



Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finansman Bilim Dalı

# **İŞLETMELERDE MALİ KRİZLERDEN SONRA FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA: İMKB SANAYİ İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

Merve Tuncay

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı  
Yrd. Doç. Dr. Mustafa YILDIRAN

SİVAS  
Ağustos, 2010

**İŞLETMELERDE MALİ KRİZLERDEN SONRA FİNANSAL YENİDEN  
YAPILANMA:  
İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama**

Merve Tuncay

Cumhuriyet Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü

Lisansüstü Eğitim, Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin İşletme Anabilim Dalı,  
Muhasebe-Finansman Bilim Dalı İçin Öngördüğü

YÜKSEK LİSANS TEZİ  
Olarak Hazırlanmıştır.

Sivas  
Ağustos, 2010

## ÖZET

TUNCAY, Merve, İşletmelerde Mali Krizlerden Sonra Finansal Yeniden Yapılanma: İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Sivas, 2010

Mali küreselleşme ve serbestleşme ile birlikte gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere hızlı ve kısa dönemli sermaye giriş çıkışları yaşanmaya başlanmıştır. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerde cari açıklarının kapatılması ve kısa süreli likidite ihtiyacının karşılanması gibi getiriler sağlamasının yanında, özellikle gelişmekte olan ülkelerin dışsal risklere açıklığını artırmış, başka bir ülkede çıkacak olası bir ekonomik krizden eskiye göre daha fazla zarar görmelerine yol açmıştır. Bu zararlara bağlı olarak, işletmelere cari açıkların artması, likidite sıkışıklığı, finansal başarısızlık ve hatta iflas kaynaklı ek maliyetler yüklenmektedir. İşletmelerin bu sıkıntılardan kurtulabilmek için kullandıkları alternatiflerden birisi olan finansal yeniden yapılanma bu çalışmanın ana konusunu oluşturmaktadır.

Çalışmada mali krizlerden sonra işletme-içi finansal yeniden yapılanma stratejileri ve kriz sonrası performans analizi yapılmaktadır. Bu kapsamda İMKB’de işlem gören 51 sanayi işletmesinin 2001 krizinden sonraki finansal yeniden yapılanma stratejileri mali tablo verilerine bağlı olarak incelenmiştir. 2002-2003 yıllarındaki verilerden istatistikî analizler, çoklu doğrusal regresyon ve lojistik regresyon yöntemlerine göre elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.

Araştırmadan elde edilen bulgulara göre; işletmelerin karlılıklarıyla, faaliyet gideri/net satış, finansman gideri/net satış, finansman oranı, halka açılma oranı, net işletme sermayesi devir hızı, pazarlama gideri/net satış ve yurtdışı satışlar/toplam satışlar arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Ayrıca, işletmelerin karlılığını kaldıraç oranı, kısa vadeli borç/aktif oranı, cari oran, finansman gideri/net satış, fiyat kazanç oranının etkilediği ortaya çıkmıştır. Araştırmanın sonucu, işletmelerin mali kriz sonrasında, aktiflerini artırırken, kaynakları içinde özellikle kısa vadeli borçlarını azaltıp özsermayeyi artırarak finansal yeniden yapılanmaya gittiklerini ortaya çıkarmaktadır. İşletmelerde görülen bu yapılanma uygulamalarının başarılı olduğu da analizin diğer bir sonucudur.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Yeniden Yapılanma, Mali Kriz, Mali Küreselleşme

## **ABSTRACT**

Associated with financial globalization and liberalization movements, rapid and short term capital flows toward developing countries has been started. Besides its benefits like current account financing and short term liquidity need fulfillment, it increased the level of exposures to external risk especially for developing countries. Also it caused developing countries losses more than before by economic crises triggered in other countries. Its costs to companies can be listed as increases in current account deficits, liquidity crunch, financial failure and even bankruptcy. One of the alternatives businesses use to bail out these problems is financial restructuring forms the main topic of this study.

The financial table data of 51 industrial companies traded in Istanbul Stock Exchange between the years 2001 and 2003 used in this study to investigate financial restructuring implications in companies after financial crises and to evaluate factors determining corporate performance during and after crises. The analyses of frequency, multi linear regression and logistic regression conducted on the financial data of the companies with respect to internal strategies of financial restructuring.

Results of the analysis represent that, financial table data and business profitability is closely correlated. Also it is found financial leverage ratio, short term debt/total assets ratio, financing rate, initial public offering rate, rate of net working capital turnover, marketing expenses/net sales ratio and foreign sales/total sales ratio affect companies' profitability conditions. It is seen that companies go on financial restructuring after financial crisis by increasing their assets, equity and decreasing especially short term debts as well. Another important result of this analysis is, this way of financial restructuring has a good run for these companies.

**Key Words:** Financial Restructuring, Financial Crisis, Financial Globalization

## İÇİNDEKİLER

|                                                             |     |
|-------------------------------------------------------------|-----|
| ÖZET.....                                                   | i   |
| ABSTRACT .....                                              | ii  |
| İÇİNDEKİLER.....                                            | iii |
| KISALTMALAR LİSTESİ.....                                    | v   |
| TABLolar LİSTESİ .....                                      | vii |
| ŞEKİLLER LİSTESİ.....                                       | ix  |
| GİRİŞ .....                                                 | 1   |
| 1. EKONOMİK KRİZLER VE KRİZ TÜRLERİ.....                    | 4   |
| 1.1. KRİZ TÜRLERİ .....                                     | 4   |
| 1.2. MALİ KRİZ TÜRLERİ, SEBEPLERİ, SONUÇLARI, ETKİLERİ..... | 8   |
| 1.2.1. Reel Krizler .....                                   | 9   |
| 1.2.1. Mali Krizler.....                                    | 10  |
| 1.3. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YAŞANANAN MALİ KRİZLER .....     | 14  |
| 1.3.1. 1992-1993 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi.....   | 14  |
| 1.3.2. 1994-1995 Latin Amerika Krizleri .....               | 15  |
| 1.3.3. 1994 Türkiye Krizi.....                              | 16  |
| 1.3.4. 1997 Güneydoğu Asya Krizi .....                      | 17  |
| 1.3.5. 1998 Rusya Krizi .....                               | 19  |
| 1.3.6. 1998 Türkiye Krizi.....                              | 19  |
| 1.3.7. 1998-1999 Brezilya Krizi .....                       | 20  |
| 1.3.8. Kasım 2000-Şubat 2001 Türkiye Krizi .....            | 21  |
| 1.3.9. 2002 Arjantin Krizi .....                            | 22  |
| 1.3.10. 2007 Küresel Mali Kriz.....                         | 23  |
| 1.4. MALİ KÜRESELLEŞME VE MALİ KRİZLE İLİŞKİSİ .....        | 27  |
| 2. MALİ KRİZLERİN EKONOMİK ETKİLERİ.....                    | 34  |

|                                                                                                        |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.1. SERMAYE PİYASASI ÜZERİNE ETKİLERİ.....                                                            | 36  |
| 2.2. EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ.....                                                             | 37  |
| 2.3. DIŞ TİCARET ÜZERİNE ETKİLERİ.....                                                                 | 42  |
| 2.4. DEVLETİN MALİ YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ.....                                                        | 44  |
| 2.5. REEL SEKTÖR ÜZERİNE ETKİLERİ.....                                                                 | 46  |
| 2.6. DÜNYADA YAŞANAN MALİ KRİZLER VE İŞLETMELERE ETKİLERİ.....                                         | 48  |
| 3. İŞLETMELERDE YENİDEN YAPILANMA VE FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA STRATEJİLERİ.....                      | 52  |
| 3.1. YENİDEN YAPILANMA KAVRAM VE TÜRLERİ .....                                                         | 53  |
| 3.2. İŞLETMELERDE FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA .....                                                     | 53  |
| 3.3. İŞLETMELERDE KRİZDEN SONRA FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA .....                                       | 55  |
| 3.3.1. Krizden Sonra İşletmelerde Dışarıdan Finansal Yapılandırma Stratejileri.....                    | 57  |
| 3.3.2. İşletme-İçi Finansal Yeniden Yapılanma Stratejileri.....                                        | 59  |
| 4. İMKB KAPSAMINDAKİ İŞLETMELERİN FİNANSAL YENİDEN YAPILANMASI..                                       | 62  |
| 4.1. LİTERATÜR ÖZETİ .....                                                                             | 62  |
| 4.2. VERİ VE YÖNTEM .....                                                                              | 66  |
| 4.3. VERİLERİN ANALİZİ VE BULGULAR.....                                                                | 71  |
| 4.3.1. Ele Alınan Şirket Verilerinin Dağılımı .....                                                    | 72  |
| 4.3.2. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Bulguları .....                                                | 81  |
| 4.3.3. Lojistik Regresyon Analizi Bulguları .....                                                      | 87  |
| SONUÇ VE DEĞERLENDİRME .....                                                                           | 96  |
| KAYNAKÇA .....                                                                                         | 101 |
| EKLER .....                                                                                            | 110 |
| EK1: Kriz Sonrasında Yeniden Yapılanma Süreci İçin Ele Alınan Şirketler Listesi.....                   | 110 |
| EK2: 2003 Yılı İçin 12 Aylık Verilerinin Tamamı Bulunamayan Şirketler ve İlgili Verilerin Listesi..... | 112 |

## KISALTMALAR LİSTESİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

CDO: Colleteralized Debt Obligations (Teminatlı Borç Senetleri)

CMO: Collateralized Mortgage Obligation (Teminatlı İpotek Senetleri)

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

ERM: European Exchange Rate Mechanism (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması)

FED: Federal Reserve Board (Amerika Merkez Bankası)

GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler

GRI: Global Real Estate Institute (Küresel Gayrimenkul Enstitüsü)

GSMH: Gayri Safi Milli Hâsıla

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla

HPI: House Price Index (Konut Fiyatları Endeksi)

IFLS: Indianhead Federated Library System (Indianhead Federe Kütüphane Sistemi)

IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KDV: Katma Değer Vergisi

KOBİ: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

MERCOSUR: Mercado Común del Sur (İspanyolca); Brezilya, Arjantin, Uruguay ve Paraguay Arasındaki Ticaret Anlaşması

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development (İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)

RMBS: Residential Mortgage-Backed Security (Konut Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymet)

SSK: Sosyal Sigortalar Kurumu

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TDK: Türk Dil Kurumu

TL: Türk Lirası

TMSF: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

## TABLÖLAR LİSTESİ

|                                                                                                                              |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Tablo 1.</b> Finansal Bolluğu Oluşturan Küresel Mali Yapı Ortam Unsurları.....                                            | 31 |
| <b>Tablo 2.</b> Krizdeki Finansal Göstergeler.....                                                                           | 36 |
| <b>Tablo 3.</b> Firmaların Satış Hasılatı ve İhracatı (% Değişim) .....                                                      | 42 |
| <b>Tablo 4.</b> Seçilmiş Ödemeler Dengesi Kalemleri .....                                                                    | 43 |
| <b>Tablo 5.</b> 1998-2001 İtibariyle Dış Borçlar (Milyon Dolar).....                                                         | 45 |
| <b>Tablo 6.</b> 2001 Yılı İtibariyle İç Borçlardaki Gelişmeler (Trilyon TL) .....                                            | 45 |
| <b>Tablo 7.</b> Firmalarda Başlıca Borçluluk Oranları (1998-2001) .....                                                      | 47 |
| <b>Tablo 8.</b> Firmaların Kaynak Yapısı (1998-2001) (Toplam net aktif içindeki yabancı kaynak ve özsermayenin % payı) ..... | 51 |
| <b>Tablo 9.</b> Yeniden Yapılanma Stratejileri .....                                                                         | 60 |
| <b>Tablo 10.</b> Mali Kriz Sonrası Yeniden Yapılanma İle İlgili Literatür Taraması .....                                     | 63 |
| <b>Tablo 11.</b> İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Stratejileri ve Kriterleri .....                                    | 69 |
| <b>Tablo 12.</b> Analiz Değişkenleri Açıklamaları .....                                                                      | 69 |
| <b>Tablo 13.</b> Ele alınan Firmaların Kriz Dönemi (2001) Dağılımı .....                                                     | 72 |
| <b>Tablo 14.</b> 2001-2003 Yılı İçin Şirketlerin Seçilmiş Mali Tablo Verilerinin Toplam Dağılımı .....                       | 73 |
| <b>Tablo 15.</b> 2001-2003 Yılı İçin Şirketlerin Seçilmiş Mali Oranlarının Dağılımı .....                                    | 76 |
| <b>Tablo 16.</b> 2002 ve 2003 Yılında Şirketlerin Mali Tablo Verilerinin 2001 Kriz Yılına Göre Değişimi .....                | 78 |
| <b>Tablo 17.</b> 2002 ve 2003 Yılında Şirketlerin Mali Tablo Verilerinin 2001 Kriz Yılına Göre Değişim Dağılımı .....        | 81 |
| <b>Tablo 18.</b> 2001 Yılı Regresyon Analizi Model Özeti.....                                                                | 82 |
| <b>Tablo 19.</b> 2001 Yılı Regresyon Analizi Anova Tablosu .....                                                             | 82 |
| <b>Tablo 20.</b> 2001 Yılı Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu .....                                                        | 83 |
| <b>Tablo 21.</b> 2002 Yılı Regresyon Analizi Model Özeti.....                                                                | 84 |
| <b>Tablo 22.</b> 2002 Yılı Regresyon Analizi Anova Tablosu .....                                                             | 84 |

|                                                                                                         |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Tablo 23.</b> 2002 Yılı Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu .....                                   | 85 |
| <b>Tablo 24.</b> 2003 Yılı Regresyon Analizi Model Özeti.....                                           | 86 |
| <b>Tablo 25.</b> 2003 Yılı Regresyon Analizi Anova Tablosu .....                                        | 86 |
| <b>Tablo 26.</b> 2003 Yılı Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu .....                                   | 87 |
| <b>Tablo 27.</b> Logit Model’de Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları.....                             | 88 |
| <b>Tablo 28.</b> 2001 Yılı Logit Analizi Model Özeti .....                                              | 88 |
| <b>Tablo 29.</b> 2001 Yılı Logit Analizi Hosmer ve Lemeshow Testi .....                                 | 89 |
| <b>Tablo 30.</b> 2001 Yılı Logit Analizi Gözlenen ve Tahmin Edilen Değişkenlerin Sınıflandırılması..... | 89 |
| <b>Tablo 31.</b> 2001 Yılı Logit Analizi Değişkenleri.....                                              | 90 |
| <b>Tablo 32.</b> 2002 Yılı Logit Analizi Model Özeti .....                                              | 91 |
| <b>Tablo 33.</b> 2002 Yılı Logit Analizi Hosmer ve Lemeshow Testi .....                                 | 91 |
| <b>Tablo 34.</b> 2002 Yılı Logit Analizi Gözlenen ve Tahmin Edilen Değişkenlerin Sınıflandırılması..... | 92 |
| <b>Tablo 35.</b> 2002 Yılı Logit Analizi Değişkenleri.....                                              | 93 |
| <b>Tablo 36.</b> 2003 Yılı Logit Analizi Model Özeti .....                                              | 93 |
| <b>Tablo 37.</b> 2003 Yılı Logit Analizi Hosmer ve Lemeshow Testi .....                                 | 94 |
| <b>Tablo 38.</b> 2003 Yılı Logit Analizi Toplam Örneklem Vaka İşleme Özeti.....                         | 94 |
| <b>Tablo 39.</b> 2003 Yılı Logit Analizi Gözlenen ve Tahmin Edilen Değişkenlerin Sınıflandırılması..... | 95 |
| <b>Tablo 40.</b> 2003 Yılı Logit Analizi Değişkenleri.....                                              | 95 |
| <b>Tablo 41.</b> 2001-2003 Yılları Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Sonuçları.....                       | 98 |
| <b>Tablo 42.</b> 2001-2003 Yılları Lojistik Regresyon Modeli Sonuçları.....                             | 99 |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|                                                                                           |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Şekil 1. Krizlerin Temel Sınıflandırılması .....                                          | 5  |
| Şekil 2. Asya’da Mali Krizin Oluşumunun Reel Açıklaması .....                             | 7  |
| Şekil 3. Bir Mali Krizde Gerçekleşen Olaylar Dizisi* .....                                | 13 |
| Şekil 4. ABD Ev Fiyatları Endeksi (HPI) (1991/1 - 2009/1).....                            | 24 |
| Şekil 5. Son Kredi Genişlemesi İle Mortgage Kredilerinin İlişkisi .....                   | 25 |
| Şekil 6. ABD Konut Kredileri Karşılığı Menkul Kıymetler .....                             | 26 |
| Şekil 7. Mali ve Ekonomik Krizlerin Etkileri .....                                        | 35 |
| Şekil 8. İşsizlik Oranları % Değişim (2005-2009).....                                     | 39 |
| Şekil 9. Reel GSYİH Büyüme Oranı % Değişim (2005-2009) .....                              | 40 |
| Şekil 10. Yıllara Göre İşsizlik Değerlerindeki Değişim (%) .....                          | 41 |
| Şekil 11. Yıllara Göre GSYİH Değerleri (% Değişim) .....                                  | 41 |
| Şekil 12. Türkiye’nin 1990-2009 Arası 20 Yıllık Dış Ticaret Verileri (Değer 000 \$) ..... | 44 |
| Şekil 13. Bir Firmanın Yaşam Döngüsü .....                                                | 52 |
| Şekil 14. Firmalarda Yeniden Yapılanma Değerlendirmesi .....                              | 54 |

## GİRİŞ

1980'lerden itibaren ülkeler arası mali küreselleşmenin de yayılmasıyla birlikte ülkelerde ekonomik krizler hız kazanmaya ve diğer ülke ekonomilerine de bulaşarak onları da olumsuz etkilemeye başladı. Mali küreselleşmenin etkisiyle bu krizlerin özellikle GOÜ'lerdeki yıkıcı etkisi diğer gelişmiş ülkelere göre daha şiddetli olmuş ve bu krizlerden çıkış ve toparlanma süreci de ülkeler ve şirketler için ayrı bir mesele haline gelmiştir. Bu nedenle, mali küreselleşmenin etkisiyle artan ve 1980'lerden bu yana nerdeyse her 19 ayda bir yaşanan mali krizler ve bu krizlerden sonraki yapılanma süreci bu tez çalışmasının ana fikrini oluşturmaktadır. Çalışmanın amacı; "mali krizlerde işletme performansını değerlendirmek, kriz döneminde ve sonrasında işletmelerin başarılarını etkileyen etmenleri görmek ve mali kriz sonrası işletmelerin finansal yeniden yapılanma uygulamalarını ortaya koymak"tır.

Çalışma, dört bölümden oluşmaktadır: Birinci bölümde, ekonomik krizler, kriz türleri ve krizlerin özellikleri incelenmiştir. Burada ekonomik krizlerin bir sınıflandırılması yapılmış, daha sonra çalışmanın esas konusu olan mali krizler ele alınmıştır. Mali krizlerin tanımı yapıldıktan sonra, mali kriz kapsamında asimetrik bilgi, ahlaki tehlike, ters seçim kavramları ele alınmış, mali krizlere yol açan faktörler, mali krizlerin sınıflandırılması yapılmıştır. Üçüncü kısımda, 1990'lardan itibaren Türkiye'de ve dünyada yaşanmış olan krizler irdelenmiştir. Birinci bölümün son kısmında ise, mali küreselleşme ve mali krizle ilişkisi incelenmiş, bu bağlamda mali küreselleşme süreci, mali küreselleşmenin getirdikleri, etkileri ve sonuçlarından bahsedilmiştir.

İkinci bölümde, mali krizlerin ekonomik etkileri ele alınmıştır. Burada da bir sınıflamaya gidilmiş ve mali krizlerin sermaye piyasasına etkileri, ekonomik büyüme üzerine etkileri, dış ticaret üzerine etkileri, devletin mali yapısı üzerine etkileri, reel sektör üzerine etkileri ve son olarak yaşanan krizler ile bu krizlerin işletmeler üzerine etkileri ayrı başlıklar halinde araştırılmıştır.

Üçüncü bölümde, işletmelerde finansal yeniden yapılanma konusu incelenmiştir. Bu amaçla, işletmelerin yaşam döngüsü ve yeniden yapılanmayla ilişkisine değinilmiş daha sonra da yeniden yapılanma kavramlarından ve sınıflandırılmasından bahsedilmiştir. Daha sonra, işletmelerde finansal yeniden yapılanma olgusunu incelemek için işletmeleri finansal yeniden

yapılanmaya götüren sebepler ve işletmelerde finansal yeniden yapılanma sürecinin işleyişi açıklanmıştır. Üçüncü bölümün son kısmında ise, bu çalışmanın uygulama bölümünün konusu olan işletmelerde mali kriz sonrası finansal yeniden yapılanma irdelenmiştir. Bu kısımda, kriz sonrası finansal yeniden yapılanma aşamaları, işletmelere içerden ve dışarıdan yapılanma stratejilerinden bahsedilmiştir.

Son bölümde de, araştırmanın uygulama kısmı gerçekleştirilmiştir. Analiz verileriyle ilgili bilgiler, uygulama yöntemi, veri analizi ve değerlendirme bu bölümde yer almaktadır. Analiz kısmının en önemli özelliği, sonuçlarının Türkiye’deki seçilmiş sektörlerde faaliyet gösteren işletmelere özgü olması ve kurulan modellerin gerçek uygulamalarda geliştirilip kullanılabilmesidir.

Araştırmanın kapsamını, 2001-2003 döneminde İMKB’de işlem gören, “taş ve toprağa dayalı sanayi”, “metal ana sanayi” ve “metal eşya, makine ve gereç sanayi” kolunda faaliyet gösteren 51 seçilmiş firma oluşturmaktadır. Bu amaçla, İMKB’den elde edilen bu 51 firmanın 12 aylık mali tablo verileri incelenmiştir. Ancak 2003 senesinde bazı firmaların 12 aylık verilerinin bir kısmı bulunamadığından mevsimsellik gibi etkilerin olmadığı varsayılarak 9 aylık verileri incelenmiştir. Uygulamada kullanılan firmaların 2003 yılındaki verilerine ilişkin bilgiler tablo EK2’de bulunmaktadır. Analiz sürecinde izlenen adımlar şu şekildedir:

- a. Mali tablo verilerinin toplanması, sınıflandırılması ve düzenlenmesi,
- b. “Microsoft Office Excel 2007” programı vasıtasıyla düzenlenen verilerin oran analizlerinin yapılması,
- c. Her yıl için elde edilen verilerin “IBM SPSS Statistics 18” paket programına girişi, frekans analizi, çoklu doğrusal regresyon analizi ve lojistik regresyon analizi uygulaması,
- d. Bulguların değerlendirilmesi.

Analizde düzenlenen verilerden hangilerinin işletmelerin karlılığıyla ilişkili olduğunu görmek maksadıyla “çoklu doğrusal regresyon modeli”, kriz döneminde ve kriz sonrasındaki firmaların kar-zarar durumunu ve finansal yeniden yapılanma uygulamalarını görmek amacıyla “lojistik regresyon modeli” uygulanmıştır.

Çalışmanın sonuç kısmında ise, araştırma bulguları incelenmiş ve genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Çalışmanın bilimsel özgünlüğü, Türkiye’de yaşanan en önemli mali kriz olan 2001 krizinden sonra uygulanan finansal yeniden yapılanma stratejilerini ortaya koyabilmesi ve bu stratejilerin işletme performanslarını nasıl etkilediğini açıklayabilmesidir. Bu çalışma, Türkiye’deki sanayi işletmelerinin kriz sonrası işletme-içi finansal yeniden yapılanma stratejilerinin değerlendirilmesi için uygun modeller de önermektedir.

## 1. EKONOMİK KRİZLER VE KRİZ TÜRLERİ

Sağlıklı ve canlı bir ekonomi, fonların en verimli yatırım fırsatlarına dağıtımını sağlayacak bir mali sistem gerektirmektedir. Ekonomik krizlerse, ekonominin sağlıklı bir şekilde işlediği bu denge noktasını bozarak bu sürece sekte vurmaktadır (Mishkin, 1992:115). Ekonomik kriz; ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarmasıdır (Rosier 1991:45). Krizlerin en önemli özelliği beklenmeyen veya tahmin edilemeyen bir anda ortaya çıkmalarıdır (Mishkin, 1996:30). Ekonomik kriz sonucunda ülke ekonomisi daralmaya gider, işsizlik artar, üretim kapasitesi düşer ve arz talep dengeleri bozulur. Ülkelerin ekonomik yapıları sağlam bile olsa krizi nasıl yönettikleri de krizin gidişatı açısından önemlidir. Bununla birlikte, bir ekonomi kırılganlığındaki artış ekonomik bir krizin çıkması için ne gerekli ne de yeterli bir koşuldur, dışsal faktörler de bunda rol oynayabilir (Alper,2001:54-75). Özellikle mali küreselleşmeyle beraber dışsal faktörlerin etkisi daha da önemli hale gelmiştir. Bu bakımdan kriz sadece GOÜ’lerde değil ekonomisi güçlü görünen ülkelerde bile çıkabilir ve önemli yıkımlara yol açabilir. Nitekim 2007’nin ikinci yarısından sonra ABD’de başlayan daha sonra tüm dünyaya yayılan ve etkisi hala sürmekte olan küresel mali kriz de bunun göstergesidir.

### 1.1. KRİZ TÜRLERİ

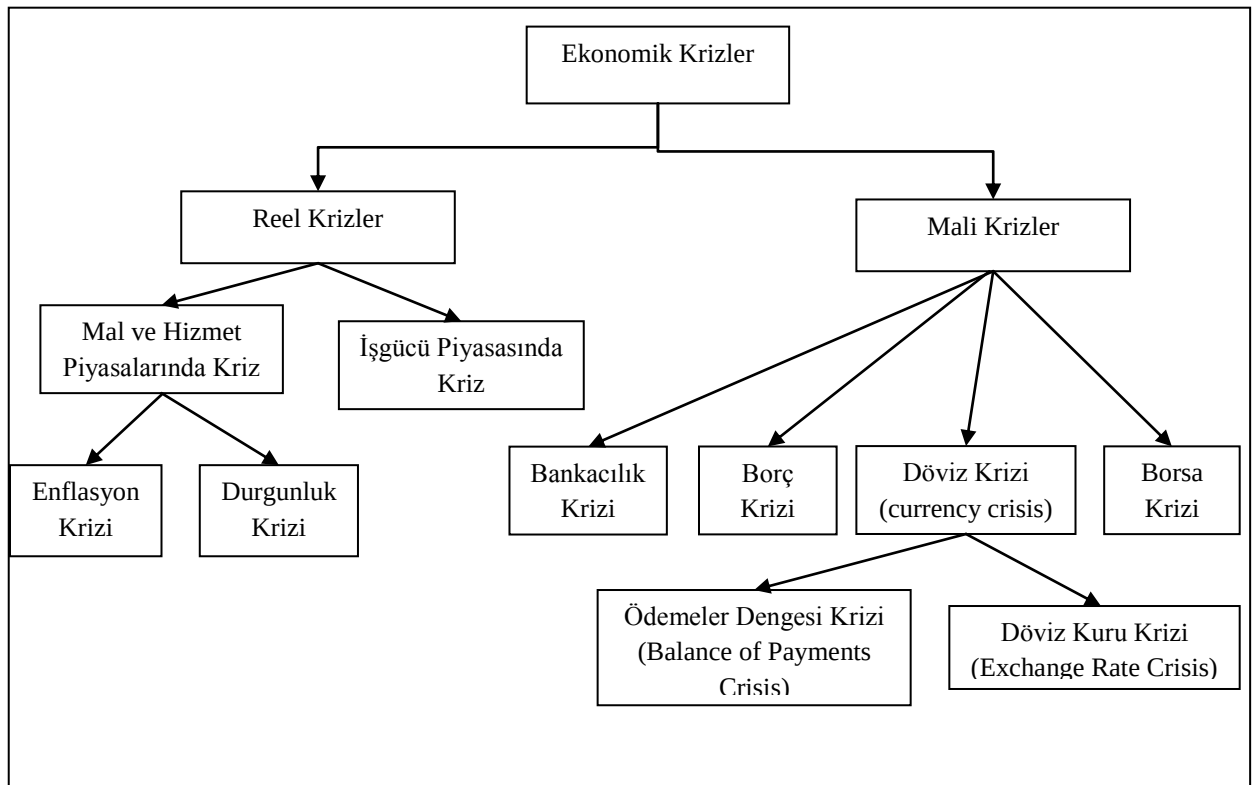
Ekonomik krizlerin çıkış sebepleri, ülke politikalarından, siyasi istikrarsızlıklardan, ekonomik koşullardan, küreselleşmeyle birlikte gelen hızlı değişimden kaynaklanmakla birlikte, kontrol edilemeyen doğal afetlerin (sel, deprem vs.) ülkeyi zorlaması sonucu da çıkabilmektedir.

80’lerden beri daha hızlı yaşanmakta olan küreselleşme sürecinde, serbest piyasa ekonomisinin önündeki engellerin büyük bir kısmı ortadan kalkmıştır (Erdoğan, 2006:16). Ülkelerarası ticaretin bu sayede kolaylaşmasıyla birlikte; ekonomik problemlerin ülkeden ülkeye geçmesi olarak tanımlanan “bulaşma etkisi” (contagion effect) de giderek artmış, ekonomik krizler daha kolay yayılma etkisi göstermeye başlamışlardır (Aras ve Müslümov 2002:7). Piyasa ekonomilerinde yaşanan krizlerin temel nedenleri arasında; mal, sermaye,

kambiyo ve emek piyasalarında oluşan fiyatlar arasındaki dengelerin bozulması yer almaktadır. Bu olgunun temelinde yatan sebep, piyasa ekonomilerinde ekonomilerin fiyatları yönlendirmesidir (Ertuna, 1998:7).

Ekonomik krizler, reel ve mali krizler olarak sınıflandırılabilir. Reel krizler, mal ve hizmet piyasalarında ve işgücü piyasalarında görülen krizlerden oluşmaktadır. Mali krizler ise, bankacılık krizi, borç krizi, döviz krizi ve borsa krizi şeklinde sınıflandırılan krizleri ifade etmektedir (Şekil 1).

**Şekil 1.** Krizlerin Temel Sınıflandırılması



**Kaynak:** Kibritçiöğlu, 2001

Reel ekonomi krizleri, mal, hizmet veya üretim sektöründeki bir dalgalanmadan kaynaklanabilir. Ülke genelde, arz-talep daralmalarıyla, enflasyon problemleriyle ve işsizlikle karşı karşıya kalmaktadır. Mali krizler ise, mali piyasaların işleyişindeki aksamalardan ve bankacılık sistemindeki akışlarda sorun çıkmasından kaynaklanmaktadır. Faiz oranlarındaki

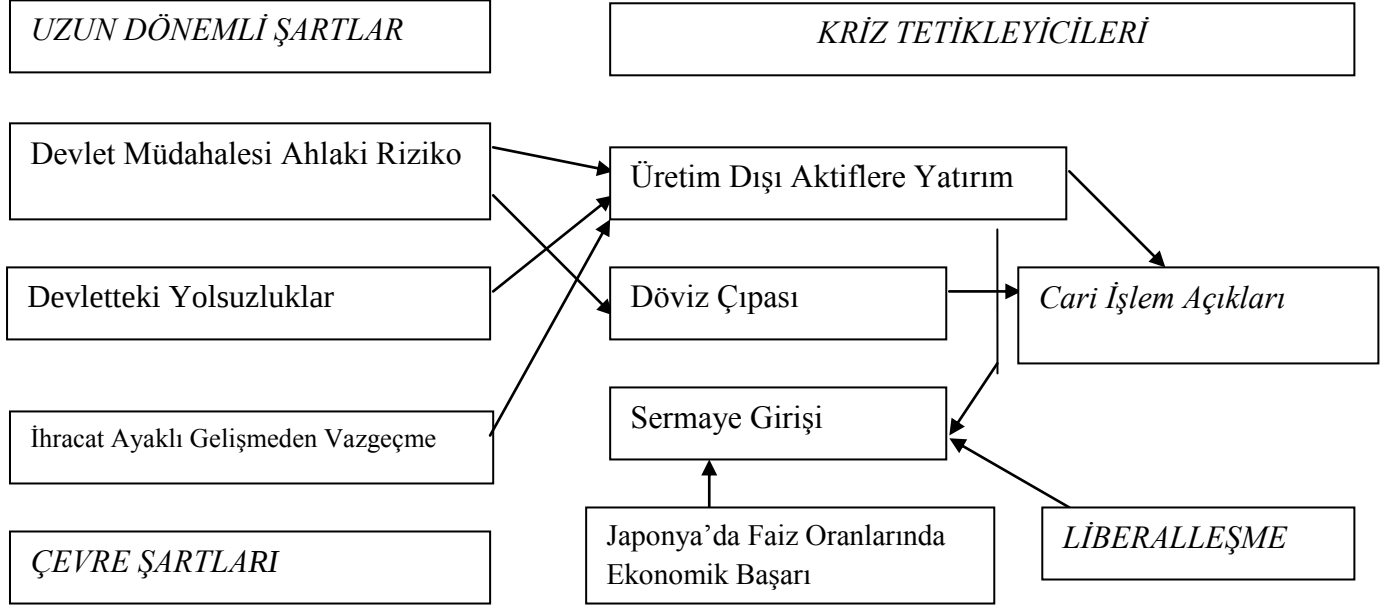
yükselmeler, artan belirsizlik, mevduat piyasasının bilançolara etkisi ve banka panikleri mali krizi derinleştiren önemli etkenlerdir (Yıldırta, 2006:51). Parasal krizlere yol açan temel etken ise; uygulanan ekonomi politikaları ile döviz kuru arasında kabul edilen uzun dönemli politikaların birbiri ile tutarlı olmamasıdır (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998:4).

Reel krizler; ülke politikalarındaki değişiklik, arz-talep dengesindeki ani değişiklikler, fiyatlar seviyesindeki değişiklikler, dünya çapında yaşanan hızlı teknolojik değişimler, küreselleşme ve serbestleşme hareketlerinden veya doğal afetler gibi sebeplerden ortaya çıkabilmektedir. Reel krizlerin aniden ortaya çıkmasına rağmen etkileri uzun dönemler boyunca sürebilmektedir. Reel krizlerin sonucunda ise, üretim kapasitesinde düşme, istihdam düşmesi, ülke ekonomisinin daralması gibi durumlar yaşanmaktadır.

Mali kriz; mali piyasalarda, fonların verimli yatırım alanlarına etkin bir biçimde dağıtımına engel olan *ters seçim* ve *ahlaki tehlike* problemlerinin daha da kötüleşmesi sonucu, mali piyasalarda meydana gelen aksamalardır. Mali krizlere yol açan sistemik etkiler; faiz oranlarında artış, borsada düşüş, belirsizlikte artış, banka panikleri ve toplam fiyat seviyesinde tahmin edilemeyen düşüşlerdir. Bu etkiler, finansal piyasalarda ters seçim (adverse selection) ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının daha da kötüleşerek mali sistemdeki dengelerin bozulmasına ve böylece fonların iyi yatırım fırsatlarına dağıtılamaması sonucunda ekonomide şiddetli daralmalara yol açmaktadır (Mishkin, 1992:117-118).

1997 Güneydoğu Asya krizinden sonra mali krizlere ilişkin bir açıklama getirilmeye çalışılmıştır. Buna göre, liberalleşmenin getirdiği sermaye hareketlerinin önceleri hızlı bir gelişme ve geçici bir refah dönemi sağlamasına rağmen sonradan gelen para çıkışları ile ekonomi krize girmekte ve ekonomide ani gerilemeler yaşanmaktadır. Krizin oluşumunda yatan temel faktör, denetimsiz yabancı sermayenin piyasalarda artan mevcudiyeti ve ihracat güdümlü büyümede zamanla yaşanan sıkıntılardır. Bu sorunlar sonuçta klasik emtia ve sermaye odaklı spekülasyon balonuna dönüşmekte ve ardından Tayland'da olduğu gibi olumsuz etkileri yüksek olan bir patlama gelmektedir (Şekil 2) (Webber, 2001:8-9).

**Şekil 2.** Asya’da Mali Krizin Oluşumunun Reel Açıklaması



**Kaynak:** Webber, 2001

Bazı borç alanlar daha yüksek faiz vaat etse de, asimetrik bilgi ve buna bağlı olarak gerçekleşen ters seçim sorunu bu borç alanların tercih edilmemesi yoluyla kredi sınırlandırmasına gidilmesine yol açmaktadır. Bunun sebebi, yatırımları başarılı olursa en çok faydayı görecektir olan bu nedenle de projeleri için daha yüksek faiz ödemeyi vaat eden birey ve firmaların arasında en riskli yatırım projelerine sahip olan grup olmalarıdır (Stiglitz ve Weiss, 1981:393). Böylece, daha yüksek faiz daha fazla ters seçimi, yani, kreditorlerin kötü kredi riskine borç vermesi ihtimalini artırmaktadır (Mishkin, 1992:118).

Firma net varlıklarının piyasa değerinde büyük çaplı düşmeye neden olduğundan, borsada yaşanan sert bir düşüş, mali piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike sorununu artırmaktadır (Greenwald ve Stiglitz, 1991:30-31). Borsadaki düşme sonucu net varlıkların değerinde gerçekleşen azalma da kreditorleri borç vermeye karşı isteksizleştirir. Çünkü bir firmanın net varlıkları teminatlarla aynı rolü oynamaktadır ve teminat değerinin

düşmesi kreditorre daha az koruma sağlamaktadır. Buna ek olarak, borsada yaşanan değeri düşüşleri riskli borç alıcıların daha riskli yatırımlar yapma fırsatını artırdığından daha çok ahlaki tehlikeye yol açacaktır. Borç alıcılar açısından ahlaki tehlike ihtimalini artırdığı, borç verenler açısından ise ters seçimin olası sonuçlarına karşı daha az koruma sağladığı için borsadaki düşüşler kredilerin azalmasına, iktisadi faaliyetlerin de daralmasına yol açmaktadır. Mali piyasalardaki belirsizlikte aşırı artış yaşanması, borç verenler için iyi ve kötü kredi risklerini ayırt etmekte zorluk çıkarmaktadır. Piyasalarda oluşan bu belirsizlik de, daha fazla asimetrik bilgi ve daha fazla ters seçim sorununa yol açmaktadır. Banka paniklerinin temelinde asimetrik bilgi sorunu yatmaktadır ve yaşanan panik likidite sıkıntısı çıkaracağından daha yüksek kredi faiz oranlarına neden olmaktadır. Faiz artışları da ters seçim sorunlarını artıracığından mali piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike sorununun artmasında ikincil etkisi olan banka panikleri ekonomide daralmaya yol açmaktadır. Fiyat seviyelerindeki beklenmedik bir şiddetli düşüş de firmanın net varlıklarının değerinde ve kreditorlerin karşılaştıkları ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin artmasına yol açmaktadır. Bu sorunlardaki artışlar da yine yatırımların azalması ve iktisadi faaliyetlerin daralmasıyla sonuçlanmaktadır (Mishkin, 1992:119).

## **1.2. MALİ KRİZ TÜRLERİ, SEBEPLERİ, SONUÇLARI, ETKİLERİ**

Mali piyasalarda yer alan işlemler, bu piyasalarda işlem yapan taraflardan birinin, diğer tarafla ilgili doğru karar verebilmek için bilmesi gereken her şeyi tam olarak bilemediği durumu ifade eden *asimetrik bilgiye* maruz kalmaktadır. Mali sistemde asimetrik bilgi iki temel yolla sorun çıkarır: işlem gerçekleşmeden önce (ters seçim) ve işlem gerçekleşikten sonra (ahlaki tehlike). Mali piyasalarda ters seçim (adverse selection), istenmeyen (ters) yatırım sonuçlarına –kötü kredi riskine- daha fazla sebep olması beklenen muhtemel borçluların, en çok tercih edilmesi yoluyla gerçekleşir. Mali piyasalarda ahlaki tehlike (moral hazard) ise, bir kredinin borç veren açısından ödememe riskini artırmasından dolayı, kredinin borçlu tarafından istenmeyecek (ahlaki olmayan) alanlara yatırılmasından sonra gerçekleşir. Borç verenin borçlunun elde ettiği fonlarla yapacağı işlemler hakkında yeterli bilgisinin olmaması borçluyu ahlaki tehlikeye yönelttiğinden, ahlaki tehlike esasen asimetrik bilginin bir sonucudur. Bununla birlikte, ahlaki tehlikenin tek sebebi asimetrik bilgi değildir. Borç verenin borçlunun faaliyetleri hakkında tam bilgisi olsa bile, ahlaki tehlikeyi engellemek amacıyla

katlanılan işlem maliyetleri borç verene aşırı geleceğinden dolayı da ahlaki tehlike sorunu yaşanabilmektedir. Tüm bu olayları takiben mali piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını engelleyen aksamaların gerçekleşmesi durumunda, ekonomik faaliyetlerde ciddi daralmalar söz konusu olabileceği gibi mali krizler de yaşanabilmektedir (Mishkin, 1992:116-117).

Mali krizleri doğuran sebepler şu şekilde gruplanabilir (Yıldıztan, 2006:53-54):

- Makro ekonomik yapıda sürdürülemeyen dengesizlik,
- Ters seçim ve ahlaki yapıdaki bozulma,
- Finansal serbestleşme,
- Sürü psikolojisi,
- Sürdürülemez borç dinamiği,
- Verimsiz kamu varlığı,
- Yatırımları cazip olmaktan çıkaran finansal ve bürokratik sorunlar,
- Üretim-tüketim dengesizliği,
- Değişime direniş.

