

T.C.  
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**FINANSAL KRİZLERİN İŞLETMELERE ETKİSİ  
( BİR SEKTÖR ANALİZİ )**

110191

**DOKTORA TEZİ**  
Hakan TUNAHAN

**T.C. YÜKSEKÖRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

**Enstitü Anabilim Dalı : İŞLETME**  
**Enstitü Bilim Dalı : MUHASEBE VE FİNANSMAN**

**Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Erhan BİRGİLİ**

**AĞUSTOS - 2002**

SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİNANSAL KRİZLERİN İŞLETMELERE ETKİSİ  
(BİR SEKTÖR ANALİZİ)

DOKTORA TEZİ

Hakan TUNAHAN

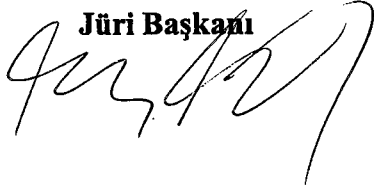
T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

Enstitü Ana Bilim Dalı : İŞLETME

Enstitü Bilim Dalı : MUHASEBE VE FİNANSMAN

Bu tez 07/108/ 2002 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği /  
Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

Prof. .Dr.  
Kemalettin CONKAR  
Jüri Başkanı



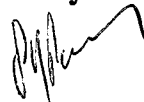
Doç.Dr.  
Mustafa UÇAR  
Jüri Üyesi



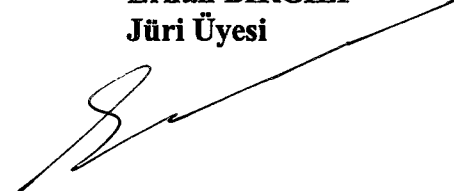
Doç.Dr.  
Hilmi KIRLIOĞLU  
Jüri Üyesi



Doç.Dr.  
Selim Y. PAZARÇEVİREN  
Jüri Üyesi



Yard.Doç.Dr.  
Erhan BİRGİLİ  
Jüri Üyesi



**İÇİNDEKİLER**

<b>KISALTMALAR LİSTESİ.....</b>	<b>IX</b>
<b>ŞEKİLLER LİSTESİ.....</b>	<b>XI</b>
<b>TABLolar LİSTESİ.....</b>	<b>XII</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>XVI</b>
<b>SUMMARY.....</b>	<b>XVII</b>
<b>GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>
<b>1. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK.....</b>	<b>3</b>
1.1. EKONOMİK İSTİKRAR VE MAKROEKONOMİK DALGALANMALAR ...	4
1.1.1. Ekonomik İstikrar Teorileri .....	4
1.1.2. İş Çevrimleri .....	6
1.1.3. Reel ve Finansal Çevrimler.....	9
1.1.4. Türkiye'de İş Çevrimleri .....	10
1.1.5. Global İş Çevrimi.....	12
1.2. FİNANSAL SİSTEMİN KIRILGANLIĞI.....	14
1.2.1. Finansal Sistemin Önemi ve Amaçları .....	14
1.2.2. Risk ve Belirsizlik.....	17
1.2.3. Bankacılık Sisteminde Sistematik Riskler .....	18
1.2.3.1. Piyasa Riski .....	19
1.2.3.2. Kredi Riski.....	21
1.2.3.3. Likidite Riski .....	21
1.2.4. Bankacılık Sisteminde Sistematik Olmayan Riskler .....	22
1.2.5. Finansal Sistemin Mali Kırılganlık Göstergeleri .....	24
1.3. FİNANSAL KRİZ .....	27
1.3.1. Finansal Krizlerin Özellikleri .....	30
1.3.2. Finansal Kriz Teorileri.....	33
1.3.2.1. Kanonik ve İkinci Nesil Kriz Modelleri.....	33

1.3.2.2. Temellerden ve Finansal Panikten Kaynaklanan Kriz Teorileri.....	34
1.3.2.3. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Diğer Teoriler.....	35
1.3.3. Finansal Krizin Aşamaları.....	37
1.3.4. Finansal Krizi Hızlandıran Faktörler.....	43
1.3.4.1. Faiz Oranlarında Meydana Gelen Artışlar.....	43
1.3.4.2. Belirsizlikteki artış.....	44
1.3.4.3. İşletmelerin Bilançolarda Meydana Gelen Kötüleşme.....	44
1.3.4.4. Banka Panikleri.....	45

## **2. ÖNEMLİ FİNANSAL KRİZLERİN SEBEPLERİ, SÜREÇLERİ**

### **VE ETKİLERİ..... 49**

2.1. TÜRKİYE'Yİ DOĞRUDAN ETKİLEMİYEN FİNANSAL KRİZLER.....	51
2.1.1. 1987 ABD Borsa Krizi.....	52
2.1.2. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi.....	53
2.1.3. 1994 Meksika Krizi.....	55
2.2. 1994 TÜRKİYE KRİZİ.....	57
2.2.1. 1994 Krizi'nde Etkili Olan Yurtiçi Faktörler.....	58
2.2.1.1. Kamu Tasarruf Oranının Azalması.....	58
2.2.1.2. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi ve Para İkamesi Olgusu.....	59
2.2.2. 1994 Krizinin Ekonomik ve Finansal Sonuçları.....	60
2.2.3. 5 Nisan Kararlarının Amaçları ve Reel Sektör Üzerindeki Etkileri.....	63
2.3. GÜNEYDOĞU ASYA VE RUSYA KRİZİ.....	65
2.3.1. Güneydoğu Asya Krizi.....	66
2.3.1.1. Güneydoğu Asya Krizini Diğer Krizlerden Ayıran Özellikler...66	
2.3.1.2. Krizde Etkili Olan Dışsal Faktörler.....	67
2.3.1.3. Krizin Sebebi Olarak Ahbap - Çavuş Kapitalizmi ve İşletmelerde Oluşturduğu Zafiyetler.....	68
2.3.1.4. Krizin Ekonomik ve Finansal Sonuçları.....	72

2.3.1.4.1. Kriz Yaşayan Ükelere ve İşletmelerine Etkisi .....	72
2.3.1.4.2. Ticaretin Yayılması ve Bulaşma Etkisi ile Gelişmekte Olan Ükelere Etkisi .....	75
2.3.2. 1998 Rusya Krizi .....	76
2.3.2.1. Krizi Olgunlaştıran Dışsal Faktörler .....	76
2.3.2.2. Krize Sebep Olan Yurt İçi Kırılganlık Faktörleri .....	77
2.3.2.3. Kriz Süreci ve Sonuçları .....	78
2.3.3. Güneydoğu Asya ve Rusya Krizinin Türkiye'ye Etkileri .....	79
2.3.3.1. Dış Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Etkisi .....	80
2.3.3.2. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi .....	83
2.3.3.3. Krizlerin Üretim Sektörü Üzerine Etkileri .....	85
2.4. 2000 KASIM VE 2001 ŞUBAT TÜRKİYE KRİZLERİ .....	87
2.4.1. İstikrar Programının Çöküşü ve Kriz Süreci .....	88
2.4.2. 2000 Kasım- 2001 Şubat Krizleri'nin Türkiye Ekonomisine Etkileri .....	91
2.4.2.1. Krizin Dış Ödemeler Bilançosunda Oluşturduğu Etkiler .....	91
2.4.2.2. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi .....	92
2.4.2.3. Üretim Sektörü Üzerindeki Etkileri .....	94
<b>3. FİNANSAL KRİZLERİN İŞLETMELERE ETKİSİ .....</b>	<b>97</b>
3.1. İŞLETMELERDE RİSK KAYNAKLARI .....	97
3.1.1. Parasal Aktarma Mekanizmasının Döviz Kuru Kanalı .....	98
3.1.1.1. Döviz Kurunun Ekonomik Etkisi .....	99
3.1.1.2. Döviz Kurunun Muhasebe Etkisi .....	101
3.1.1.3. Döviz Kurunun Vergi Etkisi .....	101
3.1.1.4. Döviz Kurunun Hisse Senedi Etkisi .....	102
3.1.1.5. İşletmelerin Özelliklerine Göre Döviz Kurundan Etkilenme Dereceleri .....	103
3.1.2. Parasal Aktarma Mekanizmasının Faiz Oranı Kanalı .....	105
3.1.3. Özvarlık Fiyatları Kanalı .....	105
3.1.4. Banka Kredisi ve Bilanço Kanalları .....	106

3.1.5. Firma Riski.....	109
3.1.5.1. İş Riski.....	109
3.1.5.2. Finansal Risk .....	111
3.1.5.3. İhraç Riski .....	113
3.2. İŞLETMELERDE FİNANSAL SIKINTI .....	113
3.2.1. İşletmelerde Finansal Sıkıntının Sebepleri ve Belirtileri .....	116
3.2.2. İşletmelerde Finansal Sıkıntının Önceden Tahmin Edilmesi Modelleri .....	117
3.2.2.1. Altman Modeli.....	117
3.2.2.2. İşletmelerde Sıkıntıyı Tahmin Etmede Geliştirilen Diğer Modeller .....	119
3.2.3. Finansal Sıkıntı Maliyetleri .....	121
3.3. İŞLETMELERDE KRİZ .....	122
3.3.1. Krizlerde Çalışma Sermayesi Davranışı .....	125
3.3.1.1. Krizlerin Hazır Değerlere Etkisi.....	128
3.3.1.2. Ticari Alacaklardaki Değişim.....	131
3.3.1.3. Krizlerin Stok Bileşenleri Üzerindeki Etkisi .....	136
3.3.2. Krizlerin İşletmelerin Sabit Sermaye Yatırımlarına Etkisi.....	139
3.3.3. Krizlerin Banka Kredilerine Etkisi .....	141
3.3.3.1. Banka - İşletme İlişkisinin Boyutları ve Önemi .....	142
3.3.3.2. Krizlerden Önce Kaldıraç Oranlarında Meydana Gelen Artışın Sebepleri .....	144
3.3.3.3. Açık Krediler ve Kriz .....	145
3.3.3.4. Uzun Vadeli Kredilerde Meydana Gelen Değişim.....	146
3.3.4. Krizlerin Ticari Borçlara Etkisi .....	149
3.3.5. Özsermayedeki Değişim .....	152
3.4. TÜRK FİRMALARININ KRİZLERE KARŞI KIRILGANLIĞINI ARTIRAN SEBEPLER.....	153

<b>4. İŞLETMELERDE KRİZ YÖNETİMİ.....</b>	<b>158</b>
4.1. KRİZ DÖNEMLERİNDE FİNANSAL PLANLAMA.....	159
4.1.1. Finansman İhtiyacının Belirlenmesi.....	160
4.1.2. Proforma Tablolar.....	161
4.1.3. Kriz Döneminde Alternatif Nakit Bütçeleri.....	162
4.2. KRİZ DÖNEMLERİNDE İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ.....	166
4.2.1. Likidite Yönetimi.....	166
4.2.1.1. Bunalımda Para Giriş ve Çıkışlarının Tahmini ve Yönetilmesi.....	167
4.2.1.2. Döviz Kurunun Tahmin Edilmesi Yöntemleri.....	169
4.2.1.3. Döviz Cinsinden Varlık ve Borçların Yönetimi.....	171
4.2.2. Kriz Dönemlerinde Alacak Yönetimi.....	173
4.2.2.1. Krizde Uygulanabilecek Fiyat Politikası.....	177
4.2.2.2. Krizlerde Uygulanabilecek Alternatif Fiyatların Karşılaştırılması.....	178
4.2.3. Krizde Stok Yönetimi.....	179
4.2.3.1. Malzeme İhtiyaç Planlaması.....	180
4.2.3.2. Tam Zamanında Üretim.....	180
4.2.3.3. Optimize Edilmiş Üretim Teknolojisi.....	180
4.2.3.4. Dış Kaynaklardan Yararlanma.....	181
4.2.3.5. Müşterilerin Malzemeleri İle Faaliyet Gösterme.....	182
4.3. KRİZDE SABİT SERMAYE YÖNETİMİ.....	183
4.3.1. Taşeronluk Yoluyla Talebin Doyurulması.....	183
4.3.2. Tecrit Etme Yaklaşımı.....	184
4.3.3. Satış ve Geri Kiralama Leasingi.....	185
4.4. KRİZDE BORÇ YÖNETİMİ.....	186
4.4.1. Banka Kredilerinin Yönetimi.....	186
4.4.2. Borca Dayalı Menkul Kıymet Yönetimi.....	188
4.4.3. Ticari Borçların Yönetimi.....	189
4.4.4. Reorganizasyon.....	190

4.4.5. Krizde Vergi Yönetimi .....	191
4.5. KRİZDE ÖZSERMAYE YÖNETİMİ .....	192
4.5.1. Kriz Dönemlerinde Otofinsman Sağlama .....	192
4.5.2. Kriz Dönemlerinde Halka Açılma .....	195
<b>5. İMKB METAL EŞYA - MAKİNE VE TEÇHİZAT SANAYİİ SEKTÖRÜ VE İŞLETMELERİNİN KRİZ DÖNEMİ PERFORMANSI ÜZERİNE BİR ANALİZ.....</b>	<b>197</b>
5.1. GENEL OLARAK METAL EŞYA - MAKİNE VE TEÇHİZAT SEKTÖRÜNÜN KRİZ DÖNEMİNDEKİ PERFORMANSI .....	198
5.2. KRİZ DÖNEMİNDE İMKB METAL EŞYA - MAKİNE VE TEÇHİZAT SANAYİİ SEKTÖRÜNÜN VE SEKTÖRDE YER ALAN İŞLETMELERİN PERFORMANSI.....	200
5.2.1. İşletmelerin Üretim ve Satış Miktarında Meydana Gelen Değişim .....	201
5.2.2. Krizin Çalışan Sayısı ve Verimliliğe Etkisi .....	204
5.2.3. İşletmelerin Aktif Yapısında Meydana Gelen Değişim .....	205
5.2.3.1. Krizin Sektörün ve İşletmelerin Çalışma Sermayesine Etkisi..	206
5.2.3.1.1. Hazır Değerlerin Değişimi .....	207
5.2.3.1.2. Ticari Alacaklarda Meydana Gelen Değişim .....	210
5.2.3.1.3. Krizin Stok Bileşenleri Üzerindeki Etkisi .....	213
5.2.3.2. Duran Varlıklarda Meydana Gelen Değişim .....	215
5.2.4. İşletmelerin Pasif Yapısında Meydana Gelen Değişim .....	217
5.2.4.1. Krizin Borçlanma Yapısına Etkisi.....	218
5.2.4.1.1. Krizin Kısa Vadeli Banka Kredilerine Etkisi.....	219
5.2.4.1.2. Uzun Vadeli Banka Kredilerinde Meydana Gelen Değişim .....	221
5.2.4.1.3. Ticari Borçlar Kalemінде Meydana Gelen Değişim .....	221



5.2.4.1.4. Sabit Yükümlülükleri Karşılama Oranlarındaki Değişim .....	222
5.2.4.2. İşletmelerin Döviz Pozisyonu.....	223
5.2.4.3. Krizin İşletmelerin Özsermayelerine Etkisi .....	226
5.2.5. Sektörün ve İşletmelerin Kriz Dönemi Karlılığı.....	227
5.2.5.1. Vergi Öncesi Kar / Aktif Karlılığı En düşük ve En yüksek Olan İşletmelerin Finansal Yapıları.....	229
5.2.5.2. Vergi Öncesi Kar / Özsermayeye Karlılığı En düşük ve En Yüksek Olan İşletmelerin Finansal Yapıları .....	237
5.3. İMKB METAL EŞYA - MAKİNE VE TEÇHİZAT SEKTÖRÜNDE.....	
İŞLETME GRUPLARININ KRİZ DÖNEMİ	
PERFORMANSLARININ İSTATİSTİKSEL ANALİZİ .....	241
5.3.1. Analizde Kullanılan Gruplandırma Kriterleri .....	241
5.3.1.1. Döviz Pozisyon Riski .....	241
5.3.1.2. Dış Ticaret Riski.....	242
5.3.1.3. Yabancı Sermaye Payı.....	243
5.3.2. İşletmelerin İstatistiksel Analizinde Kullanılan Bağımsız Değişkenler .....	244
5.3.2.1. Döviz Pozisyon Oranı.....	244
5.3.2.2. Dış Ticaret Oranı .....	245
5.3.2.3. Yabancı Sermaye Payı.....	246
5.3.3. İşletmelerin İstatistiksel Analizinde Kullanılan Bağımlı Değişkenler... 247	
5.3.3.1. Üretim Miktarları Değişimi.....	247
5.3.3.2. Likidite Oranları .....	247
5.3.3.3. Kaldıraç Oranları .....	248
5.3.3.4. Karlılık Oranları .....	248
5.3.4. Analizde Test Edilen Hipotezler.....	249
5.3.5. Uygulanan İstatistik Tekniği.....	250
5.3.6. Wilcoxon ve Mann - Whitney Test Sonuçları .....	252
5.3.7. Test Sonuçlarının Değerlendirmesi .....	254

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>262</b>
<b>KAYNAKLAR.....</b>	<b>273</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>296</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>312</b>



**KISALTMALAR**

<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AFN</b>	Additional Funds Needed(Ek Fon İhtiyacı)
<b>ALCAR</b>	Alarko Carrier San. Ve Tic. A.Ş.
<b>ARCLK</b>	Arçelik A.Ş.
<b>ASUZU</b>	Anadolu Isuzu Otomotiv San. ve Tic. A.Ş.
<b>BDDK</b>	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
<b>BEKO</b>	Beko Elektronik A.Ş.
<b>BFREN</b>	Bosch Fren Sistemleri San. ve Tic. A.Ş.
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>DİE</b>	Devlet İstatistik Enstitüsü
<b>DİTAS</b>	Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat ve Teknik A.Ş.
<b>EGEEN</b>	Ege Endüstri ve Tic. A.Ş.
<b>EMKEL</b>	Emek Elektrik Endüstrisi A.Ş.
<b>EMNİS</b>	Eminiş Ambalaj San.ve Tic. A.Ş.
<b>ERM</b>	Exchange Rate Mechanism (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması)
<b>FED</b>	Federal Reserve Bank
<b>FIFO</b>	First in First Out (İlk Giren Son Çıkar Metodu)
<b>FMIZP</b>	Federal-Mogul İzmit Piston ve Pim Üretim Tesisleri A.Ş.
<b>FROTO</b>	Ford Otomotiv San. A.Ş.
<b>FVÖK</b>	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
<b>GKO</b>	Rusya Devleti Hazine Bonoları
<b>GSYH</b>	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>IMF</b>	Uluslar arası Para Fonu (International Monetary Fund)
<b>İHEVA</b>	İhlas Ev Aletleri İma. San. Tic. A.Ş.
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>İSO</b>	İstanbul Sanayi Odası
<b>JIT</b>	Just in Time (Tam Zamanında Üretim)
<b>KARSN</b>	Karsan Otomotiv San. ve Tic. A.Ş.
<b>KKM</b>	Kanonik Kriz Modelleri

<b>KLMSN</b>	Klimasan Klima San. Ve Tic. A.Ş.
<b>KOBİ</b>	Küçük ve Orta Boy İşletmeler
<b>LIFO</b>	Last in First Out (İlk Giren İlk Çıkar Metodu)
<b>MUFAD</b>	Muhasebe ve Finansman Öğretim Üyeleri Bilim ve Araştırma Derneği
<b>MRP</b>	Material Resource Planning (Malzeme İhtiyaç Planlaması)
<b>MUTLU</b>	Mutlu Akü ve Malzemeleri San. A.Ş.
<b>NİV</b>	Net İç Varlıklar
<b>OPT</b>	Optimized Production Technology (Optimize Edilmiş Üretim Teknolojisi)
<b>OTKAR</b>	Otokar Otobüs Karoseri San. A.Ş.
<b>PARSN</b>	Parsan Makina Parçaları San. A.Ş.
<b>PRKAB</b>	T. Pirelli Kablo ve Sistemleri A.Ş.
<b>RBC</b>	Reel Business Cycles (Reel İş Çevrimleri)
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TEFE</b>	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
<b>UZEL</b>	Uzel Makine San. A.Ş.
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kanunu
<b>TOASO</b>	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
<b>TÜSİAD</b>	Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
<b>TTK</b>	Türk Ticaret Kanunu
<b>TUDDF</b>	T. Demirdöküm Fabrikaları A.Ş.
<b>VESTL</b>	Vestel Elektronik San. Ve Tic. A.Ş.
<b>VÖK</b>	Vergi Öncesi Kar

**ŞEKİLLER**

<b>Şekil 1.1:</b> Bir İş Çevrimi.....	7
<b>Şekil 1.2:</b> Sistematik Kırılganlık Matriksi.....	26
<b>Şekil 1.3:</b> Sanayileşmiş Ülkelerde Finansal Krizlerin Yayılma Mekanizması.....	47
<b>Şekil 1.4:</b> Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Yayılma Mekanizması.....	48
<b>Şekil 3.1:</b> İşletmelerde Kriz Süreci.....	124
<b>Şekil 3.2:</b> Krizlerde Çalışma Sermayesinin Kötüleşme Süreci .....	126
<b>Şekil 3.3:</b> İş Çevrimlerinde Stok Davranışı .....	137
<b>Şekil 4.1:</b> Ekstra Tahsilat Çabalarının İşletmeye Etkileri.....	175



## TABLOLAR

<b>Tablo 1.1:</b> Türkiye'de Sanayi Üretimini Devresel Hareketi (1986-2001).....	11
<b>Tablo 2.1:</b> 1994 Türkiye Krizi Öncesi Kaynaklar ve Kullanımları.....	58
<b>Tablo 2.2:</b> 1994 Türkiye Krizi Öncesi Para İkamesi.....	60
<b>Tablo 2.3:</b> 1994 Türkiye Krizi'nde Uluslar arası Rezervler .....	61
<b>Tablo 2.4:</b> Güneydoğu Asya Krizi Öncesinde Ülke İşletmelerinin Finansal Performansı.....	70
<b>Tablo 2.5:</b> Kriz Öncesi Güneydoğu Asya Ülkelerinin İmalat Sanayi Borç Özsermaye Oranlarının Karşılaştırılması .....	71
<b>Tablo 2.6:</b> Güneydoğu Asya Krizinin Reel Ücretler Üzerindeki Etkisi.....	73
<b>Tablo 2.7:</b> Uzakdoğu Asya Krizi'nde İşletme Performanslarının Bozulma Süreci.....	74
<b>Tablo 2.8:</b> Güneydoğu Asya Krizi Döneminde Toplam Net Özel Sermaye Akımları.....	75
<b>Tablo 2.9:</b> Güneydoğu Asya ve Rusya Krizlerinde Türkiye'de Sermaye Hareketleri.....	81
<b>Tablo 2.10:</b> Güneydoğu ve Rusya Krizleri Sonrası Dış Borçlanma Maliyetleri.....	82
<b>Tablo 2.11:</b> 1997 - 1998 Kriz Döneminde Dış Ticaretin Görünümü.....	83
<b>Tablo 2.12:</b> 1997-1998 Kriz Döneminde İç Borç Ortalama Vadeleri ve Faiz Oranları .....	84
<b>Tablo 2.13:</b> 1997-1998 Kriz Döneminde Yabancı Banka-Aracı Kurum veya Şahıslar Hesabına İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Gerçekleştirilen Hisse Senedi İşlemleri .....	84
<b>Tablo 2.14:</b> 1997-1998 Kriz Döneminde Sanayi Üretiminde Gelişmeler.....	85
<b>Tablo 2.15:</b> 1997-1998 Kriz Döneminde İmalat Sanayinde Kapasite Kullanımı Oranları .....	86
<b>Tablo 2.16:</b> 2000-2001 Krizinde Dış Ödemeler Bilançosunda Meydana Gelen Değişimler .....	92
<b>Tablo 2.17:</b> 2000-2001 Türkiye Krizi'nin İMKB'na Etkileri .....	93
<b>Tablo 2.18:</b> 2000-2001 Türkiye Kriz'inde Krediler .....	94
<b>Tablo 2.19:</b> 2000-2001 Türkiye Krizi'nde Özel Sektör Bekleyişleri .....	94
<b>Tablo 2.20:</b> 2000-2001 Türkiye Krizi'nde İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları - Aylık .....	95

<b>Tablo 2.21:</b> 2000-2001 Türkiye Krizinde Seçilmiş Bazı Sanayi Mamullerinde Aylık Üretim.....	96
<b>Tablo 3.1:</b> Türkiye'de Sektörlerin İhracatının Üretime Oranı.....	104
<b>Tablo 3.2:</b> Güneydoğu Asya Krizi Öncesi İşletmelerin Altman Z Skoru.....	119
<b>Tablo 3.3:</b> 2001 Yılı İlk Yarısında Vadeli Satışların Firmalara Göre Durumu.....	132
<b>Tablo 3.4:</b> Türkiye'de Sektörlerde Yoğunlaşma Dereceleri.....	134
<b>Tablo 3.5:</b> ABD 'de Yaşanan Resesyonlarda Bileşenleri ile Stok Yatırımlarındaki Değişimler.....	138
<b>Tablo 3.6:</b> Endonezya Sanayi İşletmelerinin Kriz Öncesi Finansman Yöntemleri.....	145
<b>Tablo 3.7:</b> Kriz Dönemlerinde ve Sonrasında İşletmelerin Borç Yapısında Meydana Gelen Değişimler.....	147
<b>Tablo 3.8:</b> 2000-2001 Türkiye Krizlerinde İMKB Sanayi İşletmelerinin Borç Yapısı.....	149
<b>Tablo 3.9:</b> 2001 Yılı İlk Yarısında Ticari Borç Davranışının Firmalara Göre Dağılımı.....	150
<b>Tablo 3.10:</b> 2000 ve 2001 Krizlerinde Çek Takas Hacmi.....	151
<b>Tablo 3.11:</b> 1990-1994 Dönemi SPK / İMKB Firmalarının Özsermaye Bileşenleri.....	154
<b>Tablo 4.1:</b> Olası Nakit Tükenmesini Karşılama Kullanılabilecek Kaynaklar.....	164
<b>Tablo 4.2:</b> Kriz Dönemlerinde Kullanılabilecek Alternatif Satış Fiyatlarının Karşılaştırılması.....	178
<b>Tablo 4.3:</b> 2001 Krizinde Kredi Geri Ödemelerinde Bankalarla Anlaşma İmkânı.....	187
<b>Tablo 5.1:</b> Kriz Döneminde Metal Eşya-Makine ve Teçhizat Sanayi Üretim Endeksi.....	199
<b>Tablo 5.2:</b> Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Aktif Yapısında Meydana Gelen Değişim.....	205
<b>Tablo 5.3:</b> Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Net Çalışma Sermayesi Değişimi.....	206
<b>Tablo 5.4:</b> Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Pasif Yapısında Meydana Gelen Değişim.....	218

<b>Tablo 5.5:</b> Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karları ile Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararları ve Finansman Giderleri .....	225
<b>Tablo 5.6:</b> Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Karları .....	227
<b>Tablo 5.7:</b> Hipotez 1 ve Hipotez 2 Wilcoxon Test Sonuçları .....	252
<b>Tablo 5.8:</b> Hipotez 3 Wilcoxon Test Sonuçları.....	252
<b>Tablo 5.9:</b> Hipotez 4, Hipotez 5, Hipotez 6 ve Hipotez 7 Mann-Whitney Test Sonuçları .....	252
<b>Tablo 5.10:</b> Hipotez 8 ve Hipotez 9 Mann-Whitney Test Sonuçları.....	253
<b>Tablo 5.11:</b> Hipotez 10 ve Hipotez 11 Mann - Whitney Test Sonuçları.....	253
<b>Ek Tablo 5.1:</b> İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü İşletmelerinin Faaliyet Konuları, Sermayeleri, Yabancı Sermaye Payları ve Aktif Büyüklükleri .....	296
<b>Ek Tablo 5.2:</b> Kriz döneminde İMKB Metal Eşya-Makine ve Teçhizat Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Üretim ve Yurtiçi Satışlarında Meydana Gelen Değişim.....	298
<b>Ek Tablo 5.3:</b> Kriz döneminde İMKB Metal Eşya-Makine ve Teçhizat Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Yurt Dışı Satışlarında Meydana Gelen Değişim .....	299
<b>Ek Tablo 5.4:</b> İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü İşletmelerinin 12 aylık Yurtdışı Satışları ve Maliyetler İçinde İthalat Payları.....	300
<b>Ek Tablo 5.5:</b> Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe Çalışan Sayısı ve Verimlilikte Meydana Gelen Değişim .....	301
<b>Ek Tablo 5.6:</b> İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü İşletmelerinin Dış Ticaret ve Döviz Pozisyon Oranları .....	302
<b>Ek Tablo 5.7:</b> Kriz Öncesinde ve Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe İşletmelerin Yabancı Para Cinsinden NakitVarlıkları, Cari ve Nakit Oranları.....	303



<b>Ek Tablo 5.8:</b> Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe İşletmelerin Stok Kalemleri ve Satılan Malın Maliyetinde Meydana Gelen Değişim.....	304
<b>Ek Tablo 5.9:</b> 2000 - 6 Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe İşletmelerin Finansal Yapısı .....	305
<b>Ek Tablo 5.10:</b> Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe İşletmelerin Finansal Yapısı - I.....	306
<b>Ek Tablo 5.11:</b> Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe İşletmelerin Finansal Yapısı - II.....	307
<b>Ek Tablo 5.12:</b> Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe İşletmelerin Karlılık Oranları.....	308
<b>Ek Tablo 5.13:</b> Kriz Öncesi ve Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü Konsolide Özet Bilanço ve Gelir Tablosu .....	309



## ÖZET

Globalleşme ile birlikte, 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren gittikçe sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan finansal krizler, sadece makroekonomik değişkenleri etkilememekte, aynı zamanda reel sektör işletmelerinin finansman yapısında ve kararlarında da önemli etkiler oluşturmaktadır.

