yapı oluşumunda ise etkili olan işletmenin finansman kararlarıdır. İşletme finansman kararlarını verirken, ya öz kaynakla ya da yabancı kaynakla finansmanı tercih etmektedirler. Gelişmekte olan ekonomilerde yabancı kaynak ile finansman imkânlarının kısıtlı olması ve özellikle uzun vadeli yabancı kaynak sağlamanın zor olması işletmelerin finansman kararlarını alırken rahat davranmalarına imkân vermemektedir.

Bu çalışmada finansal krizlerin yaşandığı dönemlerde işletmelerin finansman kararlarına bağlı olarak finansal yapılarının değişiklik gösterip göstermediği veya hangi yönde değiştiği belirlenmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda İMKB’de sürekli olarak işlem gören 77 işletmenin 1992-2009 yıllarına ait finansal

yapıları incelenmiş ve kriz dönemlerinde değişiklik gösterip göstermediği belirlenmeye çalışılmıştır. Ayrıca ilgili dönemde yaşanan finansal krizler de kısaca açıklanarak araştırma sonuçları değerlendirilmiştir.

I. KRİZİN TANIMI VE FİNANSAL KRİZLER

A. KRİZİN TANIMI

Kriz sözcüğü sosyal alanda, buhran ve bunalım gibi kavramlarla aynı anlamda da kullanılmakta olup; genel manada düzgün olmayan, reform gerektiren istikrarsız bir durumu ifade etmektedir. Kriz beklenmedik bir sosyal, ekonomik ve psikolojik gelişme karşısında normal işleyişin bozulması, çözüm yollarının yetersiz kalması durumu olup (Delice, 2003: 58) üretim ve tüketim arasındaki dengesizliğe veya ekonominin reel kesimi ile parasal kesimi arasındaki dengesizliğe bağlı olarak meydana gelen bir istikrarsızlıktır (Altuğ, 1994:38).

İstikrarsızlık, kaos, belirsizlik ve durgunluk gibi kavramlar genellikle kriz ile aynı anlamda kullanılmakla birlikte bu kavramlar krizden farklı anlamlar içermektedir. Örneğin durgunluk ekonomide büyüme hızının sıfıra düşmesi yada yaklaşmasını (Eğilmez, 2009: 49), istikrarsızlık fiyat istikrarının bozulması işsizliğin artması, faiz oranları ve döviz kurlarının karasız hale geldiği durumu ifade ederken (Erçel, 1999: 8-9), ekonomide kaos ise buhran dönemlerindeki panik ve düzensizlik anlamında kullanılmaktadır (Ağaoğlu, 1994:5-14).

Sonuç olarak kriz ortaya çıktığı alan itibariyle önceki normal durumun olumsuz yönde değiştiği ve kötüye gidiş sürecinin başladığı yeni durum olarak da tanımlanabilir. Kriz de önemli olan unsur, krizin olumsuz sonuçlarını tahmin edebilmek, gerekli önlemleri alabilmek ve krizin etkilerini olumlu yönde kullanabilmektir.

Krizin nasıl ortaya çıktığı ve nedenlerinin ne olduğu ile ilgili çok sayıda araştırma ve teori literatüre kazandırılmıştır. Çalışmalarda, krizler bazen insan hatasına indirgenmekte, bazen kapitalist sistemin doğal sonucu olduğu iddia edilmekte, bazen de arz ve talep dengesizliklerine bağlanmaktadır (Clarke, 2009: 1-10). Sebebi ve etki alanı ne olursa olsun krizlerin sürekli olarak ekonomi dünyasının gündemini meşgul eden bir konu olduğu bilinen bir gerçektir.

B. FİNANSAL KRİZLER

Finansal krizler, finansal piyasaların etkin bir şekilde fonksiyonlarını yerine getirememesine yol açarak ekonomik faaliyet hacminde şiddetli daralmalara neden olurlar. Finansal sektör bilançolarındaki bozulma, faiz oranlarının ve belirsizliğin artması ile varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle, finansal olmayan şirket bilançolarının bozulması finansal krizlerin önemli sonuçlarındandır (Mışkın, 2001: 3).

Feldstein (1999: 6-13) tarafından finansal krizler; cari hesap krizleri, bilanço krizleri, banka paniklerinin yol açtığı para krizleri, sirayet krizleri ve irrasyonel spekülasyon krizleri olarak sınıflandırılmaktadır. Diğer taraftan *Radelet ve Sachs* (2000: 106-107) tarafından makro ekonomik politikaların yol açtığı

krizler, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması ve ahlaki tehlike krizleri olmak üzere de bir sınıflandırma yapılmaktadır. Ayrıca finansal krizler kaynaklandıkları sektöre göre, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikler (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikleri (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın vadesine göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde de sınıflandırılabilir (Delice, 2003: 59).

Çok sayıda sınıflandırma bulunmasına rağmen ana hatlarıyla finansal krizler; para, bankacılık, dış borç ve sistemik finansal krizler olmak üzere dört başlık altında sınıflandırılabilir (Sachs, 1998: 243-252).

1. Para Krizleri

Özellikle sabit döviz kuru sistemlerinde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden yerel para ile birimlendirilmiş aktiflerden yabancı paralı aktiflere kaydırmaları sonucu, merkez bankasının döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizlerdir. 1990'lı yıllardaki deneyimler, yumuşak sabit kur politikası izleyen ve sermaye hareketlerine açık gelişmekte olan ekonomilerde parasal krizlerin arttığını göstermiştir (Yağcı: 16). Günümüze kadar 1992-1993'te Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi, 1994-1995'te Latin Amerika'daki kriz ve 1997 yılında yaşanan Asya Krizi gibi çok sayıda para krizi yaşanmıştır (Dış Ticaret Müsteşarlığı, www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../blm2.doc, 10.02.2010).

Para krizlerine yol açan spekülasyon saldırıları; Asya Krizinde olduğu gibi yurtiçi aktif piyasalarındaki bir çöküşten; Meksika'da olduğu gibi yabancı para cinsinden kısa vadeli dış borçlardaki artıştan ve döviz kurundaki aşırı değerlenme ile cari hesap açığındaki artıştan veya 1992 yılında İngiltere'deki gibi, sabit döviz kuru sistemini terk etmeye yönelik bir politika tercihindendir dolayı oluşabilir (Delice, 2003: 59). Fakat sabit döviz kuru politikası yerine uygulanacak esnek kur politikası sonucunda; esnek kur politikasının finansal krizleri absorbe etme özelliği olsa da piyasalardaki istikrarı bozma riskinin de yüksek olduğu bilinmektedir (Fisher, 2001: 67).

2. Bankacılık Krizleri

Fiili ve potansiyel olarak başarısız olmaları durumunda bankaların, yükümlülüklerinin konvertibilitesini ertelediği ve buna bağlı olarak hükümetlerin bankacılık sektörüne büyük ölçekli kaynak aktarmak zorunda kaldığı durum bankacılık krizi olarak tanımlanmaktadır. Bankacılık sektörüne ilişkin krizler üç alt gruba ayrılmaktadır. Birincisi; bir tek veya az sayıda bankanın yükümlülüklerini yerine getirememesi sonucu oluşan sistematik olmayan banka krizleri, ikincisi; alacaklıların ani olarak yatırdıkları mevduatlarını geri istemeleri nedeniyle bankacılık sisteminin konvertibilite özelliğini bozan ve merkez bankasının müdahalesini gerekli kılan fiili veya potansiyel saldırı şeklindeki banka krizleri, üçüncüsü ise; mali sektörde faaliyet gösteren çoğu kurumun iflas durumuna

gelmesine rağmen, faaliyetlerini sürdürme eğiliminde olduğu sessiz ızdırap durumunu ifade eden banka krizleri'dir (Çeviş, 2005: 11).

Geniş anlamda bankacılık krizleri, devlet idaresinin banka yönetimlerine el koyması, başka bankalar ile birleşmeye zorlanması veya kapatılmasının kararlaştırılması ile banka mevduatlarının aşırı şekilde azalması gibi olumsuz durumların meydana gelmesi olarak ifade edilmektedir (Hoggart and Reis and Saporta, 2001: 12).