### **1.2.1. Reel Krizler**

Özellikle 80'lerden itibaren dünyada yaşanan küreselleşme ve finansal serbestleşme hareketleriyle birlikte, ülkelerin istikrarı daha çok dışa bağımlı hale gelmiştir. Bunun sonucunda, ülke içinde yaşanan bir iç siyasi veya ekonomik istikrarsızlık, yabancı yatırımcının kaçmasına neden olmakta, bu da zaten dışa bağımlı gelmiş ülkelerin kırılganlığını artırmaktadır. Düzenli bir finansal serbestleşme kısa dönem borçların artmasını önleyebilmekte ancak, doğru sırayla yapılmadığında, özellikle de etkin bir denetleme sistemi olmadığında, finansal kırılganlığın artmasına yol açmaktadır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:11). Mishkin'e göre (1992), ters seçim ve ahlaki tehlike sorunları da mali kriz nedenlerinin başında gelmektedir. Bununla birlikte, özellikle son yirmi yıl içinde yaşanan mali krizlerin sebepleri arasında, yukarıda da belirtildiği gibi sağlam temellere oturtulmadan

yaşanan finansal serbestleşme ve küreselleşme sonucu piyasaların dünya çapında birbirine bağımlı hale gelmesi dolayısıyla artan kırılganlıklar da bulunmaktadır (Boratav, Köse, Türel ve Yeldan, 2002:35-53). Özellikle 90'lardan itibaren yaşanan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (1992) Latin Amerika Krizi (1994), Asya Krizi (1997), Rusya Krizi (1998) vb. krizlerde bulaşma (contagion) etkisinin hâkim olduğu görülmüştür. Bölge ülkelerinin birinde başlayan kriz aralarında yakın ilişki olmadığı halde hızla diğer bölge ülkelerini de sarmıştır. “Bulaşma/contagion” terimi; aralarında fazla yakın ilişki bulunmayan ülkelerden birinde çıkan krizin diğerlerine bulaşmasını ifade eden keyfi kriz türleri için kullanılmaktadır (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998:6-7). Aralarında yakın ilişki olmadığı halde krizin neden bulaştığı da araştırma konusudur. Drazen’a göre (1998) bunun sebebi, aynı bölge ülkelerindeki tam olarak gözlenmeyen benzerliklerdir. Ayrıca, ortak kültürün ekonomik faaliyetlere yansımaları doğrudan gözlenemese de bu durum, benzer kültürü paylaşan ülkelerin birinde çıkan sorunu diğerine sıçratmakta, para birimlerini zayıflatabilmektedir (Drazen, 1998:28).

Yıldıztan’a göre mali krizler risk ve fırsatı eşzamanlı olarak bünyelerinde barındırırlar ve aniden ortaya çıkarlar (2006:39). Erdoğan’a göre ise, mali krizler, “öncü göstergeler” olarak nitelendirilen bir takım ekonomik olaylar sonrasında cereyan etmektedirler (2006:8). Söz konusu ekonomik olaylar dikkatli ve analitik bir şekilde incelendiğinde, sistemin krize dönüşecek zafiyetlerinin belirlenmesine katkıda bulunmaktadır (İpeker, 2002:26). IMF, bazı göstergeleri birçok ülkede test etmiş ve bunların içinden birkaçını erken uyarı sinyalleri olarak kabul etmiştir. IMF tarafından benimsenen başlıca öncü göstergeler; reel kur, kısa vadeli sermaye hareketleri, kredi genişlemesi, enflasyon, para arzı/rezerv oranı, ihracat hacmi, cari açık, bütçe açığı, kamu harcamaları, bankaların döviz pozisyonları, bankaların tahsili gecikmiş alacakları, yurt içi faiz oranları, iç-dış faiz farkı, borsa endeksleri olarak özetlenebilmektedir (Ateş, 2002:26).

### **1.2.1. Mali Krizler**

Mali krizler; döviz krizi, bankacılık krizleri, borç krizi ve borsa krizi olarak ele alınmaktadır. *Döviz krizi*; bir ülke ulusal parasına olan güvenin kaybolması dolayısıyla spekülasyon fonlarının yoğun biçimde ülkeyi terk etmeye başlaması ve merkez bankasının tüm

destekleme çabalarına karşın mevcut kurun sürdürülemezlik ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümünden dalgalanmaya bırakılması biçiminde kendini göstermektedir (Seyidoğlu, 2003:583-584). Döviz (para) krizlerinin göstergeleri şu beş grup altında toplanabilir:

- Zayıf makroekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları,
- Finansal altyapının yetersizliği,
- Ahlaki tehlike ve asimetrik bilgi olgusu,
- Piyasadaki kreditorlerin ve uluslararası finans kuruluşlarının hatalı his ve öngörileri,
- Siyasal suikast veya terörist saldırı gibi bazı beklenmedik olay ve risklerin gerçekleşmesi.

Hemen her kriz öncesi yukarıda belirtilen etkenlerin bir veya birkaçının gerçekleşmesi sonucu, değer yitirmesi gerektiği halde henüz yeterince değer yitirmemiş yerli paraya karşı spekülasyon saldırılar gerçekleşmektedir. Daha sonra da yerli paradan dövizle doğru kaçışla birlikte mevcut döviz kuru üzerinde kendini gösteren bu baskı, ilgili ülkenin iktisat politikası karar alıcıları tarafından ya merkez bankası rezervinde ciddi bir erime göze alınarak, ya büyük bir devalüasyonla, ya yurtiçi faiz hadleri önemli ölçülerde yükseltilerek, ya da bu üç politikanın iki veya üçünün bir bileşimi tercih edilerek karşılanmaktadır. Burada, güçlü bir spekülasyon saldırı karşısında hükümetin alacağı kararın zamanlaması, finansal baskının giderek büyümesi sonucu döviz krizini daha da derinleştirilmesi, daha yüksek oranlı bir devalüasyon, faiz artışı ve rezerv kaybına neden olması açısından çok önem taşımaktadır (Kibritçiöğlu, 2001:2).

*Bankacılık krizi*; ticari bankaların borçlarının vadelerinin uzatılmaması veya vadesiz mevduatlardaki ani bir çekme talebini karşılayamamaları çerçevesinde likidite sıkıntısına düşmeleri (Delice, 2003:61) veya geri dönmeyen kredilerin artması, menkul değer piyasalarındaki dalgalanmalar ve reel sektörün küçülmesi nedenleriyle bankaların aktif yapılarının bozulması, hatta iflas etmeleri durumunu ifade etmektedir (Eren ve Süslü, 2001:3). Kaminsky ve Reinhart'a (1999) göre, bankacılık krizi, finansal kurumların kapanmasına, birleşmelerine ya da kamu sektörü tarafından ele geçirilmesine neden olmaktadır. Bankacılık krizleri genelde banka bilançolarının kötüleşmesinden, bilanço aktif yapılarının bozulmasından kaynaklanmaktadır. Bankacılık sektörünün krize girmesi sonucunda, mevduat

sahipleri bankalardan mevduatlarını çekmeye başlayacağı için, bankaların likidite sıkıntısı had safhaya ulaşmaktadır (Eren ve Süslü, 2001:3).

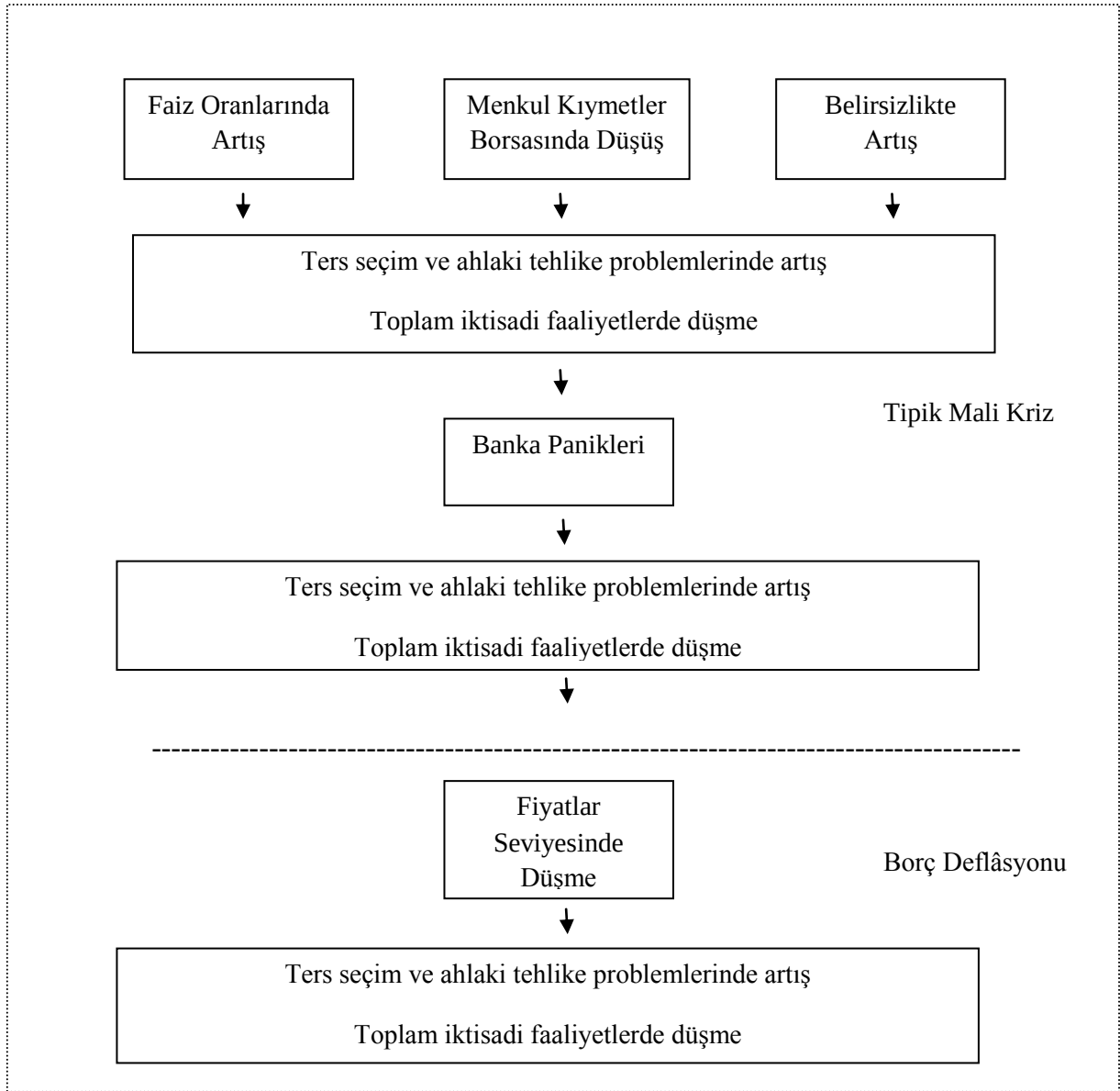
*Borç krizi;* borçlu ülkelerin politika uygulamaları, dünya ekonomisindeki makroekonomik şoklar ve özellikle denetimsiz banka borçlarının dikkat çekecek şekilde patlamasının bir araya gelmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Borç kriziyle birlikte, kronik düzeyde yüksek bütçe açıkları, aşırı değerlenmiş döviz kurları ile genelde ihracat, özelde de tarım karşıtı ticaret rejimi uygulamaları görülmektedir. Borç krizi konusunda en çok ele alınan ve yanlış anlaşılan mesele *sermaye kaçıışı* (capital flight). Sermaye kaçıışı, bir ekonomideki özel sektör tarafından yabancı kaynaklı varlıkların biriktirilirken, çoğu zaman aynı anda da kamu sektörünün aşırı oranlarda artan dış borç yüklenmesidir (Sachs, 1989:5-13). Özellikle, son on yıldan daha fazla bir süredir yaşanan uluslararası borç krizleri, gelişmekte olan ülkelere dayatılan sert politikalara karşı tepkilere neden olmaktadır. Bu protestoların temelinde, üçüncü dünya ülkelerinin tekil olarak yaşadıkları ikilemlerden çok, yürütülmekte olan küresel politik iktisat yatmaktadır (Ragin, Walton, 1990:876).

*Borsa krizi* yaşayan ülkelerde, kriz öncesinde ülkedeki yatırımcının piyasalara olan güvenini yitirdiği, sermaye kaçıışlarının arttığı ve mali piyasada erimenin hızlandığı gözlenmektedir (Eichengreen, Rose, Wyplosz, 1995:2). Shiller'e göre (1988), borsa krizinde bekleyişler en belirleyici etkenlerdir. Yani, borsadaki ajanlar krizin olabileceğini beklemekte ve kriz de buna bağlı olarak çıkmaktadır. Yatırımcılar burada ilerleyen dönemde borsada fiyatların yükselme veya düşme eğilimine gireceğini bekleyerek hareket etmektedirler. Bunun sonucunda da borsadaki fiyat gelişmeleri ve kriz bu bekleyişlerin bir fonksiyonu olarak yaşanmaktadır.

Mali krizlerin anatomik belirtileri; borsada değer düşüşleri, faizlerde yükselme ve kullanılan kredilerde azalma yaşanmasıdır (Mishkin,1992:118). Mali krizler dünyada farklı bölgelerde, farklı makroekonomik ortamlarda yaşansalar da etkileri benzer şekilde olmaktadır. Zira, milli gelirin düşmesi sonucu ülke ekonomisi fakirleşmekte, mali piyasalardaki dalgalanmaların artması sonucu da yatırımcılar zarar etmekte ve dolayısıyla işsizlik artmaktadır (Erdönmez ve Tülay, 1999:1). Mali krizler likidite ve kredi sıkışıklığına neden olmaktadır. Mali kriz yaşanan ekonomilerde finans kurumlarının aldığı ilk önlem, geri dönmeme riskinin yüksek olmasından dolayı, KOBİ'lere verilen kredilerin azaltılması

yönünde olmaktadır (Yıldıran, 2008:3). Bir mali kriz sürecinde temel olarak yaşanan olaylar dizisi Şekil 3’te gösterilmektedir (Mishkin,1992:123):

**Şekil 3.** Bir Mali Krizde Gerçekleşen Olaylar Dizisi\*



\*Kesikli çizgiden önceki olaylar aşağı yukarı her mali krizde gerçekleşen tipik olaylardır. Kesikli çizginin altındakiler ise borç deflasyonu dâhilinde gerçekleşen krizlerde görülmektedir.

Mali krizler genellikle faiz oranlarında sert yükselişler, borsanın çökmesi ve temel mali olan/olmayan firmaların başarısızlıkları sonucu belirsizliğin artmasıyla başlamaktadır. Bu krizler boyunca belirsizlikteki artış, faiz oranlarındaki artış ve borsanın çöküşü, kredi piyasalarında ters seçim sorununun keskinliğini artırmakta, ayrıca borsa çöküşü kaynaklı net varlık değerlerindeki düşüş de ahlaki tehlike sorunu şiddetlendirmektedir. Tüm bu olaylara bağlı olarak kreditorlerin piyasaya fon sağlama isteklerinin azalışı, yatırımda ve toplam iktisadi faaliyetlerde daralma yaşanmasına neden olmaktadır. İş koşullarının kötüleşmesi ve bankaların sağlıklı işleyişi konusundaki belirsizlikler sonucu, mevduat sahipleri iflas korkusuyla fonlarını geri çekmeye başlamaktadır. Bu yaşanan banka panikleri ise, faizlerin daha da artmasına neden olmakta, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının kötüleşmesinden doğan sorunlar da ekonominin giderek daha fazla daralmasıyla sonuçlanmaktadır. Son olarak, iflas takipleri yoluyla temerrüde düşen firmalar sağlıklı firmalardan ayrıştırılmaktadır. Bu temizlik süreci sonunda piyasalardaki belirsizlik azalıp borsa düzelmeye başlamakta ve faiz oranları düşmeye başlamaktadır (Mishkin,1992:122).

### **1.3. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE YAŞANANAN MALİ KRİZLER**

Son 20 yılda, bir bölgeden diğerine sıçrayan ve etkisi uzun süren krizler yaşanmıştır. Türkiye dâhil dünyada yaşanan ve yaşanmakta olan bu krizler; 1992-1993 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) Krizi, 1994-1995 Latin Amerika Krizleri ve 1994 Türkiye Krizi, 1997-1999 Asya Krizleri, 1998 Rusya Krizi, 1998 Türkiye Krizi, 1998-1999 Brezilya Krizi, Kasım 2000-Şubat 2001 Türkiye Krizi, 2002 Arjantin Krizi ve son olarak tüm dünyayı etkisi altına alan ve 2007 yılının ikinci yarısından beri etkisini hissettirmekte olan Küresel Mali Kriz’dir.

#### **1.3.1. 1992-1993 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi**

İngiltere, İtalya, İspanya, Fransa’da etkili olmuştur. O dönemde uygulanmakta olan ortak döviz kuru mekanizması, “Avrupa Para Sistemi”ne göre, ülkelerin paraları belli bir döviz kuru bandında hareket ediyordu. ‘92 sonbaharındaki dev boyutlu sermaye akışı İngiltere, İtalya ve İspanya’nın Avrupa Para Sistemi’nin döviz kuru mekanizmasının dışına

çıkmasına neden olmuştu. 1993 yazında ise ikinci bir dalga, Fransız Frangı'nın öngörülen değişim bandında kalmasını sağlamak amacıyla döviz kuru bandının genişletilmesi yönünde bir kararın alınmasına yol açmıştır. Takip eden yıllarda, Fransa kısmen zayıflamış olan Fransız Frangı'nı kullanmayı reddetmiş ve Alman Markı karşısındaki dar dalgalanma bandına dönmüş, bu sırada ERM'den çıkışın ardından yükselişe geçen İngiltere ekonomisi para birimleri olan poundu ERM'den çıktığı düzeylere geri getirmiştir. ERM'de meydana gelen krizler spekülasyon saldırılara iyi birer örnek teşkil etmektedir. Krizin başlamasına sebep olduğu iddia edilen George Soros da bu krizden spekülasyon amaçlı kar görmüştür. Bu kriz sonrası, krizden etkilenen ve para birimleri bandın dışına çıkan ülkeler o dönemde aldıkları önlemlerle, para birimlerini korumaya çalışan ülkelere daha iyi konuma gelmişlerdir. Özellikle İngiltere, enflasyon oranında bir artış olmadan işsizliği önemli ölçüde azaltabilmiştir. Hükümetler sermaye piyasalarına erişme yeteneklerini kaybetmemişlerdir. İngiltere ve Fransa uluslararası piyasalardan borçlanmak için gerekli kredibilitelerini korumuşlardır (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998:8-9).

### **1.3.2. 1994-1995 Latin Amerika Krizleri**

ERM krizi ardından gelen, başlangıç yönüyle ERM krizine benzeyen Latin Amerika krizleri, Arjantin, Brezilya ve Meksika'da etkili olmuştur. Meksika için çözülme süreci 1994 yılında başlamıştır. Beklenmeyen iki olayı takiben istikrarsızlık baş göstermiştir: Chiapas bölgesindeki köylülerin ayaklanması ve iktidar partisinin başkan adayının bir suikasta kurban gitmesi. Başkanlık seçimleri nedeniyle de para politikası gevşetilmiş, mali disiplin terk edilmiştir. Yabancı sermaye girişleri durma noktasına gelmiş, döviz rezervlerinde hızlı düşüşler yaşanmıştır. Meksika, dış bankaların da etkisiyle başkanlık seçimlerinden kısa bir süre sonra pezoyu devalüe etme kararı almıştır. Pezo, kriz öncesindeki değerine nazaran %50 değer kaybına uğramış, pahalılaştıran ithalat sebebiyle de bir zamanlar tek haneli olan enflasyon rakamı yükselmeye başlamıştır. Pezoyu ve enflasyon oranını istikrara kavuşturabilmek için hükümet yurtiçi faiz oranlarını %80 seviyelerine çıkarmak zorunda kalmıştır. Yüksek faiz oranlarıyla birlikte iç talep gerilemiş, krizi izleyen yıl içerisinde de gayri safi yurtiçi hasıla %7 oranında azalmıştır. Krizin Meksika'daki politik istikrarı tepetaklak edebileceği korkusu, ABD Hükümeti'ni, Meksika'ya, yüklü miktarda uluslararası borç vermeye zorlamıştır. Bu çabanın başarıya ulaşması sonucu 1996 yılı boyunca büyüme artmış, Meksika tekrar

uluslararası sermaye piyasalarına entegre olabilmış, acil ihtiyacı varken aldığı borçları programa uygun bir şekilde ödeyebilmiştir (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998:9-10).

Arjantin ise, başlangıçta izlediği farklı kur rejiminin kendisini Meksika krizinin olumsuz etkilerinden koruyacağını düşünmüştür. Aynı zamanda da, ülkenin Meksika ile olan zayıf ticari ilişkilerinin Arjantin'i krizin bulaşıcı etkilerinden koruyacağı beklenmiştir. Yine de spekülörler Arjantin'in yüksek oranlara ulaşan işsizliği azaltmak için para kurulunu terk edeceğinden şüphelenerek, Arjantin pezosuna karşı pozisyon almışlardır. Para kurulu sistemi uygulamasında, sermaye kaçıışı para hacminde hızlı bir düşüşe yol açmış böylece, bankacılık sisteminde Meksika krizi kadar olmasa da, ciddi sonuçlar doğurabilecek bir krize neden olmuştur. Her ne kadar Meksika örneğindeki miktarlara ulaşmasa da, bankacılık sektörünü desteklemek için uluslararası resmi borçlara ihtiyaç duyulmuştur. Arjantin, Meksika'nın aksine para birimini savunmayı seçmiş, baskıların duracağına ve izlenen yöntemin doğruluğuna finans piyasalarını inandırmak için mücadele etmiştir. Nihayetinde, 1996 yılında pozitif büyümeye ulaşılmıştır (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998:10).

### **1.3.3. 1994 Türkiye Krizi**

1994 krizinin çıkmasında etkili olan faktör; artan kamu açıklarının yüksek faizli borçlanma ile karşılanması ve TL'nin aşırı değerlenmesine neden olduğu halde uygulanmaya devam edilen düşük kur politikasıdır. Bu yolla ülkeye giren kısa vadeli yabancı fonlar ülkeyi terk etmeye başladıktan sonra mali kriz ortamına girilmiştir. Krize karşı alınan 5 Nisan 1994 kararları ile Türk Lirası devalüe edilmiş ve bunun yanında, kamu harcamalarının kısılması ile vergilerin artırılmasını da içeren önlem paketinin uygulamaya koyulmasından sonra ekonomide uzun süreli bir durgunluk hâkim olmuştur (Seyidoğlu, 2003:632). Finansal serbestlik sonrasında karşılaşılan sermaye girişi dalgası, hem cari açık hem de bütçe açığı açısından makroekonomik koşulların kötüleşmesinde, ülke parasının yabancı paralar karşısında reel olarak değerlenmesinde, faiz oranlarındaki yükselişte ve Türkiye'deki para arzı ve kredi stokundaki genişlemede önemli bir rol oynayarak dengesizlikleri artırmıştır. Bu dengesizliklerle beraber, hükümetin sıcak para karşısındaki yanlış politikası ve yanlış kriz yönetimi 1994 krizinde kritik bir rol oynamıştır (Yentürk, 2005:152). Gecelik faizler 11 Mart 1994'te %697'lere kadar yükselmiştir. Bu durum, gecelik kaynak ihtiyacında olan bankaların

o kaynağı bulmakta çok zorlandıklarını göstermektedir (Özatay, 2010:68). Kriz sonucunda, uzun bir süre boyunca istikrarlı görünen dolar-TL paritesi ciddi bir şekilde bozulmuş, enflasyonist beklentiler büyük ölçüde artmış, hazine içeriden borçlanamaz duruma gelmiştir. ABD’li kredi derecelendirme kurumlarının Türkiye’nin kredi değerliliğini arka arkaya düşürmesi sonucu dış kredi bulma imkânı da kalmayınca siyasal iktidar bir ekonomik istikrar paketini yürürlüğe koymuş ve hemen peşinden IMF ile 14 aylık bir stand-by düzenlemesine girilmiştir. Bu düzenleme ile enflasyonun makul düzeylere indirilmesi hedeflenmiştir. Program ile hedeflenen sonuçların bir kısmına kısa sürede ulaşılmış, ihracat artışıyla birlikte yaşanan ithalat daralması sonucunda dış ticaret açığı küçülmüş, akabinde cari işlemler dengesi pozitif bir dengeye dönüşmüştür (Eğilmez ve Kumcu, 2010:379-380).

Türkiye’nin kendi başına yaşadığı krizlerin hemen hepsinin sonunda olduğu gibi, 1994 krizi de Türk Lirası’nın önemli ölçüde devalüe edilmesiyle sonuçlanmıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2010:378).

#### **1.3.4. 1997 Güneydoğu Asya Krizi**

Bulaşma etkisiyle (contagion effect) Güneydoğu Asya ülkeleri üzerinde hâkim olan bir krizdir. Beş Asya ülkesini -Endonezya, Kore, Malezya, Tayland ve Filipinler- etkilemiştir. Kriz, 2 Temmuz 1997’de Tayland para birimi baht’ın değerinin aniden %25 kadar düşmesiyle başlamıştır.

Asya ülkelerinin kriz öncesi dönemi incelendiğinde, önemli sayılabilecek makroekonomik dengesizliklerin olmadığını görülmektedir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:11). Bununla birlikte, Asya krizi yaşayan ülkelerin verileri, Hong Kong ve gelişmiş ülkelerin finansal şirket verileri kıyaslandığında, krizi yaşayan beş ülkenin en az ikisinde şirket kaldıraç oranının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. 1998’in başlamasıyla birlikte bu oran, krizi en şiddetli yaşayan Kore ve Tayland’da hızla düşmeye başlamıştır (Pomerleano, 2007:84). Asya krizinde, aşırı değerlenmiş kur politikası uygulamalarının önemli bir etkisi vardır. Kriz ilk kez 1997 yazında Tayland’da ortaya çıkmıştır (Seyidoğlu, 2003:631). Krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır. Asya’da dışa açılma süreci, öncelikli sektörlerle verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönem sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Meksika’da

olduğu gibi, Asya ülkelerinde de ulusal para birimlerinin reel anlamda değeri düşmesi, kısa dönemli dış borçların artması, cari işlemler dengesinin bozulması döviz piyasasında büyük baskılara ve dengesizliklere neden olmuştur. Böyle bir durumda piyasalar Asya ülkelerinin uyguladıkları döviz kuru politikalarının uzun süre daha devam edemeyeceği kanısına varmışlar ve döviz kurlarına yönelik spekülasyon hareketleri hız kazanmıştır. Bütün bunlara, göreceli olarak pahalı hale gelen Asya ülkelerinin ihracat malları yüzünden ihracatın azalması, cari işlemler dengesinin büyük açıklar vermesi ve bankaların en çok kredi verdiği inşaat sektöründe fiyatların hızla düşmesi nedeniyle kötü kredilerin artması eklenince, Asya ülkeleri paralarını çok hızlı biçimde devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Ulusal paralarının hızlı değeri yitirmesini önlemek amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi ve uluslararası rezervlerin kullanılması da Asya ülkelerindeki döviz kuru politikalarının iflas etmesini önleyememiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:13). Sonuçta, piyasadaki döviz talebini karşılayamayan Tayland parasını devalüe etmiş, panik yine de durulmayınca serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Bu şekilde başlayan kriz, kısa sürede bölgede sabit kur sistemi uygulayan Malezya, Endonezya, Filipinler ve Güney Kore'ye de yayılmıştır. Kriz daha sonra döviz piyasasından bankacılık kesimine de sıçramış ve tüm mali piyasaları etkisi altına almıştır (Seyidoğlu, 2003:631).

Asya kriziyle birlikte, yatırım oranlarında ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüş özellikle Endonezya, Malezya ve Tayland'da büyük çapta görülmüştür (Pomerleano, 2007:90). Tayland'da başlayan Asya krizi diğer bölge ülkelerini hızla etkilemiştir. Endonezya, Güney Kore, Filipinler ve Malezya borsalarında hisse senetlerinin piyasa değerleri, fiyatları ve işlem hacimleri düşmüştür (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:13). Kriz bölge ülkelerini sardıktan sonra da 1998'de Rusya ve Türkiye, bunlarla birlikte de Arjantin, Brezilya gibi Latin Amerika ülkelerini sırasıyla vurmuştur (Kazgan, 2008:228). Mali piyasa krizi, özellikle döviz çıkışının durdurulması için faizlerin yükseltilmesi ve kredi kapılarının kapatılması sonucu bu ekonomilerde büyük bir talep daralması yaratarak reel ulusal hâsılanın düşmesine ve işsizliğin yaygınlaşmasına neden olmuştur (Seyidoğlu, 2003:631). Bununla birlikte, Asya krizinde kaldıraç oranları en yüksek çıkan ülkelere olan Tayland ve Kore, kriz sonrası kurumsal finansal koşullarında en belirgin gelişme gösterenlerden olmuşlardır. Kriz, bazı ülkelere bankacılık sektöründeki temel yapısal değişimleri harekete geçirmiş ve bankacılık sistemleri bugün daha güçlü işler hale gelmiştir. Asya krizi sonrası çoğu ülkede, temel arz ve talep faktörlerinin olduğu kadar, daha güçlü kurum ve banka finansman uygulamalarının da etkisiyle daha düşük kaldıraç düzeyleri görülmeye başlamıştır (Pomerleano, 2007:87).

### **1.3.5. 1998 Rusya Krizi**

Asya krizinin etkisiyle Rusya'nın büyük çapta hammadde ihraç ettiği ülkelerde talebin düşmesi ve diğer yandan yaşanan sermaye kaçıışı Rusya'yı iki yoldan vurmuştur: 1998'de ruble %40 oranında devalüe olması ve Rusya'da moratoryum ilan edilmesi (Kazgan, 2008:257). Asya'daki krizden bir yıl sonra Rusya'da başlayan bu krizde de kamu açıklarının kısa süreli borçlanma ile karşılanmaya çalışılmasının büyük etkisi olmuştur. Rusya'nın iflas etmeyecek kadar büyük (too big to fail) bir ülke olduğunu düşünen yabancı yatırımcılar, kamu borçlarının kısa vadeli borçlanma yoluyla karşılanması amacıyla çıkarılmış olan devlet tahvillerinin önemli bir bölümünü ellerinde tutuyorlardı (Seyidoğlu, 2003:631). 18 Ağustos 1998'de Rusya'nın daha önceden sattığı bahsi geçen devlet tahvillerinden olan yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini açıklaması üzerine mali kriz patlak vermiş ve aralarında Türkiye, Meksika ve Brezilya gibi ülkelerin de olduğu çok sayıda ülkeyi zor durumda bırakmıştır. Bu ülkelerin Rusya krizinden bu kadar etkilenmelerinin sebeplerinden biri de, Rusya krizi dolayısıyla ortak borç veren kurumun (IMF) zor duruma düşmesidir (Özatay, 2010:133). Rusya, krizden çıkış için ağır şartlar koyan IMF ile anlaşmayı reddedip kendi güçleriyle krizi atlatma yolunu tercih etmiştir (Kazgan, 2008:257).

Rusya krizinin önemli bir sonucu; yabancı yatırımcıların gelişmekte olan ülke yatırımlarını artık çok riskli olarak kabul etmeleri, portföylerinde bu ülkelere ait menkulleri satmaya başlamaları ve yeni yatırım yapmaktan da kaçınmaları olmuştur. Sonuç olarak, Rusya krizi, az gelişmiş ülkelerin yabancı piyasalardan borçlanmasını güçleştiren ve dış borçlanma maliyetini yükselten bir gelişme niteliği taşımaktadır (Seyidoğlu, 2003:631-632).

### **1.3.6. 1998 Türkiye Krizi**

1997 Asya Krizi ile 1998 Rusya Krizi Türkiye'nin de içinde olduğu gelişmekte olan ülke ekonomilerini zora sokmuştur ve 1998 yılında Türkiye bu nedenle sıkıntılar yaşamıştır. Bu krizlerin Türkiye'ye yansıyan ilk etkileri İMKB'de görülmüş ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSYİH'ya oranı 1998 yılında bir önceki yıla oranla yarı yarıya düşmüştür (Güloğlu, Altunoğlu, 2002:21). Asya krizi ve sonrasında Türk piyasalarına etkileri daha çok reel piyasalarda hissedilirken, Rusya krizinin hem reel hem de finansal anlamda önemli etkileri olmuştur. Türkiye ekonomisinde ihracat alanında önemli gerilemeler yaşanmıştır.

1998’de Türkiye’nin yaşadığı kriz sonucunda Ağustos ayında meydana gelen kısa vadeli sermaye çıkışı, bir yandan mali sektörün küçülmesine, diğer yandan kamu kesiminin yüksek borçlanma gereğinden dolayı reel faizlerin yükselmesine neden olmuştur (Akdiş, 2002:21). Asya-Rusya krizi etkisiyle durgunluk dünyada yayılırken 1997 sonunda Türkiye’de enflasyon oranı %100’ü aşmış, 1998 Ocak ayında da yaklaşık olarak aynı düzeyi sürdürmüştür (Kazgan, 2008:258). 1999 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde GSMH artış hızı pozitif dönmüş ancak 1999’un son çeyreğinde 17 Ağustos depreminin de etkisiyle yeniden negatif büyüme değerleri görülmüştür. Asya ve Rusya krizleri ile 17 Ağustos depreminin ardından, Aralık 1999’da Türkiye IMF ile yeni bir stand-by anlaşması imzalamış ve 2000 yılında enflasyonla mücadele programını yürürlüğe koymuştur (Güloğlu, Altunoğlu, 2002:21-22).

### **1.3.7. 1998-1999 Brezilya Krizi**

Dünyanın en büyük sekizinci ekonomisi ve Latin Amerika’nın en büyük ekonomisi (Harvey, Lundblad, Valderma, 1999:7) konumunda olan ve uyguladığı çeşitli politikalarla enflasyonu %2700’lerden %1-3’ler düzeyine indirmeyi ve yıllık %4’lük büyüme oranını yakalamayı başaran Brezilya’da, şaşırtıcı bir biçimde, 13 Ocak 1999’da mali kriz patlak vermiştir (Akdiş, 2002:13). Enflasyonu başarılı bir biçimde düşürmesine rağmen Brezilya da tüm diğer Latin Amerika ülkelerini on yıllardır uğraştırmakta olan ekonomik sorunların çoğuyla başa çıkmaya çabalıyordu. Kronik bir biçimde çeşitli seviyelerde seyreden işsizlik ile cari açık problemleri yaşanmaktaydı. 1980’lerde düzgün bir şekilde artmış olan satın alma gücü paritesi başına GSYİH düzeyi 1990’lar boyunca kademe kademe düşme eğilimi göstermişti. İşsizlik 1998’de bir önceki dönemdeki oranı olan %6’dan %14’e sıçramıştı. 1999 itibarıyla Brezilya GSYİH’nın %46’sını yabancı kreditorlere borçlanmıştı. Vergi artırma ve kamu harcamalarını kontrol altına alma çabalarına rağmen, 1990’lar boyunca Brezilya’nın yıllık bütçe açığı %6-7 dolaylarında seyretmişti. Bunlara ek olarak, 1995’ten itibaren istikrarlı bir biçimde cari açık vermekteydi. Brezilya 1997 ve 1998’de rezervlerini bu açıkların giderilmesinde kullandı. Son iki yılda, Brezilya’nın rezervleri %40 oranında düşmüş ve yatırımcılar Brezilya’nın para birimi olan Real’i artık devalüe etmesi beklentisine girmişti. Hatta 1999 Ocak ayı sonuna gelindiğinde Real, Dolar karşısında %66 değer kaybetmiş durumdaydı (Evangelist, Sathe, 2006:2-4). Tüm dünyada o dönemde yaşanmakta olan durgunluk, başlarda Brezilya’nın iyi başa çıktığı Asya Krizi ve özellikle Rusya’nın yaşadığı

borç krizi de Brezilya'nın finansmanında gözle görülür bir biçimde baskı yapmıştır. 1998'deki devalüasyondan sonra, Brezilya sermaye kaçışını sınırlama çabasıyla faiz oranlarını artırmaya devam etmişti ve tüm bunlar enflasyonun %2,6 civarında seyrettiği bir dönemde yaşanmıştı. Brezilya'nın komşusu ve en önemli ticari müttefiki olan Arjantin ile MERCOSUR'un çekirdeğini oluşturan diğer ülkelerin de (Brezilya, Arjantin, Uruguay ve Paraguay arasındaki ticaret anlaşması) kur sistemleri Brezilya Krizi dolayısıyla saldırılara maruz kalmıştır (Harvey, Lundblad, Valderma, 1999:5-7).

Brezilya krizinde de spekülasyonun etkilerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen bu ülkesine de kriz öncesi dönemlerde büyük oranlı bir yabancı sermaye akımı gerçekleşmiş, ancak yabancı sermaye akımlarında 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir azalma görülmüştür. Özellikle portföy yatırımları, kriz yılında yaklaşık 18 milyar dolarlık bir gerileme göstermiştir. İlk olarak, Rusya krizinin yaydığı güvensizliğin etkisiyle bu kriz, uluslararası kısa süreli sermayenin gelişmekte olan ülkelere çekilmesine hız kazandırmıştır. Rusya krizini takip eden üç ay içinde 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğrayan Brezilya'nın daha sonraki günlerde günde yaklaşık 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışını rezervlerle dengelemeye çalışsa da sermaye kaçışını durduramamış ve kriz yaygınlık kazanmıştır (Akdiş, 2002:13). Kriz sonunda Brezilya'da özel sektörden çok kamu sektörü zarar görmüştür. Brezilya Doğu Asya ülkelerini krize götüren dışa açıklık tersine nispeten kapalı bir ekonomi olmasına rağmen, krizin etkisi derinden yaşamış, ancak kriz Rusya krizine nispetle daha sınırlı bulaşma etkisi göstermiştir. Bununla birlikte, kriz sürecinde Rusya ekonomisindeki benzer yerel uygulamalar görülmüştür (Kregel, 2000:9-10).

Brezilya'nın yaşadığı kriz, sürdürülemez mali politikaların bir para krizine yol açacağı yönündeki endişelerin ortaya çıkardığı klasik bir ödemeler dengesi krizidir (Delice, 2003:69).

### **1.3.8. Kasım 2000-Şubat 2001 Türkiye Krizi**

2000 yılına Türkiye yeni bir ekonomik program ile girdi. IMF desteğini de alan bu programın en çarpıcı özelliklerinin başında, artış hızı önceden açıklanmış bir döviz kuru rejimini içermesi geliyordu. 2000'in başından başlayarak 1,5 yıl boyunca döviz kurunun günlük ne değerler alacağı önceden açıklandı. Bu süre sonundan itibaren ise kur, giderek genişleyen bir aralık içinde dalgalanacaktı. Programın temel amacı, enflasyonla mücadeleyi

sadece sıkı maliye ve para politikasına bırakmamak, onları enflasyonda oluşacak ataleti kırarak başka mekanizmalarla da desteklemektir. Bu program, Kasım 2000’de çok kuvvetli bir sarsıntı geçirdi, Şubat 2001’de de çöktü (Özatay, 2010:84-86). Kriz öncesi bankacılık sektörü dışında da önemli sorunlar vardı. Cari işlemler açığı yüksek bir düzeye çıkmış ve milli gelirin %4,9’una ulaşmıştı. 1999 yılı sonunda, enflasyon %69 düzeyindeydi, 2000 sonuna gelindiğinde ise %20’lik kur artışı hedefine karşın ancak %39’a düşmüştü. Faizler de yüksek bir düzeydeydi. 2000 yazından itibaren IMF ile yapılan stand-by anlaşmasında öngörülen altı tane yapısal reform vardı. Bunlar; sosyal güvenlik, tarım, vergi politikası ve idaresi, mali yönetim ve saydamlık, özelleştirme ve sermaye piyasası, bankacılık sektörü reformlarıdır. 2000 yılı boyunca özellikle mali yönetim ve saydamlık, özelleştirme ve sermaye piyasası, bankacılık sektörü reformlarında sorun yaşandı. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması bir türlü gerçekleştirilemedi. 2000-2002 programı uygulanmaya başlamadan önce Aralık 1999 sonuna doğru beş banka TMSF kontrolüne alındı. BDDK yönetim kurulunun oluşturulmasının ardından 27 Ekim 2000’de iki banka daha TMSF’ye geçti. Tüm bu gelişmeler bankacılık sektöründe önemli problemler olduğu algısını yaygınlaştırdı. Bu süreçte sadece faizler yükselmekle kalmadı, borçlanma vadeleri de düşmeye başladı. Bu kriz sonrası Türkiye ekonomisi önemli ölçüde daralmış, işsizlik artmış, önemli bir üretim azalması ve sermaye çıkışı yaşanmıştır (Özatay, 2010:89-100).