“Finansal Krizlerin İşletmelere Etkisi”ni inceleyen bu çalışmayı teşvik eden unsur; Türkiye'de ortaya çıkan finansal krizler sebebiyle, artık finansal yönetimin, bir anlamda belirsizlik yönetimi haline gelmeye başlamasıdır. Bir başka sebep ise, literatürde genellikle işletmelerin krizden etkilenmesi ve kriz yönetiminin, örgüt yönetimi açısından ele alınması, ancak işletmelerin finansal yapısının bozulma süreci ve iyileştirme yöntemlerinin yeterince incelenmemiş olmasıdır.

Çalışma beş ana bölümden oluşmaktadır. “Finansal İstikrarsızlık” başlığını taşıyan birinci bölümde; ekonomik istikrar teorileri, finansal sistemin istikrarsızlığı, finansal krizlerin özellikleri, finansal kriz teorileri ve krizlerin aşamaları incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünyada ve Türkiye'de son 20 yılda ortaya çıkan finansal krizlerin sebepleri, süreçleri ve özellikle reel sektör işletmeleri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

“Finansal Krizlerin İşletmelere Etkisi” adını taşıyan çalışmanın üçüncü bölümünde ise; işletmelerin risk kaynakları, işletmelerde finansal sıkıntı ve krizlerin işletmelerin bilançoları üzerinde oluşturduğu etki, aktif ve pasif yapıları üzerinden açıklanmıştır.

Çalışmanın “İşletmelerde Kriz Yönetimi” adlı dördüncü bölümünde, finansal kriz dönemlerinde; çalışma sermayesi, sabit sermaye, borç ve özsermaye yönetimi konuları ele alınmış ve alternatif finansal yönetim teknikleri analiz edilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise, 2001 Şubat Krizi'nde *İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü* ve bu sektörde yer alan işletmelerin performansları incelenmiştir. Bu bölümün ilk kısmında, işletmelerin kriz öncesi ve kriz sırasındaki mali tabloları kullanılarak; krizden etkilenmesi, krize karşı aldıkları finansal kararlarını içeren davranışları, karşılaştırmalı, dikey ve rasyo analizleri kullanılarak incelenmiştir. Bölümün son kısmında ise, *İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü*'nde yer alan ve döviz krizlerinde belirleyici olduğu farzedilen kriterlere göre gruplandırılan işletmelerin kriz dönemi performansı, parametrik olmayan Wilcoxon ve Mann - Whitney testleri kullanılarak analiz edilmiştir.

**SUMMARY**

With the effect of globalization, the financial crises, that has gradually become more frequent dating from the second half of 1980's, not only affects the macroeconomic factors but also make major changes in the financial structure and decisions of non - financial business organizations.

What encouraged the research on the "Effects of Financial Crisis on Business" is that financial management has turned to be uncertainty management in an aspect, because of financial crises in Turkey. The another reason is that in literature the effect and management of crisis are generally analysed from the view of organizational aspect, but deterioration of financial structure and financial recovery policies have been neglected.

This research consists of five main parts. In the first part; titled "Financial Instability", economic stability theories, instability of the financial system, properties of financial crisis, the theories of financial crisis and the phases of crisis are discussed.

In the second part; the reasons, phases and effects of financial crises, especially on business organizations, emerged at the second half of 1980's in the world and in Turkey are analysed.

In the third part, titled "The Effect of Financial Crisis on Business" the risk resources of business, corporate financial distress and the effects of financial crisis on the financial statements have been researched.

In the fourth part titled "Crisis Management in Business" the management of working capital, fixed capital, debt and equity during financial crisis are analysed and alternative financial crisis management technics are discussed.

In the last part; performances of firms which are listed in İstanbul Stock Exchange Market and manufacturing durable goods - machine and equipment during February 2001 Crisis are analysed. In the first section of this part, corporates' attitude consisting of their financial decisions against the crisis and to what extent they are effected is analysed by using comparative, vertical and ratio analysis of financial statements which have been released before and during crisis. In the last section of this part, crisis period performances of the firms in the sector, grouped according to criteria which are supposed to be important in a currency crisis, are analysed by applying nonparametric Wilcoxon and Mann - Whitney tests.

## GİRİŞ

Sabit kur rejimini kuran Bretton - Woods anlaşmasının sona ermesi ve küreselleşme ile birlikte hem global hem de yerel olarak ekonomik istikrarın korunması günümüzde gittikçe zorlaşmıştır.

1980'lı yılların ikinci yarısından itibaren gittikçe sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan finansal krizler, ekonomileri sadece makro olarak etkilememekte, aynı zamanda reel sektör olarak adlandırılan finansal olmayan işletmelerin finansman yapısında ve kararlarında da önemli değişiklikler oluşturmaktadır.

Finansal krizlerde; işletmelerin öncelikle çalışma sermayeleri, döviz kurlarının ani artışıyla tetiklenen kredi daralması ve yüksek faiz oranları sebebiyle azalmaktadır. Bu azalmanın sonucu olarak; bilançoların kaynak yapısı hızla bozulmakta, azalan talep ve artan maliyetler sebebiyle, işletmelerin kaldıraç oranları yükselmekte, faiz ödeme güçleri düşmekte ve satışlarından finansman giderlerine ayırdıkları pay hızla artmaktadır.

Türkiye'de ortaya çıkan finansal krizler sebebiyle, işletmelerde finansal yönetimin, bir anlamda belirsizlik yönetimi haline gelmeye başlaması, finansal krizlerin işletmeler üzerindeki etkisini inceleyen bu çalışmanın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Çalışmanın yapılmasını teşvik eden bir başka unsur ise, işletme literatüründe firmaların krizden etkilenmeleri ve krize karşı takındıkları proaktif ve reaktif yaklaşımların, genellikle örgüt yönetimi kapsamında ele alınması; buna karşılık finansman açısından, sadece firma içi faktörler sebebiyle sıkıntıya giren işletmeler için, yeniden yapılandırma ve devlet müdahalesi kavramlarının irdelenmiş olmasıdır.

Çalışma beş ana bölümden oluşmaktadır. “Finansal İstikrarsızlık” başlığını taşıyan birinci bölümde, ekonomik istikrar teorileri ve devresel ekonomik faaliyetin işleyişini açıklayan iş çevrimleri kavramının ele alınmasını takiben, finansal sistemin amaçları ve finansal sistemin kırılganlığının en önemli sebebi olan bankacılık sistemindeki riskler incelenmiştir. “Finansal Kriz” başlığı altında ise, öncelikle 1990'larda ortaya çıkan finansal krizlerin özellikleri, finansal kriz teorileri ile beraber ele alınmıştır. Devamında ise finansal krizlerin aşamaları açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünyada ortaya çıkan, 1987 ABD Borsa Krizi, Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi, 1994 Meksika ve Türkiye Krizi, Güneydoğu Asya Krizi, Rusya Krizi ve 2000 Kasım ve 2001 Şubat Türkiye Krizlerinin sebepleri, süreçleri ve özellikle Türk işletmelerini de kapsayan reel sektör üzerindeki etkileri incelenmiştir.

“Finansal Krizlerin İşletmelere Etkisi” adını taşıyan çalışmanın üçüncü bölümünde ise, işletmelerin risk kaynakları, işletmelerde çeşitli sebeplerle ortaya çıkan finansal sıkıntının sebepleri ve maliyetlerinin ele alınmasını takiben, krizlerde işletme sermayesinin davranışı ile krizlerin firmaların sabit sermaye yatırımlarına, borçlanma yapısına ve özsermayelerine etkisi incelenmiştir. Ayrıca bu bölümde Türk firmalarının krizlere karşı kırılganlığını artıran yapısal sorunları da analiz edilmiştir.

Çalışmanın “İşletmelerde Kriz yönetimi” adlı dördüncü bölümünde ise, finansal kriz dönemlerinde, çalışma sermayesini oluşturan nakit ve nakit benzeri varlıklar, stok, alacak politikaları ile sabit sermaye, borç ve özsermaye yönetimi konuları ele alınmış ve bu dönemlerde uygulanabilecek alternatif finansal yönetim teknikleri incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise, 2001 Şubat Krizi'nde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektörü ve bu sektörde yer alan işletmelerin performansları incelenmiştir. Bu bölümün ilk kısmında, sektördeki işletmelerin kriz öncesi ve kriz sırasındaki mali tabloları ve mali tablo dipnotları kullanılarak; krizden etkilenmesi, krize karşı aldıkları finansal kararlarını içeren davranışları; karşılaştırmalı, dikey ve rasyo analizleri yapılarak incelenmiştir. Ayrıca bu kısmın sonunda, krizde karlılık açısından en iyi ve en kötü performans gösteren işletmelerin finansal yapıları analiz edilmiştir. Beşinci bölümün son kısmında ise, İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe yer alan ve döviz krizlerinde belirleyici olduğu farzedilen, Döviz Pozisyon Riski, Dış Ticaret Riski ve Yabancı Sermaye Payı olmak üzere üç kritere göre gruplandırılan işletmelerin; üretim miktarları değişimi, likidite, kaldıraç ve karlılık oranları SPSS Paket Programı kullanılarak Parametrik olmayan Wilcoxon ve Mann - Whitney testleri vasıtasıyla analiz edilmiştir. Analizde kullanılan temel veriler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından yayınlanan, şirket ve sektör bilgilerinden yararlanılarak üretilmiştir. Çalışmanın sonuç bölümünde de analizde ulaşılan sonuçlar değerlendirilmiştir.

## 1. FİNANSAL İSTİKRARSIZLIK

Ekonominin sağlıklı işleyebilmesi amacıyla, fiyat istikrarının ve sürdürülebilir yüksek bir büyümenin sağlanması, bir ülkedeki varolan kaynakların etkin dağılımının ve yönetilmesinin temelini oluşturmaktadır.

Bununla birlikte, 1980'lerin sonlarından itibaren yoğunlaşan portföy yatırımları ve doğrudan yabancı sermaye akımları sebebiyle, global sermaye piyasalarının büyük oranda genişlemesine tanık olan günümüz dünyasında, özellikle fiyat ve üretim istikrarının sağlanması oldukça zorlaşmıştır. Bu genişleme; global siyasi ortamda, finansal teknolojide, yatırımcıların tercihlerinde ve sonucunda da ekonomik istikrarın sağlanmasında önemli değişiklikleri de beraberinde getirmiştir [Feldstein, 2002: 3]

Dolayısı ile artık günümüz dünyasında ekonomi yönetimi bir anlamda belirsizlik yönetimi haline almaya başlamıştır. Özellikle sabit kur rejimini kuran Bretton - Woods anlaşmasının sona ermesi ve küreselleşme ile birlikte hem global hem de yerel olarak ekonomik istikrarın korunması gittikçe zorlaşmaktadır.

Bununla birlikte, gelişmiş ülkelerin ekonomik istikrarı daha uzun süreli ve kalıcı olurken, özellikle serbest piyasası ekonomisine geçiş aşamasında olan, global pazarlarla entegre olma sürecine giren, liberalizasyon çabalarını sürdüren ve bunu gerçekleştirmek için iktisadi, sosyal ve hukuki altyapısını düzenleme yolunda ilerleyen gelişmekte olan ülkelerde istikrarsızlık önemli bir sorun hale gelmeye başlamıştır.

Dünyanın gittikçe istikrarlı bir yer haline geldiğini öne süren çalışmalar da bulunmaktadır. Cecchetti ve Krause'nin [Cecchetti ve Krause, 2001] 23 ülkeyi dahil ettiği, 1982-1989 dönemi ile 1990-97 dönemini karşılaştırdıkları çalışmalarında, söz konusu dönemler arasında ortalama bir ülkenin, hem enflasyonda düşme yaşadığını hem de üretim değişkenliğinde azalma olduğunu kanıtlamıştır. Araştırmacılara göre, finansal sisteme hükümet müdahalesindeki değişiklikler (özellikle devletin ticari banka mülkiyetinin azalması ve merkez bankalarının artan bağımsızlığı) ile enflasyon ve üretimdeki dalgalanmaların azalması arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Ancak çalışmada incelenen 23 ülkenin sadece üç tanesi gelişmekte olan ülkeleri kapsarken

diğerlerinin gelişmiş ülkeler olması, çalışmadan genel yargıya varılması konusunda çekincelerin olması gerektiğini göstermektedir.

Ekonomi biliminin temel ilgi alanlarından biri olan makroekonomik istikrarsızlık konusunda aşağıda açıklanan çeşitli yaklaşımlar ve teoriler üretilmiştir.

## **1.1. EKONOMİK İSTİKRAR VE MAKROEKONOMİK DALGALANMALAR**

Ekonominin sağlıklı işleminin temel dayanağı olan ekonomik istikrar ile ilgili olarak farklı görüşleri ortaya koyan başlıca yaklaşımlar, Keynesyen ve Yeni Keynesyen İktisat, Parasalcı İktisat, Yeni Klasik İktisat Teorileri ile ekonominin devrevi hareketleri olduğunu kabul eden İş Çevrimleri olarak belirtilebilir. Ekonomik istikrarın temel dayanaklarını, toplam talep, para talebi, beklentiler ve emek verimliliğindeki değişim üzerine kuran bu ana yaklaşımların temel varsayımları aşağıda açıklanmıştır.

### **1.1.1. Ekonomik İstikrar Teorileri**

Günümüzde önemli uygulamaları bulunan, *Keynesyen ve Post Keynesyen İktisat Teorisi'ne* göre ekonomik düzen doğası gereği istikrarsızdır. Bunun en önemli nedeni, eksik rekabet sonucu ücretlerin ve fiyatların rijit olması ve belirsizliktir. Bu belirsizlik nedeni ile para talebi de istikrarsızdır. Dolayısı ile piyasa güçleri tam istihdam dengesini garantileyemeyecek; ekonomi, bir eksik istihdam dengesinde takılıp kalabilecektir [Güvel, 1998: 18].

Keynes, ekonomide oluşan dalgalanmaları belirleyen motor gücün, tüketim ve yatırımdan oluşan toplam talep olduğunu ileri sürmüştür. Yeni Keynesyenler, Keynes'in gösterdiği yoldan giderek yatırım, çarpan ve hızlandırmanın istikrar üzerindeki etkisine önem vermişlerdir [Unay, 1996: 187]. Yeni Keynesyenlere göre; toplam talep fonksiyonunda istikrarsızlığa sebep olan yatırımlardır ve yatırım hacmindeki bir dalgalanma, milli gelir ve istihdam düzeyinde daha büyük bir dalgalanma oluşturmaktadır [a.g.e., s. 182]. Ekonominin eksik istihdam düzeyinden kurtarılabilmesi için aktif para ve maliye politikaları ile ekonomiye kaynak enjekte edilmesi ve etkin bir

faiz politikası ile karar birimlerinin tüketim-tasarruf tercihlerinin etkilenmesi yoluyla toplam talebin artırılması gerekmektedir.

Başka bir Keynesyen iktisatçı olan Harrod, ekonomik istikrarsızlık teorisine daha keskin bir bakış açısı getirmiştir: Harrod'un "İstikrarsızlık Prensibi"ne göre; bir ekonomide bir kez "fiili büyüme" oranı gerekli büyüme oranından saptığı anda sürekli derinleşen bir depresyonu (aşağıya doğru sapma durumunda) veya artan enflasyonist baskıyı (yukarı doğru sapma durumunda) engelleyecek hiç bir şey yoktur. Modelde gerekli büyüme oranı ise marjinal tasarruf eğiliminin hızlandırıcı katsayısına bölünmesi olarak ifade edilmiştir [Hacce, 1979: 12].

*Parasalcı İktisat Teorisi* ise, Keynesyen yaklaşımdan farklı olarak ekonominin içsel olarak istikrarlı olduğunu öngörmekte ve istikrarsızlıkların beceriksiz ve hatalı para ve maliye politikalarından kaynaklandığını iddia etmektedir [Unay, 1996: 176]. Bu görüşe göre, ekonominin istikrarlı büyümesi için para politikaları, maliye politikalarından daha etkili olmaktadır. Ancak keyfi para politikaları ekonomik istikrarsızlığa yol açmaktadır.

Parasalcılar, ekonomide ücretler ve fiyatların rijit olmadığını ve para talebinin istikrarlı olduğunu savunmaktadırlar. Para talebinin faiz esnekliği, yatırım talebinin faiz esnekliğinden daha düşüktür. Bu nedenle faiz oranı değişmelerine toplam arz daha hızlı uyum sağlayacak; yatırım talebinin artması toplam talebi artıracak ve ekonomi tam istihdam denge seviyesine kolayca ulaşabilecektir [Güvel, 1998: 18].

*Rasyonel Bekleyişler Teorisi'ne* dayanan Yeni Klasik İktisat da Parasalcılar gibi ekonomik düzenin ve para talebinin istikrarlı olduğunu öngörmekte, ekonomik karar birimlerinin beklentilerini içsel ve rasyonel olarak ele almaktadır. Ancak farklı olarak reel ve parasal sektörler arasında bir bağlantı bulunduğunu reddettiklerinden dolayı paranın reel sonuçlar doğurmayacağını iddia etmektedirler [a.g.e., s. 19].

Yaşadığımız dünyada mali piyasalarda meydana gelen hızlı gelişmelerin ve büyük hacimdeki sermaye akımlarının ulusal anlamda makroekonomik istikrarsızlıklara sebebiyet verdiği düşünüldüğünde, sermaye akımlarının istikrar üzerindeki etkisini açıklayan en önemli teori olarak, parasalcı yaklaşım gözükmektedir. Parasalcı yaklaşıma göre; para arzındaki bir artış hem dış ticaret bilançosunu, hem de sermaye



bilançosunu olumsuz etkileyerek, ödemeler bilançosunu bozucu etkiler doğurur. Ancak ödemeler bilançosundaki dengesizlikler kendi kendilerini düzeltici niteliktedir. Başka bir deyişle, sistem otomatik bir denkleştirme mekanizmasına dayanır [Seyidoğlu, 1997: 71].

### 1.1.2. İş Çevrimleri

Ekonomide meydana gelen istikrarsızlıkların ekonomik hareketlerin devri niteliğinden kaynaklandığını açıklayan çeşitli yaklaşımlar da bulunmaktadır.

Ekonomik bunalımların periyodik bir niteliğe sahip oldukları fikri ilk kez juglar tarafından 1857'de ileri sürülmüştür. [Unay, 1996: 93].

Ekonomik dalgalanmalar (Business Cycles) ile ilgili önemli teorisyenlerden olan Schumpeter'e göre, teknolojik yeniliklerin yarattığı tesadüfi şoklar, sistemde yaratıcı dalgalanmalara neden olurlar ve bazı firmaları üretim sürecinden uzaklaştırırlar. Bu yıkıcı yaratıcılıkta (creative destruction) teknoloji alanında doğan tesadüfi yenilikler ve müteşebbis ana etkindir [a.g.e., s. 109].

Schumpeter kapitalist toplumun aşağıda sıralanan üç farklı tip ekonomik dalgalanmaya sahne olduğunu ifade etmektedir [Acar, 1990: 34];

- i) Üç ila dört yıl süreli "Kitchin Dalgaları"
- ii) Yedi ila on bir yıl süreli "Juglar Dalgaları"
- iii) Elli-altmış yıl süreli "Kondratieff Dalgaları"

Kendilerini tespit eden iktisatçıların ismini alan bu dalgalanmaları Schumpeter, girişimcinin rolü ve yeniliklerle açıklamıştır. Birbirinden farklı yenilikler ve bu yeniliklerin uygulamaya konması için yapılan yatırımların etkileri değişik zamanlarda ortaya çıkmakta ve kapitalist sistemin gelişmesini sağlayan dalgalanmalara yol açmaktadır.

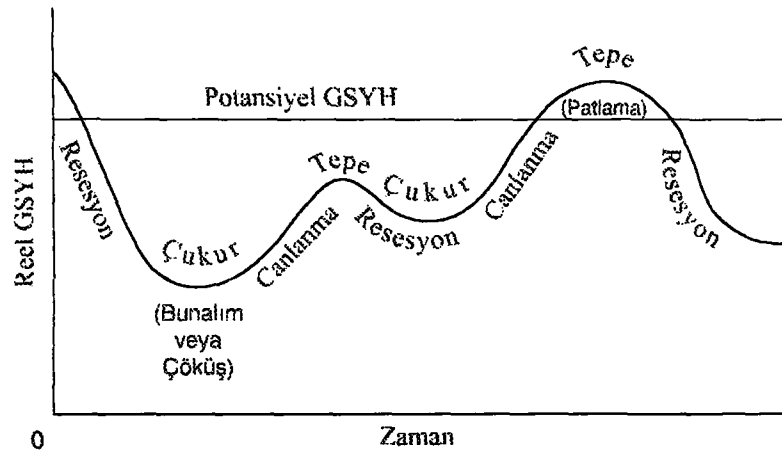
Ekonomideki devrevi hareketler yaygın olarak “konjonktür” olarak adlandırılmaktadır. Ancak dalgalanmalar, daha çok sanayi sektörünün niteliğini yansıtmaktadırlar. Ekonominin tarım ve hizmetler kesimi ise sanayi sektöründen gelen talep dalgalanmalarının etkisi altındadır. Bu sebepten dolayı, devrevi hareketleri iş çevrimleri olarak adlandırmak daha doğru olacaktır.

Temel olarak ekonomik faaliyetin genel düzenindeki dalgalanmaları ifade eden iş çevrimleri; mevsimsel ayarlamalar yapıldıktan sonra herhangi bir uzun vadeli trend çevresinde oluşan iş faaliyetlerinin sürekli bir med-ceziri olarak tanımlanmaktadır [Lipsey, vd,1986: 545].

İş çevrimleri teorisine göre; ekonominin her devrevi aşaması, bir sonraki devrevi aşamayı ortaya çıkaracak tohumu içinde taşımaktadır. Diğer bir ifade ile ekonomide meydana gelen bir patlama bir sonraki resesyonu oluştururken, bu resesyon bir sonraki patlamayı üretmektedir [Satyajit, 2000: 1].

İş çevrimleri temel olarak toplam talepteki dalgalanmalar sebebi ile oluştuğu için; tüketim, zevkler, beklentiler ile faiz oranlarında, vergilerde, transfer ve hükümet harcamalarında ve yatırımlardaki değişimler iş dalgalanmalarını oluşturmaktadır [Lipsey vd, 1986: 549-551].

İş çevriminin işleyişi aşağıdaki şekilde görülebilir;



Şekil 1.1: Bir İş Çevrimi

Kaynak: Lipsey vd, 1986: 545

Şekil 1.1'de gösterilen iş çevrimlerinin aşamaları aşağıdaki biçimde işlemektedir [Lipsev vd, 1986: 548-549].

İş Çevrimlerinde “Çukur”, düşük tüketici talebi ve yüksek işsizlik sebebiyle tüketim malı üreten sanayinin kapasitesinin atıl kaldığı zaman dilimini ifade etmektedir. Bu dönemde, düşük karlara hatta zararlara bağlı olarak geleceğe yönelik güvenleri az olan işletmelerin yeni yatırım yapma güdüleri azalmaktadır. Eğer Çukur yeterince derin ise bu durum “Bunalım-Çöküş” (Slump-Depression) olarak adlandırılmaktadır.

“Canlanma” (Recovery) döneminin bir çok belirtisi vardır. Bunlar; aşınmış makinelerin değiştirilmesi, istihdam, gelir ve tüketici harcamalarının hepsinin birden artması, üretim, satışlar ve karlarda yükselme ile birlikte beklentilerin olumlu yöne dönmesi olarak sıralanabilir.

“Tepe” (Peak)'de, varolan kapasitenin en yüksek derecede kullanımı söz konusudur. Bu noktada özellikle beceri isteyen işlerde emek sıkıntısı çekilirken, temel anahtar hammaddelerde kıtlık oluşur. Üretim sadece yeni yatırımlar ile artırılabilir. Bu tür yatırımların zaman alması sebebi ile talepte meydana gelen artış, üretimde meydana gelen artışa nazaran, fiyatlarda daha büyük bir yükselişi ortaya çıkarmaktadır. Bu dönemde maliyetlerin artması, fiyatlarda meydana gelen yükselme ile telafi edildiğinden işletmeler yüksek karlılıklarını sürdürmektedirler. Potansiyel Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) 'nın düzeyini aşan Tepe noktası ise “Patlama” (Boom) olarak adlandırılmaktadır.

İş çevriminde “Resesyon”, ekonomik faaliyetin tepe noktasından aşağıya doğru inmesidir. Bu devrede talebin düşmesine bağlı olarak üretim ve istihdamda düşüş ortaya çıkmaktadır. İstihdamın düşmesi hane halkının gelirlerini daha da düşürdüğünden, talep daha da azalmaktadır. Karlar düştükçe artan miktarda firma sıkıntıya düşmekte ve kullanılmayan kapasite sürekli arttığından dolayı sermaye mallarının yenilenmesi söz konusu olmamaktadır.

İş çevriminde, ekonomik faaliyetin kırılma noktası olarak ifade edilebilecek “Dönüş Noktaları” (Turning Points) bulunmaktadır. Resesyonun başladığı nokta; “Yukarıdan

Dönüş Noktası”, Canlanma'nın başladığı nokta ise, “Aşağıdan Dönüş Noktası” olarak adlandırılır.

Genel olarak ekonomide milli gelir artışının sıfır olmasına durgunluk (stagnation), yılda %3'e kadar olan gerilemeler daralma (resesyon), daha yüksek yüzdelerde daralmalar ise bunalımı (Slump - Depression) ifade etmektedir [Cansen, 2001: 1].

İş çevrimleri üzerine bugünkü tartışmalar ve literatürün çoğunluğunda kurulan hipotezlerde, iş çevrimlerinin genişleme ve daralma aşamasında bazı ilişkilerin var olduğu saptanmıştır [Zellner, 1990: 26]; Spiethoff, Schumpeter, Mitchell ve Thorp, Kondratieff, Woytinski, Ciriacy-Wantrup ve diğer yazarların belirttiği gibi; batı dünyasının geçmiş ekonomik deneyimleri büyük iş çevrimlerinin ötesine uzanan uzun süreli nisbi olarak iyi dönemleri ve benzer şekilde az veya çok kronik sert zamanları içermektedir. Uzun dönemli iyi zamanlarda, iş çevriminin genişlemesi safhası güçlüdür ve genellikle en yüksek faaliyet safhasına ulaşılmıştır. Çevrimin depresyon zamanları ise genellikle kısa olmuş ve üstesinden kolay gelinebilmiştir.

İngiltere, ABD, Fransa ve Almanya üzerinde iş çevrimlerinin işleyişi üzerine yapılan bir çalışmada [a.g.e]; toptan fiyatlardaki trendin yönü ile iş çevriminin daralması arasında reel bir ilişki bulmuştur. Fiyatların düşmesine veya artmasına bağlı olarak daralmalar uzun veya kısa olmaktadır.

### 1.1.3. Reel ve Finansal Çevrimler

Geleneksel iş çevrim teorisinin, savaş sonrası A.B.D' de önemli faktörler olan parasal ve tanımlanabilir şokların etkisi ile ilgili olarak anlamlı sonuçlar üretmemesi üzerine Reel İş Çevrimleri (Real Business Cycles - RBC) Teorisi ortaya atılmıştır. Bu teori, bir makroekonomik değişkenin, o değişkeni tahminleme modelindeki değerinden sapmasını ifade eden “gözlem ve hesap sonuçları arasındaki değer” (residual-artık) üzerine kuruludur. Buna göre iş çevrimini oluşturan artık; üç ayda bir hesaplanan emek verimliliğinin, bu verimliliğin tahmin edilmesi modelindeki değerinden sapmasıdır. Solow Artığı olarak adlandırılan bu farkın pozitif çıkması; emek verimliliğindeki artış sebebi ile ekonominin teknolojik kapasitesindeki gelişmeyi göstermektedir. İktisadi

büyüme teorisinde pozitif Solow Artığı ekonomik büyümenin temeli olarak görülürken, RBC teorisinde Solow artığında meydana gelen dalgalanmalar iş çevrimlerinin büyük bir sebebi olarak algılanmaktadır [Satyajit, 2000: 5] .