Oldukça sık ve ağır bir şekilde yaşanan bankacılık krizlerinin sıklık ve ağırlık derecesi ülke dışına sermaye hareketlerinin çıkışı ile doğru orantılı olarak değişmektedir. 1980 yılından 1996 yılına kadar gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen bankacılık krizleri, gelişmiş ülkelerin yaşamış olduğu bankacılık krizlerine oranla çok daha ağır olmuştur. 1996 yılında yapılan bir çalışmaya göre İspanya'da (1977-1985) yaşanan bankacılık krizinin kayıp ve çözüm maliyetleri toplam GSYİH'nın %17'si, Finlandiya'da (1991-1993) % 8, İsveç'de (1991) % 6, Norveç'te (1987-1989) % 6 ve ABD'de (1984-1991) % 3'ünü oluşturmuştur. Buna karşın, bu maliyetler gelişmekte olan ülkelere Venezuela'da % 8, Bulgaristan'da % 14, Meksika'da %12-15, Macaristan'da % 10 ve çok değişik biçimde Arjantin, Şili ve Fildişi Sahillerinde bu oran % 25'in üzerinde gerçekleşmiştir (Erdoğan, 2006: 26).

3. Dış Borç Krizleri

Ülkelerin kamu veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumunda söz konusu olan krizdir. Genellikle hükümetlerin dış borçların çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma çabalarında yaşadıkları sorunlar nedeniyle dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkarlar. Borçlarını ödemekle yükümlü olanlar borçlarını ödeyemediğinde veya borç vericiler borçların ödenmeme olasılığı olduğunu düşünerek yeni krediler vermeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkmaktadır. Kamu kesiminin geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde keskin bir azalmaya ve para krizine yol açabilir (Mulder, 2002: 6). Yapılan çalışmalarda günümüze kadar dış borç kaynaklı 78 krizin yaşandığı ve ortaya çıkan dış borç kaynaklı toplam 78 krizin 45'inin de gelişen ülkelerde ortaya çıktığı belirlenmiştir (<http://www.bankaciyiz.biz/News-file-article-sid-13082.html>, 10.02.2010).

4. Sistemik Finansal Krizler

Sistemik finansal krizler, para ve banka krizlerini de kapsamaktadır ve finansal sistemin temel işlevlerini etkin olarak yerine getirme yeteneğinde ortaya çıkan önemli ve ciddi potansiyel bozukluklar olarak tanımlanmaktadır (Çeviş, 2005: 11).

Yukarıda açıklanan finansal kriz türleri tamamen birbirinden farklı krizler değildir. Bazen ortaya çıkan bir kriz diğerini etkileyerek zincirleme etkilerin oluşmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle yaşanan finansal krizlere tamamen bankacılık, para veya sistemik kriz demek mümkün olmamaktadır.

II. TÜRKİYE VE DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

Globelleşme sonucunda finans piyasaları arasındaki sınırların ortadan kalkması sermaye hareketlerinin hızının, yönünün ve etkisinin değişmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerde önemli değişiklikler meydana getirmiştir. Sermaye akışını kontrol edemeyen ülkeler ve bu ülkelerde krizi tetikleyen diğer unsurların da varlığıyla finansal krizler kaçınılmaz olmuştur. Türkiye de gerek sermaye hareketlerine bağlı gerekse kendi dinamiklerine bağlı olarak finansal krizler yaşamıştır. Ayrıca yaşanan global krizler diğer gelişmekte olan ülkeleri etkilediği gibi Türkiye'yi de etkilemiştir.

A. DÜNYADA YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

1980 yılından 2002 yılına kadar dünyada 93 ülkede 113 finansal kriz yaşanmıştır (Kazgan, 2002: 2). Bu krizlerin bazıları global etki oluştururken bazıları sadece yaşandığı ülkeye has ulusal etki bırakmıştır. 2010 yılına geldiğimiz şu günler itibariyle de 2008 yılında başlayan ve tüm dünya ülkelerini etkileyen global finansal krizin etkileri yaşamaya devam etmektedir.

Yaşanan global krizler içerisinde etki bakımından öne çıkan Meksika, Güney Doğu Asya ve Rusya Krizleri, Türkiye'yi de etkilemesi bakımından 90'lı yıllardan itibaren yaşanan önemli global krizler olarak sayılabilir

Latin Amerika ülkelerinden Meksika, Aralık 1994'de para biriminde ortaya çıkan büyük çöküş ile sarsılmış, kriz konusundaki beklentilerin artması üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimi Peso'yu devalüe etmek zorunda kalarak Meksika Pesosu Krizi diye adlandırılan finansal krizle karşılaşmıştır (Gençtürk, 2008: 15).

Güney Doğu Asya ülkeleri 1990'ların başından itibaren gayri menkul yatırımlarını Japon yeni üzerinden borçlanarak finanse etmişlerdir. Reel kurların değerlenmesi ile birlikte büyüyen cari işlem açıkları ve finansman kaynağının kısa vadeli borçlanma şekline olması ekonomileri dış şoklara karşı daha duyarlı yapmış, uluslararası yatırımcılar ülke ekonomilerine şüpheli bakmaya başlamışlardır. Bu bağlamda, bankacılık sistemi üzerindeki denetimin zayıf olması, mali piyasalarının görece zayıflığı, kredibilitesi yüksek olmayan güçsüz kurumlardan oluşması ve para ve kur politikalarının uyumsuzlaşması Güney Doğu Asya Finansal Krizi adıyla anılan krize yol açmıştır (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr, 10.03.2010). Asya krizinin nedenleri; borç alanların ve yatırımcıların hatalı davranışları ve IMF ile Reyting kuruluşlarının yetersizlikleri olarak sayılabilir (Eğilmez, 2009: 64). Asya Krizi, piyasaların ülkeye duydukları temel güvenin sarsılması açısından Latin Amerika krizine bir çok yönden benzemektedir. İlgililer, krize maruz kalan ülkelerdeki politik ve kurumsal çürümüşlüğe dikkat çekmektedirler. Ayrıca, gevşek bankacılık düzenlemeleri, kurumların yapısal zayıflığı, ayrımcı devlet politikaları gibi krize yol açan bu gelişmeler daha önce gözlemlense de, Asya balonu sönüncüye kadar ciddiye alınmamıştır (Dış Ticaret Müsteşarlığı, (www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../blm2.doc, 10.02.2010).

Dünya petrol fiyatlarındaki düşme ile tetiklenen olumsuz gelişmeler Rusya'da 1997 yılında ekonomik sıkıntıları başlatmış, artan sıkıntılar sonucunda 17 Ağustos 1998'de 1 Ruble 6 Dolar'dan, 9.5 Dolara devalüe edilerek 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile sonuçlanan ve Rusya krizi olarak isimlendirilen ekonomik kriz ortaya çıkmıştır (Gençtürk, 2008: 15).

B. TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZLER

Türkiye'de 90 yıllardan itibaren yaşanan ve ülke ekonomisini etkileyen finansal krizler arasında; Nisan 1994 Finansal Krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Finansal Krizleri sayılabilir. Tüm ülkelerde hissedildiği gibi hala etkileri süren ve Türkiye'de reel sektörü derinden etkileyen finansal krizlerden birisi de 2008 Finansal Krizi olmuştur.

Türkiye'de yaşanan finansal krizlerin bir kısmı kendi dışındaki gelişmelerden kaynaklanırken, bir kısmı da kendi ekonomi politikasındaki hatalardan kaynaklanmıştır. Kendi ekonomi politikalarındaki hatasından kaynaklanan krizlerin hemen hepsinde Türk Lirası değer kaybına uğramıştır. 1994 yılına doğru ekonomide görülen olumsuz gidişi önlemek amacıyla yapılan çalışmalar yetersiz kalmış, hazine borçlanamaz duruma gelmiş, Dolar-TL paritesi bozulmuş, enflasyonist beklentiler artmış ve **Nisan 1994** Krizi ortaya çıkmıştır. Nisan 1994 krizinde de aynı şekilde Türk Lirası değer kaybına uğramıştır (Eğilmez, 2009: 70-72).