### **1.3.9. 2002 Arjantin Krizi**

Arjantin’in zengin doğal kaynakları, ihracata yönelik tarım sektörü, çeşitli endüstriyel altyapısı ve petrol üreten bir ülke olması gibi avantajlarına rağmen Güneydoğu Asya krizini takip eden dönem içerisinde makro ekonomik göstergelerinde önemli bozulmalar ortaya çıkmıştır (Apak, Aytaç, 2009:91). Krize giden süreç öncesinde dış ticaret açığı büyümüş, dış borç servisi olağanüstü düzeyde artmıştı. Büyümenin de durmasından sonra 1990’lı yıllardaki sabit kur rejimi ile beraber Arjantin’e yatırım yapan yabancı yatırımcılar için riskli bir süreç başlamış oldu. Ülke riski diğer gelişmekte olan ülkelerinkine göre arttı, rezervler düştü, sermaye çıkışları hızlandı. Hükümete gelen ve para kurulunun mimarı olan Cavallo’nun para kurulu uygulamasını revize ederek sürdürme çalışmaları sonuç vermedi ve Arjantin’e borç vermek için yatırımcıların talep ettikleri faiz olağanüstü yükseldi. Ülke dış kaynak bulamaz ve borçlarını döndüremez oldu, böylece krize girdi. Krizle birlikte, ekonomi yönetiminin istifası

ile 2001 yılının sonunda ekonomide 10 yıldır uygulanan sabit kur rejiminden vazgeçildi. Arjantin krizin gösterdiği birkaç önemli sonuç bulunmaktadır; esnek kur sisteminin sürdüğü bir dünyada sabit kur sistemi uygulanması da çok riskli olmakta ve başlangıçta sağlanıyor gibi görünen istikrarın gelecekte çok önemli dengesizlikleri doğurmasına neden olabilmektedir. Ayrıca, yabancı sermaye girişi de her zaman yurtiçi yatırımlara kanalize olarak büyümeye katkı sağlamamaktadır. Kriz öncesi 3 yılda devasa doğrudan yatırım girişlerinin yaşandığı Arjantin’de yurtiçi yatırımlar düşüş göstermiştir. Bunun dışında, özelleştirme sonucu elde edilen yabancı sermaye girişi de yatırıma dönüşecek bir kaynak yaratamadığı gibi özel firmaların yabancı sermayeye satılması yurtdışına sermaye kaçışını teşvik edebilmektedir. Son olarak, uzun yıllar verilen faiz dışı bütçe fazlasının da dış borç yaralarını tedavi edecek güçte olmadığı Arjantin örneğinde ortaya konulmaktadır (Yentürk, 2005:258-266).

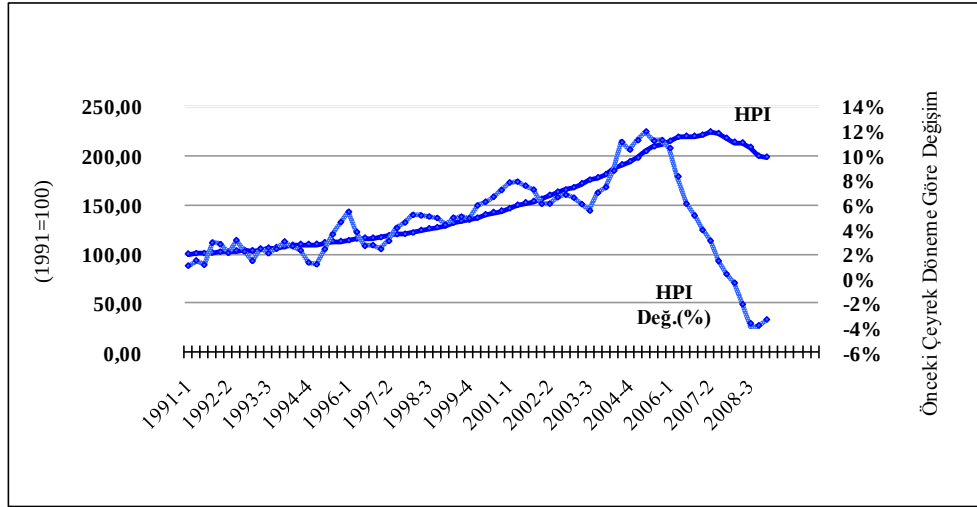
#### **1.3.10. 2007 Küresel Mali Kriz<sup>1</sup>**

Felton ve Reinhart’a göre, 2007 küresel krizi bir ipotekli kredi şirketi Ownit Mortgage Solutions’un 28 Aralık 2006’da batmasıyla başlamıştır (Felton, Andrew, Reinhart ve Carmen, 2008:183). 2007 küresel finans krizi süreci, konut piyasasında başlayıp daha sonra da tüm finansal sistemi sarmıştır. ABD’deki konut fiyatlarında 1996’dan itibaren oluşan suni artışın 2006 başından itibaren baş aşağı gitmesi bu süreci tetiklemiştir. Konut fiyatları endeksi (HPI - House Price Index) incelendiği zaman 1991’in ilk çeyreğinden 2006’nın son çeyreğine kadar süren bir artış grafiği ortaya net olarak çıkmaktadır. Konut fiyatları endeksinin çeyrek dönemler halindeki değişimleri ise, 1991–2001 dönemlerinde sürekli sayılabilecek bir gelişme göstermesine rağmen, 2002’nin sonuna kadar bir düşüş vardır. Krizden önceki en önemli çıkış ise, 2002’nin son çeyreğinden 2006’nın son çeyreğine kadar süren sürekli artıştır. 2007’nin ilk çeyreğinden itibaren HPI değişimi negatiftir. Bu da ABD ev fiyatları açısından 2007’nin başında başlayan krizin 2009’un ilk çeyreğine kadar sürdüğünü göstermektedir (Şekil 4). Konut fiyatlarındaki artış ile konut piyasasındaki patlamada devletin teşvik politikasının payı bulunmaktadır. Özellikle riskli konut kredilerinin büyümesine göz yumularak, ev sahipliği özendirilmiştir (Taylor, 2009:1).

---

<sup>1</sup> 2. ve 4:6. paragraflar ile bu paragraflara ilişkin şekiller Mustafa Yıldırım’ın “Küresel Finans Krizinde Gelişen Ülke Ekonomileri: Çözümler ve Yükselenler” isimli yayımlanmamış çalışmasının 10:14. sayfalarından alınmıştır.

**Şekil 4.** ABD Ev Fiyatları Endeksi (HPI) (1991/1 - 2009/1)



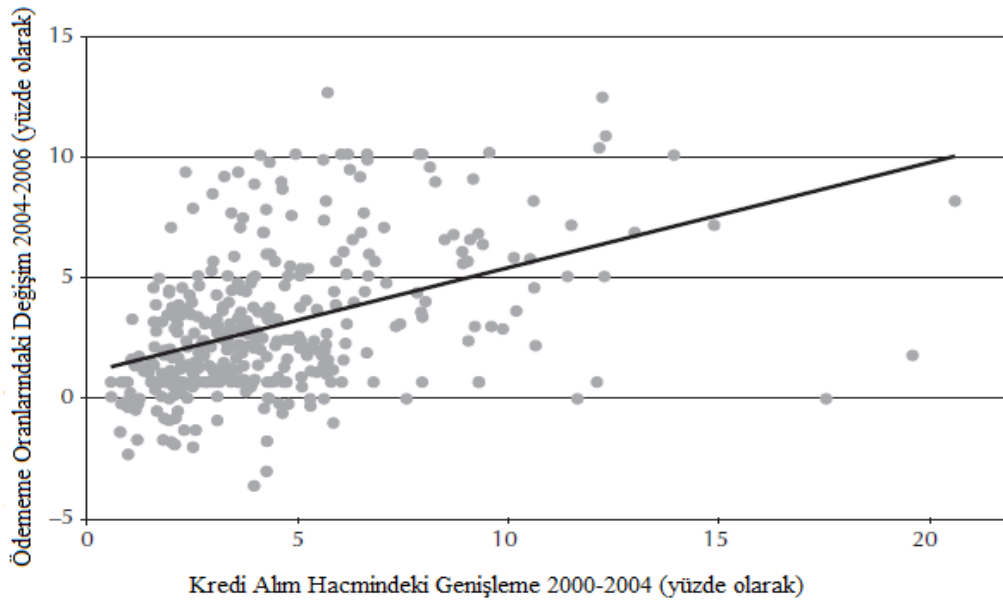
**Kaynak:** Federal Housing Finance Agency, 2009

ABD’de ev fiyatlarındaki uzun süreli artış, faizlerdeki düşüş ve kredi teminatlarındaki garantilerin kolaylaştırılması vatandaşların riski önemsemeden ev sahibi olma arzusunu kamçılıdı. Bir süre sonra kredilerin geri ödemesinde zorluk yaşayan pek çok orta gelirli aile yaşadığı mali şok tüm dünyayı saracak mali krizi tetikleyen kıvılcım oldu. Konut fiyatları düşmeye başlayınca, özellikle kredi ödeme kabiliyeti daha az olan düşük gelirli gruplar borçlarını ödeyememeye başladılar. Borçlar ödenmeyince evlerine el koyuldu. El koyanlar da konutları nakde çevirmek için konut piyasasına satıcı olarak girince konut fiyatları daha da düştü. Bu da kendi kendini besleyen bir süreç başlattı ve bu alanda faaliyet gösteren finansal kurumları zor duruma düşürdü (Yıldırım, 2010:10-13).

Kriz öncesinde, 2000 yılına kadar, sadece düşük risk gruplarına devlet destekli finans kurumlarınca (Fannie Mae ve Freddie Mac) konut kredileri sağlandı ve bunlar menkul kıymetleştirilirken; 2003’ten itibaren piyasaya Wall Street şirketlerinin de dâhil olmasından sonra, 2000-2004 arası dönemde, ikinci ve üçüncü riskli gruba özellikle eşik altı (subprime) gruplara daha fazla konut kredileri sağlanmaya ve bu özel etiketli (private label) menkul kıymetlerin payı böylece hızla artmaya başladı. Ancak 2004-2006 arası dönemde önceki dönemde artmış olan ipotekli konut kredileri aynı oranda artarak geri ödenmemeye başladı (Şekil 5). Eşik altı (subprime) kredi alanlar konutları geri vermeye, konut ipoteklerini tutanlar da bu evleri satmaya çalışıyor. Sonuçta, özellikle riskli gruba açılan kredilerin genişlemesi ve

zamanla burada meydana gelen borçların geri ödenmemesi problemlerinin başlaması ile buna ek olarak ABD Merkez Bankası'nın (FED) faiz artırması kriz sürecini tetikliyor. Böylece konut arzı artıyor, konut fiyatları da hızla düşüşe geçiyor. Kriz süresince büyük finansal şirketlerin kimisi batıyor kimisi de başka finans kurumlarınca satın alınıyor. Bu kurumlar arasında; Lehman Brothers, Bear Stearns, Wells Fargo, JPMorgan, Goldman Sachs ve Bank of Amerika gibi bilinen şirketler de bulunmaktadır (Özatay, 2010:101-117).

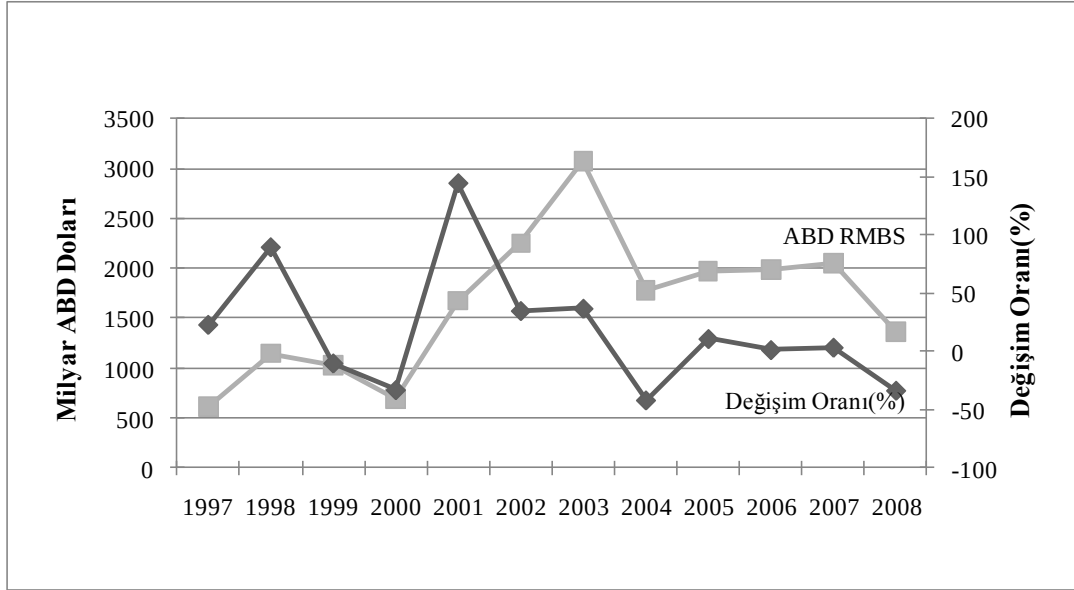
**Şekil 5.** Son Kredi Genişlemesi İle Mortgage Kredilerinin İlişkisi



**Kaynak:** Felton ve Reinhart, 2008:8

Konut kredilerinden türetilen bu menkul kıymetler, 2000'li yıllarda düşük faiz politikası ve vergi kurallarındaki değişimlerin getirdiği esneklikten doğan finansal yenilikler sayesinde hızla yükselmiştir (Blundell-Wignall, 2007:30). 2000-2003 yılları arasında hızlı bir yükselme vardır. 2000 yılında %144 gibi anormal bir artış, 2003 yılında da toplam menkul kıymet tutarı 3 trilyon dolar seviyesini geçmiştir. 2004 yılında yeniden düşen RMBS (Residential Mortgage-Backed Security/Konut Mortgage İpoteklerine Dayalı Menkul Kıymet), 2005–2007 yılında tekrar artmıştır. Yalnız 2007'nin başından itibaren RMBS'lerde düşüş süreci yeniden başlamıştır (Şekil 6).

**Şekil 6.** ABD Konut Kredileri Karşılığı Menkul Kıymetler



**Kaynak:** IFLS, 2009

Konut kredileri içerisinde fakir gruplara (subprime) verilen kredilerin menkul kıymetleştirilmesi, 2005’den 2006 ya 1,2 trilyon dolar seviyesindedir. Bu rakam tüm ipoteğe bağlı konut kredilerinin %80’idir. Sistemin en zayıf halkasını oluşturan bu kesimlere verilen krediler kısa dönemlerde ev fiyatlarının artışıyla yenilenmekte veya yeni kredi imkânları tanınmaktaydı. Bu durum konut kredilerinden yeni teminatlı menkul kıymet türetilmesini sağlamaktaydı (Gorton, 2008:3). Ayrıca tek RMBS yanında, konut kredilerinden türetilen menkul kıymetlerin içerisinde olduğu kredi türevleri<sup>2</sup> de finans piyasalarında işlem görmekteydi. Özellikle teminatlı borç senetleri (Collateralized Debt Obligations-CDO) portföylerinde RMBS’den türetilmiş borç araçları da bulunmaktaydı. Ayrıca aktif karşılıklı menkul kıymet (Asset-Backed Securities-ABS) ve ticari ipoteğe bağlı menkul kıymet(Commercial Mortgage-backed Securities) portföylerindeki havuz şeklindeki finansal araçlarda konut kredilerinden elde edilen finansal araçlar bulunmaktaydı (Gorton, 2008:3 ).

<sup>2</sup> Kredi türevleri, aktifler içerisinde, kredi veya herhangi bir borç aracının taşıdığı kredi ve diğer finansal riskleri ortadan kaldırmak için oluşturulan türevlerdir. Gerçekte bankacılıktaki finansal risk yönetiminde kullanılan bir araçtır. Finans kuruluşları portföylerindeki riskli kredi vb. finansal unsurları yani bir araç haline getirerek bir kredi derecelendirme(Rating Agency) kuruluşunun verdiği notlarla yeniden satarak kendisi için aktif elde etmiş olur. Kredi riskinin transferi için kullanılan bu araçlar zamanla başlı başına bir finansal araç olarak ta kullanılmıştır. Kredi türevleri arasında en önemlisi, kredi türevleri piyasasının yaklaşık üçte birini oluşturan Kredi Temerrüt Swapları(Credit Default Swaps-CDS) oluşturmaktadır.

İçerisinden konut kredileri riskini de barındıran yüksek riskli teminatlı borç senetleri(CDO) 2000-2006 yıllarında bankalara, yatırımcılara ve diğer finans kurumlarına nispeten düşük faizlerle satılmıştır. Bunu alan banka ve diğer finans kuruluşlarının aktifleri de risk içerir duruma gelmiştir. Dolayısıyla bu kuruluşlar CMO, CDO ve diğer kredi türevlerine bağlı aktiflerin ani değer kayıplarıyla ciddi zararlar yazmıştır. Bu finans kuruluşları arasında, Bear Stearns, Freddy Mae, Fanny Mac, Lehman Brothers, Countrywide Mortgage, Merrill Lynch gibi finans devleri vardır (Dickinson, 2008:16). Artık konut kredileri ile başlayan kredi sorunları tüm ABD bankacılık sistemini sarsan bir kredi tabanlı bir mali çöküş ortamına dönüşmüştür. 2008 Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflası ile ilk olarak gelişen ekonomilerde ardından GOÜ ekonomilerinde olumsuz gelişmeler yaşanmış böylece, tüm dünyada hissedilen bir finans krizi haline gelmiştir. Özellikle ticaretin çöküşü, belirgin finansal dalgalanmalar ve dünya çapındaki bankaların el değiştirmesi gibi uluslararası nedenlerden gelişen ülke ekonomileri de olumsuz etkilenmiştir (Moghadam, 2010:4).

#### **1.4. MALİ KÜRESELLEŞME VE MALİ KRİZLE İLİŞKİSİ<sup>3</sup>**

1971 yılından ve uluslararası para düzenlemesine dayanan Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra, sermaye artarak küreselleşmiştir (Ragin, Walton, 1990:876). Burada küreselleşme; ‘malların, fikirlerin ve sermayenin serbest dolaşımını’ ifade etmektedir. Bununla birlikte, küreselleşme olgusu içerisinde en revaçta olan, sermayenin serbest dolaşımını ifade eden ‘mali küreselleşme’ kavramıdır. En anlaşılır haliyle mali küreselleşme, ‘finansal aktiflerin dünyada kolayca dolaşabilmesini’ ifade eder (Tobin, 1999:18). Kavramın geçirdiği evrim dikkate alınırsa, ‘güçlü bir ekonomik birimin doğurduğu finansal araçların yüksek kazanç sağlamak için serbestçe dolaştığı ve ülkelerin ekonomik politikalarının bu akımı çekmek için çaba sarf ettiği dinamik bir ekonomik ortam’ (Yıldıran, 2008:4) olarak tanımlamak da mümkündür.

Günümüzde yabancı sermaye yatırımlarının büyük bir bölümü çok uluslu firmalar tarafından yapılmaktadır. Dünya ölçeğinde üretim ve yatırım yapan firmalar, ulusal ekonomiler arasında ürün, faktör ve hizmet hareketliliği sağlayan transfer birimleridir.

---

<sup>3</sup> 5:7. paragraflar ile bu paragraflara ilişkin tablolar Mustafa Yıldıran'ın “Küresel Finans Krizinde Gelişen Ülke Ekonomileri: Çözülenler ve Yükselenler” isimli yayımlanmamış çalışmasının 24:26. sayfalarından alınmıştır.

Merkezi denetime (centralized management) ve ortak politikaya sahip olan bu şirketler birden fazla ülkede faaliyet göstermektedir. Söz konusu çok uluslu şirketler, eksik rekabet piyasalarında üretim yapan, özel sermayeye dayanan şirketlerdir ve esnek ve dinamik bir yapıya sahiptir (Özağ, 2003:92).

Son 25 yılda finansal piyasalarda meydana gelen yapısal değişiklikler, yenilikçi finans mühendisliği yoluyla geniş bir risk dağıtım imkânı sağlamıştır. Bu değişiklikler, oldukça karmaşık finansal ürünlerin ve piyasaların ortaya çıkmasıyla sonuçlanmıştır. Adi hisse senetleri ve borç yükümlülükleri, risklerin daha iyi dağıtılmasını ve fiyatlandırılmasını sağlayan karmaşık finansal araç hibritleriyle büyümüştür. Bu hibritler prensipte daha etkin bir risk dağıtımını sağlasa da, aynı zamanda karmaşıklığın artmasına da yol açmışlardır. Bu da risklerin yanlış fiyatlandırılmasına ve piyasalar esaslı bir dışsal şokla karşı karşıya kaldığında, bu yanlışlıkların meydana çıkmasına neden olabilir (Ocampo, Zamagni, French-Davis ve Pietrobelli, 2000:77-82). Mali piyasalar açısından söz konusu değişim, 1970’li yılların başlarında Bretton Woods sisteminin çökmesi ve uluslararası anlamda piyasaların sistemli bir dönemden, adeta sistemsiz bir döneme geçmesi ile başlamış ve bu dönem liberalizasyon ve deregülasyon hareketlerine sahne olmuştur. Liberalizasyon ve deregülasyon hareketlerinin en önemli amacı, piyasalar üzerindeki kamu kontrollerinin gevşetilmesi ve piyasa mekanizmasının etkinliğinin artırılarak kaynak dağılımının daha etkin hale gelmesinin sağlanması noktasındadır (Yıldıztan, 2006:56).

İşletme finansının küreselleşmesi, çok uluslu işletmeciliğin finansal faaliyetlerini yürütmek için izlediği stratejilerle başlamıştır. Zaman içerisinde döviz kullanımındaki artış ve uluslararası piyasalardaki yaklaşma yerel işletmelerin uluslararası finansal tedarik yöntemlerini kullanmasında etkili olmuştur. Özellikle işletme finansmanındaki küreselleşmede doğrudan ve portföy yatırımlarının önündeki engellerin kaldırılması etkili olmuştur. Gelişen ülkelerdeki engellerin kalkması, işletme finansmanında sınırlar arası işlemlerin artmasına neden olmaktadır. Mali serbestleşmenin etkisiyle finansal akımların dışında, ülkeler arasındaki sınırların ve işlem engellerinin kalkması şeklinde gelişmeler de olmuştur. Ayrıca, mali küreselleşme finansal hizmetlerin müşterinin ayağına ulaştırılmasında etkili olmuştur. Yine ülkelerin finansal serbestleşme ile sağladığı imkânlardan yararlanan yabancı finansal kurumlar ülkelere finansal maliyetlerin düşürülmesinde ve kolay fon bulunmasında yardımcı olmuştur. Yabancı yatırımcılar küreselleşme ile gelen maliyet

avantajlarından yararlanarak kolaylıkla yatırımlarını “çeşitlendirme (diversification)” stratejisi ile istediği şekilde değerlendirebilmektedir. İşletme finansının küreselleşmesi, çok uluslu işletmeciliğin finansal faaliyetlerini yürütmek için izlediği stratejilerle başlamıştır. Zaman içerisinde döviz kullanımındaki artış ve uluslararası piyasalardaki yakınlaşma yerel işletmelerin uluslararası finansal tedarik yöntemlerini kullanmasında etkili olmuştur. Özellikle işletme finansmanındaki küreselleşmede, doğrudan ve portföy yatırımlarının önündeki engellerin kaldırılması etkilidir. Gelişen ülkelerdeki engellerin kalkması işletme finansmanında sınırlar arası işlemlerin artmasına neden olmaktadır (Yıldıran, 2008:1-12).

Mali küreselleşme, 1980’lerin sonlarında ve 1990’ların başlarında ortaya çıkan bir gelişme olup, bu süreç sanayileşmiş ve sanayileşme yolundaki ülke hükümetlerinin aldıkları kararlarla döviz ve sermaye işlemleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak ulusal piyasalarını dış mali piyasalarla bütünleştirmeleri olarak tanımlanabilir. Mali küreselleşme kapsamında, özel fonlar yüksek getiri hedefi kapsamında ülkeler arasında oldukça serbest bir biçimde dolaşmaya başlamıştır (Seyidoğlu, 2003:142). Mali küreselleşme sayesinde mali yatırımcı, yalnız kendi ülkesinin dar piyasası içinde hareket etmekten kurtulur ve elindeki fonları tüm dünya piyasalarında değerlendirme olanağına erişir. Diğer yandan, kısa veya uzun vadeli fon talep eden üreticiler de bu fonları en uygun koşullarla dünya piyasalarından elde edebilecek bir esnekliğe sahip olurlar. Böylece mali fonlar en çok ihtiyaç duyulan, ya da en verimli oldukları alanlarda kullanılırlar. Böylece teorik açıdan dünya kaynakları en etkin şekilde kullanılmış olur. Bununla birlikte, özellikle kısa süreli yabancı fonların çok hareketli ve istikrarsız nitelikte olması, bu fonların yoğun olarak girip çıktığı ülkelerde mali sorunlar yaratabilmekte ve bu sorunlar kriz boyutlarına ulaşabilmektedir. Yüksek reel faizler, kısa süreli yabancı fonların ülkeye girişini özendirici etki yapmakta, bu sayede, ev sahibi ülkenin hem döviz açığı, hem de bütçe açığı azalıp ülkeye geçici bir rahatlık sağlanmaktadır. Bununla birlikte, ekonomik ve siyasal hayatta olumsuz gelişmeler, geleceğe ait karamsar tahminler zaten her an ülkeyi terk etmeye hazır durumda olan bu kısa vadeli fonların ülkeyi terk etmesine yol açar. Böyle bir durum, ev sahibi ülkenin bu durumu karşılayacak yeterli döviz rezervi yoksa döviz krizine yol açabilmektedir. Döviz piyasalarında başlayan panik mali piyasalara olan güveni sarsarak yatırımcıların mevduatlarını geri çekmeleri ve ellerindeki menkul değerleri satmaya başlamaları ile bir banka ve borsa krizine de dönüşebilmektedir (Seyidoğlu, 2003:630). Nitekim uluslararası sermaye hareketleri 1990’lı yıllarda yön değiştirerek gelişmekte olan ülkeleri hedef almış, ancak bu akım, uzun dönemli sermaye

girişinden çok, portföy yatırımı ya da kısa dönemli sermayede yoğunlaşmıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerine karşı olan sermaye girişlerindeki bu artış, rezerv birikimi ve sermaye kaçıışı olmadığı durumlarda, cari açığın finansmanında kullanılmıştır. Diğer bir ifadeyle, aşırı sermaye girişi cari açığın büyümesine ve yerli paranın değerlenmesine yol açmıştır. Yerli paranın değer kazanması bu ülkelerde imalat sanayinin rekabet gücünü azaltmış, sonuç olarak üretim sektöründe bir daralmayla sonuçlanmıştır (Yentürk, 2005:7). Sonuçta, düzenli bir finansal serbestleşme kısa dönem borçların ilerlemesini önleyebilmekte ancak finansal serbestleşme doğru sırayla yapılmadığında, özellikle de etkin bir denetleme sistemi olmadığında finansal kırılganlık artmaktadır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:11). Hem gayri resmi yapılan gözlemler hem resmi ekonometrik çalışmalar mali küreselleşme ile krizler arasında önemli bağların varlığına işaret etmektedir (Chang ve Velasco, 1998:22). Özellikle, Kaminsky ve Reinhart (1996) inceledikleri bir dizi bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinden şu sonuçlara ulaşmışlardır:

- Üzerinde çalıştıkları 26 bankacılık krizinin 18'i beş yıllık zaman dilimi dâhilinde mali sektör serbestleşme hareketlerinden sonra gerçekleşmiştir,
- Mali serbestleşme, tüm ödemeler dengesi krizlerinin yaklaşık %71'ini, tüm bankacılık krizlerinin yaklaşık %67'sini tam olarak işaret etmektedir,
- M2 çarpanı (para arzı) bankacılık krizine giden dönemlerde düzenli bir biçimde artmıştır. Bu çarpanın büyüme oranı normal zamanlardakine göre %20 daha fazladır,
- Yurtiçi kredi- Nominal GSYİH oranındaki büyüme büyüktür ve kriz dönemine yaklaşıldıkça daha artmaktadır ve krizin tavan yaptığı zamanlarda, büyüme oranı normal zamanlarda gözlenenin %15 üzerine çıkmaktadır.(Kaminsky, Reinhart, 1996:473-492).

Mali küreselleşmenin finansal bolluğun oluşumunu sağlayan ortamın oluşmasındaki temel faktör olduğu kabul edilirse, 2008'de yaşanan krizin izahını yapmak ve etkilerini analiz etmek kolaylaşacaktır. Çünkü krizin çıkındaki ve yayılmasındaki en temel sebep, mali küreselleşme ortamıdır. Bu ortam 90'larda şekillenmiş ve 2000'li yıllarda dünyanın bir finans cenneti olmasını sağlamıştır. Finansal bolluğu oluşturan yapının ideolojik, teknoloji, piyasa, maliyet ve risk değişkenlerinin ifade ettiği karşılık mali küreselleşmenin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmış unsurları göstermektedir (Tablo 1).

**Tablo 1.** Finansal Bolluğu Oluşturan Küresel Mali Yapı Ortam Unsurları

| Belirleyici Unsur | Likidite Bolluğu Ortam Faktörü                 | İfade Ettiği Karşılık                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| İDEOLOJİ          | Neo-liberal İktisadi Anlayış                   | Bu anlayış, ülkelerdeki ulusal iktisadi yapının değişmesinin fikri altyapısını oluşturmaktadır. Ülkelerin ulusal hukuk kuralları ve iktisat politikaları dışında çoğunlukla IMF, Dünya Bankası ve WTO gibi uluslar arası kurumların belirlediği ilkeleri ifade eden tüm kavramlarının ifade eden bütüncül ideolojik anlayıştır. |
| TEKNOLOJİ         | Yüksek Sermaye Değeri Olan Bilgi Teknolojileri | Bilgi ve haberleşme alanındaki teknolojik gelişmelerin çok hızlı değişmesi likidite bolluğunu oluşturan temel unsurlardan birisidir.                                                                                                                                                                                            |
| PİYASA            | Eklemlenmiş ve Dalgalı Piyasalar               | Ülkelerin finans piyasalarında katılımı yerel unsurların dışlanması ve küresel şartların kabul edilmesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Avrupa Birliği, Pasifik ülkeleri veya Kuzey Amerika ülkeleri gibi bölgesel hareketlerde likiditenin artmasında etkili olan faktörlerdendir.                                          |
| MALİYETLER        | Faiz, Kur Riski ve İşlem Maliyetlerinde Azalma | Küreselleşmenin getirdiği en büyük kolaylık bu alandadır. Uluslar arası piyasada borçlanabilme, ticaret ve yatırım yapabilmenin imkânları maliyetleri düşürmüştür.                                                                                                                                                              |
| RİSKLER           | Yatırımcının Taşıdığı Her Türlü Risk           | Bu ortamda bütün risk tanımları bireysel katılımcının taşıdığı portföyün risklerini ifade etmek için tanımlanmaktadır. Ülkelerin genel riskleri bile yatırımcının taşıdığı riskin anlamı kadar değerlendirilmektedir.                                                                                                           |

**Kaynak:** Yıldırım, 2008:23

Ülkelerin mali küreselleşme sürecine liberal piyasa yaklaşımlarını benimseyerek katılması sonucunda, bu ülkelere giren doğrudan yatırım, portföy yatırımı ve dış borç şeklindeki sermaye unsurlarında katlanarak büyüme başlamıştır. Aynı zamanda 1970’lerden bu yana yaşanan finansal yenilikler, finansal türevler, hedge fonlar, mutual fonlar (yatırım fonları) ve emeklilik fonları gibi değişik finansal araçların finans piyasalarına katılımını sağlamıştır. Sağlanan gelişmeler ve finansal yenilikler ülkeler arasındaki engellerinde kalkmasıyla birlikte yıkıcı etkileri olan, sürekli büyüyen ve teknolojiye ilerlemeyle hızlı bir şekilde aktarılabilen “sıcak para”dır. Sıcak para ülke ekonomileri üzerinde hem iç ekonomik dinamiklerden bağımsız bir iktisadi yapı oluşmasına, hem de fon hareketlerine duyarlı krize maruz bir yapı oluşmasına neden olmaktadır (Yıldıran, 2008:1). Ülkeden ülkeye hareket eden finansal fonlar sürekli nemalandığı için büyümekte ve ülkelerarası mali piyasalarda ülkelerin kontrol edemeyeceği boyutta finansal bolluk meydana getirmektedir.

Küresel finans zenginliğinin getirdiği bolluk, yerel iktisadi unsurları boğarak ortaya çıkmaktadır. Bu durumda iktisadi yapı da değişim denildiğinde, “küresel sermayeye eklemleme amacıyla ulusal piyasaların uluslararası piyasalara açılması” akla gelmektedir. Tüm ülkelerde 1990’larda bu önerme yeni bir icat gibi pazarlanarak yayılmıştır. Bütün ülkeler borç krizi, ödemeler dengesi krizi, döviz krizi ve banka krizi gibi sorunlarla karşılaştığında uluslararası mali kurumların önerdiği aynı kurtuluş reçetesini kullanarak, “neo-liberal politikalar ve küresel finans piyasalarına açık bir mali yapı” oluşturmak durumunda kalmıştır (Yıldıran, 2005:2).

Finansal ve ticari serbestleşme fikri üzerine kurgulanan neo-liberal iktisat politikalarının oluşturduğu yapı, sermayenin sürekli nemalanarak dolaştığı bir küresel piyasa görünümü vermektedir. Ülkeler artık kalkınmanın finansmanı veya yatırımlarının finansmanı için değil, sadece küresel finansal piyasalardan spekülasyon amaçlarına hizmet edecek finansal akımlara da açılmaktadır<sup>4</sup>. Ülkelerde iktisadi yapı finansal genişlemeye neden olarak, dünyadaki likiditenin artışı sürekli teşvik etmiştir. Bir tür kumar alışkanlığı gibi, küresel sermayeye dadanan ülke artık küresel finansal pazarlar masasından ayrılamaz duruma

---

<sup>4</sup> Ekonomide Ortodoks çözümler genelde, mali serbestleşme, ticari serbestleşme, uluslar arası kurumların denetimine ekonominin açılması, vergilerin artırılması ve kamu harcamalarının azaltılması gibi standart ölçülere göre oluşmaktadır. (Yeldan, E., “*Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler*”, Rethinking development economics: Active Growth And Social Policies Under Globalization, II.Dünya Sosyal Forumu 31 Ocak-5 Şubat 2002, Port Allegra, Brezilya

gelmektedir. Bu durumda hem dünyadaki finansal genişleme artmakta hem de ülkelerde finansal akımlarla beslenen bir iktisadi bünye meydana gelmektedir. Ülkenin iktisadi bünye dışarıya bağımlı bir yapı haline dönuştükten sonra, artık sadece ülke içi riskler ekonomiyi olumsuz etkilememekte, aynı anda küresel riskler de bünyeyi tehdit etmektedir.

Küreselleşmenin dünyaya ve yaşanan ve yaşanmakta olan mali krizlere katkısına dair bir yargıya varmak gerekirse Stiglitz'in (2004) de belirttiği gibi küreselleşme vaat ettiği gibi yoksulluğu azaltmayı ve istikrar sağlamayı başaramamıştır. Küreselleşmenin sonucunda bir ülkede çıkan kriz gelişmekte olan ülkelerde ekonomi ve istikrarı tehdit etmekte ve yatırımcılarda gelişen bir piyasalarda mali kriz yayılır korkusuna yol açmaktadır. Sözgelimi, 1997 ve 1998'de Asya krizi bir süre tüm dünya için tehdit gibi görülmüştü (Stiglitz, 2004:28).

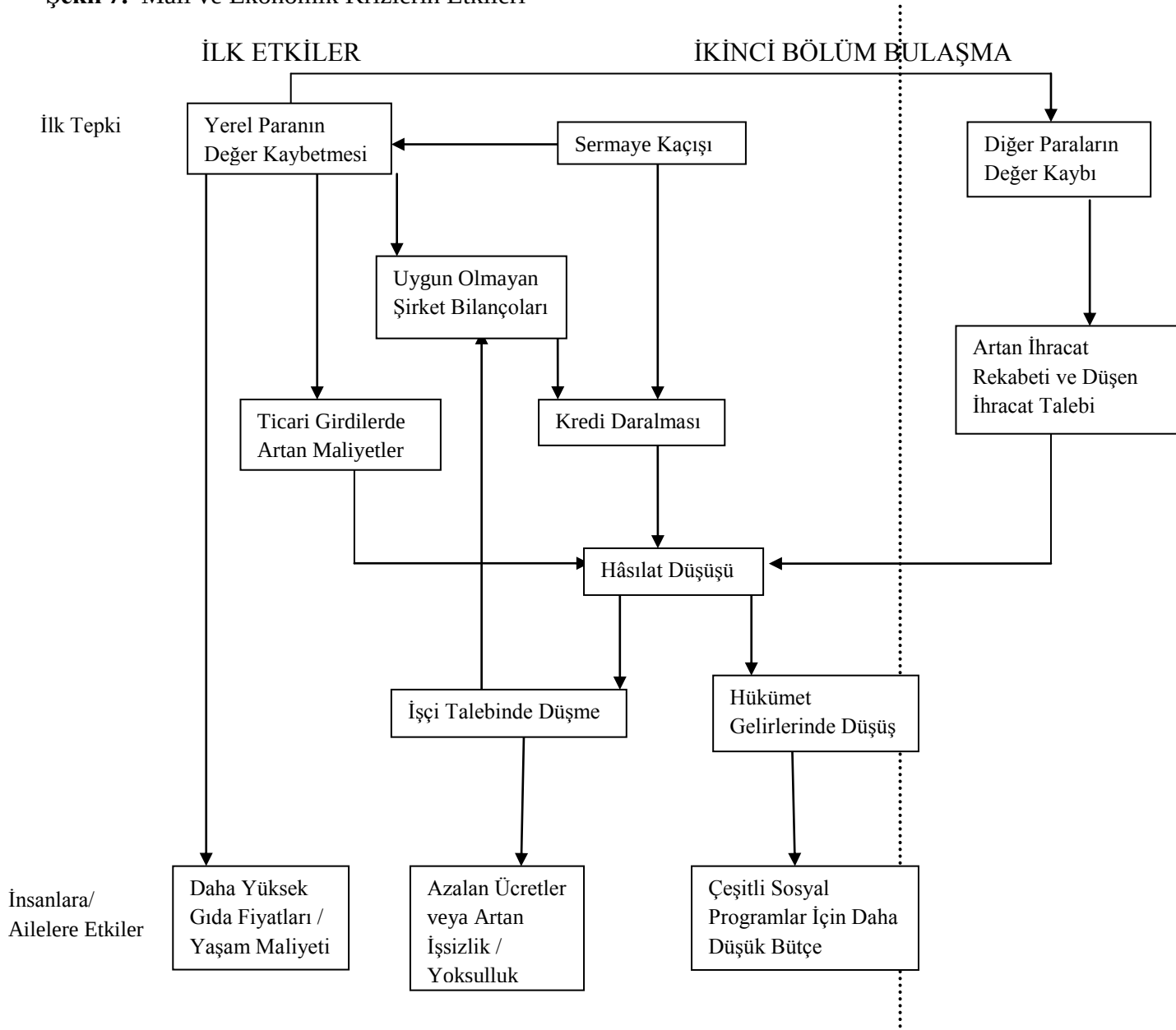
## 2. MALİ KRİZLERİN EKONOMİK ETKİLERİ

1980'ler ve 1990'lardan itibaren yayılan küreselleşme ve serbestleşme hareketleri, dünya ülkelerine çeşitli avantajlar sağlamakla beraber hem ülkeleri birbirine bağımlı hale getirmiş hem de özellikle gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ) iktisadi kırılganlıklarını artırmıştır. Buna bağlı olarak son 30 yıldır yaşanan Krugman'ın deyişiyle *nerdeyse her 19 ayda bir nükseden küçüklü büyüklü mali krizler*, ülkeleri hem bireysel hem topyekûn olarak mali yapılarını, sermaye piyasalarını, reel sektörlerini, ticari ilişkilerini olumsuz yönde etkilemiştir. 2007 yılının ortalarında başlayıp hala etkileri süren son mali krizde de bunun bir örneği yaşanmaktadır.

Son küresel mali krizde küresel ölçekte bankacılık faaliyetlerini yürüten bankalar, iflaslarla karşılaşmış (Yıldırım, 2009:2), IMF tarafından hazırlanan Küresel Finansal İstikrar Raporunun Ekim-2008 tarihli yayınında, finansal sistemin kriz maliyetinin 1,4 trilyon doları geçebileceği öngörülmüştür (IMF; GSFR-2008,9:66).

Mali krizlerde genel olarak yaşanan etkiler, ekonominin kısa süre içinde daralması, işsizliğin ve enflasyonun artması ile reel ücretlerin düşmesi ve gelir adaletsizliğinin artmasıdır. Bunların yanında toplumda görülen sosyal etkiler de görülmektedir. Hatta ekonomik krize neden olan istikrarsızlık, ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemekle kalmaz, istikrarsızlığın maliyetlerini de toplumun gelir düzeyi düşük kesiminin sırtına bindirir. Krizlerin yol açtığı kitlesel işsizlikler ise Latin Amerika'daki kentsel şiddet, Endonezya'daki etnik çatışmalar gibi daha uzun süreli toplumsal bozulma sorunlarına neden olmaktadır (Stiglitz, 2004:30). Şekil 7'de mali ve ekonomik krizlerin sonuçlarının insanları ve ailelerini nasıl etkilediği ve bunların da nasıl sosyal sorunlara dönüştüğü gösterilmektedir (Kittiprapas, 2002:2-4):

**Şekil 7.** Mali ve Ekonomik Krizlerin Etkileri



**Kaynak:** Kittiprapas, 2002:3

Şekil 7’de de görüldüğü üzere, ilk olarak yaşanan sermaye kaçıışı para biriminde değer düşüklüğünü, yerel kredi sıkıntılarını, yaygın kurumsal mali sıkıntıları ve talepte ve hâsılatta ciddi daralmaları tetiklemektedir. Bulaşma etkisinin ikinci devresi olarak, gelirden ve hâsılat düzeyinde daha yıkıcı sonuçlara neden olan ihracat talebinde düşme yaşanır. Bu da istihdamda ve ücretlerde düşmeye neden olur. Daha düşük üretim daha düşük hükümet hâsılatlarına ve sonucunda sosyal sektör programlarını da içeren hükümet bütçesinin daha

daralmasına yol açar. İşsizlik, düşen ücretler ve fiyat artışları hassas gruplar ve aileler üzerinde çoktan baskı yapmaya başlamıştır. Son olarak tüm bu etkileri dengelemesi gereken yetersiz sosyal güvenlik ağı ise tansiyonun daha da yükselmesi ve hatta bazı durumlarda aile parçalanmaları ve sosyal sorunlarla sonuçlanmaktadır (Kittiprapas, 2002:2-3).