İş çevrimleri teorilerinde para arzı ya da parasal şoklar modellere dahil edilirken bankacılığın ve bütün olarak finansal sistemin rolü genellikle ihmal edilmiştir [Karacan, 1996: 35];

İleride “Finansal İstikrarsızlık Hipotezi” olarak daha detaylı olarak açıklanacak olan ve finansal sistemi bir bütün olarak ele alan başka bir doğal ve tekrar eden çevrim anlayışı da "Finansal Çevrimler"dir.

Finansal çevrimin oluşum süreci şu şekilde işlemektedir: Genel olarak, belli sayıdaki bankalar, belli faaliyet alanlarında oluşan hızlı gelişme dönemlerinde anormal risk almaktadırlar. Büyüme devam ettikçe, genişleme aşırı zindelik (euphoric) hale gelmeye başlamakta, kredi sorunları normal artış içerisinde olmasına rağmen kredi standartları bozulmaktadır. Sonuç olarak, aşırı gelişmeler sebebi ile ekonomik faaliyetlerin desteklenmesi zayıflamakta, piyasanın psikolojisi negatife dönerken, varlıkların değeri hızla düşmekte ve kayıplar önemli sayıdaki bankanın sermayesini eritmektedir. ABD’de geçen 20 yıllık süre içerisinde iflas eden bankaların varlıkları dikkate alınarak yapılan araştırmada; bankaların yaklaşık 3/4’ünün finansal çevrimden dolayı iflas ettiği hesaplanırken sadece 1/4’ünün diğer durumlardan dolayı başarısız oldukları tespit edilmiştir [Randall, 1994: 3].

#### 1.1.4. Türkiye’de İş Çevrimleri

Ülkemizde, iş çevrimlerinin işleyişi konusunda Merkez bankası tarafından yürütülen bazı çalışmaların dışında, düzenli analizler yapılmamasının altında, Türkiye’de iş çevrimlerinin sıklıkla ortaya çıkan krizler sebebiyle tahmin edilmesinin oldukça güç olması yatmaktadır.

Aşağıdaki tablo Türkiye’de sanayi üretiminin 1986 - 2001 yılları arasındaki devresel hareketini göstermesi açısından önemlidir.

**Tablo 1.1: Türkiye'de Sanayi Üretimine Devresel Hareketi (1986-2001)**

Dip Noktalar			Tepe Noktalar			Dipten Tepeye	Tepeden Tepeye	Dipten Dibe	Ortalama Devre	Dipten Tepeye	Tepeden Dibe
Yıl	Ay	Değer *	Yıl	Ay	Değer	Ay	Ay	Ay	Ay	Değer %	Değer %
1987	2	90.28	1988	2	108.33	24	-	33	-	19.9	-15.2
1988	11	94.04	1993	4	112.19	53	62	66	64	19.3	-34.5
1994	5	83.42	1997	9	112.44	23	53	63	58	34.8	-23.2
1999	8	91.29	2000	11	107.99	13	38	28	33	18.3	-

\*: Nihai Eğilimden Sapmalar (Eğilim=100): Sanayi üretiminin uzun dönem eğiliminden sapmaları "Nihai Eğilim Sapmaları" olarak ifade edilmiştir.

Kaynak: TÜSİAD, 2001: 138

Hesaplanan dönem başlangıcı olan 1986 yılı Şubat ayında, ulaşılan dip noktadan çıkış iki yıl sürmüştür ve Türkiye'nin dışa açık büyüme stratejisini sürdürebilmesinde önemli olan ihracatın hızlı büyümesinin yavaşlaması ve gelir dağılımının düzelmemesi gibi sorunlar, hızlı büyümeyi tıkanma noktasına getirmiştir. 1988 yılı sonunda ulaşılan dip noktasından çıkış, Türkiye'nin sermaye hareketlerinde serbestleşme gibi yapısal değişikliklerle kaynak yaratmasıyla mümkün olabilmiş ve kısa vadeli sermaye girişlerinin yardımıyla Körfez savaşı haricinde büyüme performansı azalarak da olsa 1993 yılı Nisan ayına kadar devam etmiştir. Türkiye ekonomisinde temel dengesizliklerin artmaya başladığı bu dönemde, yönetim hataları ile beraber yeni bir krizin gelişi hızlanmış ve 1994 Mayıs ayında ulaşılan dip nokta öncekilerden çok daha derin olmuştur. Kriz sonrasında, orta ve uzun vadede sürdürülebilmesi mümkün gözükmeyen kısa vadeli sermaye girişine dayalı politikaya dönülmesi, büyüme oranlarını artırmıştır. 1997 sonrasında peşi sıra gelen Güneydoğu Asya ve Rusya krizleriyle darbe alan ekonomi, 1999 yılı sonuna gelindiğinde eski politikalara değişimi zorunlu hale getirmiştir. 2000 yılı ekonomik programının başında piyasalara hakim olan iyimserlik ise kısa sürmüştür ve Kasım Krizi ile Türkiye'de 15 ayla en kısa dip-tepe evresi yaşanmıştır.

Tablo 1.1 incelendiğinde, 1985 yılından itibaren sanayi üretimine devresel olarak bakıldığında üç tam devrenin tamamlandığı görülmektedir. Sanayi üretiminin ortalama genişleme devrelerine bakıldığında, 64 ay olan ilk evrenin süresinin ikinci devrede 58

aya, üçüncü devrede 33 aya düştüğü görülmektedir. Tepe-dip evrelerinde önemli bir değişiklik yaşanmamış ve ekonomik aktivitenin yavaşlayarak dibe ulaşması ortalama bir süre olarak gözlemlenmiştir. 1990'lı yılların sonuna doğru makroekonomik istikrarsızlıkların artması ve büyümenin finansmanının kısa vadeli politikalar nedeniyle sürdürülemez noktasına gelmesi ise, genişleme evresi olan dip-tepe sürelerinin 15 ay gibi kısa sürelere inmesine sebebiyet vererek, krizlerden kalıcı olarak çıkışı güçleştirmiştir [TÜSİAD, 2001: 137-138].

### 1.1.5. Global İş Çevrimi

25 yılda yükselen, 25 yılda düşen global iktisadi çevrimler olarak ifade edilen ve hala geçerliliğini koruyan uzun dönem global çevrimsel hareket düşüncesini ilk ortaya atan teorisyen, Kondratieff'dir.

Kondratieff bu çıkarımı, çok sayıda istatistik materyalden ve dökümandan yola çıkarak ve birçok gelişmiş ülkenin ekonomik gelişmesini derinlemesine incelemek suretiyle yapmıştır. Bu ekonomist; sanayi üretimi ile tarımsal üretim, ücretler ve faiz oranını da içerecek şekilde fiyatlar ve dış ticaret düzeyini dikkate alarak yaptığı analizde, ekonomilerin birbirini izleyen ve aşağı yukarı çeyrek yüzyıllık bir uzun genişleme dönemi ile yaklaşık aynı uzunlukta bir bunalım dönemi geçirdiklerini tespit etmiştir. Bu iki dönem sırasıyla A ve B Kondratieff evreleri olarak adlandırılmaktadır [Rosier, 1994: 27-28].

Uzun süreli çevrimler genişleme (büyüme) ve daralma (bunalım) evrelerinden oluşmaktadır. Bu çevrimlerin genişleme evrelerinde, daha önce gerçekleştirilmiş bulunan büyük teknolojik atılımlara dayalı olarak yapılan geniş çaplı yatırımlar sebebi ile üretim hızla artmaktadır. Ayrıca bu dönemlerde dünya piyasalarının bir bütün olarak karlılığının arttığına tanık olunmaktadır. Bütün bir evre boyunca dünya toplam talebi dünya toplam üretimini aşmaktadır. Bununla birlikte, bir süre sonra dünya piyasasının daralmasından, ücret artışlarına kadar çok sayıdaki nedenden ötürü, uzun süreli çevrimin daralma evresine girilmektedir. Üretim ve karlılığın azaldığı bu dönemde, talep düşüklüğü yeni yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Daralma

evresinden çıkış ise, karlılık koşullarını yeniden sağlanmasına bağlı olmaktadır [Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, 1987: 387].

Kondratieff'in incelediği çevrimler, 1848-1873 arası yükselen dalga, 1873'den 1890'ların başlarına kadar düşen dalga, 1890'ların ortalarından 1920'ye kadar yükselen dalga ve 1920'den başlayan düşen dalgadır.

Bu anlayış içinde normal iktisadi dalgalanmalar, uzun dalganın üzerine binmiş gibi algılanmaktadır. Yükselen dalga sırasında, genişlemeler uzun ve güçlü iken, durgunluklar kısa ve zayıf; düşen dalga sırasında genişlemeler kısa ve zayıf, durgunluklar ise daha uzun ve güçlüdür.

Böyle bir çerçevede, 1998 yılı özel bir önem taşımaktadır. Çünkü, her ne kadar Kondratieff, kabaca 25 yıllık dalgalardan söz edip kesin bir kronolojik hareket ileri sürmese de, bir önceki dalganın doruğa ulaştığı 1973'den tam 25 yıl sonra Uzakdoğu Krizi ortaya çıkmıştır.

Kondratieff 'in gözlemlerine karşı çıkanlar ise, bunların iktisadi olgular değil, siyasal olaylar olduğunu ileri sürmüştür. Enflasyon, istihdam reel toplam hasıla olgularına ve aralarındaki ilişkiye açıklama getirmeye çalışan "Politik Konjonktür Teorileri"ne göre; seçim, iktidarın yapısı, iktidarın ideolojisi gibi politik faktörler para politikalarının belirlenmesi ve uygulanması sürecini dolayısıyla da ekonomik olayları, enflasyonu ve işsizliği etkilemektedir [Güvel, 1998: 19].

Uzun dönemli global çevrim yaklaşımına eleştiri getiren politik konjonktür teorisyenleri, Kondratieff çevrimlerinin dönüm noktalarından önce ya da o sıralarda çok büyük ölçekli, bazen felaket getiren siyasi olayların yaşandığını belirtmektedirler.

Gerçekten de Kondratieff dalgalarının yükselme ve düşme dönemleri ile dünya çapında önemli siyasal olaylar birçok evrede çakışmaktadır. Dolayısı ile aşırı yatırım, artan faiz oranları, stok kaymaları vb. belirtileri olan normal "beş yıllık çevrimler" iktisadi olaylar iken, Kondratieff çevrimleri siyasal süreçlerin doğurduğu yapay istatistiksel olaylardır. Bununla birlikte siyasal olayların derindeki iktisadi süreçlerin dışavurumunun birer aracı olduğu da unutulmamalıdır [Şenesen, 1998: 30].



## 1.2. FİNANSAL SİSTEMİN KIRILGANLIĞI

Finansal sistem, genel ekonomik hareketleri finansal kurumların aktarma mekanizmaları vasıtasıyla yatırımcılara, hane halkına ve işletmelere yansıtmaktadır. Dolayısı ile ekonomik istikrar ile finansal istikrar (veya tam tersi) birbirleri ile etkileşim içinde bulunmaktadır. Böylece ekonomide meydana gelen dalgalanmalar finansal sistemi oluşturan bireyleri (yatırımcılar, hane halkı) ve kurumları (devlet, finansal ve finansal olmayan) çok yönlü olarak etkilemektedir.

Günümüzde ekonomik ve finansal liberalleşme ile iletişim teknolojisindeki hızlı gelişmeler sonucu, farklı ülkelerdeki mali piyasalar adeta tek bir piyasa yapısı içinde bütünleşmiş gibidir. Finansal piyasalardaki bu küreselleşme eğilimleri mali yatırımcılar ve finans yöneticileri için yeni fırsatlar yaratırken aynı zamanda yeni risk ve sorunların da ortaya çıkmasına neden olmuştur [Seyidoğlu, 1997: 2].

Finansal istikrarsızlık, büyük ekonomik kayıplara neden olabilecek fiyat hareketlerinden kaynaklanmaktadır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan hızlı fiyat dalgalanmaları, kaynakların yanlış dağılımına neden olmaktadır. Fiyat hareketlerinin sürekli hale gelmesi; belirsizliği artırmakta, uzun dönemli sözleşmelerin yapılmasında isteksizliğe yol açmaktadır. Sonuçta bu durum, finansal sistem yoluyla tasarrufların dağılımını ve hareketliliğini ortadan kaldırmakta ve ekonomik performansı olumsuz yönde etkilemektedir [Altıntaş, 1999: 38].

### 1.2.1. Finansal Sistemin Önemi ve Amaçları

Ekonomik süreçte birbirine karşıt yönlü fiziksel ve parasal akımların eşzamanlı olarak meydana gelmemesi finansal ilişkiyi doğurmaktadır.

Finansal ilişkilerin gerçekleştiği modern bir finansal sistem; çeşitli şekillerde mevduat kabul eden kurumları (bankalar ve kredi kuruluşları); para, tahvil ve döviz piyasalarını; menkul kıymet borsaları ve firmalarını; sigorta emeklilik fonları ile yatırım fonları da içeren varlık yönetim şirketlerini; ödeme ve takas sistemlerini, daha gelişmiş sistemlerde türev piyasalarını kapsamaktadır. Finansal sistem ayrıca; Merkez

Bankası'nı, denetleyici ve/veya düzenleyici kurumları ve finansal güvenlik ağlarını da içermektedir [Johnston vd, 2000: 4].

Finansal sistem, genellikle gelişmiş olan ekonomilerde, belirli kurumların ve pazarların bir arada ve karşılıklı olarak birbirlerini etkileyen temel fonksiyonlarını gerçekleştirmek amacıyla bir araya gelmeleri sonucu oluşmaktadır [Uludağ ve Arıcan, 1999: 112].

Bir finansal sistemin fonksiyonları altı temel noktada kullanılmaktadır [Karacan, 1996: 15];

- Ödemelerin takası ve yerine getirilmesi,
- Kaynakları toplamak ve paylara bölüştürmek,
- Kaynakların zamansal ve mekansal aktarımını sağlamak,
- Riski yönetmek,
- Bilgi sağlamak ve
- Dürtü (incentive) sorunları ile uğraşmak.

Bir başka görüşe göre [Loretan, 1996: 148] ise finansal sistemin fonksiyonları üç başlık altında toplanmaktadır. Bunlar;

- Hem banka kredileri hem de finansman bonusu, tahviller ve hisse senetleri vasıtası ile kredi tahsisinin sağlanması,
- Ödemeler sisteminin oluşturulması ve
- Finansal varlıkların fiyatlandırılmasıdır.

Finansal sistemin en önemli iki unsuru finansal pazarlar ve finansal aracılarıdır.

Finansal ilişkilerin temel özelliğinin; satınalma gücünün tasarrufçudan kullanıcıya aktarılması olduğundan; finansal sistemde bu aktarım mekanizmasını sağlayan en önemli kurumlar, finansal pazarlardır. Fon istem ve sunumunun karşılaştığı pazara

finansal pazar adı verilmektedir. Ekonomide bir kısım kişiler belirli bir zaman dilimi içinde elde ettikleri gelirden fazlasını harcama, diğer bir kısım kişiler ise gelirlerinin bir bölümünü tasarruf etme ve bu tasarruflarını, bir çıkar karşılığında, fonlara gereksinim duyan kişilerin kullanımına sunma eğilimindedir. İşte tüketimlerinin üzerinde gelire sahip olan kişilerin fonlarının, harcamalarının altında gelire sahip olan kişilerin eline geçmesine yardımcı olan finansal pazarlar bu fon alış verişini olanaklı kılmaktadır [Sarıkamış, 1995: 5].

Finansal sistemin yukarıda açıklanan fonksiyonlarını yerine getirmesini sağlayan faaliyetler finansal aracılık kapsamı içerisinde değerlendirilmektedir. Finansal aracılık kurumu, riskin dağıtılması ya da paylaşılması yönünde önemli hizmetler sunmaktadır. Finansal araçlardan bankalar, likidite riskinin paylaşılması için iyi bir örnek oluştururken, hisse senedi piyasaları, yatırım riskini dağıtma fonksiyonu ile etkin bir araç konumundadır [Mihçı, 1999: 67].

Yukarıdaki açıklamalar ışığında finansal istikrarı; dışsal yardım veya müdahale olmaksızın finansal sistemdeki temel kuruluşların kendilerinden ve sözleşmelerden kaynaklanan temel yükümlülüklerini büyük bir güven içerisinde karşılamaya devam ettikleri ortam olarak tanımlanmak mümkündür. Diğer taraftan, istikrarlı piyasalar; kurumsal ve yapısal herhangi bir değişiklik olmaksızın, kısa dönemde sürekli olarak değişmeyen ve temel olarak piyasa şartlarında teşekkül eden fiyatlardan, katılımcıların güven duygusuyla alım ve satım yaptıkları anahtar piyasalar olarak ifade edilebilir [Crockett, 1997: 6].

Ülkelerin gelişmişlik düzeyi, piyasalardaki fiyat oluşturma mekanizması üzerinde hükümet kontrollerinin şekli ve yoğunluğu, işletme finansmanında finansal araçların (örn; bankalar) ve menkul kıymet piyasalarının nispi rolü ve enflasyon düzeyi ülkeler arası finansal sistemin farklılıklarını oluşturmaktadır [Cebenoyan vd, 1995: 26].

Hatta bazı yazarlar ülkelerin geri kalmalarında en önemli etkenin söz konusu ülkelerdeki mali sektörün gelişmemişliği olduğunu ileri sürmüşlerdir [Alp, 2001: 43]

### 1.2.2. Risk ve Belirsizlik

Finansal sistemin istikrarsızlığına sebep olabilecek kırılganlığının belirlenmesi, sistemin karşı karşıya kaldığı risklerin yapısının incelenmesini beraberinde getirmektedir [Johnston, vd, 2000: 28].

Finansal sistemin karşı karşıya kaldığı riskleri ifade etmeden önce risk ve belirsizlik kavramlarını açıklamak gerekmektedir.

Risk; olası gerçekleşecek olayların sayısının, gerçekte oluşacak olayların sonucunu geçtiği durumları ifade etmektedir [The Penguin Dictionary of Economics, 1987: 359].

Başka bir ifadeyle [Aşıkoglu ve Çelikkol, 2001: 1] risk, gelecekte beklenmeyen olumsuz durumların ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlanmaktadır

Uygulamada risk ve belirsizlik kavramları bazen aynı anlamda kullanılsa bile, aralarında önemli farklar bulunmaktadır. Risk kavramı, olayın sonuçlarının ortaya çıkışına ilişkin “objektif olasılık dağılımını” içerdiği halde, belirsizlik kavramı “subjektif olasılık dağılımını” olarak açıklanmaktadır. Objektif olasılık dağılımı olaya ilişkin geçmiş verileri bilimsel yöntemlerle analiz etme sonucunu oluşturulurken, subjektif olasılık dağılımı hiç bir tarihi veriye sahip olmadan yapılmaktadır [Sarıkamış, 1995: 157]

Yani risk ile belirsizlik arasındaki temel ayırım istatistik ve istatistik olmayan olaylar ilişkisidir. İstatistik olaylar için risk, istatistik olmayan olaylar için belirsizlik söz konusu olmaktadır ve istatistiksel olaylar yinelenebilir niteliktedir [Arman, 1997: 2].

Finansal risk ise, piyasa katılımcılarının nakit akışının, finansal sorumluluklarını karşılayamayacak hale gelmesi riskidir [Toraman,, 2001: 1]

Riskler; sistematik olmayan ve sistematik riskler olarak sınıflandırılmaktadır.

İşletmeye özgü kaçınılabılır riskler sistematik olmayan riskler olarak adlandırılırken [Sarıkamış, 1995: 167], Finans ve ekonomi literatüründe sistematik risk için bütün tarafların fikir birliği içinde olduğu bir tanım bulunmamaktadır. Bazı yazarlar finansal

sistemin sistematik riskini, banka sistemindeki klasik bulaşma (contagion) etkisi veya geniş çaplı banka iflasları olarak açıklarken, bazıları ise sistematik risk durumunda, bulaşma etkisinin ortaya çıkmasının her zaman gerekli olmadığını ileri sürmektedirler [Bartholomew ve Philips, 2000: 3 ].

Literatürde sistematik risk çeşitleri içerisinde yer alan riskler, risklerin açıklanacağı piyasalara göre benzer kavramlarla fakat farklı olarak açıklanmaktadır. Örneğin; sermaye pazarlarındaki sistematik riskler ile bankacılık sektöründe ortaya çıkabilecek sistematik riskler aynı olmasına rağmen açıklamaları piyasalara göre farklılık arz etmektedir. Ayrıca farklı piyasalardaki sistematik risklerin makroekonomik değişkenlerin üzerine olan etkileri farklıdır.

Frederic S. Mishkin sistematik riski; finansal piyasaların en üretken yatırım fırsatlarına etkin olarak para aktarmalarını mümkün kılan bilginin bozulmasına neden olacak ani, genellikle beklenmedik bir olayın ortaya çıkma olasılığı olarak tanımlamaktadır [Kayacan ve Gürbüz, 2000: 12].

Bank for International Settlements 'a göre ise [BIS, 1992] sistematik risk; finansal sistemin işleyişini şiddetle bozan tedirginliktir

### **1.2.3. Bankacılık Sisteminde Sistematik Riskler**

Günümüzün hızlı gelişen spekülatif ataklarında bir ekonomiyi finansal kriz evresine geçiren en önemli sebebin bankacılık sistemindeki zafiyetler olduğu düşünüldüğünde, bankaları diğer finansal olmayan kuruluşlardan ayıran önemli faktörler, bankacılık sisteminde sistematik riskin ortaya çıkması için zemin hazırlamaktadır. Bu faktörleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- i) Bankalar varlıklarına oranla düşük nakit ve sermaye yapısına sahiptirler ve bu sebepten dolayı yüksek kaldıraç oranı ile çalışmaktadırlar [Kaufman, 1997: 56].
- ii) Bankaların ürün ve üretim süreci finansal olmayan kuruluşlara göre daha az şeffaftır. Bu durum bankacılığın bilgi yoğun yapısı ve zaman kalitesinden kaynaklanmaktadır. Zaman kalitesi; bankaların birçok ürün ve hizmeti gelecekte

ödemeyi taahhüt eden bir yapıya sahip olmasını ifade etmektedir. Yani bankalar, sorunlarını, kötü kredilerini yenileyerek (roll-over), daha fazla mevduat toplayarak veya bilançolarının boyutunu büyütürken gizleyebildiklerinden sözleşmelerini yerine getirememelerini anlamak zaman almaktadır.

- iii) Banka kredileri, donukluk ihtimalinden dolayı tipik finansal olmayan kuruluşların stoklarından daha zor satılabilmektedir. Negatif bir şok vurduğu zaman, bankalar için yeniden yapılanma amacı ile likidite sağlaması oldukça zordur. Dahası varlıklarını satmak istediği zaman yok pahasına elden çıkarmaya zorlanabilir. Çünkü varlığın gerçek fiyatını araştırarak ve en yüksek bedeli verene satacak normal bir zaman dilimi bankalar için söz konusu değildir [Caprio ve Klingebel, 1996: 82].

Bankacılık sisteminin yukarıda bahsedilen yapısı, bu sektörde karşılaşılan sistematik riskin sınıflandırmasını beraberinde getirecektir. Bankacılıkta karşılaşılan sistematik risk unsurları aşağıda sırasıyla ele alınacaktır.

### **1.2.3.1. Piyasa Riski**

Piyasa riski; bütün yatırımları etkileyen ekonomik dalgalanmaların sebep olduğu ve çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamayan riski ifade etmektedir [Lausberg, 2001: 3].

Bankacılık açısından piyasa riski; bankanın aktif ve pasiflerinin piyasa fiyatında meydana gelen değişiklikler sonucu oluşabilecek kayıpları ifade etmektedir. Piyasa riskinin temel örnekleri; döviz riski, faiz oranı riski, menkul kıymet riski, enflasyon riski iken mal ve varlık fiyat riskleri, ipotek ve mevduatlar üzerindeki opsiyon riskleri de bankacılığın sistematik riskleri içerisine girmektedir. [Johston, Chiang, 2000: 16].

Günümüzde piyasa risklerinden en önemlisi döviz riskini içeren kambiyo riskidir. Mali piyasalarda globalleşme ve yabancı paralı işlemlerin bankaların bilançosundaki görece payının artması, kambiyo riskini önemli hale getirmiştir. Bu açıdan bakıldığında bir para cinsi itibarıyla bankanın net pozisyonu, riski belirlemede önemli bir göstergedir. Bir bankanın yabancı para cinsinden net pozisyonu, açık pozisyon (short pozisyon) ise,

belirli bir para cinsinden yabancı paralı yükümlülükleri varlıklarını aşmaktadır. Bu durumda yabancı para değer kazanırsa banka açık pozisyonu nedeni ile zararlar karşılaşmakta ya da yabancı para değer yitirirse, banka açık pozisyonundan kazanç sağlamaktadır [Karacan, 1996: 24].

Günümüzde mevduat faiz oranlarının belirlenmesi üzerindeki kısıtlamaların kalkması, vade ve tutara göre farklı faiz uygulanması ve alternatif yatırım araçlarının çoğalması ile birlikte, mevduat faizleri büyük ölçüde banka yönetimi kontrolü dışında belirlenmektedir. Bu da bankaları, faiz oranlarındaki değişiklikler karşısında önemli risklerle karşı karşıya bırakmaktadır [Takan, 2001: 668]

Bankaların aktifleri içerisinde faize duyarlı kalemleri; kasa-banka, krediler, tahvil ve hisse senedi varlıkları iken; pasif içerisinde mevduat ve alınan krediler faiz riskine açık kaynaklardır. Bir bankanın veya bankacılık sisteminin faiz oranı değişikliklerine duyarlılığı; kaynakları ve varlıkları arasındaki faize duyarlı kalemlerin kompozisyonu ve miktarı ile ölçülmektedir. Eğer faize duyarlı aktif toplamı, faize duyarlı pasif kalemine eşitse o zaman bankacılık sistemi teorik olarak faiz oranlarında meydana gelen değişikliklerden etkilenmeyecektir. Eğer faize duyarlı pasifleri faize duyarlı aktiflerinden büyükse faiz oranları arttığında bankaların karlılığı olumsuz yönde etkilenecektir [a.g.e., s. 683]

Yine piyasa riski içerisinde yer alan menkul kıymet riski; bankanın, hisse senetlerine ya da özel veya kamu kesimi borçlanma araçlarına yatırımından kaynaklanmaktadır. Daha çok kamunun toplam tasarruflar üzerinde “Dışlama Etkisi (Crowding Out Effect)” oluşturduğu ülkelerde, bankaların menkul kıymet cüzdanelerinin önemli bir kısmı devletin iç borçlanma senetlerinden oluştuğu için faiz riskinin bir uzantısı olarak borçlanma araçlarına yapılan yatırımlardan bankaların büyük zarar görmesi olasıdır. 2001 Türkiye krizinde de ortaya çıktığı üzere aktiflerini büyük oranda devletin ihraç ettiği menkul kıymetlere, uygulanan ekonomik programın sanal etkisi ile düşük getiriler üzerinden bağlayan bankalar, piyasa riskine maruz kalmışlardır.

Piyasa riskinin içerisine katılabilecek başka bir risk çeşidi de satın alma gücü veya enflasyon riskidir. Satın alma gücündeki azalma, dolaylı olarak sabit para birimi ile

hesaplanan finansal varlık verimini azaltmaktadır. Enflasyon hakkında yatırımcıların beklentilerinin borçlanma ve sahipliği temsil eden finansal varlıklar üzerinde değişik yönde etkide bulunabileceği ifade edilebilir. Borçlanmayı temsil eden finansal varlıklar sabit getirili olduğu için, enflasyonun en çok bunların getirileri ve verimleri üzerinde olumsuz etkileri bulunmaktadır [Sarıkamış, 1995: 171].

### **1.2.3.2. Kredi Riski**

Kredi riski; borçlunun borcunu ödeyememesi, kredi değerliliğinin düşmesi veya sözleşmeden kaynaklanan ödemelerini yapamaması durumunda ortaya çıkan risk olarak tanımlanmaktadır [Johnston vd, 2000: 15]. Bankaların kredilerine ilişkin bu riske; aynı zamanda gecikme ya da temerrüt (default) riski de denilebilir. Çeşitlendirme, münferit kredi riskini azaltmakla birlikte sistematik kredi riskini ortadan kaldırmamaktadır [Karacan, 1996: 25].

Her kredi, enflasyon riski ve geri ödenmeme olasılığı şeklinde özetlenebilecek başlıca iki tür risk taşımaya rağmen [Akgüç,1991:1], kredinin risk derecesi genel makroekonomik çevre, bir krediyi zorla tahsil etme imkanı sağlayan hukuki çevre, teminatların varlığı, telafi edici denge (bankaların verdikleri krediler karşılığında kullanıcıdan bankada bloke mevduat tutma şartı) gibi bir çok faktörden etkilenmektedir [Johnston and Chiang, 2000: 15].