Kasım 2000 Krizi bir likidite krizi olmakla birlikte, 1999 ve 2000 yıllarında bankacılık sektöründe yaşananlar dikkate alındığında, bu krize bankacılık krizi de demek mümkündür. 1998 yılında IMF ile imzalanan "Yakın İzleme Anlaşmasının" ardından, 1999 yılında kurulan yeni hükümet Aralık ayında IMF ile bir Stand-by anlaşması imzalamış ve buna bağlı olarak 2000-2002 dönemini kapsayan üç yıllık bir enflasyonu önleme programını uygulamaya koymuştur. Ancak, Kasım 2000'de bankacılık sektöründe sıkıntılar artmaya başlamış ve 27 Ekim 2000 tarihinde Etibank ve Bank Kapital'in yönetimlerinin Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna (TMSF) devri ile artan tartışmalar para ve sermaye piyasalarında krizin habercisi olmuştur (Tüz, 2001: 147). Demirbank'ın TMSF'ye devredilmesi paniğe yol açmış ve 22 Kasım'da bankalar arası piyasalarda ortalama gecelik faiz % 110.8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da % 210'a ulaşmıştır (TCMB). 15 Kasım'da 13256 olan IMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir. Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası sonuçta piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyon dolara inmiştir (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr, 10.03.2010).

Kasım 2000 krizinde krizi önlemeye yönelik çalışmalar sonucunda etkisi azaltılan finansal kriz; cari açık, istikrar programına olan güven kaybı ve diğer olumsuz nedenlere bağlı olarak **Şubat 2001** de tekrar ortaya çıkmıştır.

Merkez Bankasının döviz rezervlerindeki azalış ve keskin borsa inişleri 2001 krizinin habercisi olmuştur. 16 Şubatta 27 milyar 943 milyon dolar olan döviz rezervleri, 5 milyar doların üzerinde azalarak 19 Şubat 2001 itibariyle 22 milyar 581 milyon dolara inmiş ve dolar 688 bin TL civarından 962 bin TL'ye yükselmiştir. Artan döviz talebi yüksek faiz ile önlenmek istenmiş ve gecelik interbank faiz oranları en yüksek % 50'den, % 620'e çıkmış daha sonra hızlı biçimde düşerek Şubat ayı sonunda % 103'lere inmiştir. 16 Şubatta 10.169 puan olan borsa endeksi, 8.683 puana inmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 18-25). Siyasi istikrarsızlığa bağlı olarak dövize karşı spekülative saldırıyı önleyemeyen Merkez Bankası'nın 21 Şubat gecesi kuru dalgalanmaya bıraktığını açıklamasıyla birlikte derin etkileri Türkiye ekonomisinde uzun süre hissedilecek Şubat 2001 Krizi başlamıştır.

Şubat 2001 krizi Türkiye'yi olumsuz yönde etkileyen en önemli krizlerden birisi olarak yakın tarihimizde yerini almıştır. Bu kriz yaşanmadan önce uygulanan enflasyonu düşürme programının başarısız olmasına neden olan bankacılık sektörünün zayıflığı; özellikle bankacılık alanında yapılan düzenlemeler, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu'nun kurulması, Basel kriterlerinin hayata geçirilmesi ve alınan bir dizi diğer önlem ile birlikte giderilmiş ve güçlendirilmiştir (Özkutlu, 2003:15).

C. 2008 FİNANSAL KRİZİ

2008 Finansal krizi ABD'de yüksek riskli kredi krizi olarak başlamıştır. Daha sonra dünya piyasalarının yüksek düzeydeki entegrasyonu (Muradoğlu, 2009: 4-5), finansal hizmetler sektörünün uluslararası yapısı (Schneider and Kirchgasser, 2009: 321) ve türev piyasaların büyümesi fakat yeterince düzenleme yapılmaması (Apak, 2009: 13) yani finansal inovasyonların yasal düzenlemelerin önünde gitmesi sonucunda Amerika'dan İngiltere'ye, Avrupa'ya ve oradan da dünyanın geri kalan kısmına sıçramıştır. 1990 sonrası ABD ekonomisini canlı tutabilmek için düşük faiz bol para siyaseti benimsemiştir (Ertuna, 2009: 26). 2000'li yılların başlarından itibaren ise dünyada hızlı ekonomik büyüme, likidite genişlemesi ve iyimserlik piyasalarda özellikle taşınmaz mal piyasasında hızlı fiyat yükselişine ve bu piyasada bir balon oluşmasına yol açmıştır (Akgüç, 2009:7). Bunlara ek olarak yeni finansal inovasyonlar krediyi daha ucuz ve kolay ulaşılabilir hale getirmiştir. FED 2001 resesyona müdahale olarak faiz oranlarını düşürmüştür (Schneider and Kirchgasser, 2009: 321). Haziran 2003 de mortgage faiz oranları 45 yılın en düşük seviyelerine inmiştir (Sanders, 2008: 254). Faizlerin gayrimenkul fiyat artışlarının altına düşmesi, borçlanarak gayrimenkule yatırım yapmayı kazançlı hale getirmiştir (Ertuna, 2009: 26). ABD taşınmaz mal piyasasında fiyatlar kısa sürede ikiye katlanmış, 650 bin dolayında taşınmaz mal stoku oluşmuştur. Yalnız konut sahibi olmak isteyenler değil, yatırımcılar, spekülativeörler, karlı bir alan olarak gördükleri için gayrimenkul piyasasına yönelmişlerdir (Akgüç, 2009:7).

Eşik altı krediler de denilen yüksek riskli krediler uzun dönemli emlak alımı için verilmiş ve ipotek ile garanti altına alınmış kredilerdir. Bankalar bilinçli

olarak bu kredilerini riskli yani muhtemelen aldıkları kredinin geri ödemelerinin tamamını yapamayacak kişilere vermişlerdir. Bunu yapmalarındaki esas neden ev fiyatları arttıkça kazançlarının garanti olacağını bilmeleridir. Bankalar ev fiyatları artmaya devam ederse kazançlarını arttıracak, kredi alanlar kredi ödemelerini yerine getiremezlerse, evlerini ellerinden alıp verdikleri krediden daha yüksek bir fiyata satacaklar yani her iki durumda da kazanacaklardı. Dahası bankalar kredilerin ödenememe riskinin bir kısmını türev araçları yoluyla menkul kıymetleştirerek diğer bankalara, finans kurumlarına ve fonlara dağıtmışlar ve bu şekilde kendilerini korumuşlardır(Pressacco and Seravalli, 2009:792). İpotek karşılığı krediler için çıkarılan varlığa dayalı menkul kıymetler Lehman Brothers ve diğer büyük finansal kurumlar tarafından piyasaya sürülmüş(Schneider and Kirchgasser, 2009:321), bu menkul kıymetlerin önemli bir bölümü yatırım bankaları ve/veya ticaret bankalarının yatırım bankacılığı yapan bölümleri tarafından alınmıştır (Akgüç, 2009:7).

Bu yüksek riskli kredilerin menkul kıymetleştirilmesi, onları bir araya getirip normal riskli kredilerle karıştırarak tek bir paket olarak satılmalarıyla yapıyordu. Bu döngü devam ediyor ve başka riskli kredilerle birleştirilerek ikinci üçüncü ve hatta dördüncü tur menkul kıymetleştirmeler yapıyordu. Sistem riskin birkaç banka ve organizasyon arasında dağılmasını sağlıyordu. İkinci üçüncü ve dördüncü tur menkul kıymetleştirme hisselerin taşıdığı riski gizliyor, derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlemelerde onlara bu konuda yardımcı oluyordu. Banka yöneticilerinin ve bu menkul kıymetlere yatırım yapanların kazançları arttı. Gözden kaçırılan ya da gözden kaçırılmak istenilen ise şuydu gayrimenkul kredilerinden elde edilen yüksek riskli menkul kıymetlerin tahsil edilebilirlikleri düşüktü. Bu yüzden çok fazla riskli kredi veren bir finansal kuruluş batır ve yükümlülüklerini yerine getiremezse dahası bu durum diğer finansal kurumlar arasında da yayılırsa, bankalar birbirlerine para vermeyi kesecekler ve daha çok finansal kurum likidite darlığı yaşayacaktı (Pressacco and Seravalli, 2009:792-793).