## 2.1. SERMAYE PİYASASI ÜZERİNE ETKİLERİ

Mishkin (1992) tarafından da belirtildiği gibi, mali krizlerde borsada değer düşüşleri, faizlerde yükselme ve kredilerde azalma gibi etkiler yaşanmaktadır. Mali krizlerin sermaye piyasaları üzerine genel etkileri borsada değer düşüşleri, azalan işlem hacimleridir.

1997 Asya krizinden hemen önce dünyadaki en güvenilir bonolardan %0,85 kadar daha yüksek faiz getirerek son derece güvenilir bono sayılan Tayland bonolarının, krizden kısa bir süre sonra risk primi aşırı derecede yükselmiştir (Stiglitz, 2004:123). Benzer şekilde, 1998 Türkiye kriziyle birlikte borsa %47 oranında değer kaybetmiştir (Kazgan, 2008:257).

Son yaşanan küresel mali krize gelince, dünya piyasaları olduğu gibi Türkiye'deki sermaye piyasaları da olumsuz etkilenmiştir; İMKB-100 endeksi 2008 Ocak'tan 2009 Ocak'a kadar %39,26 değer kaybetmiş, işlem hacmi %28,37 oranında azalmış, şirketlerin piyasa kapitalizasyon oranı ise %32,24 oranında düşmüştür. Haziran 2009'a gelindiğinde de piyasalardaki değişim nispeten iyiye gitmektedir (Tablo 2).

**Tablo 2.** Krizdeki Finansal Göstergeler

| Seçilmiş Finansal Göstergeler                               | Ocak<br>2008 | Haziran<br>2008 | Ocak<br>2009 | Haziran<br>2009 | % Değişim<br>(Ocak 2008 -<br>Ocak 2009) | % Değişim<br>(Haziran 2008<br>-Haziran2009) |
|-------------------------------------------------------------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------|
| İMKB-100                                                    | 42698        | 35090           | 25934        | 36949           | -39,26                                  | 5,30                                        |
| İMKB İşlem Hacmi<br>(Milyon TL)                             | 34738        | 22819           | 24881        | 47099           | -28,37                                  | 106,40                                      |
| Şirketlerin Toplam Piyasa<br>Kapitalizasyonu (Milyon<br>TL) | 265256       | 235863          | 179732       | 252974          | -32,24                                  | 7,25                                        |
| İç Borçlanma Bileşik Faiz<br>Oranı (%)                      | 16,4         | 20,0            | 17,1         | 12,5            | 4,30                                    | -37,5                                       |

**Kaynak:** DPT, Mali Piyasalardaki Gelişmeler, Eylül-2009

## 2.2. EKONOMİK BÜYÜME ÜZERİNE ETKİLERİ

Her ne kadar krizlerin uzunluğu ve etki süresi ülkelerin yapılarına, siyasi ve ekonomik istikrarlarına göre değişse de şiddeti farklı olmakla beraber, krizlerin ekonomik büyüme üzerine etkileri temelde benzer özellikler göstermektedir. Bir mali krizin ekonomik büyüme üzerine etkileri temel olarak; ekonomik faaliyetlerin bozulup üretimde azalmaların görülmesi, milli gelirin düşmesi, ekonominin küçülmesi, iflasların artması, yoksulluğun artması, işsizliğin artması, döviz kurunda dengesizliklerin artması, yerel para biriminin değer kaybetmesi ve sermaye kaçışları şeklinde olmaktadır.

1994 yılında başlayan Latin Amerika krizinde; döviz kuru nominal olarak %100'ün üzerinde değer kaybına uğramış, ekonomik faaliyet bozulmuş ve üretimdeki azalma tehlikeli boyutlara ulaşmıştır. 1994-1995 döneminde GSYİH %6 kadar küçülmüştür. Önceden belirlenmiş kur rejimi terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmiştir (Apak, Aytaç, 2009:83-84).

1994 yılında yaşanan Türkiye krizi, Türk ekonomisinin %6,1 milli gelir kaybetmesine neden olmuştur. Enflasyon düzeyi 1994 kriziyle birlikte rekor düzeye ulaşmış, %107,2'ye yükselmiştir (Ertuna, 2007:55-56).

1997 Güneydoğu Asya krizinin ekonomik ve sosyal sistem üzerine ters etkileri ise bölge çapında hızla yayılan bulaşma etkisi dolayısıyla tahmin edilenden daha şiddetli yaşanmıştı. Ülkeler arasında krizin sebepleri ve etkileri farklılık göstermekle birlikte, Tayland'da krizin kökenleri yanlış finansal yönetim ile reel sektör ve kurumsal problemlerden kaynaklanıyordu. Kriz, Tayland hükümetini 1997'de para birimleri Baht'ı devalüe etmeye zorladı ve kur politikasındaki son değişiklikler de daha büyük şok etkilerine ve ekonomik çöküşe yol açtı. Baht'ın devalüasyonundaki ani ters etkiler, daha büyük dış borç yükü ve sermaye kaçışındaki artışlar şeklinde yaşandı. Sonuç olarak, tüm ekonomi ciddi bir kredi sıkıntısına maruz kaldı (Kittiprapas, 2002:1-2). Krizin etkisiyle GSYİH düştü, işsizlik arttı ve birçok banka kapandı. Çoğu Asya ülkesindeki yoksulluk iki üç katına çıktı. 1998 yılında, GSYİH Endonezya'da %13,1, Kore'de %6,7 ve Tayland'da %10,8 oranında daraldı (Stiglitz, 2004:119).

1998 Rusya krizi sonrasında da ülke para birimi ruble devalüasyona uğramış, sayısız banka ve finans kurumu batmış halkın refah düzeyi düşmüştü. İç ve dış borçlar başa çıkılamaz

düzeyle çıkmış, iktidar el değiştirmişti (Apak, Aytaç, 2009:86). Ayrıca, aşırı yüksek döviz kuru ekonomiyi ezmişti ve resmi işsizlik rakamlarının gizli tutulmasına rağmen çok büyük bir gizli işsizlik vardı (Stiglitz, 2004:170).

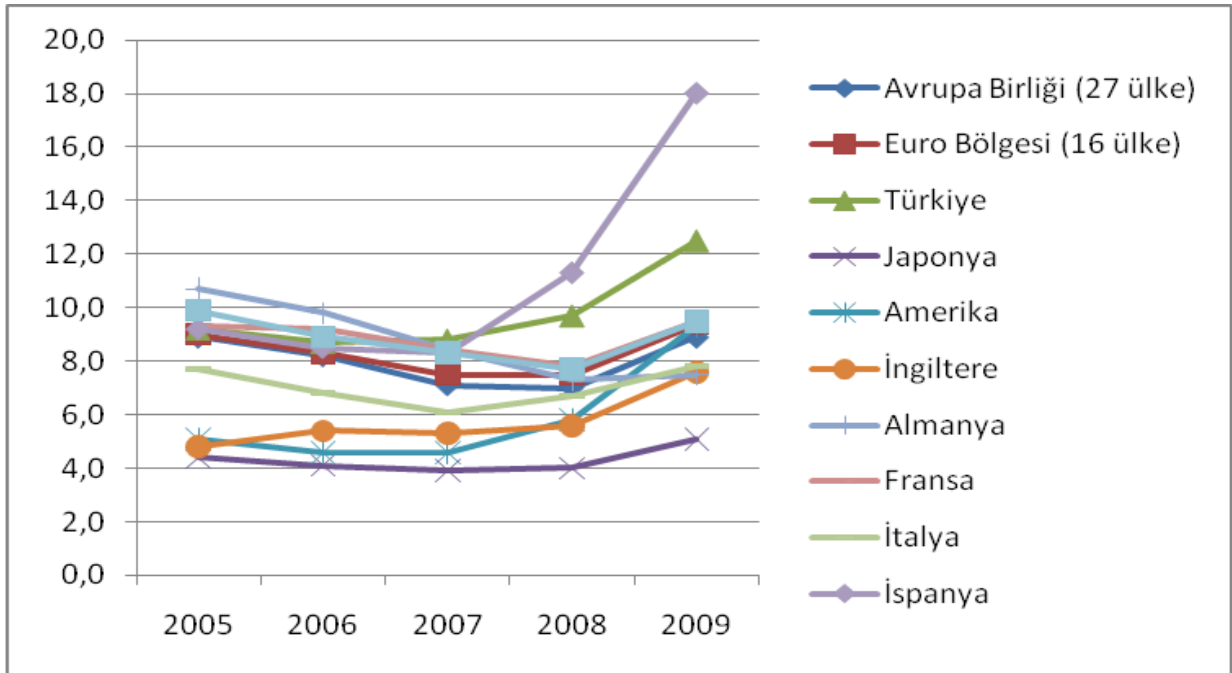
Türkiye'deki 1998 krizinden sonra ülke tekrar %6,1'lik bir milli gelir kaybı yaşamıştır. Ancak bu durumda Türkiye'de yaşanan krizle birlikte 1998 Rusya krizi ile 1999 Adapazarı depreminin payı da vardır (Ertuna, 2007:56). Türkiye bu krizden dolayı hem dış ticarete hem de imalat sanayinde gerileme yaşamasına rağmen 1998'de GSMH'yı %3,9 oranında artırmıştır. Bu durumun temel nedeni ise; imalat üretiminin ancak %1,2 kadar artması inşaat sektöründeki duraklamaya karşın, tarım üretiminin %8,4, madencilik üretimininse %9,3 gibi olağanüstü oranlarda artması olmuştur (Kazgan, 2008:259).

1998'deki krizden sonra Türkiye'de Kasım 2000 ve Şubat 2001'de iki aşamalı olarak yaşanan krizin şubat devresinde yaşanan ikinci krizde ekonomiden çok miktarda sermaye yurtdışına çıkmıştır. Bankaların açık pozisyonlarını kapama isteği nedeniyle döviz talebi artmış ve likidite sıkışıklığı ortaya çıkmış, faiz oranları aşırı yükselmiştir. Ciddi bir rezerv kaybı ile karşılaşmak istemeyen TCMB döviz satmama kararı almış, sonrasında da dalgalı kura geçilmiştir. Ancak döviz kurunun belirlenmesinin böyle bir dönemde piyasaya bırakılması en önemli fiyatın spekülasyon ataklara maruz kalması sonucunu doğurmuştur (Yentürk, 2005:96). 2001 kriziyle 22 Şubat'ta kur çıpası politikası terk edilmiş, dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Uygulanan IMF programı sonucunda özel imalat sanayinde 2001 yılı sonuna kadar %12 kadar istihdam kaybı olmuş, %9,5 kadar gelir kaybı yaşanmıştır. Krizi atlattık için çıkarılan pancar kanunu, tütün kanunu gibi kanunlarla tarım sektörü de zor duruma girmiştir. Banka borçlarını devlet üstlenince Türkiye'nin IMF'ye olan borçları da artmıştır. Kişi başı milli gelir neredeyse 1992 düzeylerine inmiştir (Ertuna, 2007:85-86).

2002'de yaşanan krizin etkisiyle de Arjantin pezosu devalüe edildi, ikili döviz kuru sisteminden vazgeçilerek dalgalı kur sistemine geçildi (Apak, Aytaç, 2009:107). Son olarak, kredi piyasalarında konut kredilerinin tetiklediği, 2007 yılının yarısında başlayıp tüm dünyayı hala etkilemekte olan son küresel mali kriz kısa zamanda tüm bankacılık sisteminin altından kalkamayacağı boyutlara ulaşmış, bu krizin etkisiyle bankaların verdiği kredilerin seviyesi gittikçe düşmüştür. Küresel ölçekte faaliyet gösteren bankaların çoğu iflaslarla karşılaşmışlardır (Yıldırım, 2009:2-3). Türkiye'deki işsizlik oranları krizin etkisiyle 2008'de daha yükselmiş, reel faizlerin diğer Avrupa ülkelerine nispetle daha fazla artış göstermesi

Türk ekonomisinde küresel krizin yaşanan olumsuz etkileri olmuştur (Apak, Aytaç, 2009:224). Eurostat'ın verilerine göre; işsizlik oranları 2007'den itibaren artmaya başlamış, özellikle 2008'den sonra önemli artışlar yaşanmıştır. 2009 yılında bir önceki yıla göre ortalama olarak, AB'de %1,9, Euro Bölgesi'nde %1,9, Türkiye'de %2,8, Japonya'da %1,1, krizin başladığı Amerika'da %3,5, İngiltere'de %2, Almanya'da %0,2, Fransa'da %1,7, İtalya'da %1,1, İspanya'da %6,7 ve yaklaşık 1 yıldır borçları ve bütçe açığı ciddi bir soruna dönüşen Yunanistan'da ise %1,8 oranında artış göstermiştir. Türkiye'nin diğer Avrupa ülkelerine göre krizden daha az etkilenmesine rağmen, işsizlik oranındaki artışın AB ortalaması ve diğer kriz yaşayan ülkelere göre daha fazla olması dikkat çekmektedir (Şekil 8).

**Şekil 8.** İşsizlik Oranları % Değişim (2005-2009)



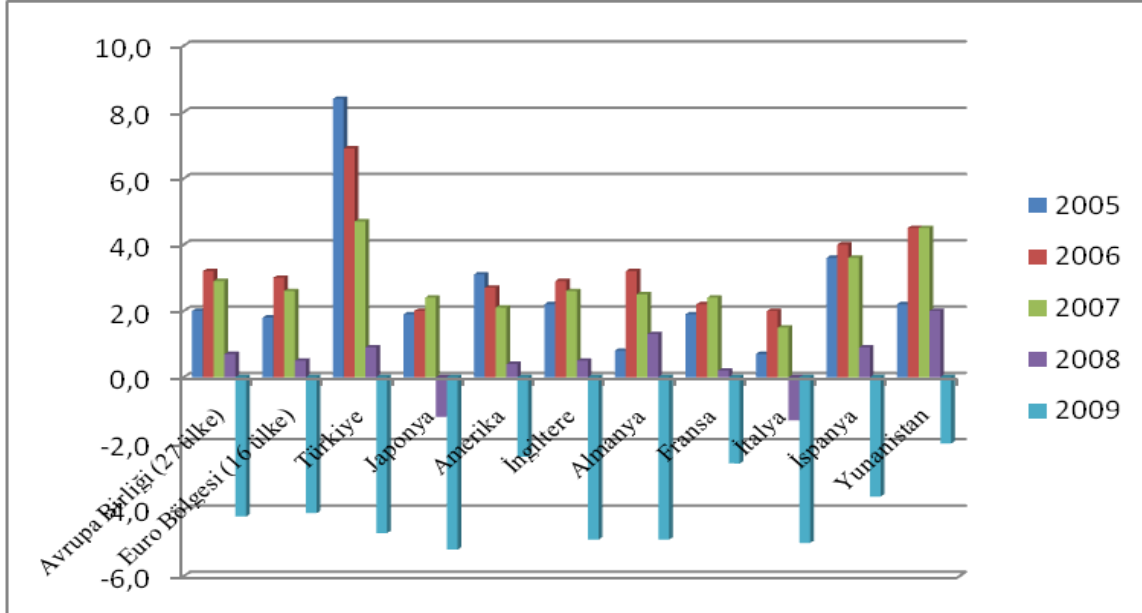
**Veri kaynak:** Eurostat,

<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do?dvsc=0>, 02.06.2010

Yine Eurostat'tan elde edilen veriler tüm dünyada genel olarak GSYİH'da 2007'den itibaren bir düşüş eğilimine girildiğini göstermektedir. 2009'da ise küçülme başlamıştır. Türkiye ise 2009 yılına kadar AB ülkeleri ortalamasından iyi konumdayken, 2009'da AB ortalamasından daha fazla küçülmüştür. 2008'de AB ülkeleri GSYİH ortalaması 0,7'den

2009'da %-4,2'ye düşmüş, Türkiye'de ise %0,9'dan 2009'da -%4,7'ye düşmüştür. Krizin başladığı Amerika'da ise küçülme -%2,4 olarak nispeten az gerçekleşmiştir (Şekil 9).

**Şekil 9.** Reel GSYİH Büyüme Oranı % Değişim (2005-2009)

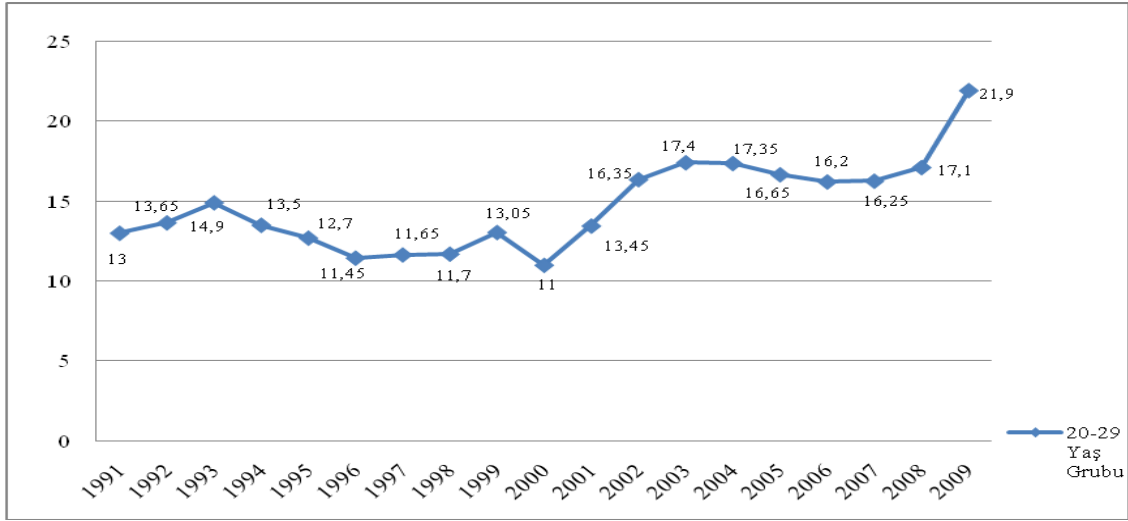


**Veri Kaynak:** Eurostat,

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>, 02.06.2010

Türkiye'de 1991 yılından itibaren yaşanan işsizlik oranlarındaki değişim incelendiğinde, işsizliğin artan bir ivme göstermesiyle birlikte kriz dönemlerinde keskin artışlar yaşandığı görülmektedir. Türkiye'nin yaşadığı 1994 krizinde artmış olan işsizlik değişim değerleri sonraki yıllarda azalma gösterirken 1998 kriziyle birlikte %13,05 artış göstermiş daha sonra azalma eğilimine gösterirken 2000-2001 kriziyle birlikte tekrar artma eğilimine girmiştir. Son yaşanan küresel krizde ise azalma eğilimi gösteren işsizlik değişim oranları, 2007'den itibaren keskin bir artış göstermiş, 2009 yılında ise %21,9'luk rakamla şiddetli bir biçimde artmaya devam etmiştir (Şekil 10).

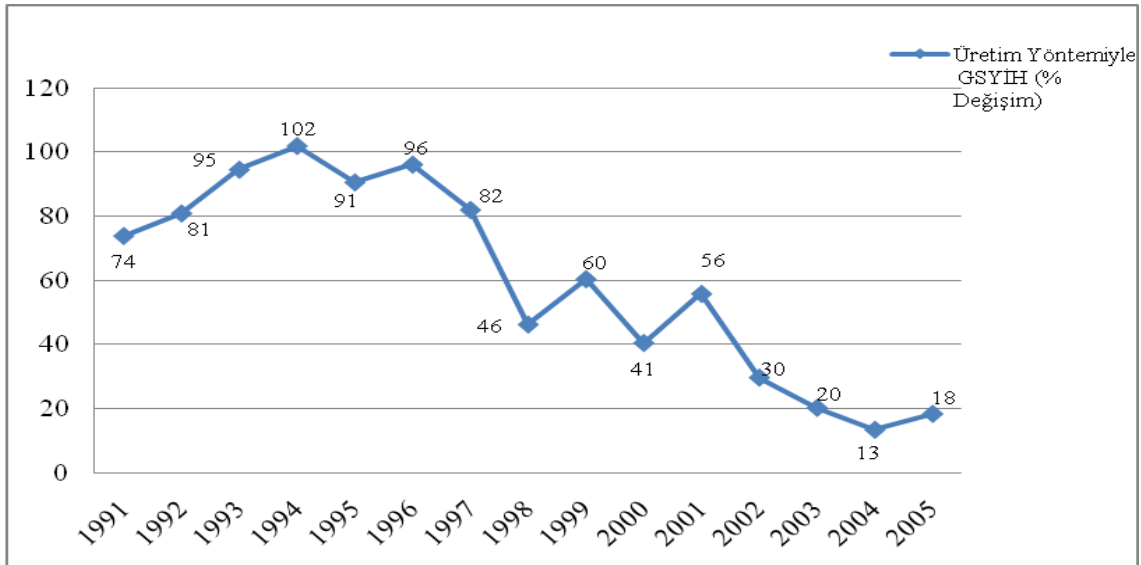
**Şekil 10.** Yıllara Göre İşsizlik Değerlerindeki Değişim (%)



**Kaynak:** TÜİK

Mali krizlerin en temel etkilerinden biri, ülke yurtiçi hâsıllarında yaşanan olumsuz değişimlerdir. Türkiye’de GSYİH rakamları 1991’den beri azalarak artan bir eğilim göstermektedir. Kriz dönemlerinde ise, bu oranlarda keskin düşmeler gözlenmektedir. GSYİH artış oranları 1994 kriziyle birlikte bir önceki yıla nispeten %102’den %91’e, 1998 krizinde %82’den %46’ya, 2000-2001 krizinde de %60’dan %41’e düşen artış oranları göstermiştir (Şekil 11).

**Şekil 11.** Yıllara Göre GSYİH Değerleri (% Değişim)



**Kaynak:** TÜİK

### 2.3. DIŞ TİCARET ÜZERİNE ETKİLERİ

Mali krizlerin dış ticaret üzerine etkileri ülke ihracat ithalat değerlerinin ülke aleyhine bozulması ve dış ticaret açıkları ile cari açıklarının artması şeklinde görülmektedir. Türkiye’de 1994 yılı kriz ortamını hazırlayan dış ticaret açıkları, kriz yılında kurların çok yükselmesi sonucunda ithalatta önemli oranda düşüş (6 milyar dolar dolaylarında) yaşanmasıyla birlikte ihracatın da artması nedeniyle 5 milyar dolar kadar (1980 düzeyi) daralmıştır. Ayrıca 1987’de 100 kabul edilip 1993’te 134 düzeyine çıkan Türk lirası da kriz sonrasında tekrar 1987 düzeyine inmiştir (Ertuna, 2007:57-58). 1997 Asya krizinin ekonomi üzerinde ciddi yıkımlara yol açmasına rağmen diğer yandan, tarımsal ihracat (pirinç ve tapyoka gibi), turizm ve bazı emek yoğun üretim ihracatı gibi bazı sektörler para birimlerinde yaşanan devalüasyondan faydalanmayı başarmıştır. Tüm bunların yanında genel olarak bakıldığında etkiler negatif olmuştur (Kittiprapas, 2002:4). Rusya kanalından Türkiye’ye intikal eden 1998 krizi ile 1997’de zaten durmuş olan ihracat 1998’de gerilemeye uğrayarak ekonomiye asıl şiddetli darbeyi vurmuştu. Bunun yanı sıra turizm gelirlerinin de durgunluğa girmesi Türkiye’nin 1998 krizinde yaşadığı olumsuz etkiler olmuştur (Kazgan, 2008:257). Türkiye ekonomisinde yaşanan 2001 krizi de iç pazarı daraltmış ve bu nedenle üreticiler dış pazara yönelmiştir. Bu durum 2001 ihracat artış hızlarında da görülmektedir (Tablo 3) (Özağ, 2003:94).

**Tablo 3.** Firmaların Satış Hasılatı ve İhracatı (% Değişim)

| <u>Yıllar</u> | <u>Satış Hasılatı</u> |             |              |                | <u>İhracat</u> |             |              |                |
|---------------|-----------------------|-------------|--------------|----------------|----------------|-------------|--------------|----------------|
|               | <i>Toplam</i>         | <i>Kamu</i> | <i>Yerli</i> | <i>Yabancı</i> | <i>Toplam</i>  | <i>Kamu</i> | <i>Yerli</i> | <i>Yabancı</i> |
| <u>1999</u>   | -4,1                  | -18,0       | 2,2          | 2,0            | -1,6           | -31,8       | -5,4         | 29,0           |
| <u>2000</u>   | 17,9                  | 9,6         | 20,6         | 22,1           | 4,1            | 19,2        | 3,0          | 3,5            |
| <u>2001</u>   | 2,0                   | 1,1         | 3,0          | -0,3           | 23,8           | 35,6        | 20,8         | 28,8           |

**Kaynak:** Özağ, 2003:94

Küresel krizin Türkiye’de dış ticaret açıklarının ve cari açığın 2008 yılında büyümesine neden olmuştur. Doğrudan yabancı sermaye girişleri de 2008 yılında azalma

göstermiştir (Apak, Aytaç, 2009:223). Türkiye’de küresel kriz dolayısıyla cari açık ve dış ticaret açıkları gittikçe kötüleşmiş, doğrudan yatırım rakamları düşmüştür.2008 Ocak Eylül ile 2009 Ocak Eylül değerleri kıyaslandığında cari açığın ve dış ticaret açığının daralma eğilimine girmeye başladığı gözlenmektedir (Tablo 4).

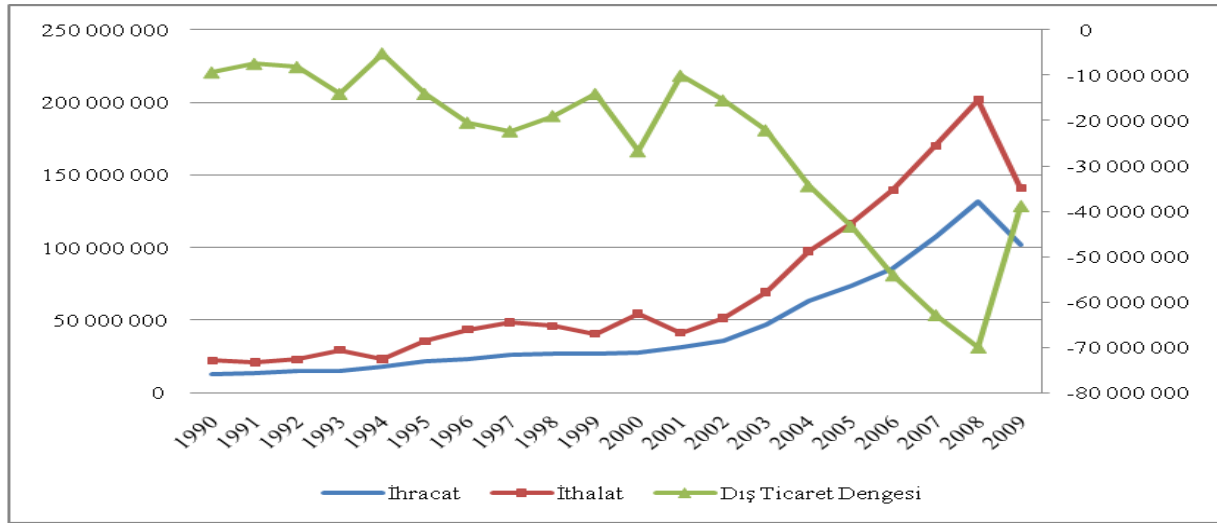
**Tablo 4.** Seçilmiş Ödemeler Dengesi Kalemleri

| Milyon Dolar                     | 2006   | 2007   | 2008   | Ocak Eylül<br>2008 | Ocak Eylül<br>2009 |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------------------|--------------------|
| <b>Cari İşlemler Hesabı</b>      | -32051 | -38219 | -41289 | -35890             | -8644              |
| <b>Dış Ticaret Dengesi</b>       | -40962 | -46677 | -52844 | -45031             | -17041             |
| <b>Doğrudan Yatırımlar (net)</b> | 19261  | 19940  | 15414  | 11950              | 5168               |
| <b>Cari Açık /GSYH (%)</b>       | 6,1    | 5,9    | 5,6    | -                  | -                  |

**Kaynak:** TCMB

Türkiye’nin 1990 yılı itibariyle ihracat ve ithalat verileri ile dış ticaret dengesi değerleri, her yaşanan kriz döneminin ülke dış ticaretini, dolayısıyla da ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. 1990-2009 arası dönem boyunca dış ticaret dengesi aşağı yönlü normal eğilimde seyrederken 1993,1998, 2000-2001 ve son olarak 2007-2008 küresel mali krizlerinin yaşadığı dönemlerde bu eğilimde keskin sıçramalar görülmektedir (Şekil 12).

**Şekil 12.** Türkiye'nin 1990-2009 Arası 20 Yıllık Dış Ticaret Verileri (Değer 000 \$)



**Kaynak:** TÜİK

## 2.4. DEVLETİN MALİ YAPISI ÜZERİNE ETKİLERİ

Mali krizler ülkelerin mali yapılarını da bozmakta, devletin borç yükünü artırmaktadır. Bunun yanı sıra, hükümet gelirlerinde daralma, dolayısıyla kamu harcamalarında da daralma gibi etkilere neden olmaktadır.

1994 Türkiye krizi döneminde -%5,6 düzeylerinde olan reel faizler, kriz sonrasında hiçbir ekonominin taşıyamayacağı düzeylere çıkmış (TL bazında %29 Euro bazında %35 dolaylarına yükselmiştir), devletin borçlanmalarının yükünü artırmıştır (Ertuna, 2007:59).

1997 Asya krizi de mali sektörü ciddi biçimde etkilemişti. 56 mali şirket kapanmış, geri dönmeyen kredilerin (NLPs - non-performing loans) payı dikkat çeker biçimde artmıştı. Böylece, IMF'nin kredi temini ve ardından IMF şartlarına bağlı sıkı maliye ve para politikaları dayatıldı. 1997'de mali sistemin çöküşü ve bölgesel iflas sektörün değeri düşen bahtın avantajlarından faydalanma olanağına gölge düşürdü. Böyle bir ortamda yapılan yerel işlemler, yüksek borç yüküne dayalı ve yüksek kredi riski içeren bir hale dönüştü ve sermaye akımları da daha çok kısa vadeli ve verimsiz yatırımlara yapılmaya başlamıştır (Kittiprapas, 2002:1-2). Aynı zamanda, hükümet gelirleri de ekonomide yaşanan daralma nedeniyle düşüş göstermişti. Bu mali daralmaya karşılık hükümetlerin aldığı tedbir bir dizi sosyal sektör programını da içeren hükümet bütçesinde kesintileri başlatmak olmuştur. Hükümet

gelirlerindeki düşüşler de insan kaynakları gelişimi, teknoloji gelişimi ve diğer bazı sosyal hizmetler gibi bir dizi hayati alanda kamu harcamalarının daraltılmasına neden olmuştur (Kittiprapas, 2002:4-5).

2000-2001 Türkiye krizini takip eden günlerde Türkiye’de dış borçlar 113,5 milyar doları bulmuştur. Bunun 22,7 milyar dolarlık kısmı kısa süreli olup, ticari bankaların ve özel kesimin borçlarıdır (Tablo 5). İç borçlar yine aynı dönemde o dönemin para birimiyle 101,8 katrilyon liraya ulaşmıştır (Tablo 6). Bu da ülkenin mali yapısını zora sokmuştur (Güvemli, 2002:14).

**Tablo 5.** 1998-2001 İtibariyle Dış Borçlar (Milyon Dolar)

|                         | 1998   | 1999    | 2000    | 2001    |
|-------------------------|--------|---------|---------|---------|
| <b>Kısa Süreli</b>      | 21.217 | 23.472  | 28.912  | 16.403  |
| <b>Orta-Uzun Süreli</b> | 75.685 | 79.965  | 88.932  | 97.189  |
| <b>Toplam</b>           | 96.902 | 103.437 | 117.844 | 113.592 |

**Kaynak:** Güvemli, 2002:14; Karagöz, 2007:102

**Tablo 6.** 2001 Yılı İtibariyle İç Borçlardaki Gelişmeler (Trilyon TL)

|                | Dönem Başı<br>Borç Tutarı | Dönem Sonu<br>Borç Tutarı |
|----------------|---------------------------|---------------------------|
| <b>Ocak</b>    | 36.421                    | 44.428                    |
| <b>Şubat</b>   | 44.428                    | 45.427                    |
| <b>Mart</b>    | 45.427                    | 50.851                    |
| <b>Nisan</b>   | 50.851                    | 59.209                    |
| <b>Mayıs</b>   | 59.209                    | 84.546                    |
| <b>Haziran</b> | 84.546                    | 90.332                    |
| <b>Temmuz</b>  | 90.332                    | 96.396                    |
| <b>Ağustos</b> | 96.396                    | 101.814                   |
| <b>Eylül</b>   | 101.814                   | 105.768                   |

**Kaynak:** Güvemli, 2002:14

Son yaşanan küresel mali krizde Türkiye'deki iç borçlanma faiz oranları Ocak 2008'den Ocak 2009'a kadar geçen dönemde %16,4'den %17,1'e çıkmış, Haziran 2009'da geri düşmeye başlamıştır<sup>5</sup>.

## 2.5. REEL SEKTÖR ÜZERİNE ETKİLERİ

Reel sektörde krizin en derin etkisi kredi kanallarının tıkanıklığı ve kredi maliyetlerinin yükselmesidir (Bernanke, 1983:16). Mali kriz dönemlerinde ve krizden sonraki ilk dönemlerde KOBİ'lere verilen kredilerin azaldığı gözlenmiştir. Aynı zamanda da önlem olarak genelde KOBİ'lerin borçlarının yeniden yapılandırılmasına ve kredi kanallarının açık tutulmasına çalışılmaktadır (Yıldıran, 2009:3). Krizin reel sektörde etkileri; istihdamın azalması, işsizliğin artması, üretim ve talebin düşmesi, borçluluk oranlarının artması ile piyasalarda rekabet gücünün düşmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

1997 Asya krizinde, tüm üretim sektöründe yaşanan daralma işgücü ve üretimde talep düşmesine yol açtı. Bu da bazı sektörlerde işsizliğin artması veya ücret ve gelirlerde azalmayla sonuçlandı. Yaşanan iş kayıpları ve gelir azalmaları özellikle hassas grupları için yoksulluğun artmasına neden oldu (Kittiprapas, 2002:4). İşsizlik oranı Kore'de dört katına, Tayland'da üç katına, Endonezya'da on katına çıktı (Stiglitz, 2004:119). Böylece, reel sektör kredi daralmalarından ciddi bir biçimde zarar görmüş ve birçok işletme ile endüstri iflaslarla kapanmalarla karşılaşmıştır. Küçülme, maliyet düşürme uygulamaları ve diğer programlardaki bütçe kesintileri işsizlikte, çalışma koşullarında ve işgörenlerin iş olanakları ile varlıklarında sert olumsuzluklar bırakmıştır. Yatırımcılar iktisadi olasılıklara olan güvenlerini yitirmişler ve GSYİH'daki büyüme negatif değerler almaya başlamıştır (Kittiprapas, 2002:5).

Türkiye'nin Şubat 2001 krizine yol açan faizlerde ve enflasyonda artış ile döviz kurlarındaki dalgalanma reel sektörü -özellikle KOBİ'leri- çok derinden etkilemiştir. Bu olumsuzluklar, bir taraftan reel kesimin yeni kredi imkânlarını ortadan kaldırırken, diğer taraftan reel kesimin kredi geri ödemelerinde sıkıntılara yol açmıştır (Yüksel ve Murat, 2002:14). Aynı şekilde 2001 krizinde istihdam hızla azalmış, işsizlik artmıştır. Doların

---

<sup>5</sup> Sayfa 36, Tablo 2'deki verilerden alınmıştır.

dalgalanmaya bırakılmasıyla birlikte, kur beklenilmeyen düzeylere çıkarak o dönemin para birimiyle 1.600.000 Türk Lirası'na ulaşmıştır. İmalat sanayinde de düşme yaşanmıştır (Güvemli, 2002:14). 2001 krizinde tüm kuruluşlar için borçlanma oranları artmıştır, bu da kriz döneminde kuruluşların fonlama riskinin arttığını göstermektedir. Yabancı sermayeli firmalardaki artış ise yerli firmalara göre daha fazla olmuştur (Tablo 7) (Özağ, 2003:96):

**Tablo 7.** Firmalarda Başlıca Borçluluk Oranları (1998-2001)

| Yıllar      | <u>Borç/Öz Sermaye</u> |             |              |                | <u>Borç/ Net Aktif</u> |             |              |                |
|-------------|------------------------|-------------|--------------|----------------|------------------------|-------------|--------------|----------------|
|             | <i>Toplam</i>          | <i>Kamu</i> | <i>Yerli</i> | <i>Yabancı</i> | <i>Toplam</i>          | <i>Kamu</i> | <i>Yerli</i> | <i>Yabancı</i> |
| <b>1998</b> | 148,93                 | 135,70      | 156,53       | 164,70         | 59,83                  | 57,57       | 61,02        | 62,22          |
| <b>1999</b> | 167,53                 | 144,54      | 178,03       | 172,28         | 62,62                  | 59,11       | 64,03        | 63,27          |
| <b>2000</b> | 167,59                 | 151,72      | 184,74       | 146,60         | 62,63                  | 60,27       | 64,88        | 59,45          |
| <b>2001</b> | 252,02                 | 321,10      | 223,24       | 203,47         | 71,59                  | 76,25       | 69,06        | 67,05          |

**Kaynak:** Özağ, 2003:96

Ayrıca, Kasım 2000 krizinin ardından o döneme kadar fazlasıyla açık pozisyon ve faiz riski taşımaya başlamış olan Demirbank battı ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na geçti. Bununla birlikte, Merkez Bankası'nın uyguladığı kura dayalı istikrar programını sürdürmek adına piyasaya likidite sağlamaması sonucu yalnız Demirbank değil, başta kamu bankaları olmak üzere hemen hemen bütün Türk bankaları zarar gördü. 2000 ve 2001 yılı boyunca önemli bankacılık zararları yaşandı ve sonuçta da devalüasyona gidildi. Bu da döviz açık pozisyonunu 20 milyar dolara çıkarmış olan bankacılık sisteminin iflasına yol açmıştır. Böylece uygulanmakta olan programdan vazgeçilmiş 21 Şubat 2001 itibariyle kur dalgalanmaya bırakılmıştır (Somçağ, 2007:110-126).

2007-2008 küresel mali kriz Avrupa'ya da sıçradıktan sonra ABD, Asya ve Avrupa borsalarında sert düşüşler yaşandı. Amerika'nın Countrywide Financial, Freddie Mac ve Fannie Mae gibi önde gelen finans kuruluşları bu krizle birlikte sarsıldı, Bear Stearns, Basis Capital, Absolute Capital gibi mali kurumlar iflaslarla karşılaştı. Ayrıca, mortgage'a dayalı finansal ürünlere yatırım yapan UBS, HSBC, DeutscheBank, Credit Suisse gibi dünyanın

önde gelen birçok bankası mortgage kriziyle derin zararlara uğradılar. İstihdam kayıpları artmaya başladı. (Apak, Aytaç, 2009:213-215).

Mortgage sektörü Türkiye’de Şubat 2007’den beri geçerlilik kazanmasına rağmen, Amerika’da başlayan küresel mali kriz, Türkiye piyasalarını da etkilemiştir. Yurtdışı borsalarında yaşanan kayıplar, İMKB’ye de sert düşüşler yaşattı. Yabancı yatırımcıların artan dolar talebiyle birlikte, Türk Lirası’nda da büyük kayıplar görüldü. Bununla birlikte, GRI Dünya Başkanı Henri Alster’in de belirttiği gibi piyasalarda yaşanan mortgage krizinin gayrimenkul piyasası açısından Türkiye’de olumlu gelişmelerin yaşanmasını sağlayacağı beklenmektedir (Apak, Aytaç, 2009:218-219).

## **2.6. DÜNYADA YAŞANAN MALİ KRİZLER VE İŞLETMELERE ETKİLERİ**

Dünyada yaşanan krizler artık sadece çıktığı ülkeleri değil ülkeler arası sermayenin serbest dolaşımıyla birlikte diğer ülkeleri de özellikle diğer ülkelerin dışa bağlı ticari faaliyetlerini yürüten işletmelerini de etkilemektedir. Mali krizlerin işletmeler üzerine etkileri gene olarak, dış talepteki düşmeye bağlı üretim azalması, maliyetlerdeki artış, işletme bilançolarında bozulma, karlılık rakamlarının düşmesi hatta zararların artması, likidite sıkışıklığının artışı ve borçların artması şeklinde görülmektedir.

Krizlerin işletmeler üzerindeki sonuçları şu başlıklar altında toplanabilmektedir(Çarıkçı ve Titiz:205):

- Yönetim kararlarının merkezileşmesi,
- Hızlı karar verme baskısı,
- Uyum yeteneğinin azalması,
- Gerilimin artması,
- Güvenin sarsılması,
- Beklenmeyen maliyetler.