Sözkonusu faktörlerden literatürün birçoğunda ayrı olarak belirtilen hukuki çevre riski ayrı bir önem taşımaktadır. Hukuki çevre riski; bir sözleşmenin uygulanmaması ya da sözleşmenin şartlarının tarafların amaçlarını yerine getirebilme özelliğini öngörülmemiş bir nedenden dolayı kaybetmiş olması gibi sebepler karşısında uğranılabilecek kaybı vurgulayan bir risktir [Kayacan, Gürbüz, 2001: 10].

### **1.2.3.3. Likidite Riski**

Kurumsal açıdan bakıldığında piyasa likidite riski ve fonlama riski olmak üzere iki çeşit likidite riski olduğu görülmektedir.



Piyasa likidite riski; herhangi bir finansal aracın alım satım işleminin, bu aracın piyasa fiyatında aniden olumsuz bir etki yaratabilmesi iken, fonlama riski, finansal aracının nakit akışlarındaki uyumsuzluğun, sözleşmeye bağlı edinimlerini yerine getirmesini engellemesi anlamına gelmektedir [a.g.e., s. 10].

Bankacılık açısından likidite riski; mevduat sahiplerinin bir bankadan fonlarını, bankanın bu fonları normal maliyetlerinden önemli ölçüde yüksek sayılabilecek bir maliyetle karşılama olanaklarının bile bulunmadığı bir durumda karşılaması halinde ortaya çıkması olası riskleri ifade etmektedir. Fonlama riski ise bir bankanın mevduatlarını yenileyememesi veya uzatamaması riskidir [Karacan, 1996: 29].

Bankacılık sisteminde likidite riskinin düzeyi; merkez bankasından elde edilen kısa vadeli likidite yardımının varlığı kadar, bir bankanın kredi portföyü ile interbankta ve ikincil piyasada işlem yapabilme kapasitesinin de bir fonksiyonudur.

#### **1.2.4. Bankacılık Sisteminde Sistemik Olmayan Riskler**

Bankaların bünyelerinde kendi zafiyetleri dolayısıyla ortaya çıkan sistemik olmayan riskleri ise şu şekilde sınıflandırmak mümkündür:

- i) **Faaliyet Riski** : Bu risk; daha ziyade raporlama, muhasebe ve risk yönetimi ile iç denetimde, zarar ve beklenmedik durumlara göre hazırlanmış planlamada yetersizlikler, insan hatası veya yönetsel zafiyet durumlarında oluşan kayıpları vurgulamaktadır [Kayacan ve Gürbüz, 2000: 10]. Daha açık bir ifade ile faaliyet riski; bir bankanın maliyetlerinin gelirlerini aşan bir biçimde faaliyette bulunması ve bu nedenle özkaynaklarını yitirmesi anlamına gelmektedir [Karacan, 1996: 27].
- ii) **Suistimal (Fraud) Riski**: Kredinin geri dönmeyeceğini bilerek işbirliği yapılan bazı kişilere kredi açmak olarak tanımlanan suistimal riski, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki en popüler uygulamalardan biridir. [a.g.e., s. 21].
- iii) **Büyük Finansal ve Endüstriyel Grupların Bankacılık Sisteminde Oluşturduğu Riskler**: Finans ve endüstrinin güçlü aileler ve şirketlerce

yönlendirildiği gelişmekte olan ülkelerde yaygın olan ve içlerinde bankaların, sigorta ve borsa şirketlerinin de bulunduğu bu gruplar, bankaları kullanmak suretiyle kendi gruplarına riskli krediler aktarmaktadırlar. Bu soruna bulunabilecek en iyi çözüm konsolide bir denetim sistemi kurulmasıdır [Economist, 1996 : 8].

- iv) **Menkul Kıymet Spekülasyonu:** Menkul kıymet riski ya bankanın hisse senetlerine ya da özel veya kamu kesimi borçlanma araçlarına yapılan spekülatif yatırımdan kaynaklanmaktadır.
- v) **Bilanço Dışı (Off-Balance Sheet) İşlemler Riski:** Bilanço dışı kalemlerin önemli türleri; teminat mektupları, akreditifler, forward, future ve swap işlemleridir. Bu türev araçları bir taraftan riskten korunma araçları iken diğer taraftan da risk doğurucu işlemlerdir [Karacan, 1996: 29].

Asya, Latin Amerika ve Doğu Avrupa'daki bankalar türevlere giderek daha fazla ağırlık vermekte ve uluslararası yatırım bankaları, karmaşık finansal türevler sunmaktadırlar. Ancak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde çoğu bankaların türevleri nasıl kullandığı denetçiler tarafından takip edilmemektedir.

Türevler, elektrik gibi doğru kullanıldığında faydalı olduğu kadar, yanlış kullanıldığında ise şoka neden olabilmektedirler. Gerçekten de 1994 Aralık ayında yaşanan devalüasyondan sonra Peso-Dolar paritesinin sabit kalacağını varsayarak türev piyasasına giren Meksika bankaları ciddi sorunlar yaşamışlardır.

- i) **Bankaların Denizaşırı Operasyonları:** Gelişmekte olan ülkelerde bankalar yerel kısıtlamalardan kaçabilmek için denizaşırı aktivitelere girişmekte bu sayede tahsil edilemeyen alacaklar bankaların bilançolarında görülememektedir [Economist, 1996 : 8]. Ülkemizde de son yıllarda oldukça fazla başvuru off-shore hesapları yurtdışında riskli faaliyetler için kullanılmıştır.

### 1.2.5. Finansal Sistemin Mali Kırılganlık Göstergeleri

Ekonominin temel bilançosunda meydana gelen bozulmalar, finansal sistemdeki risklerin bir istikrarsızlığa sebep olabilme ihtimalinin belirlenmesinde önemli göstergelerdir. Mali Pozisyonda Meydana Gelen Bozulmalar ile Kısa Dönem Mali Risk, Uzun Vadeli Sürdürülebilirlik, Harcama, Gelir, Mali Yönetim ve Hükümet Etkinliği Göstergeleri temel bilançoda oluşan aksaklıkların sebeplerini ortaya koymaktadır [Hemming ve Petrie, 2000: 15];

*Mali Pozisyonda meydana gelen bozulmalar;* başlangıçtaki zayıf mali pozisyon; hükümetin mali faaliyetinin eksik tanımlanması, zayıf muhasebe ve kontrol; büyük ve tanımlanmamış şarta bağlı yükümlülükler ve önemli yarı-mali faaliyetler şeklinde kendini göstermektedir.

*Kısa Dönem Mali Risk Göstergeleri;* temel makro ekonomik değişikliklerin kısa vadeli mali sonuçlarına yüksek duyarlılığı, uygunsuz borç yapısı, değişken gelir kaynakları ile harcama programlarını kapsamaktadır.

İstenmeyen borç dinamikleri, düşük hükümet borç derecelendirilmesi (ratingi) veya yüksek faiz oranı primi ise *Uzun Vadeli Sürdürülebilirlik Göstergeleri'nde* ortaya çıkan riskleri göstermektedir.

Yetkisiz harcamalar ve/veya transferlerin büyüklüğü; aşırı ordu harcamaları ve harcamada önemli açıklar (örn. Sosyal güvenlik, sağlık ve güvenlik, altyapı) *Harcama Göstergeleri'ndeki* kalitenin bozulduğunu ifade etmektedir.

Elastik olmayan gelir sistemi, yüksek oranda yoğunlaşmış vergi geliri; vergi kanununda yapılan sık değişiklikler; büyük oranda bağışlara ve vergi dışı gelir kaynaklarına dayanmak *Gelir Göstergeleri'ni* bozarken, bu gelirlerin optimum şekilde idare edilebilme yeteneğini ve potansiyelini gösteren *Mali Yönetim Göstergeleri;* büyük harcamaların yapılması, varolmayan veya zayıf orta vadeli bütçe planlaması ve etkisiz vergi denetim programı sebebi ile finansal sistem üzerinde kırılganlık riski oluşturmaktadır.

Ayrıca finansal kurumlara yönelik imtiyazlı krediler ve sorunlu bankaların, bankacılık piyasasında, kontrol edilmeksizin faaliyette bulunmalarına izin verilmesi, ciddi bir riziko kaynağı oluşturmakta ve finansal piyasalarda bu şekilde zımmin olarak oluşan bir kamu müdahalesi teşviği ile de finansal sistemin kırılganlığı artmaktadır [S & P, 2001: 63].

Bir ülkenin finansal sisteminin kırılganlığını ölçmede kullanılan bir başka genel kriter de kısa vadeli yükümlülüklerin (borçlar), kısa vadeli varlıklara (rezervler) oranıdır [Buchs, 1999: 692]. Oranın birden büyük çıkmasının tek başına bir krize sebep olacağını söylemek doğru değildir. Çünkü yabancı kreditorler borçlarını yeniledikleri (roll over) sürece finansal durum mükemmel şekilde sürdürülebilir. Fakat oranın büyük çıkması; kreditorlerin ülkenin mevcut borçları geri ödemeye yetecek kadar döviz rezervine sahip olmadığını düşünmeleri sebebi ile ülkeyi krize karşı kırılgan hale getirecektir.

Bu göstergeler ışığında bir finansal sistemin net risk veya kırılganlığı aşağıdaki gibi formüle edilebilir [Johston ve Chiang, 2000: 28]:

**Net Risk (Kırılganlık) = Çevrenin Riskliliği - Uygulanan Gözetimin Etkinliği**

Çevresel riskin belirlenmesi; temel olarak girilen işlemlerin, karşı tarafın ve işlemin gerçekleştirildiği piyasaların yapısı ile temel finansal piyasa katılımcılarının karşı karşıya kaldığı mülkiyet ve teşvik yapılarını kapsamaktadır.

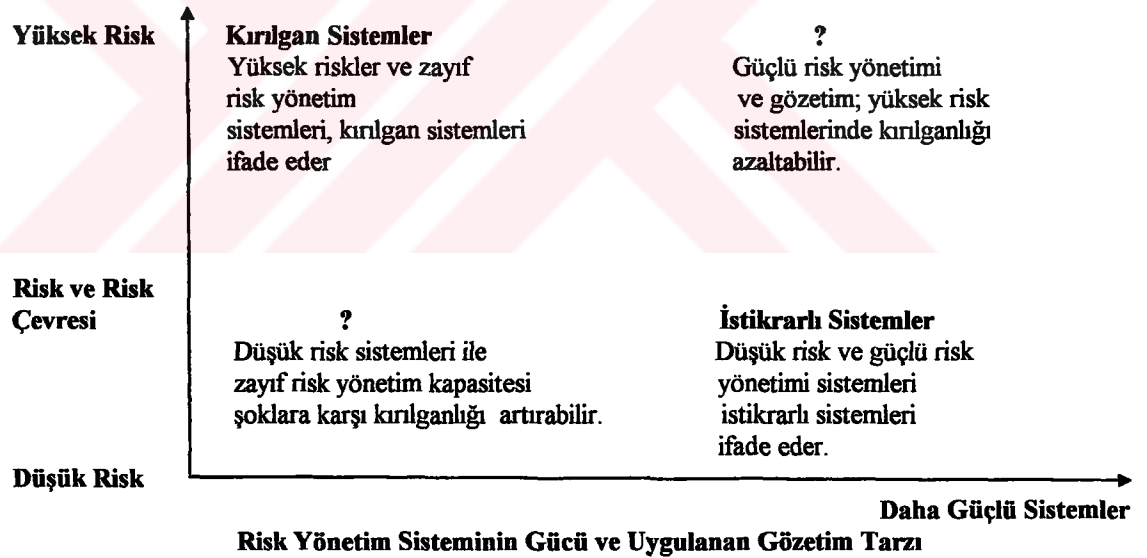
Gözetim tarzının etkinliği ise; riskleri değerlendirme ve kontrol etmede, denetim yetenekleri ile tekniklerinin, finansal kurumlar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin yapısına uygun olup olmadığını belirlemede başvurulan yöntemin etkinliğini kapsamaktadır.

Basle Bankacılık Gözetim Komitesi'nin "Etkin Gözetim ve Denetime İlişkin Temel Prensipleri" (The Core Principle for Effective Banking Supervision)'nde bankacılıkta etkin gözetim ve denetim için ön koşullardan birini şöyle açıklamaktadır: "Bankacılık gözetim ve denetim otoritesinin amaçları, sorumlu oldukları kuruluşlara ilişkin yetkileri açıkça tanımlanmalı, bankacılık gözetimi ile denetimi konusunda faaliyetlerine ilişkin

bağımsızlığı ve yeterli ölçüde kaynağı bulunmalıdır. Ayrıca gözetim ve denetim sisteminin, bankaların kuruluş izinleriyle denetimlerinin devamlılığının sağlanmasına, güvenilir ve sağlıklı bir sistem içinde yasalara uyma zorunluluğuna ve denetim elemanlarının yasal olarak korunmasına ilişkin hükümler içeren yasal bir çerçevesi olmalıdır. Elde edilen bilgilerin gözetim ve denetim otoritelerince paylaşılması ve bu tür bilgilerin gizliliği konusunda yasal düzenlemelerde ayrıca yer verilmesi gerekir” [Takan, 2001: 561].

Ülkemizde denetim ve gözetim faaliyetini yerine getirerek finansal sistemin kırılganlık riskini azaltacak, bankaların dış denetim ile görevli kurum ve elemanlar; Bağımsız Denetim Kuruluşu, Bankalar Yeminli Murakıpları ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu ve Kurumu (BDDK)'dur.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında finansal sistemin, sistematik kırılganlık riski Şekil 1.2 'de olduğu gibi şematize edilebilir.



Şekil 1.2: Sistematik Kırılganlık Matrisi

Kaynak: Johston ve Chiang, 2000: 29

### 1.3. FİNANSAL KRİZ

Son 20 yılda sistematik kriz olarak da adlandırılan birçok finansal kriz meydana gelmiştir. Modern finansal krizler döneminin 1980 yılında Meksika Borç Krizi ile başladığı kabul edilmektedir. Meksika Krizi'nin ardından 1987 yılında Wall Street'in çökmesi ile başlayan ve FED (Federal Reserve Bank) ile diğer ülke merkez bankalarının yoğun müdahaleleri ile atlatılabilen Borsa Krizi gelmektedir. Daha sonra 1992-1993 yıllarında Avrupa Para Mekanizması - ERM - krizi cereyan etmiştir. Bu kriz Avrupa Birliği ülkelerini olduğu kadar, İsveç ve Finlandiya gibi AB dışı ülkeleri de etkisi altına almıştır. 1994-95'te bu sefer Meksika Krizi patlak vermiş ve "Tekila etkisi" olarak da bilinen etkisiyle, tüm Latin Amerika ülkelerinde etkili olmuştur. Meksika, bu krizi takip eden iki yıl boyunca yüksek enflasyon ve durgunluk dönemi geçirmiştir.

1994 yılında Türkiye'de ortaya çıkan finansal kriz sonucu ülkemiz, 1945'den beri en yüksek ulusal gelir düşüşüne maruz kalmıştır. Enflasyon üç haneli rakamlara yükselirken hükümet Nisan ayında bir seri sert tedbir almak zorunda kalmıştır. Bu tedbirler hükümetin kredibilite kaybını telafi etmek için gerekli görülen IMF ile bir stand by anlaşması imzalaması ile istikrar programı şeklini almıştır. 1997 yılında ise tüm Güneydoğu Asya'yı etkisi altına alan Asya Krizi ortaya çıkmış ve sadece bu ülkeleri değil, dünyadaki pek çok ülkeyi ve bölgeyi de sarsmıştır. Güneydoğu Asya Krizi'nin yayılması Rusya'ya kadar uzanmış, zayıf finansal sisteme sahip bu ülkeyi derin olarak etkilemiş, Asya Krizi'nden çok fazla etkilenmeyen ülkemizi hem sermaye akımları hem de reel sektör açısından sıkıntıya sokmuştur.

Son olarak ise Türkiye'de enflasyonu aşağıya çekmek amacı ile IMF ile yapılan 17. Stand by anlaşmasının etkisiyle, 2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında "Likidite veya Ödemeler Krizi" olarak adlandırılan kriz ortaya çıkmıştır. Türkiye'de ortaya çıkan bu kriz önemli miktarda sermaye yatırımının çok hızlı bir şekilde yurtdışına çıkmasına, bankacılık sisteminin çöküşüne ve Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'da %12'ye varan oranda hızlı bir düşüşe sebep olmuştur.

Son 20 yılda meydana gelen bu krizlerin nedenleri konusunda oldukça fazla sonuç çıkarılmış olup, bunların bazıları tartışmasız olarak kabul edilirken, diğer bir kısmı da yoğun olarak tartışılmaya devam etmektedir.

Kriz ve finansal kriz ile ilgili bir çok tanımlama bulunmaktadır. Bu tanımlamalardan bazıları aşağıda verilmiştir.

*Genel anlamda kriz veya bunalım*; hasta bir ekonomik organizmanın eski biçimde varlığını sürdürememesi ve yeni bir yaşama olanağı elde edebileceği değişiklikleri yapmak zorunda olduğu zaman dilimi olarak tanımlanmıştır [Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü: 1987].

Goldsmith finansal krizi, kısa-sürelili faiz oranları, varlık (Hisse senedi, bina, arsa) fiyatları, ticaret hayatında ödemelerin bozulması ve iflaslar ile mali kurumların iflası gibi finansal göstergelerin tümünün veya çoğunluğunun ani, keskin ve açık bir biçimde aşırı devirli-çevrimli (ultracyclical) olarak bozulması şeklinde tanımlanmaktadır [Karacan, 1996: 33].

Esas itibari ile sistematik riskin gerçekleşmesi sonucu oluşan finansal kriz sistematik kriz olarak da adlandırılmaktadır. Buna göre sistematik kriz; varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler sistemi gibi finansal sistemin hayati öneme sahip fonksiyonlarını bozan bir şok olarak tanımlanmaktadır [Marshall, 1998: 13].

*Mishkin* [Mishkin,1996(a): 47]'e göre bir *finansal kriz*; asimetrik bilgidan kaynaklanan, ters seçim (adverse selection) ve ahlaki riziko (moral hazard) sorunlarını daha da kötüleştiren, finansal piyasalarda doğrusal olmayan bozulmadır.

Finansal krizleri açıklamada kullanılan en önemli yaklaşım olan "*Asimetrik bilgi*"; bilgi toplamanın maliyetli olmasından dolayı bir finansal işlemdeki taraflardan birinin diğerine nazaran daha fazla bilgiye sahip olmasından kaynaklanmaktadır.

Asimetrik bilgi sorununa bir çözüm olarak ortaya çıkan finansal aracılar, projeleri ve tarafları incelemek için daha düşük maliyetle uzmanlaşmış bilgi elde edebilirler. Bununla birlikte finansal aracılar bu sorunu azaltabilirler ancak tam bilgidan daha azına

sahip olduklarından dolayı tamamen ortadan kaldıramazlar. Dolayısı ile bankacılık sisteminde ihmal veya borçluların yetersiz takibi asimetrik bilgi sorununun temel kaynağıdır. [Johnston, 2000:7].

Asimetrik bilgidен kaynaklanan potansiyel sorunlar; Ters Seçim ve Ahlaki Riziko'dur.

*Ters seçim*; finansal işlem yapılmadan önce ortaya çıkmaktadır. Yüksek kredi riskine sahip ödünç alıcılar, kredi karşılığında daha yüksek faiz ödemeye istekli olduklarından, finansman elde etmede en avantajlı konumdadırlar. Asimetrik bilgi sebebiyle, anlaşmadaki taraf, borçlunun karşı karşıya kaldığı riskler konusunda aynı bilgiye sahip olmadığından dolayı bu riskleri yeterince değerlendirememektedir. Bu da ters seçim sorununu ortaya çıkarmaktadır.

Finansal kurumlar bu durumdan haberdar olmakta, risklerini azaltmak için borç alıcıların geçmişlerini incelemekte ve teminat istemektedirler. Borcun ödenmeme riskine karşı potansiyel kayıpları telafi etmek amacıyla daha yüksek değerde teminat alınması ve teminatın paraya çevrilmesi aşamasında güçlü hukuki yapının varlığı, ters borçlanıcılara kredi tahsisi ihtimalini azaltmaktadır [Carstens, Schwartz , 1998: 5].

Ahlaki riziko\* ise finansal işlemden sonra ve borçlunun giriştiği faaliyetin tüm maliyet ve faydalarını taşımadığında ortaya çıkmaktadır [Johnston, 2000: 7]. Bir borçlu, kreditorün bakış açısından arzu edilmeyen faaliyetleri üstleniyorsa, kreditorün rizikolu durumda olduğu açıktır. Çünkü bu durumda kredinin geri ödenmeme ihtimali artırmakta ve ahlaki riziko durumu ortaya çıkmaktadır. Eğer yüksek riskli projelere yatırım yapan yatırımcı iyi sonuçlar alırsa sorun yoktur. Ancak proje başarısızlığa uğrarsa, kreditor kaybın çoğunu üstlenmek zorunda kalacaktır. Ahlaki rizikodan kaynaklanan borçlu ve kreditor arasındaki bu çıkar çatışması (Asil veya Vekalet Sorunu) sebebiyle, birçok kreditor daha fazla kredi vermeyi kesecek ve bunun sonucunda bütün ekonomide kredi ve yatırım düzeyi düşecektir [Mishkin, 1996(a): 31].

---

\* Ahlaki Riziko teriminin kökü sigorta endüstrisinde dir. Yangın sigortası yaptıran mülk sahipleri, özellikle kayıplara karşı bütünüyle sigortalandıklarında imha edici yangınlar çıkartmaktadırlar [Krugman, 2001: 69].



Ahlaki riziko bankacılık sisteminde, mudilere devlet tarafından sağlanan yanlış fiyatlandırılmış mevduat sigorta fonu aracılığı ile uyarılan bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır [Marshall, 1998: 5].

Bankalara mevduat yatıran mudiler açısından ters seçim; yüksek faiz ödeyen bankanın seçilmesi ile ortaya çıkarken, bankaların riskli yatırımlara girip mudilerin çıkarlarını zedelemesi ile de ahlaki sorun ortaya çıkmaktadır [Carstens, Schwartz , 1998 :5].

### 1.3.1. Finansal Krizlerin Özellikleri

Günümüzde ortaya çıkan finansal krizlerin bir çok ortak özellikleri bulunmaktadır. Bunları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- i) Mali piyasaların liberalizasyonu (deregülasyonu), krizlerin en iyi habercileri olarak kabul edilmektedir. Bu gerçek, 1980'lerde Latin Amerika'da, 1990'ların başlarında Avrupa'da, 1997 yılında Güneydoğu Asya'da ve 2000-2001'de Türkiye'de gözlemlenmektedir [Erçel, 1999: 4].  
  
Finansal piyasaların deregülasyonu ile birleşen yabancı yatırımcıların fırsatçılığı, finansal istikrarsızlık üzerinde önemli rol oynamaktadır. Uluslararası yatırımcılar finansal sisteme giriş ve çıkıştaki engellerin, alınan kararlar ile ortadan kaldırılmasının getirdiği avantajlarla, herhangi bir ülkeye hızla fonlarını kanalize etmekte ve risk algılamalarında, bir değişiklik olduğunda en son Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerinde olduğu gibi hemen ülkeyi terk etmektedirler [Kaufman, 1999: 58].
- ii) Güncel krizlerde sabit veya sürünge kur rejimlerine sıkı sıkıya bağlılık, krizlerin temel yapısal sebebidir [Chang, 1999: 2].
- iii) Gelişmekte olan ülkeler açısından krizler, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları en düşük seviyeye indiğinde ortaya çıkmaktadır [DTM, 1998: 2].
- iv) Krizler finansal piyasalarda ortaya çıkmakta veya finansal piyasalar tarafından şiddetlendirilmektedir. Daha net olarak, sistematik risk finansman sürecinde

ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile; bir firma tarafından ihtiyaç duyulan sermaye dış yatırımcılar yerine sadece iç finansman yoluyla sağlanmış olsaydı sistematik risk oluşmayacaktı [Marshall, 1998: 17] .

Krizlerin finansal piyasalar tarafından şiddetlendirildiğine en iyi örnek Güneydoğu Asya ülkelerini etkileyen krizdir. Bu ülkelerde krizler reel kesimde yani üretim kesiminde ortaya çıkmıştır. Borsa endekslerinde ani düşüş, geri dönmeyen krediler gibi ilk belirtilerini de finansal sektörde göstermiştir [Minibaş, 1999: 30].

- v) Finansal krizler yatırımcıların güven kaybının artması ile derinleşmektedir. Bu durum; yatırımcıların veya finansal kurumların sağlamak istedikleri likidite miktarını azaltmalarına sebep olmaktadır. Dahası likiditenin geri çekilmesi borçlu firmaların kalitesindeki objektif bir bozulmadan değil, yatırımcıların sezgilerinden kaynaklanmaktadır [Marshall, 1998: 16].
- vi) Global sistematik krizler “bulaşma” (contagion) yoluyla başka ülkeleri dolaylı veya doğrudan etkilemektedir. Bulaşma; bir varlık piyasasındaki şokun diğer varlık piyasasındaki fiyatları etkilemesi ile ortaya çıkmaktadır. Bulaşmanın en önemli sebebi, yatırımcıların riskler hakkında tam bilgi sahibi olmamasıdır. Bulaşma literatürünün en önemli kısmı; finansal piyasaların korelasyonu, makroekonomik karakterlerin benzerlikleri, kriz ülkesindeki devalüasyon sebebi ile ticaretin yayılması (trade spillover), yatırımcı davranışının bulaşması\* gibi faktörler aracılığı ile ülkeler arasında finansal krizin aktarılmasını açıklamaktadır [Johnston vd, 2000: 8]. Bu etki, Latin Amerika, Avrupa ve Güneydoğu Asya ülkelerinde görüldüğü üzere coğrafi olabileceği gibi; bankacılık yapısı veya dış borç düzeyleri gibi yapısal benzerliklerden de kaynaklanabilmektedir [DTM, 1998: 1].

---

\* Örneğin, yatırımcılar gelişen piyasalardaki risklerini azaltarak, kriz ülkesindeki kayıplarını kapatabilirler.

Dünyanın gittikçe globalleştiği bir finansal ortamda, Bulaşma Etkisi'nin en iyi anlaşılacağı vaka; Güneydoğu Asya Krizi'nin bulaşması ile oluşan Rusya Krizidir. Rusya Krizi'nden önce Kore Bankaları, önemli miktarda Rusya ve Brezilya devleti borç kağıtlarını tutarlarken aynı zamanda Brezilya Bankaları Rusya Devleri Hazine Bonoları (GKO)'na yatırım yapmışlardı. Kore bankaları Güneydoğu Asya krizi sebebi ile likidite sorunları ile karşılaşınca her iki ülkenin varlıklarını da satmışlar, bu da Brezilya'lı yatırımcıların Rusya Devleti'ne ait borçları temsil eden bonoların satışlarını etkilemiştir. Sonuçta bütün gelişen piyasalarda varlık fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmıştır [Buchs, 1999: 701].

- vii) Finansal krizler ortaya çıktıkları zaman hükümetin aksiyona geçmesi için bir dışsallığın oluşması gerekmektedir. Örneğin hisse senedi piyasasındaki bir düşüş, ekonomik faaliyeti etkilemeksizin, sadece refahı kaybeden taraftaki spekülâtörden kazanan taraftaki spekülâtöre aktarırsa kriz olmayacaktır [Marshall, 1998: 16].
- viii) Sistemik krizler ekonomik çıktı ve/veya ekonomik etkinlikte önemli maliyetlerin oluşmasına sebep olmaktadır. Krizlerde üretim kaybının GSYH'ya oranla ölçülen maliyeti %5'lerden başlayıp %18'lere kadar çıkmakta, ortalama olarak %14-15 oranında üretim kaybına yol açmaktadır [Erçel, 1999: 4]. 2001 Krizi ile birlikte söz konusu yılın üçüncü çeyreğinde ülkemizde de GSYH'da %11.8 oranında küçülme meydana gelmiştir [<http://www.die.gov.tr>, 2002].
- ix) Krizleri takip eden kısa dönem içerisinde yerel para aşırı değer yitirmekte, enflasyon ve faiz oranları yükselmekte, buna karşılık cari işlemler hesabı iyileşmektedir [DTM, 1998: 2].
- x) Krizden çıkmak 3 ile 6 yıl sürmekte ancak gelişmiş ülkelerde bu süre daha da kısalmaktadır [Erçel, 1999: 4].

### 1.3.2. Finansal Kriz Teorileri

1970'lerin başlarından beri dünyada ortaya çıkan döviz ve/veya bankacılık krizlerini açıklamaya yönelik bir çok teori üretilmiştir. Bu teoriler; Kanonik Kriz Modelleri, Temellerden Kaynaklanan Kriz Teorisi ve Finansal Panikten Kaynaklanan Kriz Teorisi şeklinde sınıflandırılabilir. Söz konusu teorilerin dışında başlıca finansal krizleri açıklamaya yönelik, spesifik kriz teorileri de bulunmaktadır.