Krizin ilk işareti bekleneceği gibi Amerika'dan değil Atlantik'in karşı kıyısından İngiltere'den geldi. İngiltere'de satılan gayrimenkul kredilerinin %19'una sahip olarak piyasanın lideri olan Northern Rock Bankası, ABD para piyasalarından kısa vadeli borçlanarak İngiltere'de uzun vadeli gayrimenkul kredileri vermekteydi (Muradoğlu, 2009:5). ABD para piyasalarında likidite darlığı yaşayan banka Eylül 2007 de; 1866'dan sonra İngiltere'de yaşanan ilk bankaya hücumla karşı karşıya kaldı ve devam eden süreçte İngiltere hükümeti tarafından kamulaştırıldı. 30 Haziran 2008 de Wachovia 812 milyar dolara Wells Fargo tarafından satın alındı. 2008 yılının 15 Eylül'üne gelindiğinde ise Lehman Brothers 639 milyar dolar varlığıyla iflas etmişti. Bu tarihteki en büyük banka iflasıydı. Lehman Brothers'ı Mortgage bankaları Washington Mutual(307 milyar\$) Indy Mac (32 milyar\$) takip etti (Swan, 2009:130).

ABD de ipotek kredi piyasasında yaklaşık yüzde 50 paya sahip, portföyleri tutarı 5 trilyon dolar olarak hesaplanan Fannie Mea, Freddie Mac, kamulaştırılmış;

UBS, Merill Lynch, Citigroup, Morgan Stanley, Credit Suisse, Bank of America, Societe General, HSBC gibi dev bankalar, 2008 yılı ortası itibariyle 260 milyar dolar tutarında değersiz aktifi silmişlerdi. Merill Lynch, Bank of America tarafından satın alınarak kurtarılmıştı (Akgüç, 2009:7).

Finans şirketlerinin batmaları ya da batmamak için işçi çıkarmaları, işten çıkan işçilerin gelirlerini kaybetmelerine, diğer işçilerinde de işten çıkarılma korkusuyla harcamalarını kısımlarına neden olmuştur. Kısılan bu harcamalar şirketlerin satışlarını daha da düşürüp yeni işten çıkarılmalara sebep olmuştur (Ertuna, 2009b: 8). Bu kısır döngü gayrimenkul piyasasında oluşan varlık balonunun patlamasıyla finans sektöründe baş gösteren krizin reel sektöre sıçrayıp bir global ekonomik krize dönüşmesini tetikleyen ana sebepler finansal piyasalarda ve uluslararası tedarik zincirlerindeki global düzeyde yüksek entegrasyondur. Bu yüksek entegrasyon ev fiyatlarının sabit kaldığı yani varlık balonu oluşmayan ülkelerde bile finansal krizin ekonomik krize dönüşmesine yol açmış (Gross and Alcidi, 2010: 4), krizin etki alanını ve şiddetini arttırmıştır.

Finansal krizle mücadele etmek için Amerikan hazinesi sorunlu varlıkların satın alınmasını öngören 700 milyar dolarlık bir kurtarma planı hazırladı. Temsilciler Meclisi'ne sunulan bu plan; devletin piyasalara müdahalesine ideolojik olarak karşı çıkan muhafazakâr üyelerin etkisiyle 29 Eylül 2008 tarihinde reddedildi. Piyasaların planın reddine tepkisi çok sert oldu, NASDAQ endeksi 1987 yılında yaşanan Kara Pazartesinden sonraki en sert düşüşünü gerçekleştirdi ve % 9.1 değer kaybetti. Finansal piyasalardaki kötü gidişatın devam etmesi yetkilileri ikinci bir kurtarma paketi hazırlamaya yöneltti. İlk planda yer alan 700 milyar dolara ek olarak yeni planda özellikle kredi borçları ile karşı karşıya kalan orta gelirli halka vergi indirimleri kanalıyla yansıtılacak olan 150 milyar dolarlık bir kaynak bulunan yeni kurtarma planı 2008 Acil Ekonomik İstikrar Kanunu adıyla 3 Ekim 2008 tarihinde onaylandı ve kanunlaştı (Selçuk ve Yılmaz, 2008: 341-342).

Türkiye'yi de etkisi altına alan krizin olumsuz sonuçlarını gidermek için 7 adet önlem paketi hazırlanmıştır. Ekonomiyi harekete geçirmek, azalan dış talep bağlı ortaya çıkan likidite sorununu azaltmak, iç talebi arttırmak, ekonomik büyümeyi sağlamak ve işsizlik sorununu gidermek için alınan tedbirler; dünya genelinde alınan tedbirlerle örtüşmektedir (Apak, 2009b: 23).

Tüm ülkeleri etkileyen 2008 finansal krizi ve devamında yaşanan inişli çıkışlı süreç aslında piyasaların çarpışmasıdır. Dünün piyasaları yarının piyasaları ile çarpışmaktadır. Aktörler, araçlar, ürünler ve birimler arasında birbirine müdahale etmeme süreci yaşanmaktadır. Önemli olan rahat olmayacak bu sürecin bu halini anlamak ve yaşanacak iniş çıkışları, yöneldiğimiz yeni yolun özelliklerini ve etkilerini unutmadan yönetebilmektir (El- Erian, 2009: 29).

IV. ARAŞTIRMA AMACI, KAPSAMI, KULLANILAN YÖNTEM VE SONUÇLAR

A. ARAŞTIRMANIN AMACI

Araştırmada 1992-2009 yılları arasında İMKB’de sürekli olarak işlem gören şirketlerin finansman kararları sonucunda bilanço yapılarının nasıl oluştuğu, bu yapıların yıllar itibariyle ne tür değişiklikler gösterdiği ve kriz dönemleri ile krizlerin yaşanmadığı dönemlerde farklılık olup olmadığı, eğer bir farklılık söz konusu ise bu farklılığın ne şekilde ortaya çıktığının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla 1992-2009 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin bilanço verileri ele alınarak pasif yapıları incelenmiştir.

B. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE KULLANILAN YÖNTEM

Araştırmada İMKB’de 1992-2009 döneminde sürekli olarak işlem gören 77 şirketin finansal yapıları incelenmiştir. İMKB’de işlem gören bu şirketlerden mali sektör işletmeleri bilançolarındaki yapısal farklılıklar nedeniyle inceleme dışında bırakılmıştır. Bu nedenle bankalar, sigorta şirketleri, leasing ve factoring şirketleri, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve holdingler araştırma kapsamına alınmamıştır.

Diğer taraftan 2005 yılından itibaren İMKB’de işlem gören tüm şirketlerin bilançoları Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’na (UFRS) uygun olarak yayınlanmaya başlanmıştır. Bu nedenle 2005 yılı öncesi Tek Düzen Muhasebe Sistemine göre hazırlanıp yayınlanmış olan bilançolar ile UFRS’ye göre hazırlanıp yayınlanan bilançolar arasındaki yapısal ve biçimsel farklılıkların analiz sonuçlarına muhtemel etkileri göz önünde bulundurularak bu etkiler en aza indirilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda şirketlerin kısa vadeli yabancı kaynak, uzun vadeli yabancı kaynak ve öz kaynak yapıları; finansal borçlar, ticari borçlar, diğer borçlar, ödenmiş sermaye, değer artış fonları ve dönem net karı alt hesap grupları bazında analiz edilmiştir.

Ayrıca çalışmada analizlerin yapıldığı 1992-2009 dönemi, krizin etkilerini daha net bir şekilde ortaya çıkarabilmek açısından krizin yaşandığı ve yaşanmadığı dönemler şeklinde alt dönemlere ayrılmıştır. Buna göre;

Krizin Yaşanmadığı Dönemler

1992-1993 Dönemi

1996-1999 Dönemi

2003-2007 Dönemi

Krizin Yaşandığı Dönemler

1994-1995 Dönemi

2000-2002 Dönemi

2008-2009 Dönemi

Araştırmada, İMKB’de 1992-2009 döneminde sürekli işlem gören söz konusu şirketlerin 12 aylık verileri, İMKB’nin internet sitesinden elde edilmiş ve bu veriler Excel programı yardımıyla birleştirilerek incelenmiş ve yorumlanmıştır. İnceleme kapsamına alınan 77 şirketin birleştirilmiş bilanço verileri doğrultusunda

ilgili kaynak (pasif) hesaplarının toplam kaynaklar (pasif) içerisindeki payı yıllar itibariyle ortaya konulmuş ve değişimler analiz edilmiştir.

C. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI

Araştırma sonucunda İMKB’de 1992 yılından 2009 yılına kadar sürekli olarak işlem gören 77 şirketin verilerinin incelenmesi sonucu elde edilen bilgiler tablo haline getirilerek kriz dönemlerinde (Nisan 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 ve 2008 Finansal kriz dönemleri) işletmelerin finansman kararlarına bağlı olarak finansal yapılarının hangi yönde değiştiği ve nasıl değişiklik gösterdiği açıklanmaya çalışılmıştır.

1. İşletmelerin Finansal Yapıları (1992-2009 Yılları İtibariyle)

Aşağıda İMKB’de işlem gören işletmelerin 1992 yılından 2009 yılına kadar olan döneme ait bilançolarında yer alan finansal yapıları tablo halinde açıklanmıştır. Tablo 1’de verilen finansal yapı ile ilgili veriler; Uluslararası Muhasebe Standartlarının 2005 yılından itibaren uygulanması sonucunda diğer yıllara ait bilanço verileri ile değişiklik gösterdiği için yıllar itibariyle birliktelik gösterebilmesi açısından bilanço kalemlerinden sadece kısa ve uzun vadeli borçlar altında; finansal borçlar, ticari borçlar, diğer kısa/uzun vadeli borçlar kalemleri, özkaynaklar kalemi altında ise; ödenmiş sermaye, değer artış fonları ve dönem net karı kalemleri dikkate alınmıştır.

Tablo 1’de görüldüğü üzere, kısa vadeli borçlar 2001 yılında % 43,26 ile en yüksek düzeye ulaşırken, 2007 yılında % 26,32 ile en düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Kısa vadeli finansal borçlar 2002 yılında % 15,22 ile en yüksek düzeye ulaşırken, 2004 yılında % 4,65 ile en düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Kısa vadeli ticari borçlar ise 2000 yılında % 18,23’e ulaşırken, 2007 yılında % 9,16 ile en düşük düzeyde gerçekleşmiştir.

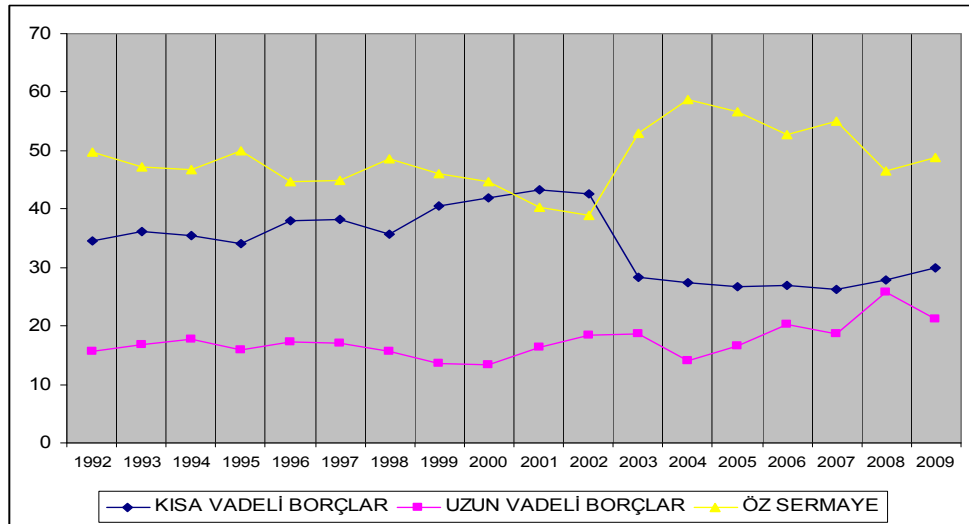
Uzun vadeli borçlar 2008 yılında % 25,76 ile en yüksek düzeye ulaşmış, 2000 yılında % 13,45 ile en düşük düzeye inmiştir. Uzun vadeli finansal borçlar ise 2009 yılında % 15,14 ile en yüksek düzeye ulaşırken, 2000 yılında % 8 ile en düşük düzeye inmiştir. Uzun vadeli ticari borçların toplam kaynaklar içindeki ağırlığı diğer kalemlere oranla oldukça azdır. Öyle ki bu oran 2007 yılında en yüksek değer olarak bile sadece % 1,69, en düşük değer olarak ta 1992 yılında % 0,22 şeklinde gerçekleşmiştir.

Tablo 1: İşletmelerin 1992-2009 Yıllarını Kapsayan Döneme Ait Finansal Yapıları (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
KISA VADELİ BORÇLAR	34,56	36,15	35,49	34,17	37,93	38,15	35,71	40,44	41,85	43,26	42,63	28,42	27,34	26,75	27,02	26,52	27,84	29,88
Finansal Borçlar	8,87	9,36	9,21	7,19	7,29	9,43	11,27	10,82	11,06	14,66	15,22	5,50	4,65	5,42	6,51	5,42	11,74	10,08
Ticari Borçlar	12,13	13,03	12,51	11,83	13,42	12,4	11,72	16,23	18,23	16,71	16,69	11,58	9,17	9,54	10,64	9,16	9,70	12,15
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	6,4	6,56	6,23	6,15	8,83	8,89	7,01	7,39	6,52	6,6	6,44	5,08	5,74	3,80	3,48	3,07	2,03	2,80
UZUN VADELİ BORÇLAR	15,69	16,72	17,68	15,96	17,29	16,94	15,75	13,6	13,45	16,38	18,43	18,54	13,97	16,66	20,36	18,73	25,76	21,27
Finansal Borçlar	10,01	10,7	13,67	11,25	12,36	11,6	10,07	8,49	8,00	10,57	11,92	11,51	5,97	9,00	11,70	9,97	14,60	15,14
Ticari Borçlar	0,22	0,29	0,25	0,56	0,88	0,95	0,63	0,52	0,50	0,52	0,81	0,33	0,08	0,78	1,63	1,69	1,64	1,04
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0,35	0,20	0,17	0,14	0,19	0,25	0,18	0,12	0,07	0,34	0,95	0,82	0,16	0,20	0,20	0,17	0,95	0,47
ÖZSERMAYE	49,75	47,12	46,82	49,87	44,78	44,91	48,54	45,96	44,7	40,36	38,94	53,03	58,68	56,59	52,63	54,93	46,40	48,84
Ödenmiş Sermaye	20,26	16,83	14,84	12,73	10,99	10,65	14,65	14,09	15,78	13,90	12,43	17,66	12,93	10,46	10,11	11,48	10,86	23,35
Değer Artış Fonları	18,75	18,58	20,78	22,14	20,50	21,05	20,73	19,07	20,13	18,62	20,57	10,02	0,79	1,49	1,57	2,25	1,21	1,26
Dönem Net Karı	8,35	10,30	11,30	13,23	11,53	8,96	7,02	9,47	5,66	5,50	5,68	7,07	6,91	4,89	6,10	7,57	3,19	4,16

Kaynak: 1992-2009 yılları İMKB şirket verilerinden düzenlenmiştir (www.imkb.gov.tr)

Özsermaye kaleminin, 2004 yılında % 58,68 oranı ile en yüksek düzeyde, 2002 yılında ise % 38,94 ile en düşük düzeyde olduğu görülmektedir. Ödenmiş sermaye açısından ise söz konusu işletmelerin ödenmiş sermayelerinin pasif toplam içindeki oranı 2009 yılında % 23,35 ile en yüksek düzeyde iken 2006 yılında % 10,11 ile en düşük düzeye inmiştir. Değer artış fonlarının en yüksek olduğu yıl % 22,14 ile 1995 yılı, en düşük olduğu yıl ise % 0,79 ile 2004 yılı olmuştur. Son olarak dönem net karının pasif toplamı içerisindeki payının en yüksek olduğu yıl % 13,23 ile 1995 yılı olurken en düşük olduğu yıl, % 3,19 ile 2008 yılı olmuştur.