2007'nin ikinci yarısında başlayan son küresel kriz sonucunda Türkiye en çok etkilenenler arasında yer almıştır. Türk ekonomisi önemli miktarda küçülmüş ve işsizlik artmıştır. Dış talepte, özellikle yatırım malları ve dayanıklı tüketim malları açısından önemli düşüşler yaşanmış, ihracatın azalmasıyla da, ihracata dayalı üretim yapan sektörlerdeki üretim azalmıştır. Küresel gelirdeki azalmayla birlikte turizm hareketleri de olumsuz etkilenmiştir. Finansal sektörü derinden sarsan küresel kriz, Türkiye için iç ve dış kredide azalmaya yol açmıştır. Türkiye'de ekonomiye duyulan güven gittikçe azalmıştır (Özatay, 2010:136-150). Yine 2001 yılında derin bir mali kriz yaşayan Türk ekonomisi, daha sonraki yıllarda hızlı bir büyüme trendine girmiştir. Ancak bu büyüme daha çok küresel likidite bolluğundan kaynaklanan dış finansmana bağlı bir büyüme şekli olmuş, bu da reel kesim için *krize maruz iktisadi bir yapı*<sup>6</sup> meydana getirmiştir. Bunun sonucunda, 2008'de küresel mali krizin etkileri Türkiye'de de görülmeye başlanmış, özellikle dış finansmana ve yabancı sermayeye bağımlı iktisadi yapı, küresel finansal piyasalardaki gelişmelerden olumsuz etkilenmiştir (Yıldırım, 2009:2-3).

Kriz öncesinde dünyada gözde ekonomileri oluşturan Doğu Asyalı şirketlerin 1997 krizi sonrası performanslarındaki şiddetli düşüşler o dönem için yoğun tartışmalara konu olmuştur. Bazı görüşlere göre, toplam talepteki düşüşleri, sermaye akımlarındaki kaçışları ve yurtiçi faiz oranlarındaki artışları da kapsayan dışsal şoklar, kriz döneminde şirketlerin zayıf performanslarını etkilemektedir. Mali krizin işletmelere etkisi yerel talepteki düşüş, girdi maliyetlerindeki artış (para biriminin değer kaybetmesine bağlı olarak), faiz oranlarındaki artış ve emek maliyetlerinin artışı yoluyla yaşanmaktadır (Claessens, Djankov ve Colin Xu, 200:30-31). 1997 Güneydoğu Asya krizinde para birimlerinin devalüasyona uğraması, özellikle yabancı paralarla borçlanan şirketlerin bilançolarında bozulmalara yol açmıştır. Döviz kurunda yaşanan değişikliklerden kaynaklanan yüksek zararlar sadece büyük şirket ve holdingleri değil KOBİ'leri de likidite sıkıntısına sokmuştur. Sanayi ve şirket hareketleri piyasa daralmasından dolayı kredi ve borç yönetiminde zorluklarla karşılaşmışlardır (Kittiprapas, 2002:4).

---

<sup>6</sup> Krize maruz iktisadi yapı, mali küreselleşmenin şekillendirdiği, küresel likiditeyle beslenen, sermayenin bol olduğu dönemlerde refah üreten, sermayenin daraldığı dönemlerde krize neden olan uluslararası finansal piyasaların risk algılamasına göre şekillenen durumu ifade etmektedir. (Yıldırım, Mustafa, **Bolluğun Getirdiği Darlık: Türkiye'de Krize Maruz İktisadi Yapının Finansal Kritiği**", **Küresel Sermayede Likidite ve Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Hesap Uzmanları Vakfı, 2007 Ekonomik ve Mali Araştırma Yarışması Birincisi, HUV Yayın No:23 Ankara, 2008)

2002 Arjantin krizinde pezonun devalüe edilmesiyle, Arjantin'e borç vermiş veya yatırım yapmış olan işletmeler milyonlarca dolar kaybetmiştir (Apak, Aytaç, 2009:107).

2001 Türkiye kriziyle birlikte, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilmiş 173 büyük sanayi kuruluşunun 2000 yılı ilk altı ayında sağladığı net kar 340 trilyon lira iken, bu kuruluşların 2001 yılı ilk altı aylık net zararları cari fiyatlarla 1,1 katrilyon lira olmuştur. Bir önceki seneye göre krizle birlikte firmalar şiddetli zararlara uğramış, üretim büyük oranda düşmüştür. Duran iç talep karşısında dış satıma yönelmek isteyen işletmelere yeterli miktarda Eximbank kredisi sağlanmaması ve %18'lere kadar artan KDV iadeleri engel çıkarmıştır. Yine kriz sürerken artan SSK primleri ve %18'e çıkan KDV oranı kayıt dışı ekonomiyi güçlendirmekten başka işe yaramamıştır. Yine devlet ölçsüz yüksek faiz ile bankalarda biriken mevduatı iç borçlanmayla toplayınca, krizden çıkmaya çalışan işletmeler makul faiz ile yeterli kredi kaynağı bulamamışlar ve bunun sonucunda hem işletmelerin üretimleri düşmüş, hem zarar etmişler ve hem de işçi çıkarmak zorunda kalmışlardır (Güvemli, 2002:14-15). Bununla birlikte, Türkiye'de yatırım yapan yabancı yatırımcıların ekonomideki değişimlere duyarlılığı daha fazla olmuş yerli üreticiye göre yabancı yatırımcının yaşadığı üretim azalışı daha fazla olmuştur. Yine 2001 krizi Türkiye'deki 500 büyük firma açısından etkili olmuş, üretim seviyesi düşmüştür, ayrıca bu firmaların mali yapısı bozulmuş; yabancı kaynak oranı giderek artarken, özsermaye oranı düşmüştür. Bu da firmaların borçlanma paylarının yani fonlama risklerinin artmasına neden olmuştur (Tablo 8). Yine 2001 krizinde tüm firmaların karlılık oranlarında düşme yaşanmış. Ayrıca tüm kamu kesiminde karlılık oranları 500 büyük firma ve yerli-yabancı firma ortalamasının da altında kalarak eksi değer almıştır. Bu durum, enflasyonla mücadelede kamu kesim fiyatlarının araç olarak kullanılması yanında, kamunun son yıllarda özelleştirme politikasıyla da birlikte ihmal edilmesinden kaynaklanmıştır (Özağ, 2003:94-99).

**Tablo 8.** Firmaların Kaynak Yapısı (1998-2001) (Toplam net aktif içindeki yabancı kaynak ve özsermayenin % payı)

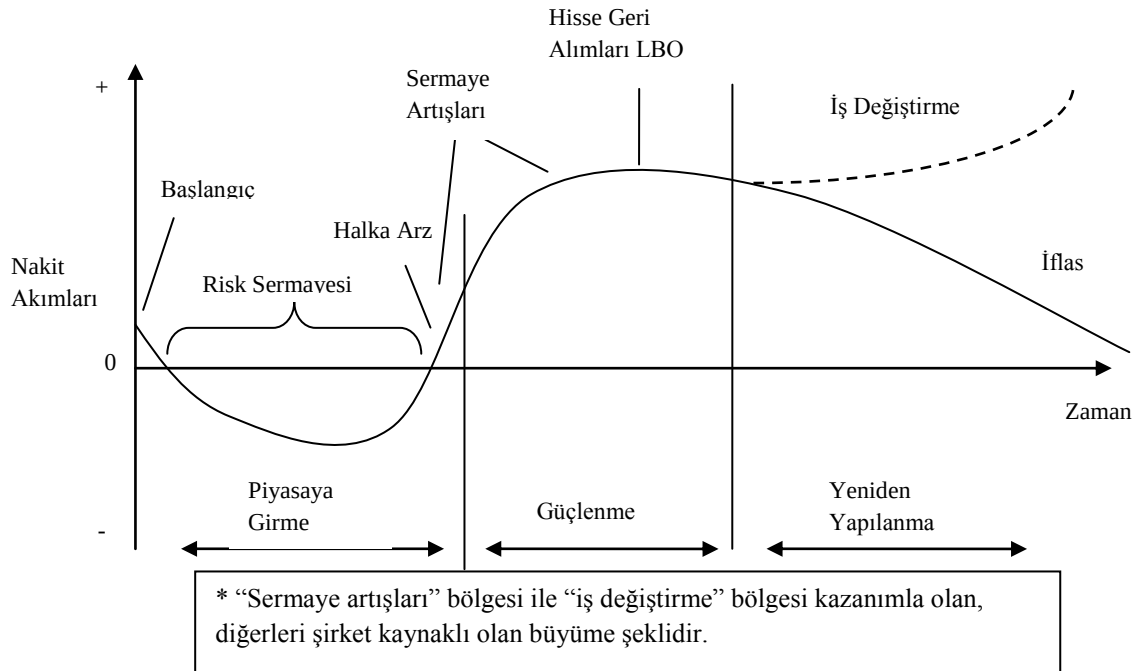
| Yıllar      | <u>Yabancı Kaynak</u> |             |              |                | <u>Öz Sermaye</u> |             |              |                |
|-------------|-----------------------|-------------|--------------|----------------|-------------------|-------------|--------------|----------------|
|             | <i>Toplam</i>         | <i>Kamu</i> | <i>Yerli</i> | <i>Yabancı</i> | <i>Toplam</i>     | <i>Kamu</i> | <i>Yerli</i> | <i>Yabancı</i> |
| <b>1998</b> | 59,8                  | 57,6        | 61,0         | 62,2           | 40,2              | 42,4        | 39,0         | 37,8           |
| <b>1999</b> | 62,6                  | 59,1        | 64,0         | 63,3           | 37,4              | 40,9        | 36,0         | 36,7           |
| <b>2000</b> | 62,6                  | 60,3        | 64,9         | 59,4           | 37,4              | 39,7        | 35,1         | 40,6           |
| <b>2001</b> | 71,6                  | 76,3        | 69,1         | 67,0           | 28,4              | 23,7        | 30,9         | 33,0           |

**Kaynak:** Özağ, 2003: 95

### 3. İŞLETMELERDE YENİDEN YAPILANMA VE FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA STRATEJİLERİ

İşletmelerin hayat seyri incelediğinde doğal bir büyüme sürecinden sonra dışarıdan veya içeriden kaynaklanan sorunlar nedeniyle iflas veya mali başarısızlık sorunları görülebilmektedir. Özellikle ekonomik ve finansal krizlerin getirdiği durgunluk dönemlerinde, işletmelerin karlılıklarının düşmesi veya iflasla karşılaşma riski de artmaktadır. Bu sebeple, firmalar böyle süreçlerde yeniden yapılanma veya iflas tercihleri ile karşı karşıya kalmaktadır (Şekil 13).

**Şekil 13.** Bir Firmanın Yaşam Döngüsü



**Kaynak:** Vernimmen, Quiry, Dallochio, Le Fur ve Salvi, Corporate Finance, 2009:879

İşletmelerin hayat seyrinin devam etmesi yeniden yapılanmaya bağlıdır. Genel anlamda işletmelerde yeniden yapılanma yeni yöntemlerle etkin hale getirilmesini ifade etmektedir. Yeniden yapılanmanın ilk amacı firmanın kısa dönemde rekabetçi gücünü yeniden

kazanmak ve kısa dönemde varlığını daima sürdürmektir (Vernimmen, Quiry, Dallochio, Le Fur ve Salvi,2009:879).

### 3.1. YENİDEN YAPILANMA KAVRAM VE TÜRLERİ

Yeniden yapılanma (reconstruction, restructuring) kavramı TDK sözlüğünde; “*bir kurum, kuruluş veya işletme personel ve çalışma düzeni bakımından yeni bir yapıya kavuşma*” (TDK:2165) olarak tanımlanmaktadır. Bu anlamda yeniden yapılanma bir kurumun, yönetim ve diğer fonksiyonların bütününe kapsayan bir kavramı ifade etmektedir. Yeniden yapılanma sürecinde, piyasa, müşteriler, tedarikçiler ve rakipleri dikkate alan stratejik bir faktör (Uzun, 2005:158-168) olmasının yanında, işletmenin likidite ve borç sorunlarının çözülmesini içermektedir (Vernimmen, Quiry, Dallochio, Le Fur ve Salvi,2009:879). Bu nedenle işletmelerde yeniden yapılanma üç grupta incelenebilir (Blatz, Kraus ve Hagnai, 2006:7):

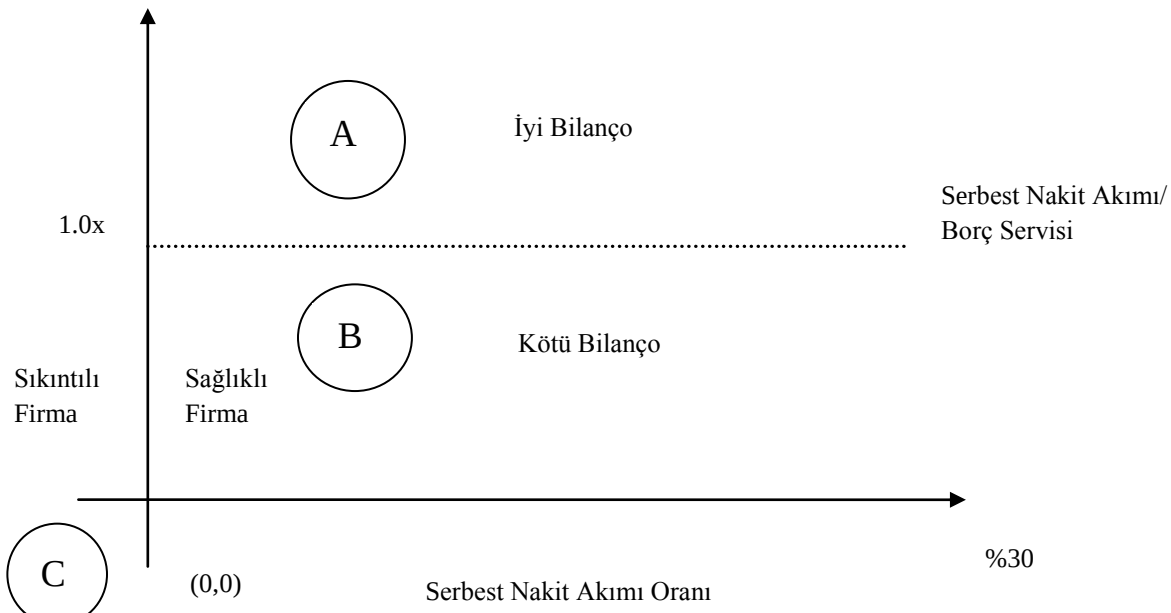
- *Finansal Yeniden Yapılanma:* İşletmenin kısa dönemli sürekliliğini sağlayacak önlemleri kapsar. Finansal yeniden yapılanmanın kısa ve uzun dönemli hedefi, sağlam ve sağlıklı sermaye yapısının yeniden kurulmasını sağlamaktır.
- *Operasyonel Yeniden Yapılanma:* Sadece kazanç ve likidite durumunu geliştirecek ihtiyaç duyulan önlemlerin değer zinciri olarak tanımlanmaktadır.
- *Stratejik Yeniden Yapılanma:* Yapısal ve süreç-uyumlu işletme birimlerinin yeniden organize edilmesini içeren yeniden yapılanmayı kapsar.

### 3.2. İŞLETMELERDE FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA

İşletmelerde finansal yeniden yapılanma, işletmenin mali başarısızlık sürecinden çıkışta aldığı önlemlerle ilgilidir (Uzun, 2005: 158-168). Mali başarısızlık kavramı, bir işletmenin sadece iflasa gitmesi anlamına gelmez. Daha esnek bir kavram olarak mali başarısızlık, çözümlenemeyen bir sorun haline geldiği zaman iflas söz konusu olmaktadır (Aktaş, 1997:7). Dolayısıyla mali başarısızlığın çözülmesi için işletmeler finansal yeniden yapılanma sürecine gidebilmektedir.

İşletmelerin finansal yeniden yapılanma sürecine girmesini belirleyen temel faktör, bilânçonun durumudur. Yeniden yapılanma sürecindeki bir işletme hem iyi veya sıkıntılı hem de sağlıklı veya sorunlu bilânço şeklinde sıklıkla sınıflandırılmaktadır. İşletmeler özellikle borç servisinden önce pozitif nakit akımlarına sahip olmalıdır. İyi bir bilânço borç servisi yükümlülüklerini sağlayabilecek serbest nakit akımlarına sahip olunan şekli göstermektedir (Fragen, 2005:331-332). İyi bir bilançoya sahip işletme (A) yeniden yapılanmaya gerek duymaz. Bu işletmeler pozitif serbest nakit akımına sahiptir. Problemlili bir bilançoya sahip işletme (B) nakit akımları borç servis yükümlülüklerini karşılayabilecek serbest nakit akımlarına sahip değildir (Şekil 14). Bu nedenle finansal yeniden yapılanmaya gitmesi gerekmektedir.

**Şekil 14.** Firmalarda Yeniden Yapılanma Değerlendirmesi



**Kaynak:** Fragen, 2005:332

Finansal yeniden yapılanma süreci, bilânçonun sağlıklı bir şekle çevrilmesi, faiz yüklerinin azaltılması, büyümeye hazırlık için yeniden sermaye (recapitalization) sağlanmasıdır. Finansal yeniden yapılanmada yeniden sermaye sağlanmasına gidilmesinin genellikle beş sebebi bulunmaktadır (Blatz, Kraus ve Sascha, 2006:9):

- Yeni fon sağlamak,
- Bilanço ve kazançlar üzerindeki baskıları azaltmak,
- Finansman döngüsünü istikrarlı duruma getirmek,
- İşletmenin başarısındaki finansman döngüsünün uyumlaştırılması,
- Stratejik işbirliği için yöntemler bulunması.

Finansal yeniden yapılanmaya gidilmesiyle firmalarda sermaye yapısında, firma değerinde ve hisse senedi performanslarında değişimler söz konudur. Dolayısıyla finansal yeniden yapılanmayla ilgili tanımlarda bu unsurlar yer almaktadır (Akkaya ve Tükenmez, 2007: 179). Kriz sürecinde işletmeler açısından mali başarısızlık riskinin ortadan kaldırılmasında ilk çözüm likidite sorunlarının çözülmesi ve düşen firma değerinin yeniden yapılandırılmasıdır (Vernimmen vd., 2009: 934). Dolayısıyla, finansal yeniden yapılanma temel olarak, genel anlamda iyi olan bir işletmenin bilançosundaki problemlerin çözülmesidir(Fragen, 2005: 333).

İşletmelerin finansal yeniden yapılanmada işletmeler açısından finansman sorunlarının çözülmesi de, dış etkilerle oluşturulabilecek çözümler ve firma içinden geliştirilebilecek çözümlerle bulunabilir. Dıştan çözümler; devlet müdahalesi, yasal düzenlemeler ve finans mühendisliği (aktif yönetim şirketlerinin kurulması, işletme yapılandırma fonları, kredi garanti fonlarının oluşturulması) şeklindeki düzenlemeleri kapsamaktadır (Pomerleano, 2005: 30-49). İşletme içerisinden üretilebilecek çözümler; borçların ötelenmesi (röfinansman), hisse senedi ihracı, tahvil ihracı gibi yeni nakit akımları sağlayabilecek önlemlerdir (Uzun, 2005: 158-168).

### **3.3. İŞLETMELERDE KRİZDEN SONRA FİNANSAL YENİDEN YAPILANMA**

Krizlerden sonra ekonomik büyümenin durması, finansal piyasalarda dalgalanma ve kredi sıkışıklığı gibi faktörler nedeniyle, kriz döneminde uygulanan finansman politikaları işletmelerin mali başarısızlığa düşmesine neden olduğundan önemlidir. Yani kriz dönemlerindeki işletme-içi finansman stratejileri kriz dönemindeki başarıları etkilemektedir.

Kriz dönemlerinde, işletmelerde aşırı borçlanma, karşılıksız dövizle borçlanma ve finansman giderlerinin yüksekliği gibi nedenler başarısızlığı tetiklemektedir (Öztek, 2006: 141-151).

Kriz döneminde işletmeleri zorlayan aşırı borçlanma ve nakit akışındaki zorlukların aşılması gerekir. Bu nedenle işletmelerde yeniden yapılanma hem bir borç yapılanması hem de operasyonel yapılanmayı içermektedir (Kawai, 2000: 133-168). Krizden sonra dönemler halinde finansal yeniden yapılanma üç aşamada gerçekleşmektedir.(1) Problemlili borç akışı işlemlerinin uzun dönemli düzenlenmesi (2) Kısa dönemde finansal istikrarın sağlanması ve (3) Orta vadede(6–18 ay) karlılık, mali yapının güçlendirilmesi ve likiditenin arttırılması gerekmektedir (Mako, 2001).

Krizlerden sonra işletmelerde yeniden yapılanma sürecinde, devletin hukuki düzenlemeleri, yeni kredi imkânları oluşturmaları ve firmanın geliştirdiği finansal stratejilerle finansal yönetimde kurumsallaşmaya yönelmesi şeklinde gelişmeler söz konusu olabilir. İşletmelerde finansal yeniden yapılanma sürecinin en iyi izlenebildiği dönem, Asya krizi sürecidir. Asya krizinde işletmelerin finansal yeniden yapılanma süreci dört aşamada oluşmuştur. *Birinci aşamada*, krizden sonra devlet tarafından işletmelerin yeniden yapılanmasının önündeki hukuki ve vergi ile ilgili engeller kaldırılarak yasal düzenlemeler tamamlanmıştır. Özellikle işletmeler açısından borç yapılarının iyileştirmesine imkân verecek yöntemlerin önü açılmıştır. *İkinci aşamada*, Londra yaklaşımı çerçevesinde değerlendirilebilecek uygulamalar yapılmıştır. Üçüncü aşamada, etkin iflas düzenlemeleri geliştirilmiştir. Son aşamada ise, işletmelerde kurumsal yönetişimin (corporate governance) geliştirilmesine yönelik çalışmalar yapılmıştır. Kurumsal yönetişim, yatırımların artmasını, etkinliğin geliştirilmesini ve uzun dönemde büyümenin artışı etkilemektedir (Kawai, 2000:133-168). Krizden sonra işletmelerde finansal yeniden yapılanma çok yönlü uygulamaları gerektirmektedir. Bu uygulamalarda çok borçlu işletmelerin borç sorunlarının çözümlenmesi, finansal sektörün yeniden yapılanması ve dış borçların yapılandırılması gibi unsurların uyum içinde düşünülmesi gerekmektedir (Iskander, Meyerman, Gray ve Hagan, 1999: 42-45).

Krizden sonra işletmelerde finansal yeniden yapılanma sürecindeki stratejiler ülke deneyimlerinden ve işletme uygulamaları referans alınarak iki grupta incelenebilir. Birinci grupta, uluslararası kurumlar, devlet düzenlemelerini ve yasal düzenlemeleri içeren dışarıdan finansal yapılandırma stratejileri (DFYS); ikinci grupta, işletmenin borç vadesini ötelemesi,

yeni finansman kaynakları sağlaması, halka arz yoluyla finansman sağlanması, swap ve diğer mekanizmalarla borç anlaşmaları imzalaması, duran varlık satışı ile finansal kaynak sağlanması gibi firma-içi finansal yapılanma stratejileri (İFYS) şeklinde sınıflandırmak mümkündür.

### **3.3.1. Krizden Sonra İşletmelerde Dışarıdan Finansal Yapılandırma Stratejileri**

Krizden sonra işletmelerde başarılı bir finansal yeniden yapılanmanın, ekonomi politikalarının geniş spektrumlu devlet müdahalesi ile birlikte güçlü bir zemin oluşturulmaksızın mümkün değildir. Bu anlamda, makro ekonomik istikrarın sağlanması, yeniden yapılanmanın hukuki zemininin hazırlanması, muhasebe sisteminin iyileştirilmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi, başarılı işletmelerin teşviki ve başarısız işletmeler için iflas düzenlemeleri gibi konularda devletin rol üstlenmesi beklenmektedir (Stone, 2000:2). Krizden sonra işletmelerde finansal yeniden yapılanmayı kolaylaştıracak şekilde, devlet tarafından aşağıdaki düzenlemeler yapılabilmektedir:

- Borçların yapılandırılması,
- Aktif yönetim şirketlerinin kurulması

#### ***3.3.1.1. İşletme Borçlarının Yeniden Yapılandırılması***

Kriz dönemlerinde mali yönden sıkıntılı işletmelerin ödenmesi mümkün olmayan borçlarının devletin veya finans kurumlarının öncülüğünde yeniden yapılandırılması mümkündür. Dünyada “*Londra yaklaşımı*” olarak bilinen uygulama ilk kez 1970’li yıllarda İngiltere’de uygulanmıştır. Londra Yaklaşımı’nın temel amacı; ticari bankalara ve diğer kreditörlere ciddi ödeme zorlukları içinde olan işletmelerle nasıl bir anlaşma yapacaklarına dair genel bir rehberlik sağlamaktadır. Londra yaklaşımının temel faktörleri de şu şekilde listelenmektedir (Pomerleano ve Shaw, 2005: 60-64):

- *Gönüllü Çözüm:* Başlıca kreditorlerin finansal zorluk içerisindeki firmalara gönüllü çözümler sağlamaları.
- *İyileşme Çabası:* İşletmelerin uzun dönemli ödeme gayretinin bulunması.
- *Duraksamalar:* Firmalarda nakit bütçelerinin yeniden düzenlenmesi için gerekli sürenin sağlanması kolaylığı.
- *Yüklenici Banka ve Kreditor Komitesi:* Kreditor işlemlerinin organize edilmesi ve yüklenilmesi.
- *Yeni Para Sağlanması:* Var olan işlemlerin yürütülmesi için yeni para sağlanması.
- *Kayıpların Paylaşılması:* Kreditorler arasında kayıpların paylaşılması,
- *Finansal Yeniden Yapılanma:* Kreditorler tarafından uzun dönemli işletme başarısının sağlanması için, yeni para bulunması, faizlerin ötelenmesi, borç-özkaynak dengesinin sağlanması.
- *Operasyonel Yeniden Yapılanma:* Anlaşılan bir iş planı çerçevesinde işletmenin tamamen iyileşmesine dönük işlemler yapılması.

2001 krizinden sonra Türk ekonomisinde 19 bankanın yeniden yapılandırılması için devlet müdahalesi yapılmıştır. Doğu Asya krizinde alınan dersler ve Londra yaklaşımı çerçevesinde ‘İstanbul Yaklaşımı’ başlıklı borçların yeniden yapılandırılmasına yönelik uygulama başlatılmıştır. Bu kapsamda 4743 sayılı kanun çıkartılmıştır. Bu düzenlemenin amacı finansal zorluklar içerisinde bulunmasına rağmen yeniden yapılandırılması mümkün olan ve ekonomiye katkı sağlayacak firmaların kurtarılması ve alacaklı finansal kurumlarının bilançolarının iyileştirilmesidir. İstanbul yaklaşımı çerçevesinde 2001 yılından 2003 yılına kadar bankaların aktif büyüme hızı artmış ve bilançolarında düzelmeler başlamıştır. Aynı dönemde 32 gruba ait 208 büyük ölçekli ve 103 küçük ve orta ölçekli işletme için 5,2 milyar dolarlık yeniden yapılandırma anlaşması yapılmıştır (Sipahi, 2003: 116-134).

### **3.3.1.2. Aktif Yönetim Şirketleri**

Aktif yönetim şirketleri, borçlarını yönetemeyen ve varlığını devam ettirmekte zorlanan mali kurumların aktiflerini yönetmek, mali kurumların yeniden yapılandırılmasını sağlamak, özellikle kamunun elindeki zorunlu mali kurumların sorunsuz özelleştirilmelerini sağlamak gibi amaçlarla kurulmaktadır (Sipahi, 2003: 33).

### **3.3.2. İşletme-İç Finansal Yeniden Yapılanma Stratejileri**

İktisadi refah döneminde ve kriz dönemlerinde işletmelerin finansal yapıları (sermaye yapısı) farklılık göstermektedir (Yücel, 2001: 93-94). Bu nedenle, işletmelerin kriz dönemindeki performansı ve finansal yapısının oluşumu krizden sonraki yapılanmalarının belirleyicisidir. Özellikle, kaldıraç oranı (toplam borçların aktif içerisindeki payı) ve borç servis kapasitesi gibi değişkenler krizde önemlidir. Krizden sonra işletmelerin finansal yapılarının yeniden yapılanması ve düzelmesinin temel göstergesi de borçlarla ilgili göstergelerin değişimidir. Finansal yeniden yapılanma için temelde iki alternatif bulunmaktadır. İlk alternatif olarak, borçların aktif içerisindeki payı artırılması ikinci alternatif olarak ise, hisse senedi arzıyla özkaynak artırılması söz konusu olabilir. Kısacası işletme içerisinde finansal yeniden yapılanma finans yapısının veya sermaye yapısının değiştirilmesidir (Ross, Westerfield ve Jordan, 2003: 601). Örneğin, Asya krizinden sonra, kaldıraç oranlarında Kore’de % 76 ve Tayland’da % 52 seviyesinde iyileşme sağlanmıştır. İşletmelerde mali başarısızlığın ölçülmesinde kullanılan Altman modeli, aynı zamanda yeniden yapılanma için veri sağlayabilmektedir. Altman modeli tarafından ölçülen Z puanları işletmelerin geleceğe yönelik düzelmeleri için veriler de sağlamaktadır. Teorik başarısızlık ölçülerinin geliştirdiği ölçüler, işletmelerin yeniden yapılandırılmasının da göstergesi olabilecektir (Altman, 1968: 589-609).

Krizden sonra işletmelerin içerisinde yapılabilecek yeniden yapılanma stratejileri, Lai ve Sudarsanam (1997) tarafından, operasyonel, aktif, idari, finansal, nakit yaratma başlıklarında sınıflandırılarak ölçülmeye çalışılmıştır (Tablo 9).

**Tablo 9.** Yeniden Yapılanma Stratejileri

| STRATEJİLER             | UNSURLARI                                                                           |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| Operasyonel Stratejiler | Maliyet Rasyonalizasyonu,<br>İşletme birimlerin Uyumlaştırılması ve Birleştirilmesi |
| Aktif Yapılanması       | Aktif Azaltma,<br>Devralma,<br>Sermaye Harcaması                                    |
| İdari Yapılanma         | Üst Yönetimin Değiştirilmesi                                                        |
| Finansal Stratejileri   | Temettü Azaltma veya Kesme<br>Hisse Arzı<br>Borç Yapılandırma                       |
| Nakit Yaratma           | Yeni Nakit Sağlama                                                                  |

**Kaynak:** Lai ve Sudarsanam, 1997

Kriz dönemlerinden sonra firmaların borç ve likiditeye odaklanmasının temel nedeni, kriz süresinde yaşanan kredi sıkışıklığıdır. İşletmeler, acil nakit ihtiyacı, faaliyetlerin finansmanı ve alacaklardaki gecikmeler nedeniyle yeni finansal kaynaklara ihtiyaç duyabilmektedir (Yıldıran, 2009:210). Kredi sıkışıklığının muhtemel etkisi, likidite sorunları ve nakit ihtiyacının giderilmesini gerektirmektedir. Genelde işletmelerin finansal yeniden yapılanması için kronikleşmiş likidite sorunlarının çözülmesi önemlidir. İşletmelerde kronikleşmiş likidite sorunları:

- İşletmenin vadesi gelen yükümlülükleri karşılayamaması,
- Borçların değerinin aktiflerin üzerine çıkması,
- Yetersiz sermaye nedeniyle yatırım fırsatlarının kaçırılması şeklindedir (Akkaya ve Tükenmez, 2007: 179-195).

İşletmelerin krizden sonra finansal yeniden yapılanmaya dönük tavırları, Yücel (2001) tarafından 1998’de yaşanan krizden sonra, işlemsel ve finansal tavırlar olarak incelenmiştir. İşlemsel tavırlar; işgücü, yönetim değişikliği, varlıklarda ve sabit varlıklarda değişim gibi

unsurlarla analiz edilmiştir. Finansal tavırlar ise, kar payında değişim, borç ve özkaynaklardaki değişim olarak analiz edilmiştir.

İşletmelerde finansal yeniden yapılanma için gerçek bir değerlendirme imkânı veren gelişmeler, Asya krizden sonraki uygulamalardır. Bu açıdan, Pomerleano (1998) işletme finansı için Asya krizinden alınabilecek derslerde finansal gösterge olarak, kaldıraç oranı, borçlanmanın sürdürülebilirliği, özkaynak karlılık oranı, ekonomik katma değer, finansal kırılganlık gibi unsurları kullanmıştır.

Krizlerden sonra finansal yeniden yapılanma dâhilinde, işletmelerin kendi üretebildikleri finansal stratejiler, Asya krizinden itibaren, borçların yeniden yapılandırılması, yeni fon sağlanması, aktif satışı, yeni hisse senedi ihracı ve maliyet azaltma gibi faktörlerde yoğunlaşmaktadır (Mako, 2001).

## **4. İMKB KAPSAMINDAKİ İŞLETMELERİN FİNANSAL YENİDEN YAPILANMASI**

İşletmelerde mali kriz dönemleri ve sonraki dönemin yönetimi, işletmelere yüklediği maliyetler ve kayıplar dolayısıyla büyük önem taşımaktadır. Bu süreç sonunda işletmeler yeniden yapılanma veya iflas tercihlerinden birini uygulamak durumunda kalmaktadırlar. Buradan hareketle bu çalışmanın amacı, işletmelerin kriz dönemindeki performans analizlerinin değerlendirmesini yaparak işletmelerin kriz dönemindeki performanslarıyla ilişkili olan etmenleri açıklamak ve kriz sonrası işletme-içi finansal yeniden yapılanmayı tercih eden işletmeler açısından işletmelerin uyguladıkları finansal yeniden yapılanma türünün analizini yapmak ve yapılanma sürecinde işletmenin karlılığını artıran etmenleri açıklamaktır. Araştırmada işletmeleri kriz dönemlerinde etkileyen faktörler incelenmiştir, bu bağlamda bu çalışmanın uygulama kısmında da hangi faktörlerin kriz döneminde işletme performansını etkilediği analiz edilmiştir.

Bu çalışmanın akademik anlamda bir ekonomik kriz antolojisi niteliği taşımasının yanında, başta seçilmiş sanayi kollarında faaliyet gösteren işletmeler olmak üzere, üretim sektöründe faaliyet gösteren işletmeler için de geliştirilerek değerlendirildiğinde geleceğe yönelik faydalar getireceği beklenmektedir.

### **4.1. LİTERATÜR ÖZETİ**

Mali kriz dönemlerinin yönetimi ve kriz sonrası yeniden yapılanma çalışmaları hem akademik anlamda hem de işletmeler açısından krizlerin de sıklaşmasıyla birlikte önem kazanan bir konu olmuştur. Bu konuda yabancı yazında daha çok çalışma bulunmakla birlikte ülkemizde de mali kriz sonrası yeniden yapılanmayla ilgili akademik çalışmalar yürütülmektedir. Aşağıdaki tabloda son dönemlerde yapılan kriz dönemi ve kriz sonrasıyla ilgili akademik çalışmaların özeti sunulmaktadır (Tablo 10).

**Tablo 10.** Mali Kriz Sonrası Yeniden Yapılanma İle İlgili Literatür Taraması

| Tarih | Yazar                                        | Adı                                                                                      | Kullanılan Yöntem                                           | Ulaşılan Sonuç                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------|----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1990  | Harry DeAngelo ve Linda DeAngelo             | Dividend Policy and Financial Distress: An Emprical Investigation of Troubled NYSE Firms | İstatiksel Veri Analizi                                     | New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görüp, 1980-1985 döneminde yaşanan ekonomik çalkantılarda çok sayıda mali kayıp yaşayan 80 büyük sanayi işletmesi üzerinde, kar payı politikalarındaki ayarlamaları incelemek amacıyla, araştırma gerçekleştirilmiştir. Bulgular, zorunlu borç sözleşmeleri arttıkça işletmelerin kar payı dağıtımlarını düşürdüklerini ve büyük kamu şirketlerinin mali sıkıntılara hızlı ve agresif bir biçimde kar payı dağıtımını azaltmasına gittiklerini göstermiştir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 1992  | John Kose, Larry H. P. Lang ve Jeffry Netter | The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline            | İstatiksel Veri Analizi                                     | Çalışma, işletmelerin yaşadıkları performans düşüklükleri karşısında, şirket kontrolü, faaliyetleri, yatırımları ve finansal politikaları gibi konulardaki gözlemlenebilir değişimlerini ortaya koymuştur. 1980'lerde varlıkları en 1 milyon dolar olan 82 firmanın Compustat verileri kullanılmıştır. Performans düşüklükleri karşısında işletmelerin firma kontrolü, faaliyetler ve mali politikalarda değişikliklere gittiklerini gözlemlemişlerdir. Negatif bir performans dönemini takip eden yıl çalışan sayısında, faaliyet gösterilen dallarda ve üretim maliyetlerinde önemli düşmeler görülmüştür. Ayrıca firmaların borçları ve kar paylarını düşürerek mali politikalarını değiştirdikleri bulunmuştur.                                                                                                                               |
| 2001  | Tülay Yücel                                  | Finansal Başarısızlık Durumunda Sermaye Yapısı ve Firmaların Aldıkları Tavrılar          | Paket Programla İstatiksel Veri Analizi, Korelasyon Analizi | Firmaların finansal başarısızlık durumunda sermaye yapılarına bağlı olarak aldıkları tavırları incelemek amacıyla İMKB'de işlem gören 85 firma mali verileri üzerinde araştırma gerçekleştirilmiştir. 1997 yılında kar eden, 1998 yılında zarar eden veya karında azalış görülen firmalar örnekleme dahil edilmiştir. Elde edilen sonuca göre, ekonominin refah içinde olduğu dönemlerde firmaların toplam aktiflerinin finansmanında toplam borç oranının yüksek olması, yaratacağı kaldıraç etkisi nedeni ile firma için risk yaratmasına rağmen desteklenen bir durum olmakta, buna karşın mali kriz dönemlerinde firmalar bu dönemde risk üstlenmek istemediklerinden firma içinde yaratabilecekleri kaynaklara yönelmektedirler. Öncelikle kar payı dağıtımını azaltmayı-durdurmayı ve özsermaye artışı ile kaynak yaratmayı seçmektedirler. |

| Tarih | Yazar       | Adı                                                                                                         | Kullanılan Yöntem                                                                                 | Ulaşılan Sonuç                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2006  | Bora Selçuk | Yükselen Ekonomilerde Kriz Dönemlerinde Bankacılık Sistemlerinin Yeniden Yapılandırılması ve Türkiye Örneği | Dziobek-Pazarbaşıoğlu Bankacılık Performansı Ölçütleri ve Basel Sermaye Yeterliliği Rasyosu (SYR) | <p>Çalışmanın amacı, Türk bankacılık sisteminde 2000-2001 Finansal Krizi sonrasında gerçekleştirilen yeniden yapılandırma çalışmalarının başarısını sınamak ve sonuçlarını gözlemlemektir. Ayrıca, içlerinde Türkiye'nin de olduğu yükselen ekonomilerde mali kriz sonrası uygulanan bankacılık yeniden yapılandırmaları stratejilerini incelemek ve ülkelerarası uygulama farklılıklarını ortaya koymaktır. Türk bankacılık sisteminin yeniden yapılandırma çalışmaları sonucunda geçirdiği değişimi gözlemlemek ve mevcut performansı literatürde yer alan Dziobek-Pazarbaşıoğlu performans değerlendirme uygulaması ve Basel komitesi tarafından bankaların sermaye yeterlilikleri ve mali güçlerini değerlendirmekte kullanılması tavsiye edilen Sermaye Yeterliliği Rasyosu yardımıyla analiz edilmiştir. Bankacılık performans değerlendirmesinde ilk aşama stok ve akım ölçütleri yardımı ile bankacılık performansını; ikinci aşamada ise aracılık, etkinlik ve risk ölçütleri ile aracılık yeteneği performansını değerlendirmiştir. Ayrıca Türk bankacılık sistemindeki yeniden yapılandırma faaliyetleri sonucunda değişen makroekonomik durumu araştırmak amacı ile makroekonomik oran ve göstergeler yardımı ile daha önce yeniden yapılandırma gerçekleştiren ülke ekonomileri ile karşılaştırılmıştır. Türk bankacılık sisteminin bankacılık ve aracılık yeteneğinin performans sınaması sonucu, yeniden yapılandırma faaliyetleri sonucunda sistemde finansal kriz öncesine (1.1.1997-31.12.2000) göre, kriz sonrasında (1.1.2000-31.12.2004) bankacılık performansı açısından yetersiz kaldığı gözlenmektedir. Stok ve akım ölçütlerin daha çok yeniden yapılandırmanın ilk aşamasında uygulanan finansal yapılandırma çalışmalarının başarısına bağlı kalmasının finansal yapılandırma çalışmalarının bankacılık sistemini kriz öncesi dönemde sahip olunan görece sağlamlığa ulaştıramadığını gözlenmiştir. Türk bankacılık sisteminin 2001 krizi sonrası performansı Dziobek-Pazarbaşıoğlu çalışmasıyla karşılaştırıldığında ise Türkiye'nin tüm ülke gruplarının gerisinde bir performans izlediği ortaya çıkmıştır. Türkiye'nin yeniden yapılandırma çalışmaları sonrası makroekonomik gelişimi uluslararası deneyimlerle karşılaştırıldığında, bankacılık sistemindeki tüm olumsuzluklara rağmen; incelenen ülkelerin önemli bir kısmından daha iyi bir ekonomik performans gerçekleştirdiği gözlenmiştir. Türkiye'nin arkasında bir makroekonomik performans elde etmiş ülkeler Arjantin, Brezilya, Meksika ve Endonezya iken Rusya, Tayland ve Güney Kore ise Türkiye karşısında görece bir başarı sergilemişlerdir.</p> |

| Tarih | Yazar                                      | Adı                                                                                                                                                  | Kullanılan Yöntem                           | Ulaşılan Sonuç                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2008  | Minchoul Kim, Minh Kim ve Ronald D.McNiel  | Predicting Survival Prospect of Corporate Restructuring in Korea                                                                                     | Logit Analizi                               | Çalışmanın bulguları, denetim görüşü, firma riskliliği ve firma büyüklüğünün 1997 Asya krizinden itibaren eşi görülmemiş şekilde ağır bir finansal yeniden yapılanma sürecine girmiş olan mali anlamda sıkıntı yaşayan Koreli firmaların ayakta kalma beklentilerinde önemli değişkenler olduğunu ortaya koymuştur.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 2009  | Piruna Polsiri ve Kingkarn Sookhanaphibarn | Corporate Distress Prediction Models Using Governance and Financial Variables: Evidence From Thai Listed Firms During The East Asian Economic Crisis | Lojistik Regresyon ve Neural Network        | Tayland Borsası'nda işlem gören firmalar 1998-2001 Asya krizi dönemi için ele alındı. Logit modelin sonuçları yönetim değişkenlerinin şirketlerin karşılaştıkları sıkıntıların farklılıklarını tahmin etmede önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Yani içinde denetimi sağlayan hissedarların olduğu finansal olmayan kurumlarda mali sıkıntı olasılığı daha düşüktür. Denetim sağlayan hissedarların dahil olduğu aktif yönetim kurullarında da mali sıkıntı olasılığı daha düşüktür. Bulgular, aşırı borç kullanımı olan, zayıf faaliyet performansı gösteren ve düşük piyasa kapitalizasyonu gösteren firmaların mali sıkıntı yaşama eğiliminde olduğunu göstermiştir. Kullanılan iki model de başarılı tahminler vermiştir. Yani iki modele de etkin erken uyarı sistemi olarak kullanılabilir. |
| 2010  | Orhan Çınar ve İmran Aslan                 | 2009 Yılı Ekonomik Krizinin Erzincan'daki Yerel İşletmeler Üzerine Etkisi                                                                            | Anket Tekniği, Tarama Modeli                | Araştırmanın temel amacı Erzincan'da imalat yapan işletmelerin 2009 yılı ekonomik krizinden etkilenme derecelerini tespit etmek ayrıca krizden önce ve kriz süresince ne yaptıklarını ortaya koymaktır. Araştırma sonucunda işletmelerin üretim, işsizlik ve kapasite kullanım oranı bakımından olumsuz etkilendikleri tespit edilmiş ve birçok işletmenin kriz yönetimi kültürünün olmadığı ortaya çıkmıştır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 2010  | Işıl Özden Çıtır ve Merter Akıncı          | 2008-2009 Ekonomik Krizi Çerçevesinde Ordu/Ünye'de Fındık Sektöründe Faaliyet Gösteren KOBİ'lerin Kriz Stratejileri                                  | Anket Tekniği, Paket Programla Veri Analizi | Çalışmanın sonuçları KOBİ'lerin ekonomik krizden büyük ölçüde zarar gördüğünü ancak olası zararı bundan sonra en aza indirmek adına gerekli çabayı göstermediğini ve kriz yönetim stratejileri konusunda da yeterli bilgi düzeyine sahip olmadıklarını ortaya koymuştur. Ayrıca analize konu olan işletmelerin krizin etkilerinden kurtulabilmek için işçi çıkarma politikasına başvurmuş oldukları bununla birlikte, söz konusu işletmelerde, üretilen üründe kalite problemleri yaşanması, kapasite kullanım oranlarının düşmesi ve çalışanlarda motivasyon kaybı gibi sorunların da ortaya çıktığı gözlenmiştir.                                                                                                                                                                                      |

| Tarih | Yazar                                   | Adı                                                                                           | Kullanılan Yöntem                                             | Ulaşılan Sonuç                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2010  | Sevgi Sezer                             | Ekonomik Krizlerde İşletmelerin Finans, Pazarlama ve Yönetim Sorunları: Bursa’da Bir Uygulama | Anket Tekniği                                                 | Analizin yapıldığı Bursa ilinden elde edilen bulgular son uluslararası finans piyasalarının yaşadığı çalkantılardan Bursa ilinin de etkilendiğini, ihracatta ciddi bir daralma, ekonomiye güven kaybı sonucu iç talepte de daralma olduğunu göstermiştir. Analiz sonuçları, firmaların büyük oranda finansal planlama yaptığını ancak finansman sorunları yaşadıklarını göstermiştir. Kriz sonrası borçlarda artış tespit edilmiş, işletmelerin en çok iç talepte ve iş hacminde yaşanan daralmadan, hammadde fiyatlarının artışından etkilendiği tespit edilmiştir. Kriz nedeniyle işletmeler politikalarında; maliyet düşürücü tedbirlerin alınması, özkaynakla finansmana ağırlık verilmesi, satış vadelerinin uzatılması ve vade farklarının düşürülmesi, üretimleri mümkün olduğunca azaltmadan yurt dışına yöneltme gibi değişiklikler yapmışlardır. |
| 2010  | Nihat Işık, Hasan Gül ve Efe Can Kılınç | Küresel Krizin KOBİ’ler Üzerindeki Etkisi: Karaman İmalat Sanayi Üzerine Bir İnceleme         | Alan Araştırması, Anket Tekniği, Paket Programla Veri Analizi | Araştırma bulguları ankete katılan firmaların küresel krizden etkilendiğini, iş hacimlerinin azaldığını belirtmiştir. Krizin gözlenen en derin etkisinin kapasitenin altında üretim gerçekleşmesi olduğu belirlenmiştir. Firmaların bu etkilerden kurtulmak için fiyat politikasını kullandıkları, satışları arttırmaya çalıştıkları ve özkaynakla finansmana ağırlık verdikleri gözlenmiştir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