#### 1.3.2.1. Kanonik ve İkinci Nesil Kriz Modelleri

Güneydoğu Asya Döviz Krizi öncesinde döviz krizlerini açıklayan ekonomik teoriler; Birinci ve İkinci Nesil Modeller olarak adlandırılmaktadır [Hattori, 2001: 6].

Kanonik Kriz Modelleri (KKM) olarak da adlandırılan Birinci Nesil Modeller mali açık ile döviz krizi arasındaki ilişkiyi açıklamaya yöneliktir ve 1980'lerde Latin Amerika ülkelerindeki borç ve döviz krizlerini açıklamada yoğun olarak kullanılmıştır. Bu modellere göre; büyük bir mali açıktan muzdarip olan bir ülke, bu açığını yurtiçi kredileri arttırarak aşmaya çalışırken uyguladığı sabit kur rejimini korumakta zorlanmaktadır. Yurtiçi kredilerde meydana gelen artış aynı miktarda döviz rezervlerinde azalmaya yol açmakta, döviz rezervi de belli bir düzeyin altına indiğinde yatırımcılar risk algulamalarını değiştirmekte ve satışa başlamaktadırlar. Bu da sabit kur rejiminin çökmesine sebep olmaktadır [a.g.e., s. 7].

“Makroekonomik Politikayla Uyarılmış Kriz” olarak da adlandırılabilen bu kriz şekli, temelini bazı yapısal zayıflıklardan (zayıf emek verimliliği sonucu olarak rekabet gücünü kaybetme veya zayıf finansal sistem gibi) almaktadır [Alba, 1998(a): 9]

Bu yaklaşıma göre krizler, gerçekçi olmayan döviz kuru politikasının izlenmesi ve kısa vadeli dış borçların tehlikeli düzeye ulaşmasından kaynaklanmaktadır. Kötü bir dış borç yönetimi ve ülkenin kredibilitesinin ekonomik ve mali dengesizlikler sebebi ile düşmesi sonucunda, mevcut rezerv ve döviz gelirleri ile karşılanamayacak düzeye gelmesi kambiyo krizini de beraberinde getirmektedir. 1982'de Meksika'da başlayan ve daha sonra diğer gelişmekte olan ülkelere yayılan dış borç krizi bu tür krizlerin en yakın örneğidir [Göktaş, 2000: 10].

Diğer taraftan sahip olduğu önemli açıklayacağı taraflarına rağmen Birinci Nesil Modeller pek çok iktisatçı tarafından reel krizlerde yaşanan olayları gerçekçi bir biçimde yansıtmadığı konusunda eleştirilmektedir [DTM, 1998: 5].

Bu grup iktisatçı tarafından KKM'nin anılan yetersizliğininin giderilmesi maksadı ile "İkinci Nesil Kriz Modelleri" olarak anılan ikinci bir model geliştirilmiştir.

İkinci Nesil Modellere göre, finansal krizler sabit kur rejimi ile genişleyici para politikası arasındaki çelişkiden kaynaklanmaktadır. Sabit kur rejimi uygulayan ülkeler yüksek işsizlik sebebi ile genişleyici para politikası uyguladığında, dövizin değerlenmesi konusunda oluşan beklentiler artmaktadır. Ülkeler bu beklentileri kırmak için faiz oranını yükseltmekte, bu da sistemin tamamen çökmesine sebep olmaktadır. İleride açıklanacak olan Avrupa Para Mekanizması-ERM- Krizi, İkinci Nesil Modeller'e iyi bir örnek teşkil etmektedir [Hattori, 2001: 7].

Hem KKM hem de İkinci Nesil Modeller, para piyasalarında varolan bilginin en iyi şekilde değerlendirildiği varsayımına dayandırılmaktadır. Fakat para piyasalarının bu şekilde davrandıkları yönünde elde çok az bilgi bulunmaktadır. Dahası piyasaların eldeki verileri etkin bir şekilde değerlendirmeleri ile çatışacak derecede kötü hareket ettikleri yönünde daha fazla örnekler de mevcuttur [DTM, 1998: 5].

### **1.3.2.2. Temellerden ve Finansal Panikten Kaynaklanan Kriz Teorileri**

Asya Krizi Birinci ve İkinci Nesil Modellere uymamaktadır. Asya Krizi'nden sonra son dönemdeki finansal krizleri açıklamada Temellerden Kaynaklanan Kriz Teorisi (Fundamental -Driven Crisis Theory) ve Finansal Panikten Kaynaklanan Kriz Teorisi (Financial Panic - Driven Crisis Theory) ortaya atılmıştır [Hattori, 2001: 8].

Temellerden Kaynaklanan Kriz Teorisi'nde; devlet tarafından bankaların yükümlülükleri için verilen gizli mevduat sigortası, yerel bankaların kredi politikalarında ahlaki rizikoya sebep olmaktadır. Bu yüzden "Ahlaki Riziko Krizi" olarak da adlandırılan bu tür krizlerde yerli yatırımcılar ve mudiler kadar yabancılar da, hükümet veya uluslararası finansal kurumların kendilerini kurtaracaklarını

bildiklerinden dolayı riskli davranışlara girmektedirler [Alba, 1998(a): 9]. Bunun sonucunda, devalüasyon olacağı yönündeki beklenti artmakta ve döviz krizi ortaya çıkmaktadır.

Finansal Panikten Kaynaklanan Kriz Teorisi ise; bazı sebeplerden dolayı yatırımcılarda bir şekilde devalüasyon beklentisinin oluştuğunu öne sürmektedir. Bu beklentiler yatırımcıları döviz satın almaya yönlendirmektedir. Bunun sonucunda sabit kur rejimini korumaya çalışan devletler döviz krizi ile karşılaşmaktadırlar [Hattori, 2001: 9]. Belirsizlik ve Rasyonel Bekleyişler Teorileri, Panikten Kaynaklanan Kriz Teorisini destekler nitelikte iki teoridir.

Geleceğe ilişkin beklentilerin açıklanamadığı durumlarda karar verme üzerine yoğunlaşan Belirsizlik Teorisi, Knight, Keynes, Schumpeter ve daha sonra Meltzer, Guttentag, Herring tarafından tartışılmıştır. Teori, gelecekteki getirilerin, olasılık dağılımları ile modellenemediği koşullarda karar almanın önemini vurgulamaktadır. Bu ekonomistler, finansal krizlerin tatmin edici bir şekilde açıklanmasında, belirsizliği tek faktör olarak ele almamakla beraber, zorunlu bir unsur olarak görmektedirler.

Rasyonel Bekleyişler Teorisini benimseyen Flood, Garber, Blanchard, Watson ve Krugman; paniğe yol açan en önemli faktör olarak fiyat değişimlerine ilişkin beklentileri görmektedirler. Fiyatı belirleyen temel faktörlerden bağımsız olabilese de, geçmiş dönemdeki fiyat değişimlerine bağlı olarak fiyatlardaki değişim beklentisi paniğe neden olabilmektedir [Guttentag, 1994: 1238-1240].

Finansal panik, kreditorler arasındaki koordinasyonsuzluk ve her yatırımcının, başkaları yatırımlarını çekmeden önce yatırımını ilk çeken olmak istemesinden de kaynaklanabilmektedir[Alba, 1998(a): 9].

### **1.3.2.3. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Diğer Teoriler**

Yukarıda bahsedilen kuramların dışında 1970'lerin başından itibaren yaşanan başlıca finansal krizleri açıklamaya yönelik olarak diğer teoriler aşağıdaki gibidir:

**i) Kredi Tayınlaması Teorisi**

Kredi tayınlaması (Credit Rationing); borç verme oranlarındaki artışlar, artan borç ödenmeme riskini tazmin etmek için artık yeterli olmadığında borç verenler tarafından uygulanan gönüllü sınırlama olarak tanımlanmaktadır [Cebenoyan, vd, 1995: 26].

Kredi Tayınlaması Teorisi; finansal krizlerin sebebi olarak, kredi tayınlamasının sıkı kurallara bağılı olduğu bir dönemin ardından, bu kısıtlamaların hızlı bir şekilde kaldırılmasına bağılı olarak kredi talebindeki ani ve hızlı artışı görmektedir.

Bankaların borçlular için faiz oranları konusunda tam olarak bireysel tarife uygulamamaları [Para ve Finans Ansiklopedisi, 1996: 1042] ve finansal piyasalarda kredi arzının ve fiyat oluşturma mekanizmasının hükümetler tarafından kontrolü [Cebenoyan, vd, 1995: 25] tayınlamanın nedenleri olarak ifade edilmektedir.

Örneğin, Merkez Bankası'nın bankalara tahvil satması bankaların verecekleri kredileri daraltmak zorunda bırakacaktır. Bunun anlamı; bazı kredilerin yenilenmeyeceğı ve bunun sonucu olarak bazı yatırım projelerinin gerçekleştirilemeyeceğı ve ekonomik faaliyetin yavaşlayacağıdır [Para ve Finans Ansiklopedisi, 1996: 1042].

**ii) Dealer Piyasası Çöküş Teorisi\***

Asimetrik bilginin yoğunlaşması sonucu, finans piyasası aracılarının piyasa yapıcılığındaki isteksizliklerinin ters etkileri üzerine yoğunlaşan ve Davis, Glosten/Milgrom tarafından ortaya atılan bu teori daha çok finansal krizlerin bir yönü olan piyasa çöküşünü açıklamaya yöneliktir.

---

\* Dealer Piyasası Çöküş Teorisi, Finansal Piyasa Yapısı Teorisi ve Bankacılıkta Yaşanan Panik Teorisi Guttentag [Guttentag, 1994: 1238-1240]'den alınmıştır.

### iii) Finansal Piyasa Yapısı Teorisi

Davis tarafından geliştirilen bu teori, piyasaya deregülasyondan kaynaklanan giriş engellerinin azalması, yeni ürünlerin geliştirilmesi, yeni piyasaların gelişmesi gibi faktörler üzerinde durmaktadır. Piyasaya giriş engellerinin azaltılması rekabet artışına, bu artış ise kredi talebinde bir artışa ve kredi standartlarının azalmasına yol açarak krize neden olabilmektedir. Bu model, rekabetin öneminin vurgulandığı kredi tayinlaması teorisini destekler niteliktedir.

### iv) Bankacılıkta Yaşanan Panik

Friedman, Schwartz, Cagan gibi monetaristler tarafından ileriye sürülen bu teoriye göre yüksek enflasyon bankacılık sektöründe paniğe yol açmaktadır

### 1.3.3. Finansal Krizin Aşamaları

Çağdaş finansal krizlerin aşamaları bir çok açıdan birbirine benzemektedir. Krizin aşamalarının tanımlanmasında en çok kabul gören yaklaşım Kindleberger / Minsky Modeli olarak görülmektedir.

Kindleberger'e göre; aşağıda tüm aşamaları verilen modelin Cinnet safhasında, yatırımcılar paradan reel veya finansal varlıklara kayarlarken, panik sırasında reel veya finansal varlıklardan paraya geçmeye çalışırlar. Çöküş ise cinnet sırasında büyük bir istekle alınan ne varsa (mallar, evler, binalar, araziler, hisse senedi tahvil gibi) bunların fiyatlarının baş aşağı gitmesiyle birlikte sürecin tamamlanmasıdır. Cinnet, konjonktürel genişleme sırasında olurken, panik konjonktürün tepe noktasında ortaya çıkmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde finansal krizler konjonktürün tepe noktasındaki dönüşün bir temel unsuru ve önceki genişlemenin kaçınılmaz bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. [Karacan, 1996: 31].

Minsky' ye göre ise, sıkı para politikası uygulaması sonucu faiz hadlerinde bir artış meydana gelmekte ve finansal kurumlar da yeni yüksek faiz oranlarından faydalanabilmek ve kredi taleplerini karşılamak amacıyla yeni yöntemler bulmaktadır.



Dolayısı ile yenilikler paranın dolaşım hızı ve faiz oranları arasındaki ilişkiyi değiştirmektedir.

Yenilikler yaklaşımı\*, Minsky'nin "finansal istikrarsızlık" hipotezinin temelini oluşturmaktadır. Minsky'ye göre, "yeni finansman yollarının ve yeni nakit ikamelerinin bulunmasına yol açan her kurumsal yenilik, ekonominin likiditesini azaltır". Yenilikler mevcut likidite miktarının daha büyük harcamalarını finanse etmesini sağlar ve likit olmayan varlıkların yerini giderek nakit, hazine bonoları gibi likit varlıkların almasına, yani "likit varlıkların piramit gibi büyümesine" (Pyramiding of liquid assets) yol açar. Bu durum sistemin istikrarsızlığını artırmaktadır. Çünkü sadece birkaç büyük bankanın veya şirketin borçlarını ödeyemez hale gelmesi, krize yol açmakta ve finansal varlıkların fiyatı düşmektedir [Günel, 2001: 21].

Kindleberger/Minsky modeli krizlerin aşamalarını; Yerine Geçme, Patlama, spekülasyon ve Cinnet, Sıkıntı, Şiddetli Çekilme, Panik ve Çökme, Depresyon ve Yayılma olarak sıralamıştır. Bu aşamalar aşağıda açıklanmıştır.

**Safha 1 - Yerine Geçme (Displacement):** Kindleberger/Minsky Kriz Modeline göre; finansal krizlerin ilk aşaması, makroekonomik sistemin istikrarını bozan bir olayla tetiklenen "Yerine Geçme" safhasıdır. Bu durum dışsal olarak genellikle savaş, salgın, siyasi liderlikteki bir değişim veya teknolojik icat gibi sebeplerle ortaya çıkmaktadır. Parasal, mali politikalarda veya yatırım ikliminde beklenmeyen değişiklikler de içsel faktörleri oluşturmaktadır. Yerine Geçme aşaması, gelecek kar beklentilerinin değişmesi ile ekonominin yeni segmentlerine kar fırsatlarını da beraberinde getirmektedir [Ruslan, 2000: 9].

Globalleşen, belirsizliğin hakim olduğu ve ülkelerin birbirleriyle içten bağımlı olduğu dünya ekonomik ortamında, gelişmekte olan ülkeler temel olarak ya uluslararası mal

---

\* Finansal Yenilik kavramı; yeni finansal ürünler ile yeni hizmet verme sistemlerindeki gelişmeleri ve yeni finansal kurumların ortaya çıkması anlamında kullanılmaktadır. Özellikle 1980'den sonra finansal yeniliklerin artması; hem mali piyasaları birbirine bağlamış hem de yeni ürünle yatırım araçları arasındaki geçişkenliği (mobilitayı) artırmıştır. Özellikle haberleşme ve bilgi-işlem teknolojisindeki gelişmeler nedeniyle bir piyasada ortaya çıkan kriz eskiye göre, görece olarak daha kısa zamanda diğer ülkelere yayılmaktadır. Finansal yeniliğin yarattığı başka bir etki ise ulusal para otoritelerinin ellerindeki araçların böylesi bir dünyada eski etkinlik ve güce sahip olmamasıdır [Karacan, 1996:70-71].

piyasalarında ya da uluslararası finans piyasalarında meydana gelen değişikliklerden olumsuz veya olumlu yönde etkilenmektedir. Özellikle açık ekonomi olarak nitelendirilebilen ve dışa dönük ekonomi politikalarının uygulandığı (G. Kore ve Türkiye gibi) ülkeler yüksek değerde dış şoklara maruz kalmakta ve olumsuz dış faktörlerin nihai sonucu, büyümenin azalması şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Dış şokların ve politika tepkilerinin temel öğelerine ayrışımını inceleyen çalışmasında GK Helleiner [1987] dengesizliği açıklayan değişkenleri;

- Dış Faktörler: Dış ticaret hadleri, yurtdışı faiz oranı, dünya ticaret hacmi ve diğer (dış borç stokunda değişme, yabancı sermaye yatırımlarının ve işçi döviz transferlerinin seyri)
- İçsel Faktörler: Yurtiçi harcama (yatırım ve tüketim ) ve iç ticaret oranları (ihracat ve ithalat) olarak sıralamıştır [Yiğidim, 1999: 59].

Uluslararası mal piyasalarındaki şokların ihraç ürünlerine olan talebin azalması (bunun sonucunda ihraç ürünlerinin fiyatlarında düşüş, bazı özel durumlarda ise ihraç hacmine getirilen kısıtlamalar) ve dünyadaki bazı malların arzında azalmalar sonucu ithal fiyatlarının artması biçiminde görüldüğü söylenebilir [a.g.e., s. 52]. Örneğin 1973 ve 1974'de yaşanan, petrol fiyatlarında hızlı ve büyük oranda artışla sonuçlanan petrol krizi enerji bağımlılığı olan ülkeler için bir ithal şoku ortaya çıkartırken, 1998 Rusya Krizi'ne sebep olan dışsal faktörlerden, dünya petrol fiyatlarında meydana gelen düşüş, bu ülke için ihraç şoku oluşturmuştur.

Para birimlerini Para Kurulu (Currency Board) veya sabit kur mekanizması vasıtası ile sağlam para birimlerine (Hard Currency) bağlayan gelişmekte olan ülkelerin, özellikle dışsal faktör olarak ABD Dolarının değer kazanması ile birlikte dış ticaret hadlerinde bozulmalar meydana gelmiştir. Güneydoğu Asya ve 2001 Türkiye Krizi örnekleri kambiyo riskinin krizlerde ne denli etkili olduğunu ortaya koymuştur.

Özellikle sermaye akımlarının faize duyarlı olduğu göz önünde bulundurulduğunda ülkeler arasındaki faiz farklılıkları da dışsal şoklara sebep olabilmektedir.

Türkiye'nin ise dış faktörler arasında görece olarak en fazla değere sahip değişken, dış ticaret hadleridir. Bu değişkenin etkisi, oransal olarak 1978-81 döneminde GSMH'nın %4.5 düzeyine kadar çıkmaktadır. Faiz oranlarının etkisi ise 1973-78 arasında hiç görülmezken, son dönemde GSMH'yı, %0.5 oranında olumsuz yönde etkilemiştir [a.g.e., s. 59].

**Safha 2 - Patlama (Boom):** Modele göre; Yerine Geçme aşaması ile yeni kar fırsatları ortaya çıkmaktadır. Eğer yeni fırsatlar kayıplara göre daha ağır basarsa, yatırım ve üretim, patlama safhasında en yüksek noktaya çıkarmaktadır [Aschinger, 1996: 12]. Ekonomik patlama genellikle, banknotlar, mevduatlar, poliçe, vadeli krediler ve yabancı borçlanma gibi çeşitli kanallardan etkilenmektedir [Ruslan, 2000: 10].

**Safha 3 - Spekülasyon ve Cinnet (Speculation and Mania):** Kindleberger/Minsky Modeline göre ekonomik patlama sırasında yaratılan para ile varlıklara yönelim başlamaktadır. Bu da spekülasyona, mal ve finansal varlıklara yönelik aşırı talebe sebep olmaktadır. Spekülasyona konu olan varlıklar değerli metallere, devlet borçlanma enstrümanlarına, dövize, emlağa ve yüksek kaldıraç oranına ve düşük işlem maliyetine sahip türevlere kadar geniş bir alanı kapsamaktadır.

Malların ve finansal varlıkların fiyatları, arz kapasitesinin sınırlı olması sebebiyle spekülasyon döneminde hızla artmaktadır. Bu durum yeni kar fırsatları oluşturması sebebiyle daha fazla para ve yatırımı çekmektedir.

Model spekülasyonun iki şekilde geliştiğini tahmin etmektedir. “Ölçülü Yatırım Aşaması”nda, hane halkı, firmalar ve yatırımcılar, Yerine Geçme'ye sınırlı ve rasyonel biçimde cevap vermektedir. Bu aşamada spekülasyon, hala temele dayanmaktadır. İkinci aşamada sermaye baskın rol oynamaktadır. Bu safhada Cinnet (mania), genel mantıksızlık ve sürü psikolojisi ile birleşmektedir [a.g.e., s. 11].

Finansal piyasalardaki dengesizliğin birçok durumu; daha sonra almak veya satmak niyeti ile bazı mallarda (hem fiziksel hem de finansal varlık) kısa vadeli pozisyon alma olarak tanımlanabilecek spekülasyon faaliyetlerinin artması ile bağlantılıdır. Spekülasyon

hareketin arkasında yatan temel motivasyon, kısa vadeli fiyat hareketlerinden kar elde etmektir. Burada malın kendisine veya uzun vadeli yatırım yapmaya ilgi yoktur.

Piyasa esaslı bir ekonomide spekülâtif hareketlerin, riski azaltarak piyasa mekanizmasını desteklemeleri gibi önemli bir fonksiyonu vardır. Spekülâtörler beklentilerine uygun olarak piyasada pozisyon alırlar ve bu da normal koşullar altında fiyat hareketlerinde istikrara sebep olur. Spekülâtörlerin kazancı, riskin fiyatını göstermektedir. Normal şartlar altında spekülasyon, fiyat dalgalanmasını azaltmakta ve piyasa etkinliğini artırmaktadır. Bununla birlikte spekülasyon; yanlış bilgi, abartmalar ve inkıtarlar sebebiyle beklentiler gerçekleşmezse istikrarı bozucu nitelikte olabilir.

Spekülâtörler tarafından yönlendirilen bir piyasada, büyük çoğunluk yerleşmiş temel bilgilerden daha çok piyasa hareketlerini izlerler (Chartist davranış) veya profesyonel olmayanların sırtından para kazanan usta spekülâtörler tarafından manipule edilirler. Bu gibi durumlarda piyasa sürü psikolojisi ile idare edilir ve akılcıl olmayan "Sürüyü Gütme Davranışı" temel düşüncelerin yerini alır [Aschinger, 1996: 12].

Döviz krizleri açısından bakıldığında, başlangıç sebebi ne olursa olsun bir satış dalgası, yatırımcıların koyun güdüsü davranışları ile çok daha büyük miktarlara ulaşabilmekte ve toplu çıkışlara yol açabilmektedir [DTM, 1998: 5].

Gelişmiş ülke yatırımcılarının yabancı piyasalarda yatırım yaparken kullandıkları enstrümanların en önemlisi ve krizlerde spekülâtif atağa en duyarlı olanı hedge fonlarıdır. Bu fonlar genellikle güvenli, değer kaybetme olasılığı bulunmayan ve likit aktiflerde pozisyon almaktadırlar. Krizin spekülasyon aşamasında bu fonlar ülkeden aniden çıkmakta ve dövize karşı atağı hızlandırmaktadır.

Spekülasyon ve cinnet aşamasında, kendi kendini meşrulaştıran (selffulfilling) spekülâtif ataklar; beklentiler ve hatta yatırımcıların önyargıları ekonominin temelleri haline gelmektedir [Krugman, 2001: 118].

**Safha 4 - Sıkıntı (Distress) :** Kindleberger/Minsky Modeli'ne göre spekülasyon ve cinnetin zirveye çıkması Sıkıntı Dönemi'ni başlatmaktadır. Karlarını realize etmeye karar veren yerli yatırımcılar sebebi ile fiyatlar düşerken, satış dalgası sürdükçe sermaye

girişlerinin yanında sermaye çıkışları da gündeme gelmektedir. Piyasanın zirveye ulaştığını ve çıkma zamanının geldiğini anlayan spekülâtörler, bu dönemde ekonomide likiditeye karşı olası bir saldırının sinyalini almaktadırlar.

Sıkıntı döneminde hukuki ve ahlaki sınırlamalar görmezlikten gelinirken, dolandırıcılık vakaları ortaya çıkmaktadır. Dolandırıcılığın açığa çıkması ise panik için bir sinyal işareti olarak algılanmaktadır.

**Safha 5 - Şiddetli Çekilme (Revulsion) :** Şiddetli Çekilme'yi Sıkıntı döneminden ayırmak oldukça güçtür. Şiddetli Çekilme'nin ardından Panik ve Çökme ortaya çıkmaktadır [Ruslan, 2000: 15].

Aşırı Zindelik (Euphoria) olarak da adlandırılan bu aşamada sosyal dinamikler piyasa davranışını bastırmakta ve fiyatlar üzerinde temel faktörlerin etkisi azalırken, manipulasyona sebep olacak irrasyonel kararlar alınmaktadır [Aschinger, 1996: 15].

**Safha 6 - Panik ve Çökme (Crash) :** Kindleberger'e göre krizin uzak sebebi (causa remota) spekülasyon ve kredi genişlemesi iken; yakın sebebi (causa proxima) sisteme olan güvenin tükenmesidir. Güven kaybı, insanları başarısızlık tehlikesine karşı düşündürmeye ve yatırımlarını nakite çevirmeye yöneltilmektedir [Ruslan, 2000: 15].

Bu aşamada fiyatlar üstel bir trend izleyerek artmaktadır. Yatırımcıların beklentileri daha kırılğan hale gelmekte ve önemsiz bir bilgi bile piyasadan çıkışın bir sinyali olarak kabul edilmektedir [Aschinger, 1996: 15].

**Safha 7 - Depresyon (Depression):** Bu aşama, krizin artık önü alınamaz biçimde etkisini finansal piyasalarda somut olarak göstermesi ile ortaya çıkmaktadır.

**Safha 8 - Yayılma (Propagation):** Daha önce açıklanan krizlerin yayılma (bulaşma) etkisini en iyi ifade eden kuram “Kelebek Teorisi”dir. 1961'de Massachusetts Institute of Technology (MIT)'de araştırma yapan meteorolog Edward Lorenz tarafından geliştirilen bu teoriye göre “herkes ve herşey birbirine bağımlıdır ve etkiler” [Mortan, 2001: 20]. Bir ülkedeki yatırımcının coşkusu diğer ülkeleri etkilediği gibi, panik de birkaç saat içerisinde ulusal sınırları aşar ve bütün kıtaya yayılır [Ruslan, 2000: 16].

### **1.3.4. Finansal Krizi Hızlandıran Faktörler**

Kindleberger/ Minsky kriz gelişim modeli, genel kabul görmüş bir yaklaşım olmasına rağmen Mishkin'in geliştirmiş olduğu kriz gelişim modeli özellikle gelişmekte olan ülkelerin, 1990'dan sonraki dönemlerde yaşadıkları krizlerde, krizin hızlanmasına katkıda bulunan faktörleri net olarak tanımlamıştır.

Mishkin, gelişmekte olan ülkelerdeki krizleri hızlandıran faktörleri, temel olarak asimetrik bilgiye dayanan ters seçim ve ahlaki riziko kavramları ile açıklamakta ve bu faktörleri; faiz oranlarında meydana gelen artışlar, belirsizlikteki artış, bilançolarda bozulma ve banka panikleri olarak sınıflandırmaktadır. Bu faktörler sırasıyla aşağıda açıklanmıştır.

#### **1.3.4.1. Faiz Oranlarında Meydana Gelen Artışlar**

Önemli krizler ile önemsiz krizleri birbirinden ayıran unsurlardan biri, kısa dönem faiz oranlarıdır. Krizlerden önceki dönem boyunca faiz oranlarının yükseldiği ve krizlerden altı ay sonra faizlerin düştüğü yönünde güçlü bir ilişki bulunmuştur. Kısa dönem faiz oranları krizlerden önce yükselmekte ve krizi çevreleyen üç aylık dönemde faiz oranlarında bir değişiklik olmamaktadır [Karacan, 1996: 101].

Asimetrik bilgi ve ters seçim sorunları, en riskli yatırım projelerine sahip bireyler ve firmaların en yüksek faizi ödemeye razı oldukları bir ortamı hazırlamaktadır. Bu yüzden faiz oranları yükseldikçe, daha yüksek ters seçim ihtimali sebebi ile borçluların kötü kredi riskine yol açabilme ihtimali de artacaktır. Eğer kreditor, borçlular arasında ayırım yapamaz ve daha riskli yatırım projelerini belirleyemezse, bu durumda verdikleri kredileri azaltacak ve faiz oranları yükselirken, kredi hacminde artış değil, azalma ortaya çıkacaktır. Bu yüzden, eğer fazla kredi talebi varsa, daha yüksek faiz oranı piyasayı dengeye getirmeyecektir. Çünkü; faiz oranlarındaki ek artışlar, kredi miktarını azaltacak ve aşırı kredi talebini artıracaktır [Mishkin, 1996(a): 40].

#### 1.3.4.2. Belirsizlikteki Artış

Önemli finansal ve finansal olmayan kuruluşların başarısızlıkları; resesyon, siyasi istikrarsızlık ve hisse senedi piyasasının çöküşü ile ortaya çıkan finansal piyasalardaki belirsizliğin dramatik artışı; kreditorlerin iyi ve kötü riski birbirinden ayırmalarında zorlanmalarına sebep olmaktadır. Finansal piyasalarda belirsizliğin artması bilginin daha asimetrik hale gelmesine ve ters seçim probleminin kötüleşmesine yol açmaktadır. Ters seçim problemini çözmede kreditorlerin yetersizliği, onlara kredi vermede isteksiz yapacak, bu da kredilerde, yatırımda ve toplam ekonomik faaliyette azalmaya sebep olacaktır [a.g.e., s. 40].