Şekil 1: Yıllar İtibariyle Pasif Yapı Değişimi (1992-2009)

Şekil 1’de görüldüğü gibi, özkaynaklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasında özellikle 2001 krizi sonrası iyice belirginleşen ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Diğer taraftan özkaynaklar ile uzun vadeli yabancı kaynaklar arasında ise kısa vadeli yabancı kaynaklarda olduğu kadar belirgin bir ilişkidenden söz etmek güçtür. Sadece 2001-2002 ve 2008-2009 periyodunda kısmen ters yönlü bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Özetle işletmelerin kısa vadeli borç ile finansman eğilimlerinin azaldığı dönemlerde, özkaynak ile finansman eğilimlerinin arttığı görülmektedir. Ayrıca özkaynak-kısa vadeli yabancı kaynak ilişkisi açısından bakıldığında 2001 ve 2002 yılları hariç diğer tüm dönemlerde işletmelerin özkaynak tutarının kısa vadeli yabancı kaynak tutarından daha yüksek olduğu da görülmektedir. Bu dönemde (2001-2002) kısa vadeli borçlanma ile finansman kararı, özkaynak ile finansman kararının önüne geçmiştir.

Kısa vadeli borçlanma yoluyla finansman kararları ile uzun vadeli borçlanma yoluyla finansman kararları arasındaki ilişkiye bakıldığı zaman, uzun vadeli borç tutarı ile kısa vadeli borç tutarı arasındaki makasın iyice kapandığı görülmektedir. Özellikle 2002 yılından itibaren 2008 yılına kadar değişme olmakla birlikte kısa vadeli borç ile uzun vadeli borç bir birine teğet bir eğilim izlemiştir.

Bu durumun, 2002 yılından sonra başlayan süreçle birlikte enflasyon ve faiz oranlarındaki düşme eğilimi gibi temel göstergelere bağlı olarak uzun vadeli borçlanma imkanlarının artması ve uzun vadeli borç maliyetlerinin de azalmasıyla birlikte uzun vadeli borçla finansmanın cazip hale gelmesi nedeniyle oluştuğu söylenebilir.

Özetle, uzun vadeli borçlanma imkanlarının gelişmesine bağlı olarak işletmeler 2002 yılından sonra, uzun vadeli borç ile finansmana ağırlık vermişlerdir. Bu dönemlerde kısa vadeli borç ile uzun vadeli borç arasındaki makas kapanırken, özkaynak ile kısa vadeli borç arasındaki makas ise 2002 yılından sonra gittikçe artan bir oranda özkaynaklar lehine açılmıştır. Yani işletmelerin finansman kararları uzun vadeli kaynaklarla ile finansman yönünde değişiklik göstermiştir.

2. Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Finansal Yapıları

Nisan 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 ve 2008 Finansal kriz dönemlerinde işletmelerin finansman kararlarına bağlı olarak finansal yapılarının değişiklik gösterip göstermediğinin belirlenmesi amacıyla 1992-2009 yılları kriz dönemleri ve krizlerin yaşanmadığı dönemler olarak ayrılmıştır. Bu bağlamda 1992-1993 krizsiz dönem, 1994-1995 kriz dönemi, 1996-1999 krizsiz dönem, 2000-2002 kriz dönemi, 2003-2007 krizsiz dönem ve 2008-2009 kriz dönemi olarak düzenlenerek, bu dönemlere ait veriler tablo 2’de verilmiştir.

Kriz dönemlerine göre işletmelerin finansman kararlarının hangi yönde değiştiği izlendiği zaman, **1994-1995 kriz döneminde**, krizin olmadığı döneme göre kısa vadeli borçlanma ile finansman tercihi, özkaynak ile finansman tercihi şeklinde değişmiştir. Bu dönemde dikkat çeken bir husus da, firmaların kriz döneminde bir önceki döneme göre dönem net karlarının %9,59’dan %12,58’e yükselmesi yani % 31 oranında artmasıdır.

Tablo 2: Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Finansal Yapıları (%)

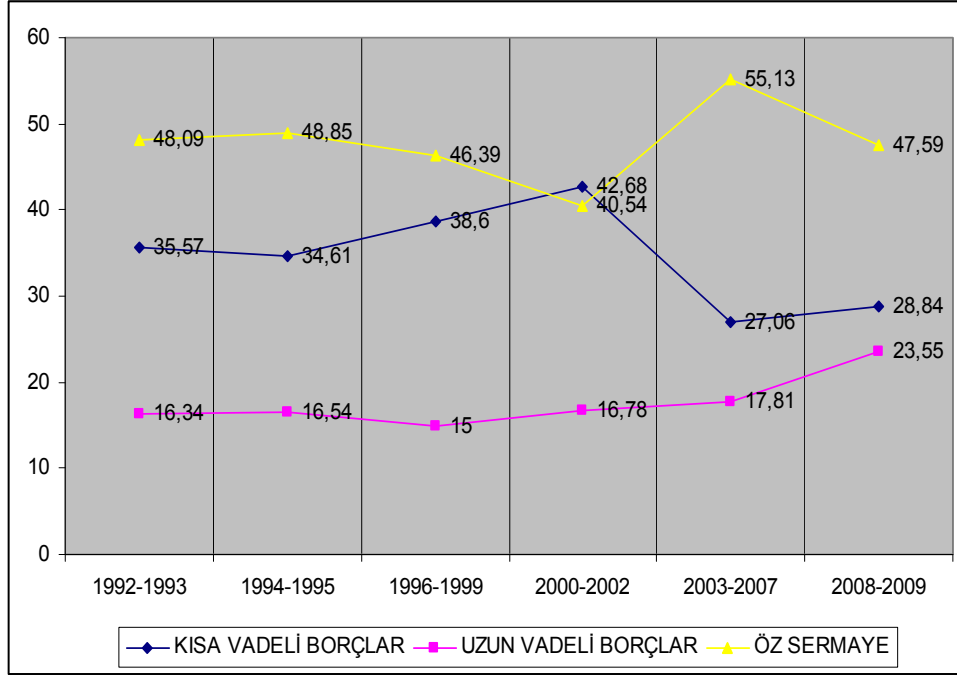
	1992-1993	1994-1995	1996-1999	2000-2002	2003-2007	2008-2009
KISA VADELİ BORÇLAR	35,57	34,61	38,60	42,68	27,06	28,84
Finansal Borçlar	9,18	7,86	10,43	14,21	5,55	10,92
Ticari Borçlar	12,70	12,06	14,19	17,00	9,93	10,90
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	6,50	6,18	7,64	6,51	4,08	2,40
UZUN VADELİ BORÇLAR	16,34	16,54	15,00	16,78	17,81	23,55
Finansal Borçlar	10,45	12,06	9,72	10,70	9,69	14,86
Ticari Borçlar	0,26	0,46	0,65	0,66	1,01	1,34
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0,25	0,15	0,16	0,58	0,28	0,71
ÖZ SERMAYE	48,09	48,85	46,39	40,54	55,13	47,59
Ödenmiş Sermaye	18,09	13,44	13,45	13,57	12,13	16,98
Değer Artış Fonları	18,64	21,68	19,94	19,86	2,83	1,23
Dönem Net Karı	9,59	12,58	8,90	5,62	6,49	3,66

Kaynak: 1992-2009 yılları İMKB şirket verilerinden düzenlenmiştir (www.imkb.gov.tr)

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizinin yaşandığı dönemde ise 1994 krizindeki durumun tersine kısa vadeli borç ile finansman artmış, özkaynak ile finansman azalmıştır. Bu dönem özkaynak ile finansmanın en az olduğu dönemdir. 2000-2002 kriz döneminde, krizin yaşanmadığı dönemlere göre işletmelerin kısa vadeli borçla finansman oranları %10,5 artmıştır. Buna bağlı olarak kısa vadeli finansal borçlar aynı dönemde önceki döneme göre % 36 oranında, kısa vadeli ticari borçlar ise % 20 oranında artmıştır. Uzun vadeli finansal borçlar ve ticari borçlardaki artış ise daha az bir oranda gerçekleşmiştir. Ödenmiş sermaye ve değer artış fonları oransal olarak aşırı bir değişme göstermezken 1994 krizinin tersine bu dönemde dönem net karları öncesindeki krizsiz döneme göre % 37 oranında azalmıştır.