#### 4.2. VERİ VE YÖNTEM

Mali krizlerin şirketlere etkisi ve sonrasında görülen yeniden yapılanma uygulamalarını incelemek amacıyla 2001-2003 yılları arasında, İMKB’de işlem görüp “taş ve toprağa dayalı sanayi”, “metal ana sanayi” ve “metal eşya, makine ve gereç sanayi” kolunda faaliyet gösteren 51 firmanın 12 aylık mali tablo verileri incelenmiştir. Son krizden ziyade Türkiye’nin 2001 krizinin ele alınmasının nedeni; 2007 mali krizi etkilerinin hala sürmesine rağmen 2001 krizinin hem kriz sürecini hem de sonrasında yaşananların rakamsal verilerle gözlemlenebilmesi olanağıdır. Araştırma sürecinde incelenen şirketlerin listesi Ek1’de verilmiştir. Araştırma sürecinde, kriz dönemindeki ve krizi takip eden iki yıllık yapılanma dönemindeki araştırma kapsamındaki firmaların performansları analiz edilecektir. Analizdeki değerlendirme unsurları şu şekilde listelenmektedir:

- (a) Kriz dönemi ve krizden sonraki dönemlerdeki uygulamaların analizi,
- (b) Firmaların karlarını etkileyen unsurların tespiti,
- (c) Firmaların kriz sonrası finansal yeniden yapılanma uygulamalarının tespiti.

Analizde firmaların performans değerlendirmelerinin yapılabilmesi ve yorumlanabilmesi için mali tablolardan elde edilen niceliksel verilerin kullanıldığı lojistik regresyon yöntemi (Logit Model) ile çok değişkenli doğrusal regresyon modeli kullanılacaktır. Regresyon model, bir bağımlı değişkenin başka açıklayıcı değişkenlere olan bağımlılığını, birincinin (anakütle) ortalama değerini, ikincilerin (yinelene örneklerdeki) bilinen ya da değişmeyen değerleri cinsinden tahmin etme ve/veya kestirme amacıyla inceler (Gujarati,2009:16). Bu model sayesinde, kriz döneminde ve sonraki yapılanma dönemlerinde firmaların karlılığı ile çeşitli mali veriler arasındaki ilişki durumu ölçülecektir. Firmaların performans kriterleri olarak kriz dönemindeki net kar/özsermaye oranı bağımlı değişken olarak kullanılacaktır. Bağımsız değişken olarak da halka açılma oranı, finansman oranı, net işletme sermayesi devir hızı, faaliyet gideri/net satış gibi veriler kullanılmıştır.

Analiz modeli:

$$(i) \quad Y_i : \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + u_i$$

Burada Y bağımlı değişkeni,  $X_{123}$ 'ler bağımsız değişkeni,  $u_i$  de modele dâhil edilmemiş olan, ancak modele etkisi olan değişkenleri temsil eden hata değişkenini ifade etmektedir.

Logit model, *ikili seçim modeli* sağlayan, tablolaştırılmış ya da ham veri setlerini analiz eden bir ekonometri modelidir (Gujarati,2009:556). Logit model sayesinde, bağımlı değişkenin tahmini değerlerini olasılık olarak hesaplayarak olasılık kurallarına uygun sınıflama imkânı doğmaktadır (Özdamar, 1999:476). Böylece, kriz sonrası yapılanmaya giden firmalara göre değerlendirmeler kolaylıkla yapılabilecektir. Firmaların performans kriterleri olarak, kriz dönemindeki net kar/özsermaye oranı bağımlı değişken olarak kullanılacaktır. Ayrıca, bağımlı değişkenler, 0 ve 1 şeklinde sınıflandırılan verilere dayanarak tahmin edilecektir.

Analiz modeli:

$$(i) \quad P(Y)= 1 / 1 + e^{-Y} \text{şeklindedir.}$$

Bu modelde, başarılı performans gösterenler için  $Y:1$ , diğerleri için  $Y:0$  olur.  $Y$  için doğrusal bağlantı fonksiyonu da aşağıdaki gibidir:

$$(ii) \quad L = \ln(Y_i / Y_{i-1}) : \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + u_i$$

Bu değişkendeki  $X_{123}$ 'ler; finansman oranı, ihracat oranı, kaldıraç oranı, cari oran, firma değeri, halka açılma oranı gibi bağımsız değişkenlerdir.  $u_i$  de modele dâhil edilmemiş olan değişkenleri temsil etmektedir.

Veri analizi ve modelin çözümü için “IBM SPSS Statistics 18” programı kullanılacaktır. SPSS programı aşağıdaki işlemler için kullanılacaktır:

1. Firmalardan alınan mali tablo verilerinin sınıflandırılması ve analizi,
2. Firmaların performans ölçümünde yapılacak doğrusal regresyon ve logit regresyon çözümlenmesi,
3. Elde edilen bulgulardan rapor hazırlanması.

Bu çalışmada, işletme-içi finansal yeniden yapılanma stratejileri incelenmektedir. Çalışmanın bilimsel sınırları mali tablolar çerçevesinde belirlendiğinden dolayı, borçlanma, sermaye değişimi, firma değeri değişimi ve yeni kaynak sağlama gibi işletme-içi stratejilerin izlenmesi mümkün olmaktadır. Bu bilimsel tercih krizden sonra işletme-içi finansal yeniden yapılanma sürecinin net bir analizini de sağlamaktadır.

**Tablo 11.** İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Stratejileri ve Kriterleri

| Strateji                   | Kriter                                                |
|----------------------------|-------------------------------------------------------|
| Likidite Artışı            | Cari Oran                                             |
| Finansal Yapı Stratejileri | Kaldıraç Oranı<br>Borç Değişimi<br>Özsermaye değişimi |
| Maliyetler                 | Finansman Giderleri<br>Faaliyet Giderleri             |
| Firma değeri               | Borsa Senetlerinin Piyasa Performansı                 |
| Karlılık                   | Net Kar/Satış Oranı<br>Net Kar/Özkaynak               |
| Yeni Kaynak                | Maddi Duran Varlık Satışı                             |

Mali kriz sonrası işletmeler finansal yeniden yapılanma stratejisi olarak, likidite artırmaya, borçluluklarını ve giderlerini düşürmeye, özsermayelerini ve karlılıklarını artırmaya çalışmaktadır. Bu uygulamaları işletmelerin mali tablo verilerinden elde edilen analizler yoluyla görmek mümkündür (Tablo 11). Bu bağlamda, bu çalışmada analiz yönteminde kullanılan veriler şu şekilde listelenmiştir (Tablo 12):

**Tablo 12.** Analiz Değişkenleri Açıklamaları

| MODEL KODU     | SPSS KODU | DEĞİŞKEN ADI         | AÇIKLAMA                                                                                                    |
|----------------|-----------|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Y <sub>1</sub> | DURUM     | Kar-Zarar            | İncelenen dönemin kar veya zarar durumunu gösterir. Bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.                 |
| Y <sub>2</sub> | KARTL     | Net Kar/Zarar        | Firmanın ilgili dönemdeki kar/zarar değerlerini gösterir. Bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.           |
| Y <sub>3</sub> | NTKNS     | Net Kar/Net Satışlar | İşletme satışlarının ilgili dönemdeki karlılığını gösteren oran. Bağımlı değişken olarak ele alınmıştır.    |
| Y <sub>4</sub> | NTKOZ     | Net Kar/ Özsermaye   | İşletme özkaynaklarının karlılığını gösteren bağımlı değişken.                                              |
| X <sub>1</sub> | AKTIF     | Aktif Toplamı        | Şirket bilançosunda ilgili dönemin aktif toplamını göstermektedir, bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. |

| MODEL KODU      | SPSS KODU | DEĞİŞKEN ADI               | AÇIKLAMA                                                                                                                               |
|-----------------|-----------|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| X <sub>2</sub>  | ALCKK     | Kısa Vadeli Alacak         | İşletmenin ilgili dönemdeki kısa vadeli alacak toplamını gösteren bağımsız değişken.                                                   |
| X <sub>3</sub>  | BANKA     | Banka Kredileri            | İlgili dönemde işletmenin banka kredileri toplamını gösteren bağımsız değişken.                                                        |
| X <sub>4</sub>  | BORCT     | Borç Toplamı               | İlgili dönemdeki işletmenin kısa vadeli ve uzun vadeli yabancı kaynak toplamını gösteren bağımsız değişken.                            |
| X <sub>5</sub>  | DURAN     | Duran Varlıklar            | İşletmenin ilgili dönemdeki duran varlıkları toplamını gösteren bağımsız değişken.                                                     |
| X <sub>6</sub>  | FNSGD     | Finansman Giderleri        | İşletmenin borçlarıyla ilgili faiz, kur farkları gibi giderlerin toplandığı bağımsız değişken.                                         |
| X <sub>8</sub>  | KVBTL     | Kısa Vadeli Borç           | İşletmenin 1 yıl içinde ödemesi gereken borçlarının gösterildiği bağımsız değişken.                                                    |
| X <sub>9</sub>  | MDDRN     | Maddi Duran Varlık         | İşletmenin bir faaliyet döneminden fazla elinde bulundurduğu maddi varlıklarını gösteren bağımsız değişken.                            |
| X <sub>10</sub> | MNKLK     | Menkul Kıymetler           | İşletmenin geçici bir süre için elinde bulundurduğu hisse senedi, tahvil gibi kıymetleri gösteren bağımsız değişken.                   |
| X <sub>11</sub> | OZSRM     | Özsermaye                  | İşletme sahiplerini işletme üzerindeki haklarını gösteren bağımsız değişken.                                                           |
| X <sub>12</sub> | PYSDR     | Piyasa Değeri              | Firmanın incelenen tarihteki alım satım değerini gösteren bağımsız değişken.                                                           |
| X <sub>13</sub> | SERMY     | Sermaye                    | İşletme sahiplerinin işletmeye sermaye olarak verdikleri değeri gösteren bağımsız değişken.                                            |
| X <sub>14</sub> | STKLR     | Stoklar                    | İşletmenin söz konusu dönemde elinde bulundurduğu stok toplamını gösteren bağımsız değişken.                                           |
| X <sub>15</sub> | UVBTL     | Uzun Vadeli Borç           | İşletmenin 1 yıldan fazla vadeli olan borçlarının gösterildiği bağımsız değişken.                                                      |
| X <sub>16</sub> | YDKLR     | Yedekler                   | İşletme karından ihtiyatlılık amacıyla ayrılmış bölümlerini gösteren bağımsız değişken.                                                |
| X <sub>17</sub> | ALCDH     | Alacak Devir Hızı          | Alacakların tahsil kabiliyetini gösteren oran. Bağımsız değişken olarak ele alınmıştır.                                                |
| X <sub>18</sub> | ARGES     | ArGe Giderleri/ Net Satış  | İşletmenin ilgili dönemde katlandığı araştırma geliştirme giderlerinin satışlara yansımaları gösteren bağımsız değişken.               |
| X <sub>19</sub> | CRORN     | Cari Oran                  | İşletmenin dönen varlıklarının ne kadarının kısa vadeli borçlarını ödeyebileceğini gösteren oran, bağımsız değişken olarak alınmıştır. |
| X <sub>20</sub> | FAGIS     | Faaliyet Gideri/ Net Satış | İşletmenin ilgili dönemde katlandığı faaliyet giderlerinin satışlara yansımaları gösteren bağımsız değişken.                           |

| MODEL KODU      | SPSS KODU | DEĞİŞKEN ADI                      | AÇIKLAMA                                                                                                                                                                                    |
|-----------------|-----------|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| X <sub>21</sub> | FNSGS     | Finansman Gideri/ Net Satış       | İşletmenin ilgili dönemde katlandığı finansman giderlerinin satışlara yansımaları gösteren bağımsız değişken.                                                                               |
| X <sub>22</sub> | FNSOR     | Finansman Oranı                   | Firmanın yabancı kaynaklarının özkaynaklarına oranını gösterir, işletmenin yabancı kaynakları ile özkaynakları arasındaki ilişkiyi gösteren bağımsız değişkendir.                           |
| X <sub>23</sub> | FYKZO     | Fiyat-Kazanç Oranı                | Pay başına elde edilen gelir ile pay senedinin borsa değeri arasındaki ilişkiyi gösteren bağımsız değişkendir.                                                                              |
| X <sub>24</sub> | HLACO     | Halka Açılma Oranı                | Şirket hisse senetlerinin halka arz edilen kısmını gösteren bağımsız değişken.                                                                                                              |
| X <sub>25</sub> | KLDRC     | Kaldıraç Oranı                    | Varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla sağlandığını gösteren bağımsız değişken.                                                                                                       |
| X <sub>26</sub> | KVBAK     | Kısa Vadeli Borç/Aktif Oranı      | Firmanın varlıklarının ne kadarını kısa vadeli yabancı kaynaklarla sağladığını gösteren bağımsız değişken.                                                                                  |
| X <sub>27</sub> | NISDH     | Net İşletme Sermaye Devir Hızı    | İşletme sermayesinin firmada ne kadar etkin kullanıldığını gösteren bağımsız değişken.                                                                                                      |
| X <sub>28</sub> | NSAKT     | Net Satışlar /Aktif Toplamı       | Finansal verimlilik oranıdır. İşletme varlık kullanımında etkinlik ölçüsü olarak kullanılan bağımsız değişkendir.                                                                           |
| X <sub>29</sub> | PZRGs     | Pazarlama Gideri/Net Satış        | İşletmenin ilgili dönemde katlandığı pazarlama giderlerinin satışlara yansımaları gösteren bağımsız değişken.                                                                               |
| X <sub>30</sub> | SMMST     | Satışların Maliyeti/ Net Satışlar | Firma satışlarının ne kadarını maliyetlerinin oluşturduğunu gösteren bağımsız değişken.                                                                                                     |
| X <sub>31</sub> | STDVH     | Stok Devir Hızı                   | Stokların likiditesini gösteren bağımsız değişken.                                                                                                                                          |
| X <sub>32</sub> | TAHVL     | Tahvil                            | Firmanın sahip olduğu tahvilleri gösteren değer. Bağımsız değişken olarak ele alınmıştır.                                                                                                   |
| X <sub>33</sub> | YDSTS     | Yurtdışı Satışlar/Toplam Satışlar | Firmanın toplam satışları içerisinde yurtdışı satışlarını gösteren orandır. Bu oran 0,5’den ne kadar fazlaysa firma o kadar uluslararası niteliktedir. Bağımsız değişken olarak alınmıştır. |

#### 4.3. VERİLERİN ANALİZİ VE BULGULAR

Analiz süreci için ele alınan örneklem; İMKB’de işlem gören taş ve toprağa dayalı sanayi kolunda faaliyet gösteren 2001 kriz yılında 3’ü başarısız 17’si başarılı 20 işletme, metal ana sanayi kolunda faaliyet gösteren 5 başarısız, 6 başarılı 11 işletme ve metal eşya,

makine ve gereç yapımı sanayi kolunda faaliyet gösteren 10 başarılı 10 başarısız firmadan oluşmaktadır (Tablo 13).

**Tablo 13.** Ele alınan Firmaların Kriz Dönemi (2001) Dağılımı

|                                           |                  | SAYI<br>(N) | YÜZDE<br>(%)   |
|-------------------------------------------|------------------|-------------|----------------|
| <b>TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ</b>       |                  | <b>20</b>   | <b>39,22%</b>  |
|                                           | <i>Başarılı</i>  | 17          | 33,33%         |
|                                           | <i>Başarısız</i> | 3           | 5,88%          |
| <b>METAL ANA SANAYİ</b>                   |                  | <b>11</b>   | <b>21,57%</b>  |
|                                           | <i>Başarılı</i>  | 6           | 11,76%         |
|                                           | <i>Başarısız</i> | 5           | 9,80%          |
| <b>METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIMI</b> |                  | <b>20</b>   | <b>39,22%</b>  |
|                                           | <i>Başarılı</i>  | 10          | 19,61%         |
|                                           | <i>Başarısız</i> | 10          | 19,61%         |
| <b>TOPLAM</b>                             |                  | <b>51</b>   | <b>100,00%</b> |
|                                           | <i>Başarılı</i>  | 33          | 64,71%         |
|                                           | <i>Başarısız</i> | 18          | 35,29%         |

#### 4.3.1. Ele Alınan Şirket Verilerinin Dağılımı

Ele alınan işletmelerin kriz dönemi ve krizin hemen sonrasındaki iki yapılanma dönemi verileri incelendiğinde işletmelerin aktif artırımına yöneldiği, borçla finansmanı ve banka kredilerini düşürmeye, özsermayeyle finansmanı artırmaya çalıştıkları, duran varlıklarını artırmaya yöneldikleri görülmektedir. Krizin olumsuz etkilerinden kurtulmak amacıyla firmalar finansman giderlerini krizin ertesi döneminde azaltmaya yönelmiştir ve bu azalış krizden sonraki ikinci Yapılanma yılında daha belirgin görülmektedir. Yine en göze çarpan bir diğer durum da firmaların kriz sonrasında iki yapılanma yılında özsermayeyle finansmana yoğunlaştığı ve krizden sonraki ikinci yapılanma yılında kriz dönemine göre 2 kattan fazla özsermayeyi artırdıklarıdır. Firmaların ortalama borç yapısına bakıldığında ise firmaların uzun vadeliden ziyade kısa vadeli borçlarını azaltmaya yöneldikleri görülmektedir. 51 firma verilerinin ortalaması alındığında kriz döneminde meydana gelen zararlarını krizden sonraki ilk yapılanma yılında kara dönüştürmeyi başarmışlar, krizden sonraki ikinci yapılanma yılında ise yaklaşık 6 kat kar artırmışlardır. Kriz döneminde tahvil kullanmayan firmalar krizden sonraki iki yapılanma yılında da tahvil kullanmamaya devam etmişlerdir (Tablo 14).

**Tablo 14.** 2001-2003 Yılı İçin Şirketlerin Seçilmiş Mali Tablo Verilerinin Toplam Dağılımı

|                            | KRİZ YILI        |                |                 | YENİDEN YAPILANMA YILI 1 |                |                 | YENİDEN YAPILANMA YILI 2 |                |                 |
|----------------------------|------------------|----------------|-----------------|--------------------------|----------------|-----------------|--------------------------|----------------|-----------------|
|                            | 2001             |                |                 | 2002                     |                |                 | 2003                     |                |                 |
|                            | <u>Ortalama</u>  | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> |
| <b>Aktif Toplamı</b>       | 163.328.084,22   | 4.887.248      | 1.627.564.533   | 241.018.753,47           | 8.989.572      | 2.360.239.321   | 222.209.107,22           | 266.733        | 3.095.703.967   |
| <b>Kısa Vadeli Alacak</b>  | 45.478.325,80    | 1.327.118      | 530.073.733     | 65.176.767,24            | 1.761.208      | 717.915.620     | 47.206.080,16            | 18.036         | 774.670.400     |
| <b>Banka Kredileri</b>     | 45.308.743       | 0              | 519.106.805     | 57.732.497,82            | 0              | 635.833.812     | 32.204.164,41            | 0              | 433.824.686     |
| <b>Borç Toplamı</b>        | 1.019.600.209,55 | 2.994.944      | 877.346.675     | 146.103.620,04           | 4.475.939      | 1.294.000.773   | 97.335.629,25            | 48.954         | 1.392.785.238   |
| <b>Duran Varlıklar</b>     | 70.885.599,73    | 1.256.146      | 1.022.644.315   | 109.503.906,55           | 1.374.394      | 1.678.801.390   | 116.915.454,02           | 199.806        | 2.191.013.868   |
| <b>Finansman Giderleri</b> | 29.770.031,73    | 820            | 334.744.277     | 21.258.636,02            | 0              | 269.106.536     | 5.341.709,41             | 0              | 73.264.041      |
| <b>Net Kar/ Zarar</b>      | -3.088.734,63    | -118.635.757   | 54.718.588      | 4.315.705,25             | -165.271.220   | 188.131.016     | 20.818.338,47            | -4.230.689     | 360.852.471     |
| <b>Kısa Vadeli Borç</b>    | 68.991.077,90    | 1.294.130      | 616.420.959     | 93.516.364,47            | 2.928.469      | 744.726.251     | 60.446.199,49            | 23.945         | 821.132.073     |
| <b>Maddi Duran Varlık</b>  | 61.780.650,25    | 1.126.993      | 986.509.062     | 92.007.835,47            | 694.706        | 1.481.004.970   | 93.400.528,82            | 199.091        | 1.854.641.403   |
| <b>Menkul Kıymetler</b>    | 1.885.873,39     | 0              | 20.893.705      | 3.966.106                | 0              | 43.837.931      | 3.095.770,55             | 0              | 50.120.989      |
| <b>Özsermaye</b>           | 61.344.321,96    | -50.322.063    | 750.217.858     | 94.915.133,43            | -94.944.010    | 1.236.243.655   | 124.262.844,24           | -4.769.716     | 2.022.123.375   |

|                         | KRİZ YILI          |                |                   | YENİDEN YAPILANMA YILI 1 |                |                   | YENİDEN YAPILANMA YILI 2 |                |                   |
|-------------------------|--------------------|----------------|-------------------|--------------------------|----------------|-------------------|--------------------------|----------------|-------------------|
|                         | 2001               |                |                   | 2002                     |                |                   | 2003                     |                |                   |
|                         | <u>Ortalama</u>    | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u>   | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u>   | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u>   |
| <b>Piyasa Değeri</b>    | 157.614.512.338,45 | 3.888.000.000  | 1.386.225.000.000 | 164.451.540.755,84       | 4.341.600.000  | 1.890.720.000.000 | 151.799.147.470,94       | 1.395.000.000  | 1.840.608.000.000 |
| <b>Sermaye</b>          | 21.026.580,18      | 23.900         | 170.412.875       | 27.713.397,90            | 23.900         | 170.412.875       | 37.761.738,33            | 31.500         | 366.120.740       |
| <b>Stoklar</b>          | 24.288.497,88      | 428.457        | 358.011.339       | 30.788.102,51            | 265.078        | 364.670.677       | 28.295.789,33            | 19.489         | 377.982.692       |
| <b>Uzun Vadeli Borç</b> | 32.969.131,65      | 303.492        | 417.596.580       | 52.587.255,57            | 351.383        | 573.943.559       | 36.889.429,76            | 25.009         | 571.653.165       |
| <b>Yedekler</b>         | 9.699.910,47       | 123.694        | 133.570.857       | 11.734.966,45            | 181.759        | 106.287.700       | 14.073.029,67            | 12.138         | 172.443.564       |
| <b>Tahvil</b>           | 0                  | 0              | 0                 | 0                        | 0              | 0                 | 0                        | 0              | 0                 |

Kriz dönemindeki kar eden işletme ortalaması %65'ten kriz sonrası ikinci yapılanma yılına gelindiğinde %92'ye kadar çıkmıştır. Yine belirgin bir değişim görülmemekle birlikte krizden sonra işletmelerin araştırma geliştirme harcamalarına, pazarlama harcamalarına artırmaya yöneldikleri görülmektedir. Kriz sonrasında firmalar alacak devir hızı, cari oran gibi değişkenlerini artırmaya yönelmiştir, aynı zamanda bu oranlar firmaların etkinliğini gösteren oranlardır ve yüksek çıkmalarına genellikle firmaların lehine olmaktadır. Bununla birlikte, krizin etkilerini azaltmak ve benzer etkileri yaşamak istemeyen işletmelerin bu amaçla satışların maliyeti, faaliyet gideri, finansman gideri gibi giderlerini satışlarına kıyasla azalttıkları ve karlılıklarını artırdıkları görülmektedir. Ancak firmaların ortalama yurtdışı satışlarında ve halka açılma oranlarında önemli bir değişim görülmemektedir. Bu da, firmaların kriz döneminde iç kaynaklardan ziyade dış kaynaklara yönelmenin olumsuz etkilerini fazla yaşamadıklarından bu durumu değiştirmeye gerek görmedikleri olarak yorumlanabilir (Tablo 15).

**Tablo 15.** 2001-2003 Yılı İçin Şirketlerin Seçilmiş Mali Oranlarının Dağılımı

|                                      | KRİZ YILI       |                |                 | YENİDEN YAPILANMA YILI 1 |                |                 | YENİDEN YAPILANMA YILI 2 |                |                 |
|--------------------------------------|-----------------|----------------|-----------------|--------------------------|----------------|-----------------|--------------------------|----------------|-----------------|
|                                      | 2001            |                |                 | 2002                     |                |                 | 2003                     |                |                 |
|                                      | <u>Ortalama</u> | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> |
| <b>Kar(1)/Zarar(0)</b>               | 0,65            | 0              | 1               | 0,71                     | 0              | 1               | 0,92                     | 0              | 1               |
| <b>Alacak Devir Hızı</b>             | 7,46            | 1,22           | 31,98           | 8,35                     | 0,73           | 28,64           | 26,54                    | 0,75           | 887,11          |
| <b>ArGe Giderleri/Net Satış</b>      | 0,00            | 0,00           | 0,05            | 0,00                     | 0,00           | 0,02            | 0,00                     | 0,00           | 0,02            |
| <b>Cari Oran</b>                     | 1,73            | 0,22           | 6,03            | 1,86                     | 0,17           | 5,08            | 2,17                     | 0,24           | 5,28            |
| <b>Faaliyet Gideri/Net Satış</b>     | 0,16            | 0,04           | 0,28            | 0,15                     | 0,04           | 0,27            | 0,15                     | 0,04           | 0,50            |
| <b>Finansman Gideri/Net Satış</b>    | 0,19            | 0,00           | 0,84            | 0,09                     | 0,00           | 0,50            | 0,03                     | 0,00           | 0,32            |
| <b>Finansman Oranı</b>               | 5,84            | -5,60          | 202,53          | 0,53                     | -35,26         | 11,39           | 1,06                     | -3,35          | 6,85            |
| <b>Fiyat-Kazanç Oranı</b>            | 11,70           | 0,00           | 171,36          | 12,34                    | 0,00           | 260,46          | 30,90                    | 3,85           | 608,02          |
| <b>Halka Açılma Oranı</b>            | 44,01           | 0,00           | 900,00          | 61,02                    | 0,00           | 600,00          | 44,45                    | 0,00           | 900,00          |
| <b>Kaldıraç Oranı</b>                | 0,58            | 0,11           | 1,26            | 0,53                     | 0,14           | 1,35            | 0,44                     | 0,12           | 1,43            |
| <b>Kısa Vadeli Borç/ Aktif Oranı</b> | 0,43            | 0,10           | 1,17            | 0,39                     | 0,11           | 1,19            | 0,31                     | 0,06           | 1,32            |

|                                         | KRİZ YILI       |                |                 | YENİDEN YAPILANMA YILI 1 |                |                 | YENİDEN YAPILANMA YILI 2 |                |                 |
|-----------------------------------------|-----------------|----------------|-----------------|--------------------------|----------------|-----------------|--------------------------|----------------|-----------------|
|                                         | 2001            |                |                 | 2002                     |                |                 | 2003                     |                |                 |
|                                         | <u>Ortalama</u> | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> | <u>Ortalama</u>          | <u>Minimum</u> | <u>Maksimum</u> |
| <b>Net İşletme Sermayesi Devir Hızı</b> | 2,66            | -84,31         | 25,81           | 10,40                    | -17,21         | 174,16          | 6,84                     | -94,50         | 181,96          |
| <b>Net Kar/ Net Satışlar</b>            | -0,01           | -0,74          | 0,51            | 0,04                     | -0,72          | 0,35            | 0,07                     | -0,67          | 0,28            |
| <b>Net Kar/ Özsermaye</b>               | -1,20           | -65,47         | 2,36            | 0,16                     | -1,81          | 4,16            | 0,17                     | -0,63          | 1,89            |
| <b>Net Satışlar/Aktif Toplamı</b>       | 1,14            | 0,53           | 2,76            | 1,19                     | 0,50           | 2,40            | 1,14                     | 0,48           | 2,39            |
| <b>Pazarlama Gideri/ Net Satış</b>      | 0,07            | 0,01           | 0,16            | 0,07                     | 0,01           | 0,17            | 0,07                     | 0,00           | 0,28            |
| <b>SMM/Satışlar</b>                     | 73,42           | 46,91          | 104,85          | 65,28                    | -83,92         | 113,51          | 71,37                    | 0,66           | 104,19          |
| <b>Stok Devir Hızı</b>                  | 7,49            | 2,14           | 43,01           | 8,72                     | 1,58           | 86,82           | 8,68                     | -6,62          | 101,63          |
| <b>Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış</b>  | 0,37            | 0,00           | 0,91            | 0,37                     | 0,00           | 0,93            | 0,35                     | 0,00           | 0,90            |

Krizden sonraki iki yapılanma yılında firmaların aktif değerlerini artırmaya yöneldikleri, kriz döneminde kar edenlerde ise bu artışın daha fazla olduğu görülmektedir. Kriz döneminde zarar eden firmalar aynı dönem kar edenlere göre kısa vadeli alacaklarını daha çok azaltmışlar, bununla birlikte toplamda bakıldığında krizden sonraki yapılanma yıllarında kısa vadeli alacaklarda artış olduğu görülmektedir. Kriz döneminde zarar eden firmalar kar edenlere göre kriz sonrası yıllarda borçluluklarını daha fazla azaltmaya çabalamışlardır. Yapılanma yıllarında duran varlıklarda artışın her iki gruptaki firmalarda da yüksek olmuştur. Zarar eden firmalar sonraki yapılanma yıllarında giderlerini azaltmaya ve karlılıklarını artırmaya krizden az etkilenen o dönemde kar eden firmalara göre daha fazla ağırlık vermişlerdir. Bunun yanında, kriz döneminde kar eden firmaların piyasa değeri zarar edenlere göre daha fazla artmıştır. Kriz döneminde kar eden firmalarda sonraki yapılanma yıllarına ilişkin sermaye, yedekler, özsermaye, uzun vadeli borç artışı daha fazla görülürken krizde zarar eden firmalarda kısa vadeli borç, menkul kıymet azalışına gitmenin ve maddi duran varlık artırımının daha fazla olduğu görülmektedir (Tablo 16).

**Tablo 16.** 2002 ve 2003 Yılında Şirketlerin Mali Tablo Verilerinin 2001 Kriz Yılına Göre Değişimi

|                    |               | 2002      |             |           |             |          |            | 2003      |             |           |             |          |            |
|--------------------|---------------|-----------|-------------|-----------|-------------|----------|------------|-----------|-------------|-----------|-------------|----------|------------|
|                    |               | Azalan    |             | Artan     |             | Aynı     |            | Azalan    |             | Artan     |             | Aynı     |            |
|                    |               | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)      | (%)        | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)      | (%)        |
| Aktif Toplamı      | <b>Toplam</b> | <b>2</b>  | <b>3,9</b>  | <b>49</b> | <b>96,1</b> | <b>0</b> | <b>0,0</b> | <b>5</b>  | <b>9,8</b>  | <b>46</b> | <b>90,2</b> | <b>0</b> | <b>0,0</b> |
|                    | Zarar(2001)   | 2         | 11,1        | 16        | 88,9        | 0        | 0,0        | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0        | 0,0        |
|                    | Kar(2001)     | 0         | 0,0         | 33        | 100         | 0        | 0,0        | 1         | 3,0         | 32        | 97,0        | 0        | 0,0        |
| Kısa Vadeli Alacak | <b>Toplam</b> | <b>8</b>  | <b>15,7</b> | <b>43</b> | <b>84,3</b> | <b>0</b> | <b>0,0</b> | <b>11</b> | <b>21,6</b> | <b>40</b> | <b>78,4</b> | <b>0</b> | <b>0,0</b> |
|                    | Zarar(2001)   | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0        | 0,0        | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0        | 0,0        |
|                    | Kar(2001)     | 4         | 12,1        | 29        | 87,9        | 0        | 0,0        | 7         | 21,2        | 26        | 78,8        | 0        | 0,0        |
| Banka Kredileri    | <b>Toplam</b> | <b>20</b> | <b>39,2</b> | <b>27</b> | <b>52,9</b> | <b>4</b> | <b>7,8</b> | <b>22</b> | <b>43,1</b> | <b>26</b> | <b>51,0</b> | <b>3</b> | <b>5,9</b> |
|                    | Zarar(2001)   | 6         | 33,3        | 11        | 61,1        | 1        | 5,6        | 10        | 55,6        | 7         | 38,9        | 1        | 5,6        |
|                    | Kar(2001)     | 14        | 42,4        | 16        | 48,5        | 3        | 9,1        | 12        | 36,4        | 19        | 57,6        | 2        | 6,1        |

|                     |             | 2002      |             |           |             |           |             | 2003      |             |           |             |           |             |
|---------------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|
|                     |             | Azalan    |             | Artan     |             | Aynı      |             | Azalan    |             | Artan     |             | Aynı      |             |
|                     |             | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         |
| Borç                | Toplamı     | <b>11</b> | <b>21,6</b> | <b>40</b> | <b>78,4</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>12</b> | <b>23,5</b> | <b>39</b> | <b>76,5</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  |
|                     | Zarar(2001) | 3         | 16,7        | 15        | 83,3        | 0         | 0,0         | 6         | 33,3        | 12        | 66,7        | 0         | 0,0         |
|                     | Kar(2001)   | 8         | 24,2        | 25        | 75,8        | 0         | 0,0         | 6         | 18,2        | 27        | 81,8        | 0         | 0,0         |
| Duran Varlıklar     | Toplamı     | <b>2</b>  | <b>3,9</b>  | <b>49</b> | <b>96,1</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>5</b>  | <b>9,8</b>  | <b>46</b> | <b>90,2</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  |
|                     | Zarar(2001) | 2         | 11,1        | 16        | 88,9        | 0         | 0,0         | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0         | 0,0         |
|                     | Kar(2001)   | 0         | 0,0         | 33        | 100         | 0         | 0,0         | 1         | 3,0         | 32        | 97,0        | 0         | 0,0         |
| Finansman Giderleri | Toplamı     | <b>36</b> | <b>70,6</b> | <b>15</b> | <b>29,4</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>48</b> | <b>94,1</b> | <b>3</b>  | <b>5,9</b>  | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  |
|                     | Zarar(2001) | 12        | 66,7        | 6         | 33,3        | 0         | 0,0         | 18        | 100         | 0         | 0,0         | 0         | 0,0         |
|                     | Kar(2001)   | 24        | 72,7        | 9         | 27,3        | 0         | 0,0         | 30        | 90,9        | 3         | 9,1         | 0         | 0,0         |
| Net Kar/Zarar       | Toplamı     | <b>12</b> | <b>23,5</b> | <b>39</b> | <b>76,5</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>14</b> | <b>27,5</b> | <b>37</b> | <b>72,5</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  |
|                     | Zarar(2001) | 3         | 16,7        | 15        | 83,3        | 0         | 0,0         | 0         | 0,0         | 18        | 100,0       | 0         | 0,0         |
|                     | Kar(2001)   | 9         | 27,3        | 24        | 72,7        | 0         | 0,0         | 14        | 42,4        | 19        | 57,6        | 0         | 0,0         |
| Kısa Vadeli Borç    | Toplamı     | <b>13</b> | <b>25,5</b> | <b>38</b> | <b>74,5</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>18</b> | <b>35,3</b> | <b>33</b> | <b>64,7</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  |
|                     | Zarar(2001) | 7         | 38,9        | 11        | 61,1        | 0         | 0,0         | 9         | 50,0        | 9         | 50,0        | 0         | 0,0         |
|                     | Kar(2001)   | 6         | 18,2        | 27        | 81,8        | 0         | 0,0         | 9         | 27,3        | 24        | 72,7        | 0         | 0,0         |
| Maddi Duran Varlık  | Toplamı     | <b>3</b>  | <b>5,9</b>  | <b>48</b> | <b>94,1</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>5</b>  | <b>9,8</b>  | <b>46</b> | <b>90,2</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  |
|                     | Zarar(2001) | 3         | 16,7        | 15        | 83,3        | 0         | 0,0         | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0         | 0,0         |
|                     | Kar(2001)   | 0         | 0,0         | 33        | 100         | 0         | 0,0         | 1         | 3,0         | 32        | 97,0        | 0         | 0,0         |
| Menkul Kıymetler    | Toplamı     | <b>20</b> | <b>39,2</b> | <b>17</b> | <b>33,3</b> | <b>14</b> | <b>27,5</b> | <b>22</b> | <b>43,1</b> | <b>14</b> | <b>27,5</b> | <b>15</b> | <b>29,4</b> |
|                     | Zarar(2001) | 5         | 27,8        | 5         | 27,8        | 8         | 44,4        | 6         | 33,3        | 3         | 16,7        | 9         | 50,0        |
|                     | Kar(2001)   | 15        | 45,5        | 12        | 36,4        | 6         | 18,2        | 16        | 48,5        | 11        | 33,3        | 6         | 18,2        |
| Özsermaye           | Toplamı     | <b>4</b>  | <b>7,8</b>  | <b>47</b> | <b>92,2</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>5</b>  | <b>9,8</b>  | <b>46</b> | <b>90,2</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  |
|                     | Zarar(2001) | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0         | 0,0         | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0         | 0,0         |
|                     | Kar(2001)   | 0         | 0,0         | 33        | 100         | 0         | 0,0         | 1         | 3,0         | 32        | 97,0        | 0         | 0,0         |

|                  |               | 2002      |             |           |             |           |              | 2003      |             |           |             |           |              |
|------------------|---------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|--------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|--------------|
|                  |               | Azalan    |             | Artan     |             | Aynı      |              | Azalan    |             | Artan     |             | Aynı      |              |
|                  |               | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)       | (%)          | (N)       | (%)         | (N)       | (%)         | (N)       | (%)          |
| Piyasa Değeri    | <b>Toplam</b> | <b>24</b> | <b>47,1</b> | <b>27</b> | <b>52,9</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>   | <b>9</b>  | <b>17,6</b> | <b>41</b> | <b>80,4</b> | <b>1</b>  | <b>2,0</b>   |
|                  | Zarar(2001)   | 11        | 61,1        | 7         | 38,9        | 0         | 0,0          | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0         | 0,0          |
|                  | Kar(2001)     | 13        | 39,4        | 20        | 60,6        | 0         | 0,0          | 5         | 15,2        | 27        | 81,8        | 1         | 3,0          |
| Sermaye          | <b>Toplam</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>25</b> | <b>49,0</b> | <b>26</b> | <b>51,0</b>  | <b>4</b>  | <b>7,8</b>  | <b>30</b> | <b>58,8</b> | <b>17</b> | <b>33,3</b>  |
|                  | Zarar(2001)   | 0         | 0,0         | 7         | 38,9        | 11        | 61,1         | 3         | 16,7        | 10        | 55,6        | 5         | 27,8         |
|                  | Kar(2001)     | 0         | 0,0         | 18        | 54,5        | 15        | 45,5         | 1         | 3,0         | 20        | 60,6        | 12        | 36,4         |
| Stoklar          | <b>Toplam</b> | <b>10</b> | <b>19,6</b> | <b>41</b> | <b>80,4</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>   | <b>11</b> | <b>21,6</b> | <b>40</b> | <b>78,4</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>   |
|                  | Zarar(2001)   | 4         | 22,2        | 14        | 77,8        | 0         | 0,0          | 5         | 27,8        | 13        | 72,2        | 0         | 0,0          |
|                  | Kar(2001)     | 6         | 18,2        | 27        | 81,8        | 0         | 0,0          | 6         | 18,2        | 27        | 81,8        | 0         | 0,0          |
| Uzun Vadeli Borç | <b>Toplam</b> | <b>15</b> | <b>29,4</b> | <b>36</b> | <b>70,6</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>   | <b>14</b> | <b>27,5</b> | <b>37</b> | <b>72,5</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>   |
|                  | Zarar(2001)   | 3         | 16,7        | 15        | 83,3        | 0         | 0,0          | 6         | 33,3        | 12        | 66,7        | 0         | 0,0          |
|                  | Kar(2001)     | 12        | 36,4        | 21        | 63,6        | 0         | 0,0          | 8         | 24,2        | 25        | 75,8        | 0         | 0,0          |
| Yedekler         | <b>Toplam</b> | <b>7</b>  | <b>13,7</b> | <b>35</b> | <b>68,6</b> | <b>9</b>  | <b>17,6</b>  | <b>17</b> | <b>33,3</b> | <b>31</b> | <b>60,8</b> | <b>3</b>  | <b>5,9</b>   |
|                  | Zarar(2001)   | 2         | 11,1        | 8         | 44,4        | 8         | 44,4         | 12        | 66,7        | 3         | 16,7        | 3         | 16,7         |
|                  | Kar(2001)     | 5         | 15,2        | 27        | 81,8        | 1         | 3,0          | 5         | 15,2        | 28        | 84,8        | 0         | 0,0          |
| <b>Tahvil</b>    | <b>Toplam</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>51</b> | <b>100,0</b> | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>0</b>  | <b>0,0</b>  | <b>51</b> | <b>100,0</b> |

Önceki tablolarda da açıklandığı gibi firmalar yapılanma yıllarında aktiflerini, duran varlıklarını, karlarını, maddi duran varlıklarını, özsermayelerini, stok ve yedeklerini artırma yoluna gitmekte, banka kredilerini, finansman giderlerini, borçlarını ve özellikle kısa vadeli borçlarını ise azaltmaya çalışmaktadır. İlk yapılanma yılına göre ise, ikinci yapılanma yılında işletmelerin kriz sonrası finansal yeniden yapılanma çabalarının etkinliği daha net görülmektedir (Tablo 17).