#### 1.3.4.3. İşletmelerin Bilançolarda Meydana Gelen Kötüleşme

Hem finansal olmayan firmaların hem de bankaların bilançolarının durumu, finansal piyasalarda asimetrik bilgi sorununun şiddetini göstermek açısından önemli bir göstergedir. Bilançoların bozulması finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki riziko sorunlarını kötüleştirmekte ve eğer bozulma çok yüksek boyutlarda olursa bu faktör bankacılık krizi ile birlikte finansal krizlere sebep olmaktadır.

Finansal piyasaların asimetrik bilgi sorununu çözmede önemli bir yol da teminatın kullanılmasıdır. Teminat, ters seçim ve ahlaki rizikonun sonuçlarını azaltmaktadır. Çünkü borçlu, borcunu geri ödeyememe durumuna düşerse, kreditor teminatı dikkate almakta ve kredideki kayıplarını karşılamak için teminatı nakde çevirebilmektedir.

Firmanın "Net Değeri" de teminata benzer bir rol oynamaktadır. Eğer bir firma yüksek bir net değere sahipse, kreditor kredinin geri ödenmemesi durumunda şirketin net değerine sahip olmakta ve daha sonra satmaktadır. Buradan elde ettiği geliri de kredi kayıplarını kapatmakta kullanmaktadır (Firmanın net değeri gelecek karların iskontolu değerine kadar genişletilebilir). Bu yüzden kredi arayan firmalar yüksek net değere sahip iseler, ters seçim ve ahlaki rizikonun sonuçları daha az önemli olacak ve kreditorler daha fazla kredi vermek isteyeceklerdir.

Borsa çöküşleri, net değerlerde ters seçim ve ahlaki riziko sebebiyle oluşan düşüş sebebiyle bankacılık ve finansal krizi hızlandırabilir. Net değerde meydana gelen

azalma kreditorleri isteksiz yapacaktır. Çünkü azalan net değer daha az koruma sağlayacak, böylece de kredi kayıpları artacaktır. Dahası, şirketin net değerinde meydana gelen azalma borçlanan şirketler için riskli yatırımların yapılmasını teşvik edecektir. Çünkü yatırımlar başarısız olursa firmaların kaybedecek daha az şeyleri olacaktır. Borçluların ahlaki rizikoyu artırmak istemeleri ve ters seçim sebebi ile kreditorlerin daha az korunması sonucu, borsa çöküşleri kredilerde ve ekonomik faaliyetlerde azalmaya sebep olacaktır [a.g.e., s. 41].

Denetim ve gözetim faaliyetinin eksik tanımlanması dışında, bankaların bilançolarında meydana gelen bozulmalar ise birkaç şekilde ortaya çıkmaktadır [Mishkin, 1997: 68-69].

- Faiz oranlarındaki yükselme ve sermaye piyasasının çökmesi, döviz cinsinden ağırlıklı borçlanmanın yapıldığı gelişen piyasalar için beklenmeyen devalüasyon, reel sektör firmalarının bilançolarını etkilemektedir. Bu da bankaların geri dönmeyen kredilerinde bir artışa sebep olmaktadır.
- Faiz oranlarındaki artış; bankanın uzun vadeli alacak kalemlerinin değerindeki düşüşün, kısa vadeli borç kalemleri değerindeki yükselişe göre daha fazla olmasından dolayı, bankanın net varlık değerini azaltıcı etki yapmaktadır.
- Gelişen piyasaların genellikle temel mal üreticisi olmalarından dolayı ortaya çıkabilecek ticaret hadleri şokları da bankaları etkilemekte ve krize sebep olmaktadır. Çünkü; bankalar esas olarak yurtiçi firmalara kredi verdiklerinden ve yurt dışı çeşitlendirme yapamadıklarından dolayı büyük ticaret hadleri şokları karşısında bilançolarında, verdikleri kredilerden dolayı bozulmalar ortaya çıkabilmektedir.

#### 1.3.4.4. Banka Panikleri

Mudilerin, aralarında ayırım yapamamaları sebebi ile batan veya batmayan bankalardan ani para çekişleri ile birleşen asimetrik bilgi banka paniğinin esas kaynağıdır [Mishkin, 1996(a): 43].



Bankacılık sisteminde, çok sayıda bankanın ya da bütün bankaların alacaklıları, alacaklarını nakite çevirmek için aniden talepte bulduklarında ve bankaların da bu alacaklarını nakite dönüştürülme talebini ertelediklerinde veya dönüştürülme talebini ertelemek yerine bankaların toplu olarak (ABD örneğinde olduğu gibi) takas odaları sertifikaları ihraç etmeleri halinde bir banka paniği oluşmaktadır [Karacan, 1996: 33].

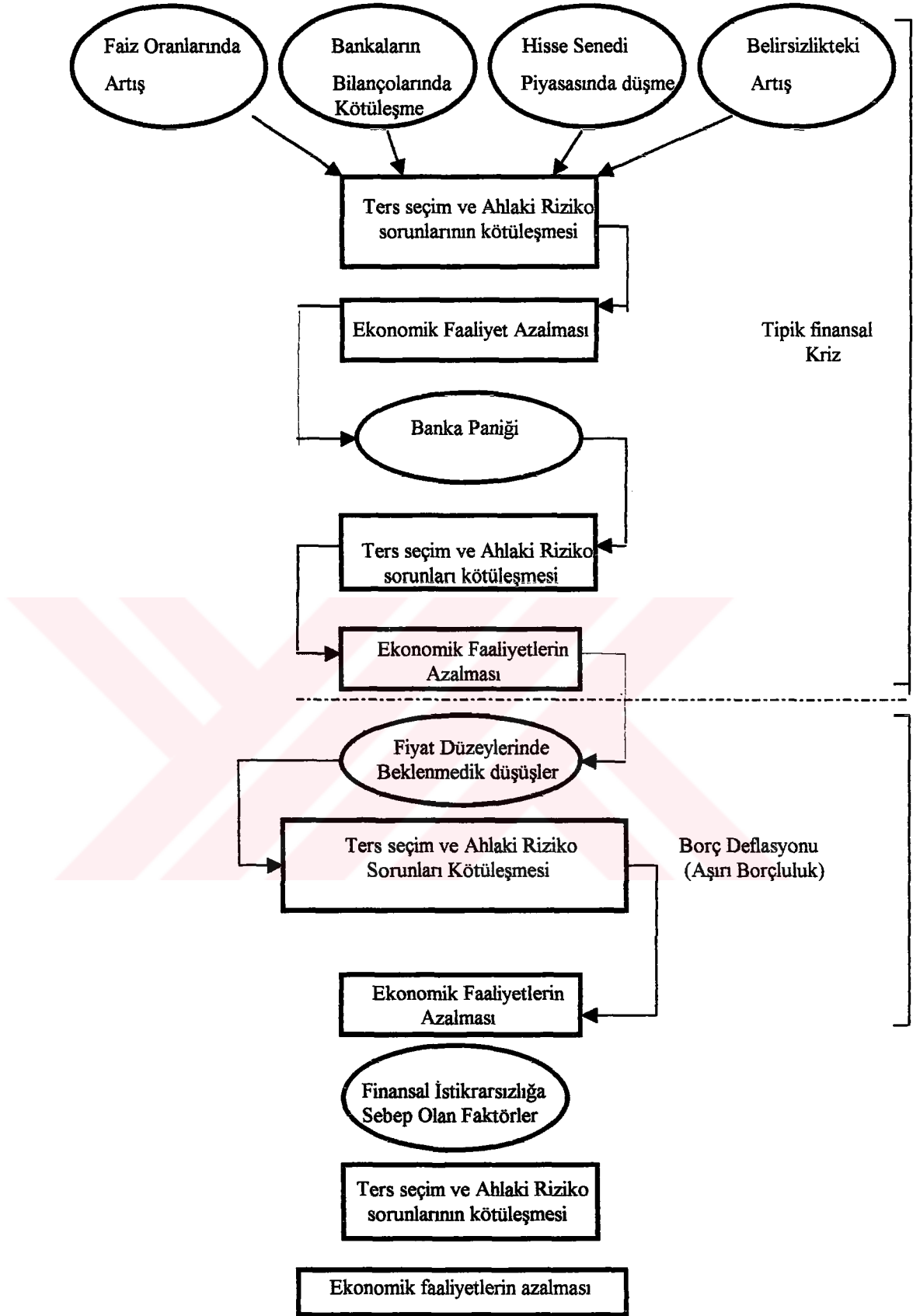
1980'den beri dünya bankacılık sisteminde 67 kriz olduğu, bunun 52'sinin gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştiği ifade edilmektedir [Alp, 2001: 45].

Bankacılık paniği sonucunda ortaya çıkan banka iflaslarının temel olarak iki formu finansal sistemde istikrarı bozmaktadır. Birinci iflas şeklindeki bir bankacılık paniğinde (sistemik risk) borç tutanların hepsi veya çoğunluğu bankacılık sistemindeki alacaklarının aniden nakite çevrilmesini talep etmekte ve bankalar nakite dönüşümü bir süre ertelemekte veya krizden kurtulmak için merkez bankasından destek talep etmek gibi diğer aksiyonları gerçekleştirmektedirler. Gizli olmayan bu banka iflasları aniden oluşmakta ve çabucak sona ermektedir. İkinci iflas şeklinde ise sistemin önemli bir kısmı fiili olarak iflas etmesine rağmen, faaliyetine devam ettiği zaman ortaya çıkmakta ve en tehlikeli iflas şeklini oluşturmaktadır. Bu sorun gelişmekte olan veya geçiş dönemindeki ülkelerde daha fazla görülmektedir [Caprio ve Klingebel, 1996: 85].

Banka iflasları, banka olmayan kuruluşların iflaslarından sistemik risk açısından farklılık göstermektedir. Sistemik banka iflasları; resmi finansal sektörün kaynaklarını olarak daha az verimli kullanımlara sunmaktadır. [Karacan, 1996: 83].

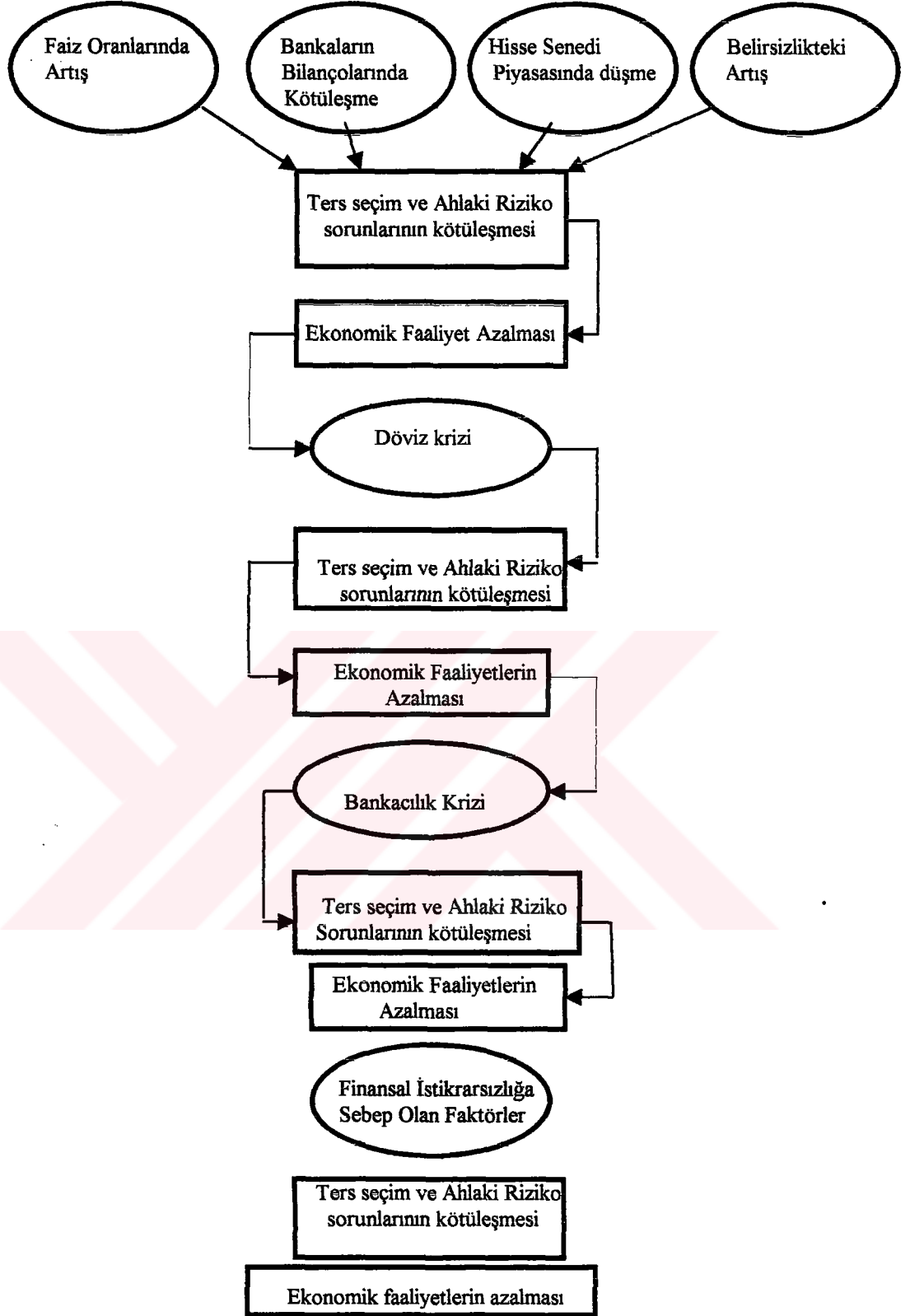
Finansal krizlerin oluşum aşamaları ülkelerin gelişmişlik seviyelerine göre farklılık göstermektedir (Bkz. Şekil 1.3 ve Şekil 1.4).

Bu aşamalardaki en önemli farklılık; gelişmekte olan ülkelerde finansal krizi hızlandıran faktörler sonucu ortaya çıkan ters seçim ve ahlaki riziko sorunlarının, ekonomik faaliyetleri azaltması döviz krizine yol açarken, gelişmiş ülkelerde bu aşamada banka paniğinin ortaya çıkmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde ise, banka paniği döviz krizlerini takiben oluşmaktadır.



Şekil 1.3: Sanayileşmiş Ülkelerde Finansal Krizlerin Yayılma Mekanizması

Kaynak: Mishkin, 1997: 74



**Şekil 1.4: Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Yayılma Mekanizması**

Kaynak: a.g.e.,s. 75

## 2. ÖNEMLİ FİNANSAL KRİZLERİN SEBEPLERİ, SÜREÇLERİ VE ETKİLERİ

18.yy'dan günümüze kadar uzun bir tarihi geçmişi bulunan finansal krizleri ortaya çıkış zamanlarını dikkate alarak şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Güney Denizi Balonu (1720 )
- ABD Borsa Krizi (1929)
- Meksika Borç Krizi (1982)
- Avrupa Döviz Kuru

Mekanizması-ERM- Krizi (1992)

- Meksika Krizi (1994)
- Türkiye Krizi (1994)
- Güneydoğu Asya Krizi (1997)
- Rusya Krizi (1998)
- 2000 Kasım - 2001 Şubat Türkiye Krizleri
- Arjantin Krizi (2001)

Globalleşme sürecinin beraberinde getirdiği uluslararası sermaye akımlarının özellikle 80'li yılların ikinci yarısından itibaren önemli miktarlara ulaşması ile ortaya çıkan çağdaş spekülasyon krizleri temel olarak, sebepleri, aşamaları ve sonuçları itibarıyla birbirlerine benzemektedirler.

Krizlerden önce ekonomik genişlemeden kaynaklanan güçlü sanal görünüm, ülkelerin içsel zafiyetlerini perdelemektedir. Ancak; Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) sisteminde Alman Markı'nın sisteme üye olan diğer ülkeler üzerinde baskı oluşturması, 1994 Meksika'da yurtdışı faiz oranlarında meydana gelen artış ve Peso'nun aşırı

değerlenmesinin sermaye akımları üzerindeki olumsuz etkisi, 1994 Türkiye'de liberalleşme ve dış siyasal gelişmeler, Güneydoğu Asya Krizi'nde paranın sabitlendiği ABD Dolarının değer kazanmasına bağlı olarak dış ticaret hadlerinde meydana gelen olumsuz değişimler, Rusya Krizi'nde petrol fiyatlarının düşmesinin ihracat gelirlerini azaltması ve Asya Krizi'nin bulaşma etkisi, 2000-2001 Türkiye Krizi'nde çıpaya bağlanan sürüngen döviz kurunun ödemeler bilançosu üzerindeki olumsuz etkisi, dışsal faktörler olarak ekonomileri şoka sokmuş ve içsel zafiyetler finansal sistemin çökmesini hızlandırmıştır.

Dışsal şoklar ile tetiklenen ve içsel faktörler ile yayılan belirsizlik sonucunda, sürüngen veya sabit kur sistemini korumak isteyen yönetimler daha fazla döviz ihtiyacı duymakta ve uluslararası rezervler yavaş yavaş azalmaktadır. Rezervlerin azalmasına sebep olan faktörlerden biri de, özel yatırımcıların merkez bankasının kur sistemini devam ettirme yeteneğine olan güvenlerinin azalmasıdır. İlerleyen aşamalarda yerel bankalarda mudiler hesaplarını kapatmakta, banka panikleri olumsuz beklentileri artırmaktadır. Hisse senedi piyasasında yatırımcılar hızla ellerindeki hisse senetlerini satarken borsa endeksi düşmekte ve uluslararası yatırımcılar vadesi gelen borçları yenilemeyi reddetmektedirler. Böylece finansal sistemden alacaklı bulunan mudiler, hisse senedi sahipleri ve uluslararası kreditorler alacaklarını likiditeye (sağlam paraya) çevirmeye teşebbüs etmektedirler. Bu talepler karşısında, finansal kurumlar, varlıkları nakite çevirmeye, kredileri iptal etmeye, firmalar ve hane halkı üzerine mali baskı kurmaya başlamaktadırlar. Merkez bankasının ülke parasına olan güveni sağlamak ve dövizle olan yönelişi azaltmak için faizleri yükseltmesi ekonomik daralmaya ve likidite sıkışıklığına sebep olmaktadır. Bu sıkıntı kamuya kadar indiğinde, güven kaybı ile birlikte uluslararası rezervler ani şekilde hızla düşmektedir. Sonuçta rezervlerin geldiği düşük düzey; merkez bankasının, kamuya döviz satma ve yerel parayı desteklemeyi bırakmasına, serbest bırakılan dövizin de ekonomiyi derin bir bunalıma sokmasına sebep olmaktadır.

Finansal krizler döviz krizi olarak ortaya çıkmakta ve sonuçta bir bankacılık krizine dönüşmektedir. Kriz sonucunda bankacılık sistemini tekrar yapılandırmanın maliyeti ülkelerin yatırımlara dönüştürülebilir kaynaklarını tüketmektedir\*.

Bunalımın sonucunda büyüme hızı önemli oranda düşmekte, işsizlik hızla artmakta, reel ücretlerde önemli bir aşınma yaşanmakta ve sermaye akımlarında ani azalmanın sonucunda ülke kaynakları yurt dışına aktarılmaktadır.

Krizle giren ülkeler Uluslararası Para Fonu marifetiyle ekonomide radikal ve yapısal kararlar almakta ve bu kararlar neticesinde de ekonomik daralma ülkedeki bütün tarafları olumsuz yönde etkilemektedir.

Yukarıda bahsedilen makroekonomik spekülasyon krizlerinden yapı olarak ayrılan 1987 ABD Borsa Krizi, aynı 1929 Borsa Krizi'nde olduğu gibi büyük bir depresyona yol açabilecekken, ABD yönetiminin ve FED (Federal Reserve Bank)'ın başarılı müdahalesi ile ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi sınırlı kalmıştır.

İzleyen kısımlarda çağdaş zamanlarda ortaya çıkan krizler; sebepleri, süreçleri ve etkileri itibariyle incelenmiştir.

## **2.1. TÜRKİYE'Yİ DOĞRUDAN ETKİLEMİYEN FİNANSAL KRİZLER**

Çalışmanın esas amacı Türkiye'yi etkileyen krizlerin hem finansal piyasalar hem de reel sektör olarak adlandırılan finansal olmayan kuruluşlar üzerindeki etkisi olmasına rağmen, ülkemize doğrudan yansımaları olmayan ama çağdaş krizlerin öncüleri olan 1987 ABD Borsa Krizi, 1992 Avrupa Döviz Kuru Mekanizması ve 1994 Meksika Krizlerini kısaca incelemekte fayda bulunmaktadır.

---

\* Örneğin; bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılması, Meksika'da GSYH'nın %15-20'si, G.Kore'de %20'si, Malezya'da %21'i, Endonezya'da %36'sı, Tayland'da %42'sine malolmuştur.

### 2.1.1. 1987 ABD Borsa Krizi

Menkul kıymet borsaları gelecekte beklenen gelişmeleri iskonto ederek bugünkü cari fiyatlara indirgemektedir. Bu nedenle hisse senedi getirilerindeki değişkenlik, gelecekteki faiz oranlarını ve nakit akımlarını oluşturma sürecindeki belirsizliği de yansıtmaktadır. Bu açıdan hisse senedi fiyatları, ekonominin para arzı, tüketim ve yatırım gibi finansal olmayan makroekonomik değişkenlerin realize edilen büyüme oranlarında sonradan ortaya çıkabilecek gelecekteki durumu hakkında veri sağlamaktadır [Karacan,1996: 99].

Yukarıdaki açıklamalar ışığında temel olarak makroekonomik ve siyasi temelleri olmasına rağmen varlık piyasalarındaki çıkıştan faydalanmak isteyen yeni yatırımcıların fiyatları yukarı çekmesi, sermaye piyasalarında sistematik 1987 ABD Borsa Krizi'ni hazırlayan önemli sebeplerden biri olmuştur. Kriz sonucunda New York Borsası (New York Stock Exchange - NYSE) hisse senedi endeksinde yaklaşık %22'ye yakın tarihi düşüş olmuştur [Aschinger, 1996: 17].

Panik bütün piyasalara yayılmış ve Singapur ve Avustralya piyasaları %30'dan fazla düşmüşler, Kara Pazartesi olarak adlandırılan borsa krizini takip eden günde Tokyo Borsası 30 yıllık en düşük seviyesine gelmiştir. Hong Kong Borsası 4 gün süreyle kapanmış, ancak açılışta %33 değer kaybetmiştir. Panik sırasında 600 milyon hisse el değiştirmiştir [Ergincan, 1996: 90].

1987 ABD Borsa Krizi'nde, ABD piyasasına özgü borsa kurumlarının krizdeki panik ve sorumsuz davranışları önemli rol oynamıştır.

ABD piyasasına özgü kurumlardan biri; çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü belirli bir süre değer düşüklüğüne karşı koruyan veya bu portföye başlangıçta belirlenen asgari getiri oranını sağlayan bir yatırım stratejisi olarak tanımlanan [Korkmaz, 1999: 33] *Portföy Sigortası*'dır. Portföy sigortasını kullanan kurumsal yatırımcılar, krizde hisse senetleri daha da düştükçe daha fazla satmışlar ve tüm varlıklarını hazine bonosuna yatırmışlardır. Özellikle krizin başladığı 14 Ekim'de portföy sigortacıları aşırı

miktarda future sözleşmelerini açığa satmışlar ve bu da fiyatlarda ani düşüşün tetikleyicisi olmuştur.

Hisse yoluyla şirket ele geçiren *Risk Arbitrajcuları* da çöküşte önemi rol oynamışlardır. Bu kişilerin, şirket ele geçirmelerinde kullanılan borçların faizlerinin vergiden indirilmesi avantajının kaldırılması tasarısı yüzünden piyasadan çıkmaya başlamaları, düşüşü şiddetlendirmiştir [Taylor, 1987: 63].

Her biri bir hisse senedinde monopol oluşturma hakkına sahip olan ve alım satımı dengelemeye çalışan piyasa yapıcılarını olan *Spesiyalistler*'in krizde olması gerekenden daha az hisse senedi almaları da piyasada aşırı arzın oluşmasına sebep olmuştur.

ABD hisse senedi piyasasında meydana gelen bu düşüş, halkın elinde hisse senedi bulundurma oranının diğer gelişmiş ülkelere nazaran daha fazla olması sebebiyle refah etkisi yolu ile halkın tüketim harcamalarını önemli oranda düşürmüştü (%2.7'den %1.7'ye), işletmelerin faaliyet karı büyümesini önemli oranda azaltmış (%14'den %8'e) ve işsizlik yarım puan artış göstermiştir.

Özellikle İngiltere'de Thatcher 1987'de özelleştirme yoluyla yedi milyon yeni yatırımcıyı piyasaya çekmiş, 1986'da 4 milyon yeni Fransız yatırımcı sekiz milyar dolarlık on devlet teşekkülünün satışı ile borsaya girmiş iken, 1987 krizi yatırımcıların sermaye piyasalarından çekilmeye başlamasına sebep olmuştur [Taylor, 1987: 63].

### **2.1.2. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi**

Euro sistemine geçmeden önce Avrupa Topluluğuna üye olan ülkelerin döviz kuru sistemi olan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism - ERM)'nin esası, sabit fakat ayarlanabilir döviz kurları üzerine kurulmuştur. Sistem içindeki her ülkenin milli parasının merkezi kuru ECU (Avrupa Para Birimi) cinsinden ifade edilmiştir. Ülkelerin milli paraları, bu merkezi kurlar etrafında + (-) %2.25 [Sterlin, Esküdo ve Peseta için +(-) %6] dalgalanabilmektedir [Karlık, 1998: 228].

Sürünge kur sisteminin en önemli sakıncalarından biri, yetersiz talebe bağlı olarak oluşan işsizlik durumunda, sisteme üye olan ülkelerin genişletici politika uygulama



alanlarının daralmasıdır. Hükümetlerin genişlemeci politika uygulamak konusunda maruz kaldıkları bu baskı krizlerin itici gücünü oluşturmaktadır.

Paralarını Alman Markı'na sabitleyen Avrupa ülkeleri de kendilerini mali genişleme olmaksızın sıkı para politikasına uyum göstermek zorunda hissetmişler, bu durum da beraberinde kaçınılmaz durgunluğu getirmiştir. Gerçekten de Avrupa hükümetleri doğal ve yapısal seviyesinin üstünde olan işsizliğin politik maliyetleri ile ERM'den çıkmanın politik maliyetleri arasında bir seçim yapmak zorunda kalmışlardır [DTM, 1998: 13].

Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi, İkinci Nesil Kriz Modelleri'nin öngördüğü, sabit kur rejimi ile genişleyici para politikası arasındaki çelişkiden kaynaklanan krizlere iyi bir örnek oluşturmaktadır.

Spekülatörlerin yukarıda açıklanan nedenlerden dolayı döviz kuru sisteminin artık sürdürülemez bir politika olduğu hakkındaki algılamaları ve pozisyon almaları ile birlikte 1992 yılındaki dev boyutlu sermaye akışı İngiltere, İtalya ve İspanya'nın, 1993 yılında ise Fransız Frank'ının Avrupa döviz kuru mekanizmasının dışına çıkmasına sebep olmuştur. Bir başka deyişle, sistemin içinde olmalarına rağmen, mekanizmanın öngördüğü dalgalanma bantlarının dışına çıkmışlardır. ERM Krizinin sonucunda para birimlerinin dalgalanma eşikleri %2.25'den %15'e çıkarılmıştır [DTM, 1998: 12]

ERM sisteminde 1992-1993 yılları arasında ortaya çıkan bu kriz; sürünge kur sistemlerinin, değerlenmiş kurların, finansal serbestleşmenin ve uluslararası spekülasyon ve sürü davranışının bir sonucudur [Bustelo, 2000: 10].

Avrupa'da ortaya çıkan kriz iki gerçeği ortaya çıkarmıştır: Birincisi, sermaye hareketlerinin yüksek olduğu bir dünyada, döviz rezervleri ile krizler arasındaki ilişkinin yok denecek kadar az olduğunun kanıtlanmasıdır. Krizin ortaya çıkardığı başka bir gerçek ise krizlerin finansal piyasaların beklemedikleri anda ortaya çıkmakta olduğudur [a.g.e., s. 14].