2008-2009 kriz döneminde işletmeler 2000 ve 2001 krizinde olduğu gibi borçla finansmanı tercih etmiştir. Fakat diğer krizlerden farklı olarak bu dönemde işletmeler uzun vadeli borç ile finansman kararı vermiş, dolayısıyla uzun vadeli borç önceki dönemlere göre kriz döneminde % 32 oranında artmıştır. Bu kriz döneminde dikkat çeken bir hususta diğer kriz dönemlerinden farklı olarak kısa vadeli ticari borçların azalmasıdır. 2008 krizinde, kriz süresinin belirsiz olması ve reel sektörün vadeli satıştan kaçınması finansal tablolara da yansımış ve finansman kararlarında satıcı kredileri krizsiz döneme göre azalma göstermiştir.

Şekil 2: Kriz Dönemleri İtibariyle Pasif Yapı



Şekil 2’den de görüldüğü üzere, 1994-1995 finansal krizi döneminde açılan özsermaye ve kısa vadeli borç arasındaki makas, 2000-2002 kriz döneminde kapanarak ters yönde hareket etmiştir. Fakat bu dönemden sonra özkaynak-kısa vadeli borç makası çok daha fazla açılmıştır.

Diğer önemli bir hususta kriz dönemlerinde uzun vadeli borç ile finansman eğiliminin arttığıdır. Bu artış diğer krizlere göre son yaşanan krizde daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. Kriz öncesine göre uzun vadeli borç ile finansman kararları % 32 oranında artmış, özkaynak ile finansman kararları % 13 oranında azalmıştır.

Özkaynak azalışı, 1994-1995 kriz döneminde görülmezken, 2000-2002 kriz döneminde % 8, 2008-2009 kriz döneminde % 13 olarak gerçekleşmiştir. 2008-2009 kriz döneminde özkaynak azalışının en büyük nedenlerinden birisi de dönem net karlarındaki % 52 oranında ki azalmadır.

3. Finansal Yapı Oranlarına Göre İşletmelerin Kriz Dönemlerindeki Durumları

Bu bölümde borçlanma, sermaye değişim ve borçlanmaların vade yapıları ile ilgili oranlar doğrultusunda işletmelerin finansal yapılarının değişiklik gösterip göstermediği veya hangi yönde değişiklik gösterdiği belirlenmeye çalışılmıştır. Aşağıda belirlenen oranlara göre kriz dönemlerinde ve diğer dönemlerdeki finansal yapı oranları tablo 3’de gösterilerek yorumlanmıştır.

Tablo 3: Kriz Dönemlerindeki Finansal Yapı İle İlgili Oranlar

ORANLAR	1992-1993	1994-1995	1996-1999	2000-2002	2003-2007	2008-2009
Toplam Borçlar/Toplam Pasifler	0,52	0,51	0,54	0,60	0,45	0,52
Özsermaye/Toplam Pasifler	0,48	0,49	0,46	0,41	0,55	0,47
Toplam Borçlar/Özsermaye	1,08	1,05	1,16	1,47	0,81	1,10
Sermaye/Öz Sermaye	0,38	0,28	0,29	0,33	0,22	0,35
Sermaye/Toplam Pasifler	0,18	0,13	0,13	0,14	0,12	0,16
K.Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar	0,69	0,68	0,72	0,72	0,60	0,55
U.Vadeli Borçlar/Toplam Borçlar	0,31	0,32	0,28	0,28	0,40	0,44
K.Vadeli Borçlar/Toplam Pasifler	0,35	0,35	0,38	0,43	0,27	0,28
U.Vadeli Borçlar/Toplam Pasifler	0,16	0,17	0,16	0,16	0,18	0,23

Kaynak: 1992-2009 yılları İMKB şirket verilerinden düzenlenmiştir (www.imkb.gov.tr)

Kriz dönemlerinde, 1994-1995 dönemi hariç işletmelerin finansman kararları ağırlıklı olarak borç ile finansman yönünde olmuştur. İlgili dönemlerde toplam borç/toplam pasif oranı krizin olmadığı dönemlere göre belirgin oranlarda artış göstermiştir. Öyle ki 1996-1999 döneminde %54 olan oran 2000-2002 kriz döneminde %60'a, 2003-2007 döneminde %45'e düşen oran 2008-2009 kriz döneminde tekrar artarak %52'ye yükselmiştir. Yine bu dönemlerdeki borç oranlarındaki artışa bağlı olarak özsermaye/toplam pasif oranları da düşmüştür.

İşletmelerin borçlarının vade yapısı ile ilgili oranlarına bakıldığında, 2003 sonrası döneme kadar kısa vade ağırlıklı bir borç yapısının söz konusu olduğu görülmektedir. Ancak bu durum 2003 sonrası değişmiş ve toplam borçların içerisinde kısa vadeli borçların oranı azalırken uzun vadeli borçların oranı belirgin bir şekilde artış göstermiştir. 2003 öncesine kadar borçların vade yapıları noktasında kriz dönemi ve krizsiz dönem arasında belirgin bir farklılık söz konusu değildir. Bu dönemlerde işletmelerin kriz olsun veya olmasın kısa vadeli borçlanma eğilimlerinin yüksek, uzun vadeli borçlanma eğilimlerinin ise düşük olduğu açıkça görülmektedir.

SONUÇ

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri, yeni yatırımlar yapabilmeleri, vadesi gelen ödemeleri aksamadan yürütebilmeleri için sermayeye ihtiyaçları vardır. İşletmeler ihtiyaç duydukları ve/veya duyacakları fon, para vb. varlıkları ya özkaynaklar yoluyla ya da yabancı kaynaklar yoluyla sağlayacaklardır. Gerek özkaynak ve gerekse yabancı kaynak yoluyla sağlanacak fonların sağlanma

şekilleri, nereden sağlanacakları, vadelerinin ne olacağı vb. hususlar hakkında karar vermek finans yöneticisinin önemli görevlerindedir.

Özellikle kriz ortamlarında ve krizlerin sık sık yaşandığı ekonomilerde bu kararlar daha da önemli hale gelmektedir. Çünkü kriz ortamlarında değişen koşullar; maliyetleri, kaynak sağlama imkanlarını ve dolayısıyla finansman kararlarını doğrudan etkilemektedir. Bu dönemlerde finans yöneticisi ve diğer yöneticiler daha dikkatli davranmak zorunda ve bazen de mecburen farklı finansman kararları vermek zorunda kalabilmektedirler.

Bu çalışmada, işletmelerin finansman kararlarına bağlı olarak şekillenen pasif yapıları yani finansal yapıları ve bu yapının kendi içindeki dağılımı incelenmiştir. 1992-2009 yılları arasında mali sektör ve holdingler dışında İMKB’de sürekli olarak işlem gören 77 şirkete ait bilanço verileri incelenmiş önce tüm yıllar itibariyle, ardından kriz dönemleri ve krizsiz dönemler itibariyle ayrı ayrı analiz edilmiştir.

Ayrıca, krizlerin yaşandığı ve yaşanmadığı dönemlerdeki mali yapı ile ilgili oranlar hesaplanarak kriz dönemlerinde farklılık gösterip göstermediği de belirlenmeye çalışılmıştır.

Bu araştırma sonucunda;

1992 ve 2009 yılları arasındaki dönem incelendiği zaman; uzun vadeli borçlanma imkanlarının gelişmesine bağlı olarak işletmeler 2002 yılından sonra, uzun vadeli borç ile finansmana ağırlık vermişlerdir. Bu dönemlerde kısa vadeli borç ile uzun vadeli borç arasındaki makas kapanırken, özkaynak ile kısa vadeli borç arasındaki makas 2002 yılından sonra gittikçe artan bir oranda özkaynaklar lehine açılmıştır. Finansman kararlarında ağırlık uzun vadeli borç ile finansman yönünde değişiklik göstermiştir.