**Tablo 17.** 2002 ve 2003 Yılında Şirketlerin Mali Tablo Verilerinin 2001 Kriz Yılına Göre Değişim Dağılımı

|                            | 2002                    |                             | 2003                    |                             |
|----------------------------|-------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------|
|                            | <i>Ortalama Değişim</i> | <i>Ortalama Değişim (%)</i> | <i>Ortalama Değişim</i> | <i>Ortalama Değişim (%)</i> |
| <b>Aktif Toplamı</b>       | 77690669,25             | 39,06                       | 58881023,00             | 72,31                       |
| <b>Kısa Vadeli Alacak</b>  | 19684441,43             | 45,18                       | 1727754,35              | 58,82                       |
| <b>Banka Kredileri</b>     | 12423754,82             | 110,64                      | -13104578,59            | -34,00                      |
| <b>Borç Toplamı</b>        | 44143410,49             | 27,10                       | -4624580,29             | -27,20                      |
| <b>Duran Varlıklar</b>     | 38618306,82             | 42,87                       | 46029854,29             | 121,33                      |
| <b>Finansman Giderleri</b> | -8511395,71             | -232,95                     | -24428322,31            | -7,74                       |
| <b>Net Kar/ Zarar</b>      | 7404439,88              | 75,96                       | 23907073,10             | 96,95                       |
| <b>Kısa Vadeli Borç</b>    | 24525286,57             | 30,45                       | -8544878,41             | -23,43                      |
| <b>Maddi Duran Varlık</b>  | 30227185,22             | 41,86                       | 31619878,57             | 118,58                      |
| <b>Menkul Kıymetler</b>    | 2080232,61              | 214,23                      | 1209897,16              | 602,12                      |
| <b>Özsermaye</b>           | 33570811,47             | 44,40                       | 62918522,27             | 225,54                      |
| <b>Piyasa Değeri</b>       | 6837028417,37           | 10,31                       | -5815364867,51          | -85,14                      |
| <b>Sermaye</b>             | 6686817,73              | 72,88                       | 16735158,16             | 334,98                      |
| <b>Stoklar</b>             | 6499604,63              | 33,03                       | 4007291,45              | 56,03                       |
| <b>Uzun Vadeli Borç</b>    | 19618123,92             | 63,11                       | 3920298,12              | 191,20                      |
| <b>Yedekler</b>            | 2035055,98              | 48,55                       | 4373119,20              | 211,32                      |
| <b>Tahvil</b>              | 0                       | -                           | 0                       | -                           |

#### 4.3.2. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi Bulguları

2001 krizinde ve sonraki iki yapılanma yılında işletmelerin karlılıklarını etkileyen faktörleri ortaya çıkarabilmek ve sonrasında bir performans ölçüm modeli ortaya koyabilmek amacıyla çoklu doğrusal regresyon analizi ve lojistik regresyon analizi kullanılmıştır. Çoklu doğrusal regresyon modeli için kullanılan bağımlı değişken sürekli ölçekte, bağımsız değişkenler de çok sayıda oranı içeren bir dizi gözlemden meydana gelmektedir. Bu modelde için kullanılan değişkenlerin doğrusal bir ilişkiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Çoklu

doğrusal regresyon analizi için kullanılan değişkenlerden işletmelerin performans ölçümüne en uygun tespit edilen değişkenler; “net kar/özsermaye ( $Y_4$ )” performans ölçütü olan bağımlı değişken olarak, performans ölçütünü etkileyen bağımsız değişkenler olarak ise; “yurtdışı satışlar/toplam satış ( $X_{33}$ )”, “halka açılma oranı ( $X_{24}$ )”, “finansman oranı ( $X_{22}$ )”, “pazarlama gideri/net satış oranı ( $X_{29}$ )”, “finansman gideri/net satış ( $X_{21}$ )”, “net işletme sermayesi devir hızı ( $X_{27}$ )” ve son olarak “faaliyet gideri/ net satış ( $X_{20}$ )” belirlenmiştir.

**Tablo 18.** 2001 Yılı Regresyon Analizi Model Özeti

| R                                                                                                                                                                                                                         | R <sup>2</sup> | Düzeltilmiş R <sup>2</sup> | Tahmini Standart Sapma |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------------------|------------------------|
| 0,996 <sup>a</sup>                                                                                                                                                                                                        | 0,992          | 0,990                      | 0,909320               |
| a. Tahminleyiciler: (Sabit), Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış, Faaliyet Gideri/Net Satış, Finansman Oranı, Halka Açılma Oranı (%), Net İşletme Sermayesi Devir Hızı, Finansman Gideri/Net Satış, Pazarlama Gideri/Net Satış |                |                            |                        |

2001 yılı için uygulanan çok değişkenli regresyon modelinde kullanılan veriler için, R<sup>2</sup> değeri 0,992 çıkması uygulamada kullanılan bağımsız değişkenlerin performans ölçütü olan Y4 değişkenini %99 oranında açıkladığını göstermektedir. Yani bağımlı kullanılan bağımlı değişken ile bağımsız değişken grubu arasında çok yüksek bir ilişki bulunmuştur.

**Tablo 19.** 2001 Yılı Regresyon Analizi Anova Tablosu

| Model            | Kareler Toplamı | df | Ortalama Kare | F       | Anlamlılık |
|------------------|-----------------|----|---------------|---------|------------|
| <b>Regresyon</b> | 4190,446        | 7  | 598,635       | 723,984 | 0,000      |
| <b>Artık</b>     | 35,555          | 43 | 0,827         |         |            |
| <b>Toplam</b>    | 4226,001        | 50 |               |         |            |

ANOVA tablosunun anlamlılık sütunundaki değerin 0,000 bulunması söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin  $p < 0,01$  düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu

göstermektedir. Eğer bu sütundaki değer 0,05'in üzerinde olsaydı ilişkinin anlamsız (rastlantısal) olduğu ortaya çıkacaktı. Tablo 4.10.'daki ilişki formüle edilecek olursa;

$$F(7,43) = 723,984; p < 0,01 \text{ denklemi oluşturulabilir.}$$

**Tablo 20.** 2001 Yılı Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu

| Model                            | Katsayılar <sup>a</sup>          |                |                                |         |            |
|----------------------------------|----------------------------------|----------------|--------------------------------|---------|------------|
|                                  | Standartlaştırılmamış Katsayılar |                | Standartlaştırılmış Katsayılar |         | Anlamlılık |
|                                  | B                                | Standart Sapma | Beta                           | t       |            |
| (Sabit)                          | 0,328                            | 0,509          |                                | 0,643   | 0,523      |
| Faaliyet Gideri/Net Satış        | 3,948                            | 3,560          | 0,027                          | 1,109   | 0,274      |
| Finansman Gideri/Net Satış       | 1,725                            | 0,744          | 0,035                          | 2,316   | 0,025      |
| Finansman Oranı                  | -0,324                           | 0,005          | -0,995                         | -69,161 | 0,000      |
| Halka Açılma Oranı (%)           | 0,000                            | 0,001          | -0,005                         | -0,359  | 0,721      |
| Net İşletme Sermayesi Devir Hızı | 0,018                            | 0,010          | 0,027                          | 1,675   | 0,101      |
| Pazarlama Gideri/Net Satış       | -6,949                           | 5,074          | -0,031                         | -1,370  | 0,178      |
| Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış   | -0,401                           | 0,536          | -0,011                         | -0,748  | 0,459      |

a. Bağımlı Değişken: Net Kar/ Özsermaye

Katsayılar<sup>a</sup> tablosu ise, regresyon denklemi için kullanılan regresyon katsayılarını ve bunların anlamlılık düzeylerini göstermektedir. 2001 kriz dönemi için net kar/özsermaye oranı ile finansman oranı ve finansman gideri/net satış oranı arasındaki ilişki  $p < 0,05$  düzeyinde anlamlı iken, kalan bağımsız değişkenlerle bağımlı değişkenin arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Yani işletme performans ölçütü olan net kar/özsermaye oranına anlamlı katkı yapan bağımsız değişkenler; finansman oranı ile finansman gideri/net satış oranıdır. İşaretine bakılmaksızın en yüksek Beta katsayısına sahip değişken görece olarak en önemli değişkendir. Buna göre 2001 kriz yılındaki en önemli değişkenler sırasıyla; finansman oranı (0,995), finansman gideri/net satış(0,035), pazarlama gideri/net satış (0,031), faaliyet gideri/net satış (0,027) ile net işletme sermayesi devir hızı (0,027), yurtdışı satışlar toplam satış (0,011) ve halka açılma oranıdır (0,005). Tablo 20'de yer alan verilerden işletme performans ölçütünün alabileceği değer aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$Y_4 = 0,328 + 3,948 \cdot X_{20} + 1,725 \cdot X_{21} - 0,324 \cdot X_{22} + 0,000 \cdot X_{24} + 0,018 \cdot X_{27} - 6,949 \cdot X_{29} - 0,401 \cdot X_{33}$$

Ayrıca tablodaki katsayılardan işletme performans ölçütü net kar/özsermaye oranı üzerinde en fazla pozitif etkiye sahip faktörün faaliyet gideri/net satış, en fazla negatif etkiye sahip faktörünse pazarlama gideri/net satış olduğu görülmektedir.

Çoklu doğrusal regresyon analizi krizden sonraki ilk yapılanma yılı için aynı değişkenlerle uygulandığında bu sefer modelin açıklayıcılığı 0,861'e düşmektedir. Ancak değişkenler arasında %86,1'lik ilişki olduğunu gösteren bu değer yine modelin açıklayıcılığının yüksek olduğunu göstermektedir (Tablo 21).

**Tablo 21.** 2002 Yılı Regresyon Analizi Model Özeti

| <b>R</b>           | <b>R<sup>2</sup></b> | <b>Düzeltilmiş R<sup>2</sup></b> | <b>Tahmini Standart Sapma</b> |
|--------------------|----------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| 0,928 <sup>a</sup> | 0,861                | 0,839                            | 0,275990                      |

a. Tahminleyiciler: (Sabit), Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış, Faaliyet Gideri/Net Satış, Finansman Oranı, Halka Açılma Oranı (%), Net İşletme Sermayesi Devir Hızı, Finansman Gideri/Net Satış, Pazarlama Gideri/Net Satış

**Tablo 22.** 2002 Yılı Regresyon Analizi Anova Tablosu

| <b>Model</b>     | <b>Kareler Toplamı</b> | <b>df</b> | <b>Ortalama Kare</b> | <b>F</b> | <b>Anlamlılık</b>  |
|------------------|------------------------|-----------|----------------------|----------|--------------------|
| <b>Regresyon</b> | 20,365                 | 7         | 2,909                | 38,194   | 0,000 <sup>a</sup> |
| <b>Artık</b>     | 3,275                  | 43        | 0,076                |          |                    |
| <b>Toplam</b>    | 23,640                 | 50        |                      |          |                    |

ANOVA tablosunun anlamlılık sütunundaki değer burada da 0,000 olarak bulunmuştur. Yani, söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin  $p < 0,01$  düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Tablo 4.13'deki ilişki şu şekilde denklem haline getirilebilir:

$$F(7,43) = 38,194; p < 0,01$$

**Tablo 23.** 2002 Yılı Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu

| Model                            | Katsayılar <sup>a</sup>          |                |                                |         |            |
|----------------------------------|----------------------------------|----------------|--------------------------------|---------|------------|
|                                  | Standartlaştırılmamış Katsayılar |                | Standartlaştırılmış Katsayılar |         | Anlamlılık |
|                                  | B                                | Standart Sapma | Beta                           | t       |            |
| (Sabit)                          | 0,461                            | 0,123          |                                | 3,735   | 0,001      |
| Faaliyet Gideri/Net Satış        | -1,653                           | 1,012          | -0,153                         | -1,633  | 0,110      |
| Finansman Gideri/Net Satış       | 0,429                            | 0,375          | 0,071                          | 1,145   | 0,259      |
| Finansman Oranı                  | -0,107                           | 0,007          | -0,889                         | -14,851 | 0,000      |
| Halka Açılma Oranı (%)           | 0,001                            | 0,000          | 0,105                          | 1,802   | 0,078      |
| Net İşletme Sermayesi Devir Hızı | -0,003                           | 0,001          | -0,120                         | -1,984  | 0,054      |
| Pazarlama Gideri/Net Satış       | 1,924                            | 1,498          | 0,123                          | 1,284   | 0,206      |
| Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış   | -0,490                           | 0,173          | -0,167                         | -2,830  | 0,007      |

a. Bağımlı Değişken: Net Kar/ Özsermaye

Katsayılar tablosundaki anlamlılık sütunundaki değerler,  $p < 0,05$  anlamlılık düzeyi için net kar/ özsermaye oranıyla faaliyet gideri/net satış, finansman oranı ve yurtdışı satışlar/toplam satış oranları arasında istatistikî olarak anlamlılık olduğunu göstermektedir. Yani işletme performans ölçütü olan net kar/ özsermaye oranına anlamlı katkı yapan bağımsız değişkenler; faaliyet gideri/net satış, finansman oranı ve yurtdışı satışlar/toplam satış oranlarıdır. İşarete bakılmaksızın görelî olarak modelin anlamlı açıklayıcı değişkenlerini gösteren t değerlerine göre değişkenler şu şekilde sıralanmaktadır; finansman oranı (14,851), yurtdışı satışlar/toplam satış (2,830), net işletme sermayesi devir hızı (1,984), halka açılma oranı (1,802), faaliyet gideri/net satış (1,633), pazarlama gideri/net satış (1,284) ve finansman gideri/net satış (1,145) oranıdır. Tabloda 23'te yer alan verilerden işletme performans ölçütünün alabileceği değer aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$Y_4 = 0,461 - 1,653 \cdot X_{20} + 0,429 \cdot X_{21} - 0,107 \cdot X_{22} + 0,001 \cdot X_{24} - 0,003 \cdot X_{27} + 1,924 \cdot X_{29} - 0,490 \cdot X_{33}$$

Bunun yanında, işletmelerin performans ölçütüne en fazla pozitif katkıyı yapan değişkenin pazarlama gideri/net satış olduğu, en fazla negatif etkiyi yapanın ise faaliyet gideri/net satış oranı olduğu görülmektedir.

Krizden sonraki ikinci yapılanma yılı için aynı değişkenler çoklu regresyon modelinde kullanıldığında ise  $R^2$  değeri bu modelde oldukça düşük çıkmaktadır. %11'lik açıklayıcılık net kar özsermaye oranıyla kullanılan bağımsız değişkenlerin ilişkili olmadığını göstermediğini göstermektedir. Ancak bunda son senenin verileri toplanırken karşılaşılan veri

tutarsızlıklarının büyük payı olması muhtemeldir. 2003 yılı için Tablo 26'daki anova tablosunda da anlamlılık düzeyi 0,01'den büyük olması modelin 2003 senesi için anlamsız olduğunu göstermektedir. Aynı şekilde Tablo 26'daki katsayılar tablosundaki anlamlılık düzeyleri değişkenlerin performans ölçütüne anlamlı bir katkı yapmadığı görüşünü desteklemektedir (Tablo 24, Tablo 25 ve Tablo 26).

**Tablo 24. 2003 Yılı Regresyon Analizi Model Özeti**

| R                  | R <sup>2</sup> | Düzeltilmiş R <sup>2</sup> | Tahmini Standart Sapma |
|--------------------|----------------|----------------------------|------------------------|
| 0,331 <sup>a</sup> | 0,110          | -0,035                     | 0,307398               |

a. Tahminleyiciler: (Sabit), Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış, Faaliyet Gideri/Net Satış, Finansman Oranı, Halka Açılma Oranı (%), Net İşletme Sermayesi Devir Hızı, Finansman Gideri/Net Satış, Pazarlama Gideri/Net Satış

**Tablo 25. 2003 Yılı Regresyon Analizi Anova Tablosu**

| Model            | Kareler Toplamı | df | Ortalama Kare | F     | Anlamlılık         |
|------------------|-----------------|----|---------------|-------|--------------------|
| <b>Regresyon</b> | 0,501           | 7  | 0,072         | 0,757 | 0,626 <sup>a</sup> |
| <b>Artık</b>     | 4,063           | 43 | 0,094         |       |                    |
| <b>Toplam</b>    | 4,564           | 50 |               |       |                    |

2003 kriz sonrası ikinci yapılanma yılı için oluşturulan modelden elde edilen veriler şu şekilde formüle edilebilmektedir (Tablo 4.17.):

$$Y_4 = 0,178 - 0,962 \cdot X_{20} + 0,303 \cdot X_{21} + 0,042 \cdot X_{22} + 0,000 \cdot X_{24} - 0,001 \cdot X_{27} + 2,664 \cdot X_{29} - 0,265 \cdot X_{33}$$

**Tablo 26.** 2003 Yılı Regresyon Analizi Katsayılar Tablosu

| Model                            | Katsayılar <sup>a</sup>          |                |                                |        |            |
|----------------------------------|----------------------------------|----------------|--------------------------------|--------|------------|
|                                  | Standartlaştırılmamış Katsayılar |                | Standartlaştırılmış Katsayılar |        | Anlamlılık |
|                                  | B                                | Standart Sapma | Beta                           | t      |            |
| (Sabit)                          | 0,178                            | 0,128          |                                | 1,384  | 0,173      |
| Faaliyet Gideri/Net Satış        | -0,962                           | 1,164          | -0,263                         | -0,826 | 0,413      |
| Finansman Gideri/Net Satış       | 0,303                            | 0,961          | 0,058                          | 0,316  | 0,754      |
| Finansman Oranı                  | 0,042                            | 0,034          | 0,221                          | 1,244  | 0,220      |
| Halka Açılma Oranı (%)           | 0,000                            | 0,000          | -0,122                         | -0,727 | 0,471      |
| Net İşletme Sermayesi Devir Hızı | -0,001                           | 0,002          | -0,101                         | -0,633 | 0,530      |
| Pazarlama Gideri/ Net Satış      | 2,664                            | 1,797          | 0,474                          | 1,483  | 0,145      |
| Yurtdışı Satışlar/Toplam Satış   | -0,265                           | 0,203          | -0,205                         | -1,304 | 0,199      |

a. Bağımlı Değişken: Net Kar/ Özsermaye

#### 4.3.3. Lojistik Regresyon Analizi Bulguları

İşletmelerin mali tablo verilerinden elde edilen değişkenlerden hangilerinin firmanın performans başarı durumunu tahmin edebildiğini görmek amacıyla lojistik regresyon yöntemi, 2001 kriz yılında İMKB’de işlem gören 51 seçilmiş firma verisi için uygulanmıştır. Bu model, işletmelerin başarılı-başarısız olarak ikili biçimde ifade edilecek olan performans kriterine rakamsal bir değer atayarak (başarısız:0, başarılı:1), bu yeni oluşturulan kukla değişkenin diğer mali tablo verilerinden elde edilen bağımsız değişkenlerin ilişkisini inceleme olanağı sunduğu için tercih edilmiştir. Lojistik regresyonun işletme performansını tahmin etmede kullanılan değişkenlerden etkili olanlar; cari oran, kaldıraç oranı, kısa vadeli borç/aktif oranı, finansman gideri/net satış ve fiyat kazanç oranıdır. Bu oranlar aynı zamanda finansal yapılanmayı gösterecek oranlar olduğundan kurulmak istenilen modelin etkinliğini de desteklemektedir. İşletmelerin performans başarı durumunu gösteren bağımlı değişken olarak ise, firmaların 2001 kriz yılında zarar edenler ve kar edenler olarak sınıflandırılmasıyla, karlılık rakamları yazılmadan kar eden başarılı firmalar için 1, zarar eden başarısız firmalar için 0 kodlamasıyla lojistik regresyon modelinin uygulanabilmesi için düzenlenmiş yeni bir değişken oluşturulmuştur (Tablo 27).

**Tablo 27.** Logit Model’de Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

| <b>İşletmelerde Başarı Ölçütünü İfade Eden Değişkenler</b> |                                                                                                               |
|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Nitelik</b>                                             | <b>Değişkenler</b>                                                                                            |
| Başarı Ölçütü                                              | Y <sub>1</sub> : Kar - Zarar<br>0: Başarısız<br>1: Başarılı                                                   |
| <b>İşletmelerde Başarı Ölçütünü Açıklayan Değişkenler</b>  |                                                                                                               |
| <b>Nitelik</b>                                             | <b>Değişkenler</b>                                                                                            |
| Likidite                                                   | X <sub>19</sub> : Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Borçlar)                                             |
| Finansal Yapı Oranları                                     | X <sub>25</sub> : Kaldıraç Oranı (Toplam Borç/Toplam Aktif)<br>X <sub>26</sub> : Kısa Vadeli Borç/Aktif Oranı |
| Finansal Maliyetler                                        | X <sub>21</sub> : Finansman Gideri/ Net Satış                                                                 |
| Piyasa Göstergesi                                          | X <sub>23</sub> : Fiyat-Kazanç Oranı                                                                          |

2001 yılı için uygulanan lojistik regresyon analizinde -2 Log olasılığının küçük bir değer alması model ve verilerin uyumlu olduğu göstermektedir. Ayrıca Cox & Snell R<sup>2</sup> değerinin 0,558 ve Nagelkerke R<sup>2</sup> değerinin de 0,768 çıkması modelin açıklayıcılığının yüksek olduğunu göstermektedir. Yani modelde kullanılan değişkenler işletmelerin performans başarı göstergesini yüksek bir oranda açıklayabilmektedir (Tablo 28).

**Tablo 28.** 2001 Yılı Logit Analizi Model Özeti

| <b>-2 Log Olasılığı</b> | <b>Cox &amp; Snell R<sup>2</sup></b> | <b>Nagelkerke R<sup>2</sup></b> |
|-------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|
| 24,577                  | 0,558                                | 0,768                           |

2001 kriz yılı için elde edilen lojistik modelin geçerliliği Hosmer ve Lemeshow testi ile sınanmıştır:

H<sub>0</sub>: Bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H<sub>1</sub>: Bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Test sonucu anlamlılık düzeyi 0,05 den büyük çıktığı için (Sig.:0,915)  $H_0$  hipotezi reddedilir. Yani bu model, 2001 kriz yılında başarılı/başarısız işletmeleri ayırt etmek için uygundur ve model tahminleri ile veriler kabul edilebilir bir düzeyde uyumluluk göstermektedir. Anlamlılık düzeyinin dışında olan ki-kare değeri (3,281) de modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklayabildiğini göstermektedir (Tablo 29).

**Tablo 29.** 2001 Yılı Logit Analizi Hosmer ve Lemeshow Testi

| Ki Kare | df | Anlamlılık |
|---------|----|------------|
| 3,281   | 8  | 0,915      |

Sınıflandırma tablosunda, işletmelerin performans göstergesi olarak kullanılan sınıflandırmanın gözlenen değerleri ile analizde tahmin edilen değerlerin kıyaslaması yapılmıştır. Gerçekte zarar etmiş olarak gözlenen işletmelerin %88,9’ analizde de zarar etmiş olarak doğru tahmin edilmiş, kar etmiş olarak gözlenen işletmelerinse %93,9’u kar etmiş olarak doğru edilmiştir. Toplamda ise gerçekte gözlenen başarı durumu analizde %92,2 düzeyinde doğru olarak tahmin edilmiştir. Bu değer aynı zamanda yeni eklenen bir işletmenin başarı durumunun modelde %92,2 oranında doğru sınıflandırılacağını da göstermektedir. Verilerin tamamının doğru olarak sınıflandırılamamış olmasının nedeni, ele alınan firmaların mali verileri başarılı olduğu halde zarar göstermelerinden veya mali tablo bilgileri başarısız olduğu halde karlı göstermelerinden kaynaklanıyor olabilmektedir (Tablo 30).

**Tablo 30.** 2001 Yılı Logit Analizi Gözlenen ve Tahmin Edilen Değişkenlerin Sınıflandırılması

| Sınıflandırma Tablosu <sup>a</sup> |              |               |     |                         |
|------------------------------------|--------------|---------------|-----|-------------------------|
|                                    |              | Tahmin Edilen |     | Doğru Olanların Yüzdesi |
|                                    |              | ZARAR         | KAR |                         |
| Gözlenen                           | ZARAR        | 16            | 2   | 88,9                    |
|                                    | KAR          | 2             | 31  | 93,9                    |
|                                    | Toplam Yüzde |               |     | 92,2                    |

a. Eşik değeri: 0,500

Lojistik regresyon analizinde kullanılan bağımsız değişkenlerin başarı ölçütünü ne kadar etkilediğini gösteren bilgiler “denklemdaki değişkenler” tablosunda verilmektedir. Değişkenlerden anlamlılık düzeyi 0,05’ten küçük olanlar o değişkenlerin modele anlamlı bir katkı yaptığını göstermektedir. 2001 kriz yılı için kurulan modele istatistikî olarak anlamlı katkı sağlayan değişkenler; cari oran (0,009), fiyat-kazanç oranı (0,019), kaldıraç oranı (0,013) ve kısa vadeli borç/aktif (0,021) oranıdır. Kullanılan değişkenlerden modele istatistikî olarak anlamlı bir katkı yapmayan tek değişken ise, finansman gideri/net satış (0,584) oranıdır. Exp(B) sütunu modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin odds (olasılıklar üstünlük oranı) oranlarını göstermektedir. Odds oranı, kullanılan bağımsız değişkenin karı etkileme olasılığının etkilememe olasılığına oranıdır ve bu oranın büyük çıkması ilgili değişkenin performans ölçütünü daha çok etkilediğini göstermektedir. 1’den küçük odds oranı ilgili bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni azalttığını, 1’den büyük çıkması artırdığını ifade etmektedir. 1’e yakın odds oranı ise ilgili bağımsız değişkendeki birim değişimin bağımlı değişkeni etkilemediği anlamına gelmektedir. Buna göre, işletmelerin karlarını en çok etkileyen değişkenler sırasıyla kısa vadeli borç/aktif oranı (5362769,979), cari oran (73,694) ve finansman gideri/net satış (7,900) oranıdır. B sütunundaki değerler de ilgili bağımsız değişkendeki bir birimlik değişimin işletme karlılığını ne kadar ve ne yönde değiştireceğini göstermektedir. Bu sütundaki verilerden hareketle analizden elde edilen model şu şekilde formüle edilebilir (Tablo 31):

$$\text{Log} (Y_1/1- Y_1) = 4,300*X_{19} + 2,067*X_{21} + 0,139*X_{23} - 20,054*X_{25} + 15,495*X_{26} - 1,574$$

**Tablo 31.** 2001 Yılı Logit Analizi Değişkenleri

|              | Denklemdaki Değişkenler |             |             |           |             |               |
|--------------|-------------------------|-------------|-------------|-----------|-------------|---------------|
|              | <i>B</i>                | <i>S.E.</i> | <i>Wald</i> | <i>df</i> | <i>Sig.</i> | <i>Exp(B)</i> |
| <i>CRORN</i> | 4,300                   | 1,650       | 6,791       | 1         | 0,009       | 73,694        |
| <i>FNSGS</i> | 2,067                   | 3,777       | 0,300       | 1         | 0,584       | 7,900         |
| <i>FYKZO</i> | 0,139                   | 0,059       | 5,508       | 1         | 0,019       | 1,149         |
| <i>KLDRC</i> | -20,054                 | 8,089       | 6,146       | 1         | 0,013       | 0,000         |
| <i>KVBAK</i> | 15,495                  | 6,731       | 5,300       | 1         | 0,021       | 5362769,979   |
| <i>Sabit</i> | -1,574                  | 3,383       | 0,216       | 1         | 0,642       | 0,207         |

Uygulamada ele alınan işletmelerin krizden sonraki yıllarda ne tür bir yapılanmaya gittiklerini ve bunun performanslarını ne ölçüde etkilediğini analiz etmek amacıyla, lojistik regresyon modeli krizden sonraki ilk yapılanma yılı 2002 ve sonraki yapılanma yılı 2003

üzerinde de uygulanmıştır. 2002 yılı için uygulanan modelde, -2 Log olasılığının kısmen küçük bir değer alması model ve verilerin uyumlu olduğu göstermektedir. Buna ek olarak, Cox & Snell  $R^2$  değerinin 0,470 ve Nagelkerke  $R^2$  değerinin de 0,669 çıkması modelin açıklayıcılığının yüksek olduğunu göstermektedir. Yani modelde kullanılan değişkenler işletmelerin performans başarı göstergesini kriz yılı için kurulan modele nispeten düşük olmakla birlikte, yüksek bir oranda açıklayabilmektedir (Tablo 32).

**Tablo 32.** 2002 Yılı Logit Analizi Model Özeti

| -2 Log Olasılığı | Cox & Snell $R^2$ | Nagelkerke $R^2$ |
|------------------|-------------------|------------------|
| 29,452           | 0,470             | 0,669            |

2002 kriz sonrası ilk yapılanma yılı için elde edilen lojistik modelin geçerliliği Hosmer ve Lemeshow testi ile sınanmıştır:

$H_0$ : Bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

$H_1$ : Bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Test sonucu anlamlılık düzeyi 0,05 den büyük çıktığı için (Sig.:0,992)  $H_0$  hipotezi reddedilir,  $H_1$  hipotezi kabul edilir. Yani finansal yeniden yapılanmayı açıklamak için kullanılan bu modeldeki değişkenler, 2002 kriz sonrası ilk yapılanma yılı için uygundur ve başarı ölçümünde kullanılan açıklayıcı değişkenler kabul edilebilir bir düzeyde uyumluluk göstermektedir. Anlamlılık düzeyinin dışında olan ki-kare değeri (1,540) de modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklayabildiğini göstermektedir (Tablo 33).

**Tablo 33.** 2002 Yılı Logit Analizi Hosmer ve Lemeshow Testi

| Ki Kare | df | Anlamlılık |
|---------|----|------------|
| 1,540   | 8  | 0,992      |

Sınıflandırma tablosunda gerçekte gözlenen verilerin ne kadarının analizde doğru olarak yerleştirildiği görülmektedir. Buna göre, gerçekte zarar eden işletmelerin %80'i ile gerçekte kar eden işletmelerin %94,4'ü analizde doğru olarak tahmin edilmiştir. Toplamda analizin kriterleri doğru tahmin etme yüzdesinin %90,2 olarak hesaplanması modelin tahmin gücünün yüksek olduğunu ve sonradan eklenecek her bir işletmenin performans durumunu %90,2 olasılıkla doğru tahmin edeceği anlamına gelmektedir (Tablo 34).

**Tablo 34.** 2002 Yılı Logit Analizi Gözlenen ve Tahmin Edilen Değişkenlerin Sınıflandırılması

| Sınıflandırma Tablosu <sup>a</sup> |              |               |     |                         |
|------------------------------------|--------------|---------------|-----|-------------------------|
|                                    |              | Tahmin Edilen |     | Doğru Olanların Yüzdesi |
|                                    |              | ZARAR         | KAR |                         |
| Gözlenen                           | ZARAR        | 12            | 3   | 80,9                    |
|                                    | KAR          | 2             | 34  | 94,4                    |
|                                    | Toplam Yüzde |               |     | 90,2                    |

a. Eşik değeri: 0,500

Lojistik regresyon analizinde kullanılan bağımsız değişkenlerin başarı ölçütünü ne kadar etkilediğini gösteren bilgiler “denklemdaki değişkenler” tablosunda verilmektedir. Aynı zamanda 2002 yılı için kurulan modelden işletmelerin kriz sonrasında ne tür bir finansal yeniden yapılanmaya gittiklerinin de yorumu yapılabilecektir. 2002 yılı için kurulan modele istatistikî olarak anlamlı katkı sağlayan değişkenler; cari oran (0,004) ile kısa vadeli borç/aktif (0,020) oranıdır. Diğer değişkenler ise modele istatistikî olarak anlamlı bir katkı yapmamaktadır. Modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin odds (olasılıklar üstünlük oranı) oranlarını gösteren Exp(B) sütununa göre, işletmelerin karlarını en çok etkileyen değişkenler sırasıyla kısa vadeli borç/aktif oranı (23306,608) ve cari orandır (38,994). B sütunundaki değerler de ilgili bağımsız değişkendeki bir birimlik değişimin işletme karlılığını hangi yönde ve kaç birim değiştireceğini göstermektedir. Bu sütundaki verilerden hareketle analizden elde edilen model şu şekilde formüle edilebilir (Tablo 35):

$$\text{Log} (Y_1/1 - Y_1) = 3,663 \cdot X_{19} - 2,357 \cdot X_{21} - 0,015 \cdot X_{23} - 8,024 \cdot X_{25} + 10,251 \cdot X_{26} - 3,784$$

**Tablo 35.** 2002 Yılı Logit Analizi Değişkenleri

|              | Denklemdaki Değişkenler |             |             |           |             |               |
|--------------|-------------------------|-------------|-------------|-----------|-------------|---------------|
|              | <i>B</i>                | <i>S.E.</i> | <i>Wald</i> | <i>df</i> | <i>Sig.</i> | <i>Exp(B)</i> |
| <i>CRORN</i> | 3,663                   | 1,258       | 8,474       | 1         | 0,004       | 38,994        |
| <i>FNSGS</i> | -2,357                  | 5,567       | 0,179       | 1         | 0,672       | 0,095         |
| <i>FYKZO</i> | -0,015                  | 0,011       | 1,722       | 1         | 0,189       | 0,985         |
| <i>KLDRC</i> | -8,024                  | 4,707       | 2,906       | 1         | 0,088       | 0,000         |
| <i>KVBAK</i> | 10,251                  | 4,422       | 5,374       | 1         | 0,020       | 28306,608     |
| <i>Sabit</i> | -3,784                  | 2,643       | 2,050       | 1         | 0,152       | 0,023         |

Üç yıl için de kurulan modellerin birbirleriyle kıyaslamasını yapabilmek için ve daha tutarlı sonuçlar elde edebilmek için, krizden sonraki ikinci yapılanma yılı 2003'de de aynı değişken türleri lojistik regresyon modeli için kullanılmıştır. 2003 kriz sonrası ikinci yapılanma yılından elde edilen analiz sonuçlarına göre önceki iki yıldan da daha düşük bir değer alan -2 log olasılığı, model ile modelde kurulan verilerin uyumlu olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte Cox & Snell R<sup>2</sup> ve Nagelkerke R<sup>2</sup> değerlerinin önceki yıla göre bozulması modelde kullanılan değişkenlerin kombinasyonlarının açıklayıcılıklarının düştüğünü göstermektedir (Tablo 36).

**Tablo 36.** 2003 Yılı Logit Analizi Model Özeti

| -2 Log Olasılığı | Cox & Snell R <sup>2</sup> | Nagelkerke R <sup>2</sup> |
|------------------|----------------------------|---------------------------|
| 0,000            | 0,189                      | 1,000                     |

2003 kriz sonrası ikinci yapılanma yılı için elde edilen lojistik modelin geçerliliği Hosmer ve Lemeshow testi ile sınanmıştır:

H<sub>0</sub>: Bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H<sub>1</sub>: Bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Test sonucu anlamlılık düzeyi 0,05 den büyük çıktığı için (Sig.:1,000) H<sub>0</sub> hipotezi reddedilir, modelin uyumlu olduğunu gösteren H<sub>1</sub> hipotezi kabul edilir. Yani finansal yeniden yapılanmayı açıklamak için kullanılan bu modeldeki değişkenler, 2003 kriz sonrası ilk yapılanma yılı için uygundur ve başarı ölçümünde kullanılan açıklayıcı değişkenler kabul edilebilir bir düzeyde uyumluluk göstermektedir. Anlamlılık düzeyinde olan ki-kare değeri

(0,000) ise modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni istatistikî olarak açıklayabilmekte yetersiz olduğunu göstermektedir (Tablo 37).

**Tablo 37.** 2003 Yılı Logit Analizi Hosmer ve Lemeshow Testi

| Ki Kare | df | Anlamlılık |
|---------|----|------------|
| 0,000   | 1  | 1,000      |

2003 yılında kullanılan verilerin tamamı paket program tarafından analize dâhil edilmemiş 5 tanesi atlanmıştır (Tablo 38). Üç yılın da verileri toplanırken İMKB’de işlem gören şirketlerin 12 aylık verilerinden yararlanılmıştır. Ancak 2003 senesi verileri toplanırken bazı verilerin 12 aylık değerlerine ulaşılmadığından analizde mevsimsellik gibi etkileri göz ardı ederek ve firmaların yılın her bir ayında toplama göre aşağı yukarı aynı çizgide faaliyet göstereceğini varsayarak özellikle oranlar için firmaların 9 aylık mali tablo verilerinden yararlanılmıştır. SPSS programının 5 tane işletmeyi 2003 senesinde analize dâhil etmemesi ve 2003 senesinde hem çoklu regresyon analizinde hem de lojistik regresyon analizinde karşılaşılan bozulmalar yüksek ihtimalle bu durumdan kaynaklanmaktadır. Geriye kalan 46 işletmenin performans başarı durumlarının gerçekte gözlenen değerleri analizde doğru olarak atanmıştır. Son sene için analizin işletme performansını doğru sınıflandırma başarısı %100’dür (Tablo 39). Yani 2003 senesinde eklenecek yeni bir işletmenin gözlenen başarı durumu analizde %100 olasılıkla doğru tahmin edilecektir. Bununla birlikte veri toplamada karşılaşılan problemler nedeniyle son sene uygulanan analiz sonuçları tartışmalıdır.