1 Ocak 2002 Tarihinde 12 Avrupa ülkesinin ortak para birimi olarak EURO'yu tedavüle çıkartmalarından sonra, bu tür sıkıntılar ile tekrar karşılaşma olasılıkları yüksek görünmektedir. Çünkü Euro, 12 Avrupa ülkesinde işsizlik oranının ortalama %10

(İspanya'da %20, Finlandiya, Fransa, Almanya, İrlanda ve İtalya'da çift haneli) olduğu bir dönemde yürürlüğe girmiştir. Euro'nun kullanımına yönelik siyasi çerçeve genel olarak deflasyonist bir politikayı tercih etmekte, işsizlik düzeyi ve işsizlik eşitsizlikleri karşısında önemli bir girişimi kapsamamaktadır. ERM krizinin de temel olarak istihdam probleminden çıktığı göz önünde bulundurulduğunda Avrupa Birliği'nin başka bir para krizine girmesi muhtemeldir [Arestis ve Sawyer, 2001: 6].

### 2.1.3. 1994 Meksika Krizi

1990'lı yıllara gelindiğinde dünya ekonomik düzeninde bazı köklü değişikliklerin ortaya çıktığı görülmektedir.

Günümüzde piyasa ekonomisinin motoru olan ticaretin, sermaye hareketleri tarafından ikame edilmesi sonucu, dış ticaret ile ekonomik büyüme arasındaki bağlantı kopmuştur. Finans alanında dünya çapında özgürlüğün sağladığı olanaklarla, dünya finans sanayinin iş hacmi geçen on yıl içinde patlama göstermiştir. 1985'den bu yana, döviz ve uluslararası menkul değerler alım satımından elde edilen kar on kattan daha fazla artmıştır. Ortalama bir günde yaklaşık 1.5 trilyon Dolar değerinde para, global finans piyasalarında el değiştirirken, bu miktarın ancak %10 kadarı mal ve hizmet ticareti ile ilgilidir [Tutar, 2000(a): 32].

Dolayısı ile günümüz dünyası, hiçbir teorik ve yasal sisteme dayanmayan ticari faaliyetler ile hiçbir denetime tabi tutulmayan üretim faktörlerinin hiçbir sınır tanımadan dünyayı turladıkları bir dönemden geçmektedir [Tunç, 1999: 10].

Dünya finans kapitalinde meydana gelen bu gelişmeler ilk çağdaş kriz olan Meksika krizini ortaya çıkartmıştır.

Meksika Krizini hazırlayan ve aniden gerçekleşen dışsal faktör; yurt dışı faiz oranlarında meydana gelen yükselmedir. Kriz yılının başlangıcında ABD Federal Reserve (FED)'in yeni başlayan enflasyonist baskıyı ortadan kaldırmak için Interbank Federal Fona uyguladığı faiz oranını yükseltmesi, Meksika'da faiz oranlarında artışa sebep olmuştur [Mishkin, 1996(a): 47].

Meksika'da bir çok ekonomik sektörün rekabete açılması, ticaretin serbestleştirilmesi, büyük özelleştirme programı krizi hazırlayan içsel faktörler olarak ortaya çıkmıştır. [Carstens ve Schwartz, 1998: 2].

Meksika'nın krize girmesine sebep olan bir başka içsel faktör de, finansal sistemin liberalizasyonu ve hızlı kredi genişlemesine rağmen, bankacılık kurumlarının ve bankacılık sistemi düzenleyicilerinin kaynak yetersizliği çekmesi ve buna rağmen risk almayı sürdürmeleri sebebiyle artan kredi kayıplarının banka bilançolarında oluşturduğu bozulmadır [Bustelo, 2000: 47].

Yukarıda açıklanan içsel ve dışsal faktörlerin etkisiyle, 1994'deki siyasal şoklar Meksika Peso'sunu saldırılara maruz bırakmıştır. Bank of Mexico tarafından sürüngen kur politikasını desteklemek amacıyla döviz piyasasına yapılan müdahaleler, uluslararası rezervlerde önemli kayıplara sebep olmuş ve Meksika merkez bankasının faizleri hızlı bir şekilde artırmasına rağmen, ABD'li yatırımcıların elinde bulunan kısa vadeli bonoların itfaya yönelmesi sonucu, uluslararası rezervlerde meydana gelen azalmalar Meksika otoritelerini 20 Aralık 1994'de Peso'yu devalüe etmeye zorlamıştır [Sağlam, 1996: 10].

1995'de ikinci kriz dalgası Peso'nun değerini tekrar yarıya indirmiş ve uygulanan faiz oranının yıllık bazda %100'e ulaşmasına sebep olmuştur. Akabinde Meksika borsası Peso bazında %30 ve dolar bazında %60 çökmüştür. Birçok firma dolar bazında borçlandığı için, varlıkların değerleri aynı kalırken pesonun değer kaybetmesi ile pesoyla yapılan borçlanmalarda keskin bir artış yaşanmıştır [Mishkin, 1996(a): 50].

Daha önce bahsedilen finansal kriz teorilerinin varsayımlarına uygun olarak olgunlaşan Meksika Krizi, 1930'lardan bu yana herhangi bir ülkeyi vuran en kötü durgunluğa sebep olmuştur [Krugman, 2001: 40]. Ülkeye yönelik sermaye girişlerinde yaşanan büyük düşüş sonucu, krediler azalmış ve ekonomik faaliyetlerde önemli azalma meydana gelmiştir. 1994'deki gayri safi yurtiçi hasıladaki yıllık %4-4.5 olan artış, 1995'in 2. ve 3. çeyreğinde eksi %10'a düşmüştür [Mishkin, 1996(a): 51]. Kriz döneminde, son devalüasyonlar ile Meksika'nın dış borcu ise 165 milyar dolarlık büyüklüğe ulaşmıştır [Fidler, 1995: 3].

Meksika Krizi diğer Latin Amerika Ülkelerinin finans ve döviz piyasaları üzerinde de önemli dalgalanmalara yol açmıştır. "Tekila Etkisi" olarak adlandırılan bu bulaşma (contagion) sonucu Arjantin Borsası'nda %24'lük düşüş yaşanmış, Brezilya Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını önemli ölçüde artırmıştır. Macaristan, para birimini %9 oranında devalüe etmiş, piyasalarda güvenin kaybolmasını önlemek amacı ile Portekiz de para biriminin değerini düşürme yolunu seçmiştir [Karsak, 1995: 39].

Meksika Krizi'nin en önemli sonuçlarından biri de, IMF politikalarına duyulan güvenin sarsılması olmuştur [Sağlam, 1996: 11].

Bu krizden çıkan başka bir önemli bir sonuç da, yabancı sermaye hareketlerine aşırı bağımlılığın bir ülke için felakete yol açabileceğini göstermesidir. Gerçekten de Meksika'da 1991 yılında yatırım miktarı 14.6 milyar dolardan 1994'de 28.8 milyar dolara çıkması, buna karşılık özel tasarruf oranının 1984-1990 döneminde %26.1'den 1991-93 döneminde %13.8'e inmesi, büyümeyi sağlayan yatırımların yabancı kaynaklara bağımlı olduğunu göstermektedir [Bustelo, 2000: 11]. Özellikle yabancı sermaye girişi, döviz rezervlerinin yetersizliği nedeni ile cari işlem açıklarının finansmanında kullanılıyorsa bu durum ortaya çıkmaktadır.

## **2.2. 1994 TÜRKİYE KRİZİ**

26 Ocak 1994'de TL'nin ABD Doları karşısında %13.6 oranında devalüe edilmesi ile başlayan 1994 krizi sonucunda Türkiye, 1945'den beri en yüksek ulusal gelir düşüşüne maruz kalmıştır. Enflasyon üç haneli rakamlara yükselirken hükümet Nisan ayında bir seri sert tedbir almak zorunda kalmıştır. Bu tedbirler, hükümetin kredibilite kaybını telafi etmek için IMF ile bir stand by anlaşması imzalamasına ve bir istikrar programı oluşturmasına zemin hazırlamıştır.

Türkiye'deki 1994 krizi ve ekonomiye şok etkilerinin temel sebebi; yaklaşık 10 yıllık liberalizasyon sonucu karar alıcıların piyasaya müdahalelerinin kısıtlanmış olduğunu anlayamamalarıdır. Başka bir ifade ile 1994 Türkiye'sinde serbestlik getirerek reform yapma olanağı kalmamıştır [Ersel, 1995: 6; Ekinci, 1994: 37].

Takip eden kısımlarda Türkiye'yi 1994 Krizi'ne hazırlayan faktörler açıklanmıştır.

### 2.2.1. 1994 Krizi'nde Etkili Olan Yurtiçi Faktörler

Türkiye'nin 1994 Krizi'ne sokan temel sebeplerin altında; finansal sistemin yurtiçi kırılmalılığı yatmaktadır. Özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren sermaye akımlarının serbest bırakılmasını müteakiben kamu tasarruf oranının hızla düşmesi, para ikamesi olgusunun ortaya çıkması ve bütçe disiplininin sağlanamaması genel olarak krizde etkili olan iç çevre faktörleri olmuştur. Söz konusu faktörler aşağıda ele alınmıştır.

#### 2.2.1.1. Kamu Tasarruf Oranının Azalması

Kriz öncesi dönemde kamu tasarruf oranında meydana gelen düşüş, yatırımların finansmanı için gerekli tasarrufun, yurtdışından borçlanma yoluyla kapatılması zorunluluğunu getirmiştir. Kriz öncesinde tasarruf oranında meydana gelen değişim aşağıdaki tablolardan izlenebilir.

**Tablo 2.1: 1994 Türkiye Krizi Öncesi Kaynaklar ve Kullanımları**

	1989	1990	1991	1992	1993
Özel Tasarruf / GSMH	17.3	18.4	22.8	23.1	24.1
Kamu Tasarrufu / GSMH	6.4	4.5	0.7	-1.4	-4.7
Toplam İç Tasarruf / GSMH	23.7	22.9	23.6	21.6	19.4
Dış Tasarruf / GSMH	-1.2	2.3	-0.3	0.8	4.2
Toplam Yatırım / GSMH	22.4	25.2	23.3	22.4	23.6
Özel Yatırım / GSMH	12.5	13.5	12.3	13.2	14.2
Kamu Yatırımı / GSMH	9.9	11.7	11.1	9.3	9.4
Özel Tasarruf - Yatırım Farkı	4.9	4.9	10.6	9.9	9.9
Kamu Tasarrufu-Yatırım Farkı	-3.5	-7.2	-10.3	-10.7	-14.1

Kaynak: Akat, 1994:18

Tablo 2.1'e ilk bakışta herhangi bir tasarruf sorunu yoktur. Ancak devlet, halkın tasarruflarını artırıışından daha yüksek oranda harcama yaptığı için genel tasarrufta artış olmamaktadır. 1993 yılında özel kesimin tasarrufları milli gelirin %24.1'ine yükselirken, devlet bunun %4.7'sini cari harcamalar için kullanınca, iç kaynaklardan yapılabilecek yatırım %19.4'e düşmüştür. Yatırımları %23.6 düzeyinde tutabilmek için de ülke mecburen dışarıdan milli gelirin %4.2'si kadar borçlanmıştır.

1994 Krizinden önceki yıllarda izlenen ekonomi politikalarına bakıldığında; dış tasarrufları çekebilmek amacıyla 1984-88 döneminde TL'nin, Dolar karşısında reel

olarak %40 oranında devalüe edildiği, buna karşılık 1989'dan itibaren hükümetin bilinçli olarak sermaye girişini teşvik etmek amacıyla devalüasyon oranını, enflasyonun altında tuttuğu görülmektedir. Bu dönemde dış ticaret bilançosu açığı giderek büyümüş, 1980'li yıllardan beri süregelen borçlanma, 1988'den sonra da hızlanarak devam etmiştir. 1980'de 17 milyar dolar olarak tespit edilen dış borç stoku 1989'da 42 milyar doları, 1993'de 66 milyar doları bulmuştur. Asıl önemlisi, dış borç stokunun vade bileşimi kısa vadeli borçlar lehine değişmiştir. Kısa vadeli borçların toplam dış borç stokundaki payı 1989'da %13.8'den büyük oranda artış göstererek 1993'de %25.1'e çıkmıştır [Şahin, 1997: 190-191].

1990'lı yılların ilk yarısında vergi gelirlerinde yaşanan önemli ölçüde gerileme de kamu tasarruf oranının düşmesine sebep olmuştur.

1990'lı yılların ilk yarısında kamu harcamalarının, personel ve faiz ödemeleri nedeni ile sürekli bir artış içinde olduğu görülmektedir. Kamu harcamalarının GSMH içindeki payı 1990 yılında %27.6 iken bu oran sürekli bir artış göstererek 1993 yılında %30.6 düzeyine çıkmıştır. Aynı yıllarda maaş ve ücretlerde sağlanan yüksek reel artışlar nedeni ile cari harcamalar artış eğilimine girmiş ve bu harcamaların GSMH içindeki payı 1990 yılında %10 iken, 1993 yılında %12.3 seviyesine yükselmiştir [Parasız, 1998: 191].

#### **2.2.1.2. Sermaye Hareketlerinin Serbestleşmesi ve Para İkamesi Olgusu**

Türk Parasını Koruma Kanunu'nda 32 Sayılı Karar ile yapılan değişiklikle, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını takiben 1992 yılından itibaren sürdürülen yüksek reel faiz politikasının sonucunda, uluslararası sermaye hem yüksek getirili Türk Bono Piyasası'na hem de İMKB şirketlerinin pay senetlerini satın almaya yönelmiştir. Böylece dövizin para politikası aracı olarak kullanılması sonucu, TL'nin gerçek değeri ile cari kur arasındaki fark TL lehine açılmış ve ülke spekülatif sermaye hareketlerine açık hale gelmiştir.

Aynı zamanda 32 Sayılı Karar ile birlikte halka döviz tutma serbestisinin verilmesinden sonra, başka ülkelerde yaşanan para ikamesi olgusu başlamıştır. Bir portföy

farklılaştırma biçimi olarak halkın portföyünde hem yerli hem de yabancı para tutması olarak tanımlanan [a.g.e., s. 348] para ikamesinin ülkemizdeki gelişimi Tablo 2.2'de verilmiştir.

**Tablo 2.2: 1994 Türkiye Krizi Öncesi Para İkamesi**

	1991	1992	1993	1994	1995
TL Mevduatları/Döviz Mevduatları*	1.70	1.62	1.27	0.96	0.82

\*Vadesiz ve üç aya kadar mevduatları içermektedir.

Kaynak: Finans Dünyası, 1997: 83

Tablo 2.2'de; kriz öncesinde döviz tevdiat hesaplarının, toplam mevduatlar içindeki payının hızlı artış göstermesi ile ülkemizde para ikamesi olgusunun giderek hızlandığı ve bir dolarizasyon durumunun ortaya çıktığı açıkça görülmektedir.

### 2.2.2. 1994 Krizinin Ekonomik ve Finansal Sonuçları

1993 yılının sonlarına doğru hükümetin hem döviz kurunu baskı altında tutup hem de faizlerin artmasını önlemeye çalışması, dolayısı ile hazine ihalelerinin iptal edilmesi ve oluşan belirsizlik nedeniyle rating kuruluşlarının ülkemizin kredi notunu düşürmesi krizi kaçınılmaz hale getirmiştir. Bu gelişmeler ve yanlış uygulamalar, aşırı değerlenen TL'de devalüasyon beklentisiyle birleşince, 1994 yılının başında kriz patlak vermiştir. Ocak ayı maaş ödemeleri ve Hazine itfaları nedeniyle piyasada kalan aşırı TL, Merkez Bankası ve Hazine arasındaki uyumsuzluk nedeniyle dövize yönelmiş ve kurlar hızlanmaya başlamıştır. Bu arada 1993 yılı sonu itibarıyla 4.844 milyar dolar açık pozisyonu olan bankalar zor durumda kalmıştır [Günel, 2001: 63].

Döviz kurundaki bu ani hareketler, yüksek kur riski taşıyan bankaların kambiyo zararlarının büyümesine, bazı bankaların ödeme güçlüğü içerisine girmesine, bazılarının ise kapanmasına yol açmış ve döviz cinsinden kredi alanların çoğu da bankalara ödeme yapamaz hale gelmişlerdir [a.g.e., s. 63].

1994 yılında yaşanan krizin doğal sonucu olarak, ülkenin uluslararası rezervleri azalmıştır. Uluslararası rezervlerde meydana gelen değişim Tablo 2.3'de izlenebilir.

Tablo 2.3: 1994 Türkiye Krizi'nde Uluslararası Rezervler\*

	1992	1993	1994	1995
Brüt Döviz Rezervleri	13760	16274	15109	22560
Merkez Bankası	6116	6213	7112	12391
Bankalar	7644	10061	7997	10169

\* Milyon ABD Doları

Kaynak: TCMB, 1996: 173

Tablo 2.3 incelendiğinde; uluslararası rezervlerde 1994 yılında meydana gelen kaybın bankacılık kesiminden yaklaşık 2 milyar dolarlık çıkışa sebep olduğu görülmektedir. Kriz yılını takip eden senede ise rezervlerde kriz öncesi dönemlere nazaran önemli oranda yükselme yaşanmıştır. Uluslararası rezervlerdeki bu yükselme ithalatın pahalılaşması ve ihracatta meydana gelen yaklaşık %50'lik artışın etkisi ile ortaya çıkmıştır.

Krizin diğer etkileri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- GSMH 1994 yılında %6 oranında azalmış, sanayi kesiminin küçülmesi ise %5.7 olmuştur [TCMB, 1996: 19].
- Kriz döneminde iç talepte yaşanan daralmaya bağlı olarak bazı sektörlerde ciddi stok artışları görülmüş ve imalat sanayi üretimi, 1994'de %6.8 oranında düşüş kaydetmiştir. Bu nedenle kapasite kullanım oranı 1993 yılındaki %80 düzeyinden %73 düzeyine gerilemiştir. Kapasite kullanım oranında ve talepte meydana gelen düşüş istihdamda belirli bir daralmaya yol açmış ve 1994'de işsizlik oranı %8.4'e yükselmiştir [Göktaş, 2000: 202].
- 1993 yılında ortalama %58.4 olan Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) artışı, 1994 yılında %120.7 olmuştur [TCMB, 1996: 59].
- Kriz, faiz oranlarını da önemli ölçüde etkilemiştir. Finansal kriz teorilerinin varsayımlarına uygun biçimde mevduat faiz oranlarında Mart - Haziran arasında büyük yükselişler olmuş ve Temmuz ayında kriz öncesi duruma dönmüştür. [Karacan, 1996: 182]. 1994 Krizi döneminde, bir ay vadeli ağırlıklandırılmış mevduat faiz oranları; Ocak ayında %56.4, Şubat'ta %71.9, Mart ayında %71.4,



Nisan'da %116, Mayıs ayında %118, Haziran'da %114 ve Temmuz'da %64.5 düzeyinde olmuştur [<http://www.tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi>].

- Rekabetçi döviz kurunun ihracat üzerindeki etkisi, 1994 yılında görülmezken, 1995 yılında ihracat bir önceki yıla göre yaklaşık %52 oranında artmıştır [TCMB, 1996: 94].

Kriz yaşayan bütün ülkelerde olduğu gibi, yerel paranın aşırı değer kaybetmesi yabancı alıcılar açısından, yerli malların ucuzlamasına yol açmaktadır. Ancak ihracat artışı, döviz kurunda aşırı yükselmenin hemen ardından yaşanmamakta, döviz kurunun ihracat üzerindeki J Eğrisi\* teorisi ile uyumlu olarak, bir süre sonra ortaya çıkmaktadır.

- Kriz sonrası bankaların aktifleri içerisinde kredilerin payı düşerken kamu menkul kıymetlerinin payı yükselmiştir [a.g.e., s. 183].
- Krizle birlikte 1993 yılında dolar bazında 833 olan İMKB endeksi kriz yılı olan 1994'de 413'e gerilemiştir [TCMB, 1996: 92]. Borsa'da işlem gören şirketlerin piyasa değeri %58'lik bir düşüşle 37.824 milyon dolardan 21.875 milyona

---

\* Devalüasyonun dış denge üzerindeki etkilerini inceleyen yöntemlerden biri olan geleneksel analize göre; arz esnekliği sonsuz olduğu takdirde, devalüasyonun dış ticaret bilançosunu iyileştirebilmesi için ihracat mallarının yurt dışı ve ithal mallarının yurt içi talep esneklikleri toplamının birden büyük olması gerekmektedir [Mızrak, 1999: 54]. Literatürde Marshall-Lerner koşulu olarak adlandırılan bu durumda çok kısa bir sürede esneklikler düşük olduğundan devalüasyonun başarılı olabilmesi için belli bir zamanın geçmesi gereklidir.

İşte, bir ekonomide devalüasyon yapıldıktan sonra dış ticaret bilançosunda oluşan değişimler "J" harfine benzetilmektedir. Devalüasyondan hemen sonra dış ticaret bilançosu önce daha da kötüleşmekte ancak birkaç ay sonra düzelmeye başlamaktadır.

Türkiye için J eğrisi elde etmeye yönelik (Durusoy; Tokathoğlu (1997)' nun çalışmasında 1987-1995 yılları arasında üç aylık veriler kullanılmış ve Türkiye için dış ticaretin açığının giderilmesinde devalüasyonun etkinliğinin ancak bir yıl sonra ortaya çıktığını ortaya koymuştur. Dolayısı ile devalüasyonun Türkiye'nin ihracatını artırmada çok etkili bir politika aracı olmadığı görülmektedir [a.g.e : 55].

düşmüştür [a.g.e., s. 94]. Bununla birlikte 1993'de halka açılan şirket sayısı 16 ve halka açılmadan elde edilen toplam hasılat 1.784 Trilyon iken, 1994 yılında şirket sayısı yaklaşık %50 artarak 25'e çıkmış ve toplam hasılat 7.683 trilyon olmuştur. [http://www.imkb.gov.tr, 2001]. Bu durum işletmelerin, 1994 krizinde daralan kredi hacminden dolayı finansman ihtiyaçlarını halka açılmak suretiyle karşıladıklarını göstermektedir. Ancak 1994 krizinde halka açılmada görülen bu artış 2001 Krizi'nde görülmemiş ve bu yıl sadece bir adet halka açılma gerçekleştirilmiştir [http://www.imkb.gov.tr, 2002].

### 2.2.3. 5 Nisan Kararlarının Amaçları ve Reel Sektör Üzerindeki Etkileri

1994 Krizinin olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılması ve ekonominin yeniden yapılandırılması amacıyla hükümet, 5 Nisan 1994 tarihinde bir dizi kararlar almıştır.

Öncelikli hedefi mali piyasalarda istikrarı sağlamak olan 5 Nisan Kararları'nın amaçları aşağıdaki şekilde belirlenmiştir [Şahin, 1997: 197]:

- Piyasalarda istikrar sağlamak için fiyatlarda ayarlama yapılması,
- Kamu gelir-gider dengesinin kurulması,
- Ödemeler bilançosunun açıklarının kapatılması için döviz piyasasında arz-talep dengesinin tesisi,
- KİT'lerin özelleştirilmesi,
- Ekonomik kalkınmanın sürdürülebilir bir temele oturtulabilmesi için ekonomide yapısal değişikliklerin yapılması.

5 Nisan Kararları'nın özel sektör kuruluşları üzerindeki etkilerini aşağıdaki şekilde açıklamak mümkündür:

#### a) Bekleyişlere Bağlı Etkiler

Günümüzde Yeni Klasik ve Yeni Keynesgil yaklaşımlar iktisat politikaları ile ilgili önerilerini rasyonel bekleyişler varsayımına oturtmaktadır. Tüm mevcut bilgilere

dayalı olarak subjektif beklentiler ile koşullu matematiksel beklentiler bir araya geldiği zaman ortaya çıkan beklentiye rasyonel beklentiler adı verilmektedir. Rasyonel beklentiler yaklaşımına göre insanlar sistematik hata yapmazlar. Yani insanları sürekli olarak şaşırtmak mümkün değildir. Bununla birlikte; 5 Nisan kararlarında halkın beklentileri paralelinde kararlar alınmayıp, dozaj yüksek tutulmuş ve insanların sistematik hata yapmaları sağlanmıştır. 5 Nisan kararlarını izleyen ilk üç ay içerisinde reel sektörde yaşanan olayların bir kısmını bu beklenti hatalarına bağlamak mümkündür [Parasız, 1998: 388].

#### b) Harcamalardaki Azalışa Bağlı Etkiler

Krizin ortaya çıkması ve derinleşmesi ile birlikte parasal aktarma mekanizmasının işlemesinin sonucu kamu ve özel harcamalarda meydana gelen hızlı düşüş işletmelerin mallarına yönelik talebi önemli ölçüde azaltmıştır. Harcamalardaki azalışa bağlı etkileri aşağıdaki şekilde sınıflandırmak mümkündür [a.g.e., s. 391; Parasız,1996: 293].

- *Kamu Açıklarının Azaltılmasına Bağlı Etkiler:* Ülkemizde marjinal tasarruf eğiliminin %20 civarında olduğu düşünüldüğünde, kamu harcamalarındaki azalmalar, çarpan etkisi sebebiyle, özel sektörde 4-5 katı kısıntı etkisi yaratmış ve yatırım harcamalarındaki düşüşün olumsuz etkileri özel sektöre hızla hissedilmiştir.
- *Özel Sektör Yatırımlarındaki Yavaşlamanın Çarpan Etkisi:* Özel sektör yatırım harcamalarının yavaşlamanın ekonomi üzerindeki etkisi, ekonomide stagflasyonu ağırlaştırıcı olmasıdır. Özellikle ekonomide talepte meydana gelen daralma üretimi bir süre sonra (Lundberg gecikmesi) olumsuz yönde etkilemiştir. Öyle ki bazı sektörlerde (otomotiv başta olmak üzere) depresyonist etki ortaya çıkmıştır.
- *Tüketici ve Taksit Kredilerinde Azalış ve Artış:* İstikrar tedbirlerinin alındığı dönemde oluşan yeni durum karşısında bankaların ve dayanıklı tüketim malları satan firmaların tüketici kredilerinde büyük bir düşüş gözlenmiştir. Ancak firmalar çeşitli kampanyalar başlatarak tüketici kredilerini yeniden açmaya başlamışlardır.

- *Reel Faiz Oranlarını Yükseltici Etkisi:* Faiz oranlarının yükselmesi çarpan mekanizması aracılığı ile ekonomide üretim ve istihdamın düşmesine neden olmuştur.
- *Emek Piyasasında Reel Ücretleri Düşürücü Etkisi:* 5 Nisan Kararları çerçevesinde yapılan fiyat ayarlamaları, reel ücretlerde önemli düşümlere neden olmuştur. Bununla birlikte reel ücretlerde görülen düşüşler, bir süre sonra bir yandan üretim maliyetlerini düşürücü etki yaparken öte yandan da yabancı sermaye açısından ülkemizi cazip hale getirmiştir.

### c) İşletmelerin Çalışma Sermayesi Üzerindeki Etkisi

Özellikle Türkiye’de işletmelerin çalışma sermayesi içerisinde yer alan menkul kıymet portföyleri büyük oranda Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)’nden oluştuğundan; bu menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyebilecek herhangi bir istikrarsızlık, cari üretim düzeyi üzerinde negatif etki yapmaktadır. Bu yüzden DİBS piyasasının istikrarını korumak sadece Hazine’nin finansal ihtiyaçlarını karşılamak için değil, reel ekonominin istikrarı için de önemlidir. Çalışma sermayesindeki düşüşe bağlı olarak işletmelerin portföyünün değerindeki düşme cari üretim düzeyinin düşmesine sebep olacaktır [Ersel, 1995: 14]. 1994 Krizinde de, özellikle hazır değerlerinde önemli miktarda devlet iç borçlanma senetleri bulunduran büyük ölçekli işletmeler üzerinde bu olumsuz etki görülmüştür.

### 2.3. GÜNEYDOĞU ASYA VE RUSYA KRİZİ

1997 yılında ortaya çıkan Güneydoğu Asya krizi globalleşmenin ilk ve en önemli krizi olarak kabul edilmektedir. Bu kriz, sadece Asya ülkelerini değil, aynı zamanda tüm gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeleri derinden etkilemiştir. Krizin ardından daha önce açıklanan bulaşma etkisi ile Türkiye’nin de yakın ticari ilişki içerisinde bulunduğu Rusya Krizi ortaya çıkmıştır. Takip eden bölümlerde bu krizler ve Türkiye’ye etkileri açıklanmıştır.

### 2.3.1. Güneydoğu Asya Krizi

Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılının Haziran ayında ortaya çıkmış ve 1 Temmuz 1997 tarihinde Tayland'ın para birimini devalüe etmesini takiben Asya'nın diğer genç kaplanları olarak nitelendirilen Malezya, Endonezya, G. Kore ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacı ile devalüasyon yapmışlardır.