Krizlerin yaşandığı ve yaşanmadığı dönemler itibariyle, 1994-1995 finansal krizi döneminde özsermaye ve kısa vadeli borç arasındaki açılan makas, 2000-2002 kriz döneminde kapanarak ters yönde hareket etmiştir. Dolayısıyla, 2000-2002 kriz döneminde işletmeler, özkaynak ile finansman yerine kısa vadeli borç ile özellikle kısa vadeli borç ile finansmanı tercih etmişlerdir. 2000-2002 kriz döneminden sonra ise kısa vadeli borç yerine özkaynak ile finansman tercih edilmeye başlanmış ve özkaynak-kısa vadeli borç makası çok daha fazla açılmıştır. Fakat bu durum işletmelerin borçlanma eğilimini değiştirmemiş sadece vade tercihi değişmiş ve kriz dönemlerinde uzun vadeli borç ile finansman eğilimi artmıştır. Bu artış son yaşanan krizde, diğer kriz dönemlerine göre daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. 2008-2009 kriz döneminde, diğer kriz dönemlerine göre dikkat çeken bir hususta işletmelerin daha yüksek düzeyde artan bir oranda yabancı kaynak kullanımına yönelmeleridir. Örneğin, 2000-2002 kriz döneminde kısa vadeli finansal borçlar % 36 uzun vadeli finansal borçlar % 10 artarken, son kriz döneminde kısa vadeli finansal borçlar % 113, uzun vadeli finansal borçlar ise % 53 oranında artmıştır.

- Krizlerin yaşandığı ve yaşanmadığı dönemler itibariyle finansal yapı ile ilgili oranlara göre; kısa vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki oranı kriz

dönemlerde bir önceki döneme göre azda olsa azalış göstermiştir. En fazla azalış görülen dönem ise 2008-2009 kriz dönemi olmuştur. Diğer taraftan bu duruma bağlı olarak uzun vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki oranı da kriz dönemlerinde önceki döneme göre artmıştır. Uzun vadeli borçlarla ilgili en dikkat çekici artışta yine son kriz dönemi olan 2008-2009 dönemidir.

Sonuç olarak; 3 ayrı ekonomik kriz dönemini kapsayan 18 yıllık bir periyotta İMKB’de sürekli olarak işlem gören 77 şirketin verileri üzerinde yapılan analizler neticesinde; kriz dönemlerinde işletmelerin daha çok borçlanma yoluyla finansman eğilimi içerisinde oldukları, borçlanma politikası olarak da daha çok uzun vadeli borçlanmayı tercih ettikleri gözlenmiştir. Ayrıca 2002 sonrası dönemde işletmeler belirgin bir şekilde gittikçe kısa vadeli borçlanma politikasından uzaklaşarak uzun vadeli finansman politikalarına, yani uzun vadeli yabancı kaynak ve özkaynaklara ağırlık vermişlerdir.

KAYNAKLAR

- AĞAOĞLU, Abdülgaffar E.; (1994), “Kaos Kuramı”, *İşletme ve Finans Dergisi*, 101-102.
- AKGÜÇ, Öztin; (2009), “Kriz Nedeni ve Çıkış Yolları”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 42.
- ALTUĞ, Osman; (1994), “Kriz Döneminde Şirket Yönetimi”, *Ekonomik Trend Dergisi*, 2 (23).
- APAK, Sudi; (2009), “1929 ve 2008 Krizlerinin Karşılaştırılması: Dünya ve Türkiye Örneği”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (41).
- APAK, Sudi ve Güneş YILMAZ; (2009), “Türkiye’de Kriz Döneminde Açıklanan Ekonomik Önlem Paketleri”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (43).
- CLARKE, Simon; (2009), *Marx’ın Kriz Teorisi*, (Çev:Cumhur ATAY), Otonom Yayıncılık, İstanbul.
- ÇEVIŞ, İsmail; (2005), *Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 187.
- DELİCE, Güven; (2003), “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, Erciyes Üniversitesi, *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (20).
- EĞİLMEZ, Mahfi; (2009), *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitabevi.
- EL-ERIAN, Mohammed; (2009), *Piyasalar Çarpışınca*, (Çev:Şehnaz Tahir Gürçağlar), Scala Yayıncılık.
- ERÇEL, Gazi; (1999), “ 99 İlkbaharında Türkiye Ekonomisinde İstikrar Arayışları”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 14 (157).
- ERDOĞAN, Bülent; (2006), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahraman Maraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat anabilim Dalı.
- ERTUNA, Özer; (2009), “Dünya Ekonomik Krizi ve Türkiye’nin Durumu”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 41

- ERTUNA, Özer; (2009), “Krizden Alınacak Dersler Yeni Bir Fırsat mı?”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 43.
- FISHER, Stanley; “Excange Rate Regimes. Is The Biopolar View Correct”, www.Imf.org, 31.10.01
- GENÇTÜRK, Mehmet; (2008), *Finansman Kararlarına Finansal Krizlerin Etkileri*, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- GROS, Daniel ve Cinzia ALCIDI; (2010), “The Impact of the Financial Crisis on the Real Economy”, *Intereconomics*, 1.
- GÜLOĞLU, Bülent ve A. Ender ALTUNOĞLU; (2002) “Finansal Krizler: Latin Azerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27.
- HOGGART, G. and R. REIS ve V. SAPORTA; (2001) “Cost of Banking System Instability:Some Empirical Evidence”, Bank of England Working Paper, No:144.
- KAZGAN, Gülten; (2002), “1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler ve İşsizlik; Çalışanlar ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme”, http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/1990_sonrasi_yillarda_Turkiye.doc
- MISHKIN, Frederic S.; (2001), “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, *NBR Working Papaer Series*, 8087.
- MULDER, C.; (2002), “Assessing the Dangers:Refining Techniques for Detecting Financial Weakness”, *Finance&Development*.
- MURADOĞLU, Gülnur; (2009), “İngiltere’de 2008 Krizi: Neler Reel, Neler Davranışsal?”, www.mgmt.boun.edu.tr/images/stories/dokumanlar/leaders/.../09-002.pdf 28.02.2010
- ÖZUTKU, Yavuz; (2003), *Turkish Banking System Crisis in 2001 and Reform Efforts*, University of Illinois, ss.15.
<http://ww.dtm.gov.tr/dtmweb/index.cfm?action=detayrk&yayinID=1657&icerikID=1791&dil=TR>
- PRESSACCO, Flavio and Gilberto SERAVALLİ; (2009), “The Real Origins of the Global Crisis”, *Transition Studies Review*,16.
- SACHS, Jeffrey D.; (1998), *Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets*, Cornell University Pres, New York.
- SANDERS, Anthony; (2008), “The Subprime Crisis and Its Role in the Financial Crisis”, *Journal of Housing Economics*,17.
- SCHNEİDER, Friedrick and Gebhard KIRCHGASSNER; (2009), “Financial and World Economic Crisis: What Did Economist Contribute ?”, *Public Choice*, 140.
- SELÇUK, Bora ve Naci YILMAZ; (2008), “Küresel Finansal Sistemde Değişim ve Türkiye’ye Etkileri”, bsy.marmara.edu.tr/Konferanslar/2008/33.pdf, 28.02.2010

SWAN, Peter L.; (2009), "The Political Economy of the Subprime Crisis: Why Subprime Was so Attractive to Its Creators", 25.

TÜZ, Melek V.; (2001), *Kriz ve İşletme Yönetimi*, Alfa Yayınları.

YAGCI, Fahrettin; (2001), "Choice of Exchange Rate Regimes For Developing Countries", *World Bank Africa Region Working Paper*, Number 16.

Yıllık Rapor 1997, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr, 10.03.2010

www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../blm2.doc, 10.02.2010

http://www.bankaciyiz.biz/News-file-article-sid-13082.html, 10-02-2010

www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../blm2.doc, 10.02.2010