**Tablo 38.** 2003 Yılı Logit Analizi Toplam Örneklemen Vaka İşleme Özeti

| Ağırlıklandırılmamış Vakalar <sup>a</sup> | N  | Yüzde |
|-------------------------------------------|----|-------|
| Seçilmiş Vakalar                          | 46 | 90,2  |
| Atlanmış Vakalar                          | 5  | 9,8   |
| <b>Toplam</b>                             | 51 | 100,0 |
| Seçilmemiş Vakalar                        | 0  | 0,0   |
| <b>Toplam</b>                             | 51 | 100,0 |

a. Ağırlıklar geçerliyse, toplam vaka sayısı için sınıflandırma tablosuna bakınız.

**Tablo 39.** 2003 Yılı Logit Analizi Gözlenen ve Tahmin Edilen Değişkenlerin Sınıflandırılması

| Sınıflandırma Tablosu <sup>a</sup> |              |               |     |                         |
|------------------------------------|--------------|---------------|-----|-------------------------|
|                                    |              | Tahmin Edilen |     | Doğru Olanların Yüzdesi |
|                                    |              | ZARAR         | KAR |                         |
| Gözlenen                           | ZARAR        | 1             | 0   | 100,0                   |
|                                    | KAR          | 0             | 45  | 100,0                   |
|                                    | Toplam Yüzde |               |     | 100,0                   |

a. Eşik değeri: 0,500

Denklemdaki değişkenler tablosu Sig. (anlamlılık) sütunu incelendiğinde, son sene için uygulanan analizde kullanılan değişkenlerin hiçbirinin  $p < 0,05$  düzeyinde modele istatistikî olarak anlamlı bir katkıda bulunmadığı görülmektedir. Bununla birlikte Exp(B) sütunu işletmelerin performansını son sene en çok etkileyen değişkenlerin sırasıyla kaldıraç oranı (9,668E41), cari oran (2,576E33) ve kısa vadeli borç/aktif oranı (1,390E30) olduğunu göstermektedir. B sütunundaki verilerden hareketle analizden elde edilen model şu şekilde formüle edilebilir (Tablo 40):

$$\text{Log} (Y_1/1 - Y_1) = 76,932 \cdot X_{19} - 336,200 \cdot X_{21} + 0,073 \cdot X_{23} + 96,675 \cdot X_{25} + 69,407 \cdot X_{26} - 135,654$$

**Tablo 40.** 2003 Yılı Logit Analizi Değişkenleri

|              | Denklemdaki Değişkenler |            |       |    |       |          |
|--------------|-------------------------|------------|-------|----|-------|----------|
|              | B                       | S.E.       | Wald  | df | Sig.  | Exp(B)   |
| <b>CRORN</b> | 76,932                  | 7052,158   | 0,000 | 1  | 0,991 | 2,576E33 |
| <b>FNSGS</b> | -336,200                | 157692,365 | 0,000 | 1  | 0,998 | 0,000    |
| <b>FYKZO</b> | 0,073                   | 66,593     | 0,000 | 1  | 0,999 | 1,076    |
| <b>KLDRC</b> | 96,675                  | 48726,213  | 0,000 | 1  | 0,998 | 9,668E41 |
| <b>KVBAK</b> | 69,407                  | 35305,237  | 0,000 | 1  | 0,998 | 1,390E30 |
| <b>Sabit</b> | -135,654                | 15237,764  | 0,000 | 1  | 0,993 | 0,000    |

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Mali küreselleşme ve serbestleşme yoluyla ülkeler arasında faiz oranları düşük ülkelere yüksek faizli ülkelere hızlı ve kısa dönemli sermaye akışları gerçekleşmektedir. Böylece, mali küreselleşme ve serbestleşmenin işletmelere getirdiği kısa dönemli sermaye ihtiyacının karşılanması gibi avantajlarının yanı sıra, işletmeleri tüm dünyada yaşanan finansal risklere karşı daha açık hale getirmekte, dünyanın başka bir bölgesinde çıkan mali krizlerin yıkıcı etkilerine daha çok maruz kalmalarına neden olmaktadır. Bu gelişmelere bağlı olarak, artan rekabetin ve sürekli gelişim zorunluluğu firmalara ufak bir mali sıkıntı karşısında bile ciddi ekonomik ve finansal maliyetler yüklemektedir. Bu sebeple, işletmelerde kriz dönemini en az zararla atlatabilmek ve kriz sonrasında etkili bir finansal yeniden yapılanma politikası uygulayabilmek özellikle mali küreselleşmeden itibaren daha büyük bir önem kazanmıştır. Firmalar finansal yeniden yapılanmaya, ya kendi özsermayelerinde düzenleme yaparak ya da borç yapılarını değiştirerek gitmektedirler.

Bu çalışmada, bağımsız değişkenlerin ikili değer alan (başarılı-başarısız) bağımlı değişken üzerindeki önemlerinin belirlenmesinde ikili “lojistik regresyon (logit) analizi” uygulanmıştır. Buna ek olarak, işletme performansı ile işletmelerin mali tablolarındaki ilişki olup olmadığını görebilmek amacıyla “çoklu doğrusal regresyon modeli” uygulanmıştır. Araştırma verisi, İMKB’de işlem görmekte olan, “taş ve toprağa dayalı sanayi”, “metal ana sanayi” ve “metal eşya, makine ve gereç sanayi” kolunda faaliyet gösteren 51 sanayi işletmesinin 12 aylık mali tablo verilerinden elde edilip düzenlenmiştir. Ancak son seneye ilgili toplanan verilerin bazılarının elde edilememesinden dolayı, son seneye ilgili analiz sonuçları tartışmalı bulunmuştur. Uygulama dönemi olarak 2001 krizinin yaşandığı dönem kriz yılı olarak, takip eden 2002 ve 2003 seneleri de kriz sonrası yapılanma yılları olarak ele alınmıştır. Böylece, işletmelerin hem kriz dönemindeki davranışlarını hem de kriz sonrasında nasıl bir finansal yapılanmaya gittiklerini gözlemleme olanağı elde edilmiştir.

İncelenen şirketlerin 18’i (%35,29) kriz döneminde zarar etmiş, 33’ü ise (%64,71) kar elde etmiştir. 2001 yılında zarar eden şirketlerin %88,9’u 2002’de, %77,8’i de 2003 yılında aktiflerini artırmıştır. Kar edenlerin ise %100’ü 2002 yılında, %97’si de 2003 yılında aktiflerini artırmıştır. 2001 yılında zarar eden işletmelerin %66,7’si 2002 yılında, %100’ü de 2003 yılında finansman giderlerini azaltmıştır. Kar edenlerden finansman giderlerini

azaltanların oranı 2002 yılı için %72,4, 2003 yılı için %90,9 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında zarar eden işletmelerden 2002 yılında kısa vadeli borçlarını azaltanların oranı %38,9, 2003 yılında azaltanların oranı %50 iken, kar edenlerden 2002 yılında azaltanların oranı %18,2, 2003 yılı için %27,3 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında zarar eden işletmelerden 2002 yılında uzun vadeli borçlarını azaltanların oranı %16,7, 2003 yılında azaltanların oranı %33,3 iken, kar edenlerden 2002 yılında azaltanların oranı %36,4, 2003 yılı için %24,2 olarak gerçekleşmiştir. Hem kar eden hem zarar eden işletmeler, kriz sonraki yapılanma yıllarında, uzun vadeli borçlarına göre kısa vadeli borçlarını azaltmaya daha ağırlık vermişlerdir. 2001 yılında zarar eden işletmelerin %77,8'i 2002 yılında da 2003 yılında da özsermayelerini artırmış, kar edenlerinse 2002 yılında %100'ü 2003 yılında da %97'si özsermayelerini artırmıştır. Kriz sonrasında hem kar eden hem de zarar eden işletmelerin aktiflerini artırırken, kaynaklarını sağlarken özsermayeyle finansmana ağırlık verdikleri borçla finansmanı azaltma yoluna giderek bir finansal yeniden yapılanmaya gittikleri görülmektedir. Kriz sonrasında 2002 ve 2003 yıllarındaki finansa yeniden yapılanma uygulamaları sonucunda, 2001 yılında zarar eden işletmelerin %83,3'ü 2002 yılında, %100'ü de 2003 yılında karlarını artırmayı başarmıştır. 2001 yılında kar eden işletmelerden ise, %72,7'si 2002 yılında, %57,6'sı 2003 yılında karlılıklarını artırabilmiştir. Kriz döneminde zarar edip yapılanmaya giden firmaların 2002 ve 2003 yılları için başarılı finansal yeniden yapılanma uygulamaları olduğu ortaya çıkmaktadır<sup>7</sup>.

2001-2003 yılları için kurulan çoklu doğrusal regresyon modeli, işletmelerin karlılıkları ile mali tablo verileri arasında istatistikî olarak ilişki olduğunu göstermektedir ( $R^2$  ve Anova<sup>b</sup> Anlamlılık Düzeyleri). Üç dönemde de işletmelerin karlılığını (net kar/özsermaye) en çok etkileyen değişkenler; pazarlama gideri/net satış , faaliyet gideri/net satış ve finansman gideri/net satış olmuştur (Tablo 41).

---

<sup>7</sup> Sayfa , Tablo 16'daki verilerden alınmıştır.

**Tablo 41.** 2001-2003 Yılları Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Sonuçları

|                 |                                         | Analiz Modeli Katsayıları |                          |                           |
|-----------------|-----------------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|
|                 |                                         | Kriz Yılı                 | Yeniden Yapılanma Yılı I | Yeniden Yapılanma Yılı II |
| Kod             | Göstergeler                             | 2001                      | 2002                     | 2003                      |
| X <sub>20</sub> | Faaliyet Gideri/Net Satış               | 3,948                     | -1,653                   | -0,962                    |
| X <sub>21</sub> | Finansman Gideri/Net Satış              | 1,725                     | 0,429                    | 0,303                     |
| X <sub>22</sub> | Finansman Oranı                         | -0,324                    | -0,107                   | 0,042                     |
| X <sub>24</sub> | Halka Açılma Oranı                      | 0,000                     | 0,001                    | 0,000                     |
| X <sub>27</sub> | Net İşletme Sermayesi Devir Hızı        | 0,018                     | -0,003                   | -0,001                    |
| X <sub>29</sub> | Pazarlama Gideri / Net Satış            | -6,949                    | 1,924                    | 2,664                     |
| X <sub>33</sub> | Yurtdışı Satışlar / Toplam Satış        | -0,401                    | -0,490                   | -0,265                    |
|                 | Sabit                                   | 0,328                     | 0,461                    | 0,178                     |
|                 | Anova <sup>b</sup> Anlamlılık Düzeyleri | 0,000                     | 0,000                    | 0,626                     |
|                 | R <sup>2</sup>                          | 0,992                     | 0,861                    | 0,110                     |

İşletmelerin 2001-2003 dönemindeki performans analizini yapabilmek ve ne tür bir yapılanmaya gittiğini görebilmek amacıyla uygulanan lojistik regresyon modeli üç yıl için de anlamlı çıkmıştır. Ayrıca, seçilen bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasında tartışmalı olan 2003 senesi dışında yüksek oranda anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Buradan hareketle, kriz yılında (2001) işletmelerin karlılığını en olumsuz etkileyen kaldıraç oranının katsayısının (-20,054) krizin sonrasındaki 2002 yılında azaldığı (-8,024), bir sonraki yılda ise pozitif bir değer aldığı (96,675) görülmektedir. İşletmeler kriz yılında yüksek borçluluk oranlarından olumsuz etkilenmiş sonrasında toplam kaynakları içindeki borç oranlarını düşürmeye başlamıştır. İkinci yapılanma yılında kaldıraç oranının olumlu kaynak karlılığını artırarak olumlu etkisinin arttığı görülmektedir. İşletmelerin faaliyetlerini sürdürürken belli bir oranda likit olması önem taşımaktadır. Kriz yılı için kurulan modelde işletme karlılığı için cari oran ve kısa vadeli borç/ aktif oranlarının önemli olduğu ortaya çıkmıştır. 2002 yılında bu değişkenlerin olumlu etkisi devam ederken 2003 yılında kriz yılında kıyasla bariz bir şekilde arttığı görülmektedir. Bu da, yapılanma yıllarında işletmelerin borçlarını azaltmaya ek olarak, aktiflerinin oranını özellikle 2003 yılında artırdıklarını göstermektedir. İncelenen

sektörlerdeki işletmelerin finansal yeniden yapılanmaya borçlarını azaltarak, aktiflerini artırarak gittikleri, dolayısıyla krizden sonra işletmelerin özkaynakla finansmana gittikleri görülmektedir. Fiyat kazanç oranının olumlu etkisi ise yapılanma yıllarında düşmüştür. Tablo 15’de görülen, kriz sonrasındaki hem halka açılma oranlarında hem fiyat kazanç oranlarında yaşanan artış rakamlarıyla birlikte, logit analizinden elde edilen bu sonuç, işletmelerin özkaynakla finansal yapılanmada en çok hisse senedi arzı gibi dışsal kaynaktan yararlandıklarını göstermektedir. Diğer yandan, bunun bir süre sonra firmaların karlılığını olumsuz etkileyecek şekilde arttığı sonucunu da ortaya çıkarmaktadır (Tablo 42).

**Tablo 42.** 2001-2003 Yılları Lojistik Regresyon Modeli Sonuçları

|                    |                                         | Analiz Modeli Katsayıları |                          |                           |
|--------------------|-----------------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|
|                    |                                         | Kriz Yılı                 | Yeniden Yapılanma Yılı I | Yeniden Yapılanma Yılı II |
| <i>Göstergeler</i> |                                         | <i>2001</i>               | <i>2002</i>              | <i>2003</i>               |
| X <sub>19</sub>    | Cari Oran                               | 4,300                     | 3,663                    | 76,932                    |
| X <sub>21</sub>    | Finansman Gideri/Net Satış              | 2,067                     | - 2,357                  | -336,200                  |
| X <sub>23</sub>    | Fiyat-Kazanç Oranı                      | 0,139                     | - 0,015                  | 0,073                     |
| X <sub>25</sub>    | Kaldıraç Oranı                          | -20,054                   | -8,024                   | 96,675                    |
| X <sub>26</sub>    | Kısa Vadeli Borç/Aktif Oranı            | 15,495                    | 10,251                   | 69,407                    |
|                    | Sabit                                   | -1,574                    | - 3,784                  | -135,654                  |
|                    | Hosmer ve Lemeshow Anlamlılık Düzeyleri | 0,915                     | 0,992                    | 1,000                     |
|                    | Cox & Snell R <sup>2</sup>              | 0,558                     | 0,470                    | 0,189                     |
|                    | Nagelkerke R <sup>2</sup>               | 0,768                     | 0,669                    | 1,000                     |

Sonuç olarak, 2001 krizinde işletmelerin karlılıklarını etkileyen etmenlerin sırasıyla; kaldıraç oranı, kısa vadeli borç/aktif oranı, cari oran, finansman gideri/net satış, fiyat kazanç oranı olduğu saptanmıştır. İşletmeler kriz döneminde yaşadıkları olumsuzlardan kurtulmak amacıyla finansal yeniden yapılanma gitmişlerdir. Bunun için ise, aktiflerini artırmışlar, aktiflerinin kaynakları içinde borçla finansmanı düşürmüşler, özsermayeyle finansmanı artırmışlardır. Özsermayeyle finansman için işletme içi kaynaklardan ziyade hisse senedi arzı gibi işletme dışı kaynaklara yönelmişlerdir.

## KAYNAKÇA

- ALTMAN, Edward.I. “Financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bancruptcy”, **The Journal of Finance**, Volume: 23, No: 4, September 1968, ss. 589-609
- AKDİŞ, Muhammet. “Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler”, **Dış Ticaret Müsteşarlığı Dış Ticaret Dergisi**, Yıl:7, Sayı:26, Ekim 2002, ss.1-45.
- AKINCI, Merter ve Işıl Özden ÇITIR. “2008-2009 Ekonomik Krizi Çerçevesinde Ordu/Ünye’de Fındık Sektöründe Faaliyet Gösteren KOBİ’lerin Kriz Stratejileri”, **2. Yerel Ekonomiler Kongresi Bildiriler Kitabı**, Sivas, 17-19 Haziran 2010
- AKKAYA, Cenk G., ve Mine N. TÜKENMEZ. “İşletmelerde Finansal Yeniden Yapılanma Dinamikleri: Örnek Olay Analizi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt.22, No. 2, 2007, ss. 179-195
- ALPER, Emre. “The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong..”, **Russian and East European Finance and Trade**, 37:6
- APAK, Sudi ve Ayhan AYTAÇ. **Küresel Krizler Kronolojik Değerlendirme ve Analiz**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2009
- ARAS, Güler, ve Alövsat MÜSLÜMOV. “Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde KOBİ’lerin Yeri: Finansman, Ekonomik Sorunları ve Çözüm Önerileri”, **21. Yüzyılda KOBİ’ler Sempozyumu**, 7, Gazi Magusa, KKTC
- ASLAN, İmran ve Orhan ÇINAR. “2009 Yılı Ekonomik Krizinin Erzincan’daki Yerel İşletmeler Üzerine Etkisi”, **2. Yerel Ekonomiler Kongresi Bildiriler Kitabı**, Sivas, 17-19 Haziran 2010
- ASLANTAŞ, Mesut ve Necmi ODYAKMAZ. “Para Krizleri”, **Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü**, 1998,  
<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/9ozsayma98.doc>, 20.04.2010
- AKTAŞ, Ramazan. **Mali Başarısızlık(İşletme Riski) Tahmin Modelleri**, 2.Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İstanbul, 1997

- ATEŞ, Gürkan. “Borç Yönetim Ofisi ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Çalışma”, **Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü**, 2, 2002, <http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/Arastirma%20Yayin/Ara%c5%9ft%c4%b1rma%20-%20Uzmanl%c4%b1k%20Tezleri/Ara%c5%9ft%c4%b1rma%20%c4%b0nceleme%20Dizisi/31%20-%20Bor%c3%a7%20Y%c3%b6netim%20Ofisi%20ve%20T%c3%bcrkiye%20Uygulamas%c4%b1%20%c3%9czerine%20Bir%20%c3%87al%c4%b1%c5%9fma.pdf> 29.04.2010
- BERNANKE, Ben S. **ABD Kongresi Bütçe Komisyonu 17.01.2008 Bildirisi**, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20080117a.htm> 10.05.2010
- BERNANKE, Ben S. “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression”, **American Economic Review**, American Economic Association, Sayı: 73(3), ss. 257-76, Haziran 1983
- BLATZ, Michael, Karl-J KRAUS ve Sascha HAGNAI. “Innovative Crisis Management Concepts-An Up-to-Date Status Evaluation”, **Corporate Restructuring Finance in Times of Crisis** (ed. Blatz, Michael, Kraus, Karl-J, Hagnai, Sascha.), Springer, Germany, 2006
- BLUNDELL-Wignall, Adrian. “**Structured Products:Implications for Financial Markets**”, 2007, <http://www.oecd.org/dataoecd/53/17/39654605.pdf> (25.05.2010)
- BLUNDELL-Wignall, Adrian “The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options”, **Financial Market Trends OECD-2008**, 2008
- BORATAV, Korkut, A.Haşim KÖSE, Oktar TÜREL ve Erinç YELDAN. “İktisadın Krizinden Toplum Krizine: Nereye Gidiyoruz?”, **Bilkent Üniversitesi Söyleşisi**, Temmuz 2006
- ÇARIKÇI, H. İlker ve İsmail TİTİZ. “Krizlerin İşletmeler Üzerindeki Etkileri ve Küçük İşletme Yöneticilerinin Kriz Dönemine Yönelik Stratejik Düşünce ve Analizleri”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 2, Sayı 1, ss. 203-218

- CHANG, Roberto ve Andrés VELASCO. “Finanacial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model”, **Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper**, No:10, Temmuz 1998
- CLAESSENS, Stijin, Simeon DJANKOV ve Colin Xu LIXIN, “Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis”, **The World Bank Research Observer**, Volume: 15, No:1, February 2000, ss. 23-46
- DeANGELO, Harry ve Linda DeANGELO. “Dividend Policy and Financial Distress: An Emprical Investigation of Troubled NYSE Firms”, **The Journal of Finance**, Vol. XLV, No.5, December 1990, ss. 1415-1431
- DELİCE, Güven. “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, **Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı:20, 2003, ss.57-81
- DICKINSON, Eric. “Credit Default Swaps: So Dear to Us, So Dangerous”, 2008, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1315535](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1315535) (25.05.2010)
- DRAZEN, Allan. “Political Contagion in Currency Crises”, **NBER Conference on Currency Crises**, 1998
- DPT. **Mali Piyasalardaki Gelişmeler**, Ekim-2008
- DPT. **Mali Piyasalardaki Gelişmeler**, Eylül-2009
- EĞİLMEZ, Mahfi ve Ercan KUMCU. **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, 14. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2010,
- EICHENGREEN, Barry, Andrew K. ROSE ve Charles WYPLOSZ. “Exchange Market Mayhem: The Antecedents And Aftermath of Speculative Attacks”, 1995, <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/ERW3EP.pdf> (24.05.2010)
- ERDOĞAN, Bülent. **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri**, Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosoyal Bilimler Enstitüsü, 2006, Kahramanmaraş
- EREN, Aslan ve Bora SÜSLÜ. “Finansal Krizler Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I, Yıl:7, Sayı:41, Eylül-Ekim, 2001, ss.662-674
- ERTUNA, Özer. “Türkiye’nin Yaşadığı Krizler ve Çözüm Arayışları”, **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, s. 11, Temmuz 2001, 1998
- ERTUNA, Özer, **Yeni Yüzyılın Eşiğindeki Türkiye Ekonomisi**, İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası Yayınları, Yayın No. 87, İstanbul, 2007

- EVANGELIST, Mike ve Valerie SATHE. “Brazil’s 1998-1999 Currency Crisis”, 2006
- FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY, <http://www.fhfa.gov/>
- FELTON, Andrew ve Carmen REINHART. “The First Global Financial Crisis of The 21st Century”, **VoxEU.org Publication**, Centre for Economic Policy Research (CEPR), Haizran 2008, <http://www.voxeu.org/reports/subprime/report.pdf> (29.04.2010)
- FRAGEN, Alan D. “*Financial Restructuring: Techniques and Negotiating Dynamics*” **Corporate Restructuring, Lesson from Experience**, (ed. Pomerleano, Michael, Shaw, William), World Bank, 2005, USA
- GORTON, Gary B. “The Panic of 2007”, **Yale ICF Working Paper**, No. 08-24, 2008, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1255362](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1255362) (25.05.2010)
- GREENWALD Bruce C. ve Joseph E. STIGLITZ. “Information, Finance and Markets: The Architecture of Allocative Mechanisms”, **NBER Working Paper Series**, No:3652,1991
- GUJARATI, N. Damodar. **Temel Ekonometri**, 6. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2009, Çev. Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen
- GÜLOĞLU, Bülent ve Ender ALTUNOĞLU. “Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, No:27, 2002
- GÜVEMLİ, Oktay. “Ekonomik Krizden Çıkış Arayışları”, **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:13, ss:13-19, Ocak 2002
- HARRISON, Edward. “Global Bank Write-Offs And Failures”, 2008, <http://www.creditwritedowns.com/2008/04/global-bank-write-offs-and-failures.html> (25.05.2010)
- HARVEY, Campbell R., Christian LUNDBLAD ve Diego VALDERMA. “Brazil In Crisis”, **Emerging Markets Quarterly**, Bahar 1999
- IMF. <http://www.imf.org/external/index.htm>
- INTERNATIONAL MONEY FUND. “Global Financial Stability Report Financial Stress and Deleveraging Macrofinancial Implications And Policy”, **IMF Washington DC**, Ekim 2008
- ISKANDER, Magdi, Gerald MEYERMAN, Dale.F. GRAY ve Sean HAGAN. “Corporate Restructuring and Governance in East Asia”, **Finance&Development**, March 1999, 42-45

- IŞIK, Nihat, Hasan GÜL ve Efe Can KILIÇ. “Küresel Krizin KOBİ’ler Üzerindeki Etkisi: Karaman İmalat Sanayi Üzerine Bir İnceleme”, **2. Yerel Ekonomiler Kongresi Bildiriler Kitabı**, Sivas, 17-19 Haziran 2010
- İPEKER, Melih. **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ankara
- KAMINSKY, Graciela L. ve Carmen M. REINHART. “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems”, **International Finance Discussion Paper**, No:544, Board of Governors of the Federal Reserve System, Mart 1996
- KARAGÖZ, Kadir. “Türkiye’de Dış Borçlanmanın Nedenleri Ekonometrik Bir Değerlendirme”, **Sayıştay Dergisi**, Sayı: 66-67, ss. 99-110, Temmuz - Aralık 2007
- KAWAI, Masahiro. “Resolution of the East Asian Crisis: Financial and Corporate Sector Restructuring”, **Journal of Asian Economics**, Sayı 11, 2000, 133-168
- KAZGAN, Gülten. **Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001) “Ekonomi Politik” Açısından Bir İrdeleme**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2008
- KİBRİTÇİOĞLU, Aykut. “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Ekonomik Kriz Özel Sayısı I, Yıl:7, Sayı:41, Eylül-Ekim, 2001
- KIM, Minchoul, Minho KIM ve Ronald D. McNIEL. “Predicting Survival Prospect of Corporate Restructuring in Korea”, **Applied Economics Letters**, No. 15, 2008, ss. 1187–1190
- KITTIPRAPAS, Sauwalak. “Social Impacts of Financial and Economic Crisis in Thailand”, **EADN Regional Project on the Social Impact of the Asian Financial Crisis**, 2002, <http://www.eadn.org/Social%20Impacts%20of%20Financial%20and%20Economic%20Crisis%20in%20Thailand.pdf> (31.05.2010)
- KOSE, John, Larry H. P. LANG ve Jeffry NETTER. “The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline”, **The Joournal of Finance**, Vol. XLVII, No. 3, July 1992, ss. 891-917
- KREGEL, Jan. “The Brazilian Crisis: From Inertial Inflation to Fiscal Fragility”, **Levy Economics Institute Economics Working Paper Archive**, Sayı:294, Şubat 2000
- KRUGMAN,Paul, “Currency Crises”, 1997, <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> (21.05.2010)

- LAI, Jim, ve Sudi SUDARSANAM. "Corporate Restructuring in Response to Performance Decline: Impact of Ownership, Governance and Lenders", **European Finance Review**, No:1, 1997, 197-233
- MAKO, Wiliam,P. "Corporate Restructuring in East Asia: Promoting Best Practices", **Finance & Development**, Volume: 38, No: 1, Mart 2001, ([www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/03/mako.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/03/mako.htm))
- MISHKIN, Frederic S. "Anatomy of a Financial Crisis", **Journal of Evolutionary Economics**, Sayı:2,1992
- MISHKIN, Frederic S. "Understanding Financial Crises:A Developing Country Perspective", Federal Reserve Bank of New York, Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research, 1996
- MOGHADAM, Reza. "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?", **IMF Strategy, Policy, and Review Department**, Haziran 2010
- OCAMPO, Jose Antonio, Stefano ZAMAGNI, Ricardo FRENCH-DAVIS ve Carlo PIETROBELLI. "Financial Globalization and The Emerging Economies", **ECLAC** (Economis Comission for Latin America and the Caribbean), 2000
- OECD. [http://www.oecd.org/home/0,3305,en\\_2649\\_201185\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/home/0,3305,en_2649_201185_1_1_1_1_1,00.html)
- ÖZAĞ, Filiz. "2001 Krizinin Yabancı Sermaye Ortaklı Firmalara Etkisi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Bilgesel Yayıncılık, Sayı:211, ss.92-99, 2003
- ÖZATAY, Fatih. **Finansal Krizler ve Türkiye**, 2.Baskı, Doğan Kitap, 2010
- ÖZDAMAR, Kazım. **Paket Programlarla İstatiksel Veri Analizi**, 1. Cilt, 2. Basım, Kaan Kitabevi, Eskişehir, 1999
- ÖZTEK, Ömür S. "İstanbul Yaklaşımı Kapsamındaki Firmaların Finansman Politikaları Üzerine Ampirik Bir Çalışma" **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı.30, Nisan 2006, ss. 141-151
- POLSIRI, Piruna ve Kingkarn SOOKHANAPHIBARN. "Corporate Distress Prediction Models Using Governance and Financial Variables: Evidence FromThai Listed Firms During The East Asian Economic Crisis", **Journal of Economics and Management**, Vol. 5, No. 2, 2009, ss. 273-304
- POMERLEANO, Michael. "Corporate Finance Lessons from the East Asian Crisis", **Public Policy for The Private Sector**, Note No: 155, October 1998

- POMERLEANO, Michael. "Introduction: Toward Better Practise in Systemic Corporate Restructuting", **Corporate Restructuring, Lesson from Experience**, (ed. Pomerleano, Michael, Shaw, William), World Bank, 2005, USA
- POMERLEANO, Michael. "Corporate Financial Restructuring in Asia: Implications For Financial Stability", **BIS Quarterly Review**, 2007
- RAGIN, Charles ve John WALTON. "Global And National Sources Of Political Protest: Third World Responses To The Debt Crisis", **American Sociological Review**, Volume: 55, No: 6, Aralık 1990, ss. 876-890
- ROSIER, Bernard. **İktisadi Kriz Kuramları**, Çev: Nurhan Yentürk, 1. Baskı, İletişim Yayınları, 1991
- ROSS, Stephen, Randolph WESTERFIELD ve Bradford JORDAN. **Fundamentals of Corporate Finance**, Sixth Edition, Mc-Graw Hill C., USA, 2003,601
- SACHS, Jeffrey D. "Developing Country Debt and Economic Performance The International Financial System", **The National Bureau of Economic Research**, United States of America, 1989
- SELÇUK, Bora. **Yükselen Ekonomilerde Kriz Dönemlerinde Bankacılık Sistemlerinin Yeniden Yapılandırılması ve Türkiye Örneği**, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2006
- SEYİDOĞLU, Halil. "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4(2), 2003
- SEYİDOĞLU, Halil. **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, İstanbul,2003
- SEZER, Sevgi. "Ekonomik Krizlerde İşletmelerin Finans, Pazarlama ve Yönetim Sorunları: Bursa'da Bir Uygulama", **2. Yerel Ekonomiler Kongresi Bildiriler Kitabı**, Sivas, 17-19 Haziran 2010
- SHILLER, Robert J. "Portfolio Insurance And Other Investor Fashions As Factors In The 1987 Stock Market Crash", **National Bureau Of Economic Research**, Sayı:3, 1988
- SİPAHİ, Nihal. **Problemlili kredilerin Yeniden Yapılandırılmasında Uluslararası Uygulamalar ve Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara, 2003
- SOMÇAĞ, Selim. **Türkiye'nin Ekonomik Krizi Oluşumu ve Çıkış Yolları**, 2. Basım, 2006 Yayınevi, İstanbul, 2007

- STIGLITZ, E. Joseph ve Andrew WEISS, “Credit Rationing in Markets With Imperfect Information”, **The American Economic Review**, Sayı:71,1981
- STIGLITZ, E. Joseph. **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, Çev.: A. Taşçıoğlu, D. Vural, Plan B Yayınları, İstanbul, 2002
- STONE, Mark R. “Large-Scale Post-Crisis Corporate Sector Restructuring”, **IMF Policy Discussion Paper**, No: 00/7, 2000
- TAYLOR, John.B. “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Emprical Analysis of What Went Wrong”, **NBER Working Paper**, No. 14631, 2009  
<http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>, (25.05.2010)
- TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TDK. **Türkçe Sözlük**, 10. Baskı, TDK Yayınları, 549, Ankara, 2005
- TOBIN, James. “Financial Re-Globalization, Symposium of the American Philosophical Society”,1999, <http://www.irpp.org/po/archive/jul99/tobin.pdf> (21.05.2010)
- TÜİK. <http://www.tuik.gov.tr>
- TÜLAY, Burçak ve Pelin ERDÖNMEZ, “Küresel Krizlere Yeni Yaklaşımlar”, **Türkiye Bankacılar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı:31,1999
- UZUN, Emin. “İşletmelerde Finansal Başarısızlığın Teorik Olarak İrdelenmesi”, **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 27, Temmuz 2005, ss. 158-168
- VERNIMMEN Pierre, Pascal QUIRY, Maurizio DALLOCCHIO, Yann LE FUR ve Antonio SALVI. **Corporate Finance**, Second Edition, John Wiley&Sons, Ltd, UK, 2009
- WEBBER, Michael. “Finance and The Real Economy: Theoretical Implications of Financial Crisis in Asia”, **Geoforum**, Vol. 32, 2001,ss. 1-13
- WONG, Grace. “Behind Wall Street's Subprime Fear Index”, 2007  
[http://money.cnn.com/galleries/2007/news/0711/gallery.abx\\_index/](http://money.cnn.com/galleries/2007/news/0711/gallery.abx_index/). (25.05.2010)
- YELDAN, Erinç. “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, **Rethinking Development Economics: Active Growth And Social Policies Under Globalization**, II.Dünya Sosyal Forumu 31 Ocak-5 Şubat 2002, Port Allegra, Brezilya
- YENTÜRK, Nurhan. **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, 2. Baskı, İstanbul Bilgi Üniversite Yayınları, İstanbul, 2005

- YILDIRAN, Mustafa. “2007/08 Küresel Finans Krizi, Kredi Sıkışıklığı ve Banka Kredisi Kullanan İşletmelerin Algılamaları: Sivas İlinde Araştırma”, **MUFAD Dergisi**, Sayı:43, Temmuz 2009
- YILDIRAN, Mustafa. “Bolluğun Getirdiği Darlık: Küresel Likidite Kaynaklı Krize Maruz İktisadi Yapının Finansal Kritiği Global Finansal Piyasalar ve Riskler”, **Küresel Sermayede Likiditasyon ve Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Hesap Uzmanları Vakfı, Gazi Ü. İİBF 100. yıl salonu, Ankara, 2008
- YILDIRAN, Mustafa. **Küresel Finans Krizinde Gelişen Ülke Ekonomileri: Çözülenler ve Yükselenler**, Yayınlanmamış Çalışma, Sivas, 2010
- YILDIRAN, Mustafa. “Reel Sektörde Finansman Tedarikinin Küreselleşmesi: Türkiye’de Reel Sektörün Dış Borçları Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **12. Ulusal Finans Sempozyumu**, 22-25 Ekim 2008, Kayseri
- YILDIRAN, Z. Dina Çakmur. **Finansal Krizler Erken Uyarı Sistemleri**, 1. Baskı, 2006
- YÜCEL, Tülay. “Finansal Başarısızlık Durumunda Sermaye Yapısı ve Firmaların Aldıkları Tavırlar”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl.16, Sayı.184, Temmuz, 2001, 84-95
- YÜKSEL, Öznur ve Güven MURAT. “Şubat Krizinin KOBİ’ler Üzerindeki Etkileri ve Çözüm Önerileri”, **21. Yüzyılda KOBİ’ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu**, Gazi-Mağusa, Kıbrıs, 3-4 Ocak 2002

## EKLER

### EK1: Kriz Sonrasında Yeniden Yapılanma Süreci İçin Ele Alınan Şirketler Listesi

|                                         |                                                       |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| <b>TAŞ VE TOPRAĞA<br/>DAYALI SANAYİ</b> | ADANA ÇİMENTO SANAYİİ                                 |
|                                         | AFYON ÇİMENTO SANAYİ                                  |
|                                         | AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET                     |
|                                         | ANADOLU CAM SANAYİİ                                   |
|                                         | BOLU ÇİMENTO SANAYİİ                                  |
|                                         | BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SAN. TÜR.K                      |
|                                         | BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ                  |
|                                         | BURSA ÇİMENTO FABRİKASI                               |
|                                         | ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET                       |
|                                         | ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELE.SAN.VE TİC. |
|                                         | ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI TÜR.K                |
|                                         | DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET                        |
|                                         | ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ VE TİCARET           |
|                                         | EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET                         |
|                                         | GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SAN. VE TİC.            |
|                                         | HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİ                             |
|                                         | İZOCAM TİCARET VE SANAYİ                              |
|                                         | KONYA ÇİMENTO SANAYİİ                                 |
|                                         | KÜTAHYA PORSELEN SANAYİİ                              |
|                                         | MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET                     |
| <b>METAL ANA SANAYİ</b>                 | BORUSAN MANNESMAN BORU SAN. VE TİC.                   |
|                                         | BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİ                     |
|                                         | ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ                            |
|                                         | ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET                 |
|                                         | DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMULLERİ SANAYİİ                 |
|                                         | ERBOSAN ERCİYAS BORU SAN. VE TİC.                     |
|                                         | EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI                     |

|                                               |                                              |
|-----------------------------------------------|----------------------------------------------|
|                                               | FENİŞ ALÜMİNYUM SANAYİ VE TİCARET            |
|                                               | İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ                     |
|                                               | KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK                 |
|                                               | SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİİ VE TİC. |
| <b>METAL EŞYA, MAKİNE<br/>VE GEREÇ YAPIMI</b> | ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET             |
|                                               | ARÇELİK                                      |
|                                               | ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET     |
|                                               | BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET      |
|                                               | BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET            |
|                                               | DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK     |
|                                               | EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET                      |
|                                               | EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ                     |
|                                               | EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET             |
|                                               | FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜR.TES.    |
|                                               | FORD OTOMOTİV SANAYİ                         |
|                                               | İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİC.      |
|                                               | KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET           |
|                                               | KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET             |
|                                               | MUTLU AKÜ VE MALZEMELERİ SANAYİİ             |
|                                               | OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİİ               |
|                                               | PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ              |
|                                               | TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI                |
|                                               | TÜRK DEMİR DÖKÜM FABRİKALARI                 |
|                                               | VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET          |

**EK2: 2003 Yılı İçin 12 Aylık Verilerinin Tamamı Bulunamayan Şirketler ve İlgili Verilerin Listesi**

| <b><u>Şirket Adı</u></b>                              | <b><u>9 Aylık Mali Tablodan Elde Edilen Veriler</u></b> | <b><u>9 Aylık Mali Tablodan Hesaplanan Oranlar</u></b>                                                    |
|-------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET                     | -                                                       | Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış                                                                           |
| ANADOLU CAM SANAYİİ                                   | -                                                       | Araştırma Geliştirme Giderleri/ Net Satış, Pazarlama Gideri /Satış, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış       |
| ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET                       | -                                                       | Araştırma Geliştirme Giderleri/ Net Satış, Pazarlama Gideri /Satış, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış       |
| ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELE.SAN.VE TİC. | Finansman Giderleri, Yedekler                           | Araştırma Geliştirme Giderleri/ Net Satış, Finansman Giderleri/Net Satış, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış |
| DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET                        | Finansman Giderleri, Menkul Kıymetler                   | Araştırma Geliştirme Giderleri/ Net Satış, Finansman Giderleri/Net Satış, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış |
| İZOCAM TİCARET VE SANAYİ                              | Finansman Giderleri, Yedekler                           | Finansman Giderleri/Net Satış, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış                                            |
| BORUSAN MANNESMAN BORU SAN. VE TİC.                   | Menkul Kıymetler, Sermaye, Yedekler                     | Pazarlama Gideri/ Net Satışlar, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış                                           |
| ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ                            | Finansman Giderleri, Menkul Kıymetler, Yedekler         | Finansman Giderleri/ Net Satış, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış                                           |
| ARÇELİK                                               | Finansman Giderleri, Sermaye, Yedekler                  | Finansman Giderleri/ Net Satış                                                                            |
| ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET              | Menkul Kıymetler                                        | -                                                                                                         |

| <b><u>Şirket Adı</u></b>                    | <b><u>9 Aylık Mali Tablodan<br/>Elde Edilen Veriler</u></b> | <b><u>9 Aylık Mali Tablodan Hesaplanan<br/>Oranlar</u></b>                                                       |
|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA<br>İMALAT VE TEKNİK | Finansman Giderleri,<br>Yedekler                            | Araştırma Geliştirme Giderleri/ Net<br>Satış, Finansman Giderleri/ Net Satış,<br>Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış |
| EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE<br>TİCARET         | Finansman Giderleri                                         | Finansman Giderleri/ Net Satış,<br>Pazarlama Gideri/ Net Satış                                                   |
| FORD OTOMOTİV SANAYİ                        | Menkul Kıymetler,<br>Yedekler                               | Araştırma Geliştirme Giderleri/ Net<br>Satış, Pazarlama Gideri/ Net Satış                                        |
| KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ<br>VE TİCARET       | -                                                           | Pazarlama Gideri/ Net Satış, Yurtdışı<br>Satışlar/ Toplam Satış                                                  |
| OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ<br>SANAYİİ           | Finansman Giderleri                                         | Finansman Giderleri/ Net Satış                                                                                   |
| TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL<br>FABRİKASI            | -                                                           | Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış                                                                                  |
| TÜRK DEMİR DÖKÜM<br>FABRİKALARI             | Sermaye, Yedekler                                           | Araştırma Geliştirme Giderleri/ Net<br>Satış, Yurtdışı Satışlar/ Toplam Satış                                    |