#### 2.3.1.1. Güneydoğu Asya Krizini Diğer Krizlerden Ayıran Özellikler

Güneydoğu Asya'daki krizi diğer krizlerden ayıran bir takım farklılıklar bulunmaktadır. Bunlar aşağıda sıralanmıştır;

- Asya'daki kriz normal ekonomik devrevi dalgalanmalara benzememekte, diğer bir anlatımla çabuk toparlanmayı ifade eden "V" tipi bir dalgalanmayı yansıtmamaktadır [Erçel, 1999: 5].
- Meksika Krizi'nin dahil olduğu Latin Amerika krizlerinin nedeni, yüksek tüketime bağlı ithal ihtiyacının artması ile sonuçlanan ödemeler dengesi açığı ve bunu takip eden zorunlu devalüasyonlar iken Uzakdoğu Krizinin nedeni özkaynak yetersizliğine karşın, verimliliğe bakılmadan yapılan yatırımlardır [Arolat, 1999: 25].

Krizin ortaya çıkmasından önce Krugman 1994'deki çalışmasında Güneydoğu Asya'da aşırı sermaye birikiminin yatırımlarda azalan verimler (diminishing returns) yasasının işleteceğini ortaya koymuştur [Corbett ve Vines, 1999: 5]. Dolayısı ile Asya krizinin en önemli sebeplerinden birisi; "toplam faktör üretkenliği" etrafında yoğunlaşmaktadır [Krugman, 2001: 27]. Yatırım üretkenliğinin önemli göstergelerinden biri olan Sermaye - Çıktı oranlarının\* Güneydoğu Asya'nın bütününde krizden önce artması, azalan getirinin açık bir kanıtını oluşturmaktadır [a.g.e., s. 34]. Asya sistemi, bir yandan kaynakları harekete geçirme konusunda olağanüstü bir başarı gösterirken, diğer yandan bu kaynakların kullanımında özel bir

\* Sermaye Çıktı Oranı (ICOR: Incremental Capital Output Ratio); basit anlatımıyla, bir Dolar daha fazla

etkinlik sağlayamamıştır [a.g.e., s. 35]. Özellikle yatırımların çoğunun gayrimenkul üzerine olması krizi derinleştirmiştir.

- Güneydoğu Asya Krizini diğerlerinden ayıran başka bir özellik de krize sebep olan borç yükünün kamu kesiminden değil, döviz bazında çok kısa vadeli yükümlülükleri olan bankacılık ve şirketler sisteminden kaynaklanmasıdır [Dornbush, 1999: 13]. Gerçekten de, krizden önce Kore'de kamu kesiminin borç stoku toplam borç stokunun yalnızca %6.5'i; Tayland'da ise %18.5'i olarak kaydedilmiştir [Eğilmez, 1999: 37].
- Geçmişteki finansal krizlerin tersine, kriz yaşayan 5 ülkede (Tayland, Malezya, Endonezya, Güney Kore ve Filipinler) oldukça düşük enflasyon oranı (%10'dan daha az), fazla veren bütçe ve azalan devlet dış borcu gibi oldukça ılımlı göstergeler mevcut idi [Marshall, 1998: 2].
- Diğer krizlerin aksine Güneydoğu Asya krizi, kendini ilk olarak reel sektörde göstermiştir. Gerçekten de bu ülkelerdeki finansal sıkıntıyı açığa çıkaran Kore Chaebol'leri (yığışım şirketleri)'nin iflaslarıdır. Ocak 1997'de Hanbo Steel, Mart 1997'de başka bir Kore devi olan Sammi Steel iflas etmişlerdir. Yaklaşık aynı zamanlarda Kore'nin en büyük üçüncü otomobil üreticisi Kia, borçlarını çevirmekte güçlük çektiğini ilan etmiştir [a.g.e., s. 3].

### 2.3.1.2. Krizde Etkili Olan Dışsal Faktörler

Güneydoğu Asya ülkeleri kriz öncesi başarılı performanslarını dışa açık büyümeye borçlu olduklarından dolayı, dışsal faktörler bu ülkelerin krize girmesinde önemli olmuştur. Bu faktörler aşağıdaki gibi açıklanabilir:

- 1994'de Çin'in yapmış olduğu %35 oranındaki devalüasyon, kriz yaşayan ülkeler açısından ihraç pazarlarının kaybına sebep olmuştur [Whitt, 1999: 1].
- ABD Dolarının uluslararası piyasalarda değer kazanması, yerel paralarını bu para birimine peg etmiş Güneydoğu Asya ülkelerinin rekabet gücünü hızla azaltırken,

---

gerçek GSYH üretmek için gereken Dolar yatırım tutarını ifade etmektedir.

aynı zamanda ülkelerin dış ödemeler bilançosunun sermaye hesabını etkilemiştir [Cabalau, 1999: 2]. Örneğin, Tayland'da cari açık 1993'de GSYH'nın %5'i iken 1996'da bu oran %8 seviyesine yükselmiştir. Benzer olarak Malezya'nın cari açık oranı da 1996 yılında %5'e yükselmiştir. Kore'de ise cari açığın GSYH'daki payı önceki yıllara göre artış göstererek 1996'da %4.9'a yükselmiştir [İMKB, 1998: 4].

- 1990'ların başında ve ortasında sanayileşmiş ülkelerdeki varlık piyasasında meydana gelen düşüş sebebi ile Güneydoğu Asya ülkelerine yönelik spekülasyon sermaye akımları artmıştır [Cabalau, 1999: 3]. Bu dönemde Avrupa ve Japon bankalarının hızla gelişmekte olan Asya ülkelerine verdikleri kredi miktarı 251 milyar ABD Dolarına ulaşmıştır [İMKB,1998: 4]. Buna karşılık 1980'lerde Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krize bağlı olarak büyük zarara uğrayan Amerikan bankalarının, fiyat hareketliliğinin yüksek olduğu gelişmekte olan piyasalara yüksek miktarda kredi verilmemesi konusunda edindikleri tecrübe, altı büyük Amerikan bankasının Güney Kore, Endonezya, Tayland, Malezya ve Filipinlere açmış olduğu kredilerin 23.8 milyar ABD Doları ile sınırlanmasına sebep olmuştur [a.g.e., s. 4].
- Bunun yanında krizin diğer yapısal nedenleri arasında; tüm dünya fiyatlarının birbirlerine eşitlenmesine doğru eğilimlerin hızlanması, ABD'de 1980'li yıllarda uygulanan Monetarist içerikli ve 1990'lı yıllarda uygulanan Ar-Ge'lere önem veren arz yanlı politikaların (Clintonimics) semerelerini vermeye başlaması ve Rus ekonomisinde Komünist rejim döneminde birikmiş gönülsüz tasarrufların giderek azalması sayılabilir [Parasız, 1998: 462].

### **2.3.1.3. Krizin Sebebi Olarak AHBAP - ÇAVUŞ KAPİTALİZMİ VE İŞLETMELERDE OLUŞTURDUĞU ZAFİYETLER**

Kriz yaşayan ülkelerin finansal sistemlerindeki içsel zayıflıklar, krizin yayılmasında temel faktör olmuştur. Bu faktörler; ilgili ülkelerin mali piyasalarının serbest piyasa mekanizması çerçevesinde etkin işleyecek ve piyasa katılımcılarına tam ve doğru bilgiyi zamanında ulaştıracak yapıdan uzak olma noktasında yoğunlaşmaktadır.

Güneydoğu Asya ülkelerinin finansal sistemi, AHBAP-ÇAVUŞ KAPİTALİZMİ (Crony Capitalism) olarak adlandırılan bir yapılaşma içerisindedir. Bu terim; Güneydoğu Asya

lkelerinde bankaların ticari esaslardan ziyade hükümetin direktifleri ile firmalara ve kişilere kredi vermeleri, diğer bir değişle hükümetlerin bankaları devletin endüstriyel politikasının aracı gibi kullanmasını ifade etmektedir. Özellikle Kore'nin yığışım Şirketleri olan Chaebol'leri, krediler, ithal lisansları, devlet teşvikleri konusunda her zaman ayrıcalıklı olmuşlar ve ahabap-avuş kapitalizmi sayesinde global Şirket haline dönüşmüşlerdir [Krugman, 2001: 106] .

Kriz yaşayan ülkelerde gelişmemiş bankacılık denetimi ve kredi değerlendirme mekanizması da; kredi değerlendirme sürecinin etkinsizliğine katkıda bulunmuştur. Kamuya açıklık kalitesi ve Őeffaflığın zayıf olması sorunların ortaya çıkmasını engellemiş, sonuçta krediler üzerinde ciddi bir kontrolün bulunmaması milli bankaları riskli duruma sokmuştur [Cabalau, 1999: 3; Sağlam, 1998: 42].

Asya'daki bir çok ülkede finans kurumları kısa vadeli fonlar ile orta ve uzun dönemli projelerin finansmanına girişmişlerdir. Böylece bankacılıkta en önemli handikaplardan biri olan vade uyumsuzluğu "mismatching" sonucunda, batık kredilerin oranı toplam krediler içinde %20'ye ulaşmıştır [Eğilmez, 1999: 38].

Bankacılık sistemindeki zayıflıklar, ahabap - avuş kapitalizmi ve büyük miktarda sermaye akımlarının sonucunda ortaya çıkan yüksek kaldıraç oranı ve vade yapılarındaki uyumsuzluk (mismatching), bu ülkelerin işletmelerini krizlere karşı kırılgan hale getirirken, işletmelerin borca dayalı yapısı, krizin hızla yayılmasında en etkili faktör olmuştur.

Uzakdoğu Asya'da yüksek kaldıraç oranı ve verimsiz yatırımlar sonucunda firmalar krizden hemen önce kredi borçlarını ödeyemez duruma düşmüşlerdir. Ayrıca zaman içinde yüksek getirili yatırımlar tkendiķe yabancı sermaye, verim açısından marjinal alanlara yönelmiş ve yanlış yatırımlar ve vade uyumsuzluğu durumu ortaya çıkmıştır. Özellikle gayrimenkul gibi uzun vadede getiri sağlayacak olan yatırımlar tercih edilmiştir. Aşırı değerlenmiş olan gayrimenkul fiyatlarında ortaya çıkan ters dalgalanmaların yol açtığı ciddi kayıplar krizin daha da fazla büyümesine yol açmıştır.



Güneydoğu Asya Krizi'nin öncesinde işletmelerin finansal performansını incelemek amacıyla yapılan çalışmalardan en önemlisi, sonuçları Tablo 2.4'de verilen Pomerleano [Pomerleano, 1998: 15] tarafından gerçekleştirilmiştir

**Tablo 2.4: Güneydoğu Asya Krizi Öncesinde Ülke İşletmelerinin\* Finansal Performansı**

	Duran Varlıklarda Meydana Gelen Ortalama** Yüzde Değişim	Yatırımların Yüzdesi Olarak Ortalama Alınan ve Ödenen Borç	Ortalama Kısa Vadeli Borçlar/ Pasif Toplamı	Ortalama Faiz Karşılama Oranı***	Ortalama Özsermaye Getirisi****
Endonezya	33	67	52	1.65	13
Kore	17	69	52	1.51	7
Malezya	20	45	61	9.39	13
Filipinler	11	25	56	3.08	10
Tayvan	8	47	65	5.19	11
Tayland	29	78	62	3.39	10
Fransa	1	-14	51	3.68	5
ABD	3	8	36	6.39	12

\* Çalışmada, Endonezya'dan 122, Kore'den 44, Malezya'dan 211, Filipinler'den 29, Tayvan'dan 16, Tayland'dan 173, Fransa'dan 143, Almanya'dan 232, Japonya'dan 254 ve ABD'den 289 işletmenin mali tabloları kullanılmıştır.

\*\* Tüm ortalamalar, 1992, 1993, 1994, 1995 ve 1996 yılları ortalamasıdır.

\*\*\* Faiz, vergi ve amortisman öncesi kar / finansman giderleri

\*\*\*\* Vergi Sonrası Kar / Özsermaye

Kaynak: Pomerleano, 1998: 15

Tablo 2.4'den de görüleceği üzere; Uzakdoğu ülkeleri 5 yıllık dönemin ortalaması dikkate alındığında önemli miktarda duran varlık yatırımında bulunmuşlardır. Aynı dönemlerde gelişmiş ülkelerde sermaye yatırımları kriz ülkeleri ile karşılaştırıldığında oldukça düşük kalmaktadır.

Yatırımların yüzdesi olarak ortalama alınan ve ödenen borç oranı, sermaye yatırımlarının önemli derecede yabancı kaynakla finanse edildiğini göstermektedir.

Yabancı kaynak ise sermaye akımları dolayısı ile yurtdışından elde edilen dış tasarruflar yoluyla elde edilmiştir. Gelişmiş ülkelerde yabancı kaynak oranı oldukça düşük seviyedeysen, kriz yaşayan ülkelerde bu kadar yüksek olmasının bir başka sebebi de, bu

ülkelerdeki işletmelerin ahabap-çavuş kapitalizmi sebebiyle banka yoğun olarak çalışmalarından kaynaklanmaktadır.

Yabancı kaynak kullanımı ile ilgili olarak yapılan başka bir çalışmada elde edilen [Alba, 1998: 58], kriz yaşayan ülkelerdeki imalat sanayi işletmelerinin borç özsermaye oranları Tablo 2.5'de verilmiştir.

**Tablo 2.5: Kriz Öncesi Güneydoğu Asya Ülkelerinin İmalat Sanayi Borç Özsermaye Oranlarının Karşılaştırılması**

	Kore (1996)	Kore (1997)	Almanya (1995)	ABD (1995)	Japonya (1995)	Tayvan (1995)
Borç / Özsermaye	332.7	449.4	175	159.7	206.3	85.7

Kaynak: Alba vd, 1998: 58

Bu çalışmada da görüleceği üzere, özellikle Kore firmalarının, gelişmiş ülkelerin firmaları ile karşılaştırıldığında, özsermayelerine kıyasla oldukça yüksek oranda yabancı kaynak kullandıkları görülmektedir. Buna karşılık bu çalışmada Tayvan firmalarının hem kriz yaşayan diğer ülke firmalarına göre, hem de gelişmiş ülkelere göre daha az yabancı kaynak kullandığı görülmektedir. Pomerleano'nun çalışmasından farklı çıkan bu sonuç, çalışmada seçilen örnek kütleinin geniş olmasının, Tayvan firmalarının gerçek oranlarını perdelemiş olmasından kaynaklanabilir.

Pomerleano'nun çalışmasında; işletmelerin vade yapısını incelemeyi amaçlayan Ortalama Kısa Vadeli Borçlar / Pasif Toplamı oranı, Asya ülkelerinde kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynakların yaklaşık %60'ını oluşturduğunu göstermektedir. Bu oran gelişmiş ülkeler için ortalama %30-40 civarındadır. Oranının bu kadar yüksek çıkması aynı zamanda krizden önce de işletmelerin bir likidite sorunu ile karşı karşıya olduklarını göstermektedir.

Ortalama Faiz Karşılama Oranı, işletmelerin oluşturdukları nakit akımları üzerinden yıllık faiz ve ana para ödeme yeteneğini ölçmeyi amaçlamaktadır. Asya ülkeleri işletmelerinin faiz ödeme gücündeki düşüş söz konusu oranlardan kolaylıkla anlaşılabilir. Özellikle Tayland işletmelerinin borç / özvarlık oranlarında

meydana gelen yükselme, finansman giderlerinde önemli oranda artışa sebep olmuş gözükmektedir.

Güneydoğu Asya ülkeleri işletmelerinin, krizden önce yüksek kaldıracın etkisinden faydalanarak özsermayelerine göre, karlılıklarının ABD hariç diğer gelişmiş ülke işletmelerden oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

Pomerleano'nun çalışmasında krizi oldukça yoğun yaşayan Tayvan ve Tayland'lı işletmelerin vergi sonrası karlılık oranlarının, kriz öncesinde istikrarlı bir şekilde düştüğü görülmektedir. Gerçekten de Tayvanlı firmaların karlılığı 1994'de %14 iken, 1995'de %12'ye ve 1996'da %8'e düşmüştür. Buna karşılık, Tayland firmaları 1994'de %11 kar elde ederken, 1995'de %9 ve 1996'da sadece %5 kar elde edebilmiştir. Bu durum, özellikle değer kazanan yerel paraları sebebiyle, işletmelerin uluslararası pazarlarda rekabetlerini kaybetmeleri ve yatırımların gittikçe marjinal alanlara kayması gibi sebepler yüzünden ortaya çıkmıştır [Pomerleano, 1998: 17].

#### **2.3.1.4. Krizin Ekonomik ve Finansal Sonuçları**

Daha önce gerçekleşen krizlerde, bunalım sadece kriz yaşayan ülkeleri etkilerden Güneydoğu Asya Krizi global anlamda, bölge ülkelerini, gelişen piyasalarının tümünü hatta gelişmiş ülkeleri etkileyerek geniş çaplı bir bulaşma ortaya çıkarmıştır.

Kriz sonucunda, dünya GSMH'nda daralma meydana gelmiş, dünya ticaretindeki kriz öncesi beklentiler revize edilmek zorunda kalmıştır.

Krizin ortaya çıkardığı etkiler aşağıdaki kısımda açıklanmıştır.

##### **2.3.1.4.1. Kriz Yaşayan Ülkelere ve İşletmelerine Etkisi**

Kriz Güneydoğu Asya ekonomilerinin büyüme trendini önemli ölçüde etkilemiştir. Sadece 1988 yılında Uzakdoğu Asya ülkelerindeki üretim kaybı %11 olarak gerçekleşmiştir [Arolat, 1999: 24]. Finansal koşulların sıkılaştırılması sonucu, reel gelirin ve refahın azalmasına bağlı olarak yerel talep baskı altına girmiştir. Varlık fiyatları düşmüş ve dış kaynaklar azalmıştır. Finansal sektördeki sorunlar yurtiçi kredi

hacminin düşmesine ve güven kaybına sebep olmuştur. Bununla birlikte yurtiçi harcamalardaki düşüşün toplam üretim üzerindeki etkisi, Güneydoğu Asya ülkelerinin dış ticaretlerindeki olumlu gelişmeler ile dengelenmiştir. Gerçekten de Asya ekonomilerinde reel efektif döviz kurunun %40 oranında devalüe olması Güneydoğu Asya ülkelerinin ithalatını pahalılaştırırken ihracatı daha rekabetçi hale getirmiştir [Cabalau, 1999: 6].

Uzakdoğu Asya Krizi ve sonrasında uygulanan iyileştirme politikaları reel ücretleri önemli oranda düşürmüştür.

Krizin reel ücretler üzerindeki etkisini aşağıdaki tabloda gözlemlemek mümkündür.

**Tablo 2.6: Güneydoğu Asya Krizinin  
Reel Ücretler Üzerindeki Etkisi (% Değişim)**

	1 Yıl Önce	Kriz Yılı	1 Yıl Sonra
Endonezya	13.5	5.5	-40/60
Kore	7.3	-1.4	-0.4
Tayland	2.3	2.1	-10.3

Kaynak: İşletme ve Finans, 1998: 34

Kriz'de, reel sektör işletmelerinin, yüksek kaldıraç oranı ile çalışmaları, aktif - pasif yönetiminde vade uyumunu dikkate almamaları ve kullandıkları kredileri verimsiz alanlara yatırmaları; bilançolarındaki bozulmayı şiddetlendirmiştir.

Tablo 2.7'de, Alba vd. tarafından örneklem seçilen işletmelerin, kriz öncesi ve sonrası performansları değerlendirilmiştir.

**Tablo 2.7: Uzakdoğu Asya Krizi'nde İşletme Performanslarının Bozulma Süreci**

Dönem	Firma Sayısı	Borç / Özserma.	Karlar/ Kaynaklar	Karlar*/ Finansman Giderleri	Karları Finansman Giderlerinden Düşük Olan Firmaların	Karları Finansman Giderlerinden Düşük Olan Firmaların Borçları %
1997: Q4	356	2.95	7.3	1.49	114	36.4
1997: Q3	356	2.95	10.2	2.59	83	30.8
1997: Q2	357	2.12	N/A*	3.18	71	18.4
1997: Q1	353	2.01	N/A	3.66	54	16.2
1996: Q4	354	1.90	14.9	3.11	49	11.8
1995: Q4	354	1.67	18.1	4.01	34	7.6
1994: Q4	352	1.50	24.0	5.78	18	1.4

N/A: Veri mevcut değildir.

\* : Karlar; Faiz, vergi ve amortisman öncesi olarak belirlenmiştir.

Kaynak: Alba vd, 1998: 58

Tablo 2.7'den de anlaşılacağı üzere, seçilen işletmelerin kaldıraç oranları, dönemler itibariyle sürekli artış gösterirken, ekonomik rantabilite oranı olarak adlandırılan Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Kaynaklar oranı, krize girmeden önce de istikrarlı bir düşüş göstermektedir. Buna karşılık işletmelerin karlarından finansman giderlerine ayırdıkları pay, bunalım öncesinde sürekli düşmektedir.

1997 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreği olan kriz döneminde ise, işletmelerin kaynaklarını kullanarak elde ettikleri karlarında önemli oranda düşüş yaşanırken, faiz oranlarında meydana gelen büyük artışlar sonucunda, işletmelerin karlarının finansman giderlerine oranı, kriz öncesi son dönem olan 1997'nin ikinci çeyreğinde 3,18'den, kriz döneminde 2.59'a ve takip eden dönemde 1.49'a düşmüştür.

Buna karşılık karları finansman giderlerini karşılamayan firma sayısı kriz döneminde yaklaşık %60 artış kaydetmiş ve bu işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir.

### 2.3.1.4.2. Ticaretin Yayılması ve Bulaşma Etkisi ile Gelişmekte Olan Ülkelere Etkisi

Güneydoğu Asya Krizi; 1980'li yıllarda Latin Amerika borç krizi ve 1994-1995'de Meksika Krizi gibi sadece krize sürüklenen ülkeler üzerinde değil "benzer durumda" olduğu düşünülen diğer gelişmekte olan ülkeler üzerinde de genel ve ciddi düzeyde olumsuz etkide bulunmuştur. Krizle birlikte, Rusya krize sürüklenmiş, Brezilya ekonomisi belirsizlik içine girmiştir. Krizin sonucunda, dünya ekonomisinin Japonya hariç büyük çoğunluğu gelişmekte olan ülkelere oluşan 2/3'üne yakını, ekonomik büyüme sorunu ile karşı karşıya kalmıştır [Göktaş, 2000: 109].

Bu etkiler gelişmekte olan ülkeler açısından iki türlü ortaya çıkmıştır:

- Döviz kuru hareketlenmelerinin Doğu Asya ülkeleri ile ticaret yapan ve bu ülkelerle aynı pazarlara mal satan ülkelerin rekabet güçlerini kaybetmelerine sebep olmuştur.
- Kriz nedeni ile gelişen piyasalara (emerging markets) sermaye akımı önemli miktarda azalmıştır.

Tablo 2.8'den de anlaşılacağı üzere, kriz döneminden önce gelişen piyasalara yönelik net özel sermaye akımı, yaklaşık %50 düşerken, krizdeki beş Asya ülkesinden büyük oranda net sermaye çıkışı olmuştur.

**Tablo 2.8: Güneydoğu Asya Krizi Döneminde Toplam Net Özel Sermaye Akımları (Milyar Dolar)**

	1995	1996	1997	1998	1999
Bütün Gelişmekte Olan Piyasalar	226.9	215.9	147.6	75.1	80.5
Krizdeki Beş Asya Ülkesi	74.2	65.8	-20.4	-25.6	-24.6
Rusya	16.4	-0.1	1.4	-13.4	-16.2
Brezilya	32.5	34.3	23.3	13.8	13.3

Kaynak: Mathieson ve Schinasi, 2000: 46

- Kriz ile birlikte yaşanan bir diğer yansıma ise; gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarında ortaya çıkan yükselmedir. Bu durum bir çok gelişmekte olan ülke için dış piyasalardan borçlanma imkanının ortadan kalkması, büyüme oranının azalması

ile birlikte vergi gelirlerinin düşmesi ve özelleştirme sürecinin zayıflaması anlamına gelmektedir.

Buraya kadar değinilen sonuçların dışında, Uzakdoğu Krizi sonucunda, gelişmiş ekonomiler olan, ABD ve Avrupa ülkelerinin ürünleri, para değerlerinin yüksek olması nedeni ile pahalılaşırken, bu ülkelerin menkul kıymet piyasalarında %20-30 arasında düşüşler meydana gelmiştir [Kurt, 1999: 94].

### **2.3.2. 1998 Rusya Krizi**

Rusya, 1990'lı yılların başından itibaren fiyatların serbest bırakıldığı, dış ticaretin serbestleştirilmesine yönelik çalışmaların hız kazandığı, Ruble'nin değerinin piyasa koşullarında belirlendiği ve özelleştirme çalışmalarının hızlandırıldığı bir ortamda, başlangıçta ödemeler dengesi ve enflasyon sorunları ile baş edebilmiş, dış ticaret bilançosu, yüksek petrol gelirlerine paralel olarak fazla vermiştir. Ayrıca fiyatların serbestleşmesi ertesinde %2500 seviyelerine ulaşan enflasyon oranı, 1997'ye gelindiğinde %10 düzeyine gerilemiştir [DTM, 1998: 25].

Bütün bu olumlu gelişmelere rağmen Rusya 1998 yılında ekonomisini derinden etkileyen bir finansal krize girmiştir.

#### **2.3.2.1. Krizi Olgunlaştıran Dışsal Faktörler**

Rusya'da krizi açıklamaya yönelik faktörleri; yurtdışı faktörler ve yurtiçi finansal kırılganlık faktörleri olarak sınıflandırmak mümkündür.

Daha önce de bahsedildiği üzere, Güneydoğu Asya Krizinin bulaşma etkisi, Rusya'nın da içinde bulunduğu bütün gelişmekte olan ülkeleri, hem sermaye akımlarında meydana gelen azalma hem de borçlanma maliyetlerinin artışı yoluyla etkilemiştir. Ayrıca en önemli ihracat kalemleri petrol ve hammadde olan Rusya'nın, bu malların dünya borsalarında fiyatlarında meydana gelen düşmeler sonucu dış ticaret açığı büyümüştür. Kriz döneminden önce petrol fiyatlarında yaşanan %18'lik düşüş, beraberinde petrol gelirlerinde azalmayı getirmiş ve Rusya'ya yönelik sermaye akımlarını azaltmıştır [Malki, 1999: 3].

### 2.3.2.2. Krize Sebep Olan Yurt İçi Kırılganlık Faktörleri

Sosyalist ekonomi uygulamalarından serbest pazar ekonomisine geçerken Rusya ekonomisi, henüz finansal ve hukuki yapısını bu sisteme adapte edemediği için ülke içinde krizi hazırlayan bazı yapısal bozukluklar ortaya çıkmıştır. Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

#### i) Disiplinsiz Bütçe

Serbest piyasa ekonomisine geçiş ile birlikte ortaya çıkan olumlu gelişmelere karşın 1992'den beri süregelen büyük boyuttaki bütçe açığı, hükümetin artan oranda iç borca dayanmasına sebep olmuştur [Buchs, 1999: 6]. Bu dönemde Rusya'nın borçlarının toplamının GSYH'a oranı krizden önce %50 gibi çok yüksek bir oran olmamasına karşın, ileride beklenen artış oranı kaçınılmaz bir şekilde istikrarsızlığı göstermekteydi [Malki, 1999: 1]. Ayrıca Rusya'nın kısa dönemli borçları 40 Milyar Dolar seviyesine ulaşmıştı [Göktaş, 2000: 61]. Bunun yanında kayıt dışı ekonominin büyüklüğü ve buna paralel olarak vergi gelirlerinin toplanamaması ve sosyal güvenlik harcamalarının yüksek meblağlara ulaşması, bütçe açığının daha da artmasına sebep olmuştur [Sağlam, 1998: 43]. Maaş ve ücretleri ödeyebilmek ve daha önce alınan borçların faizini karşılayabilmek için, Rus hükümetinin yeniden borçlanmaya yönelmesinin faiz oranlarındaki artışı da beraberinde getirdiği gözlenmiştir [DTM, 1998: 25].

#### ii) Bankacılık Sisteminin Zayıflığı

Rusya'da 1995'de hukuki eksiklik ve denetim zafiyeti sebebi ile 2500'e yakın banka faaliyette bulunmaktaydı [Buchs, 1999: 8]. Rus bankaları temel olarak varlıklarının önemli bir kısmını GKO olarak adlandırılan Hazine bonolarında tutmaktaydılar [Malki, 1999: 4]. Dolayısı ile, bankacılık sisteminin devlete dayanması sonucu reel sektör ile bağıni kopartması, fonların etkin dağılımını engellemiştir [Buchs, 1999: 6].

Ayrıca, 19.2 milyar dolarlık döviz cinsinden yükümlülükleri ile büyük oranda açık pozisyona sahip Rus bankaları, 6 milyar dolar tutarında döviz forwardı



sözleşmesini Batılı bankalara satmışlar, bir anlamda Ruble'nin devalüe edilemeyeceği konusunda kumar oynamışlardı [Malki, 1999: 4]. Bankacılığın bu yapısından dolayı 150'den fazla banka kriz sırasında yükümlülüklerini karşılayamayacak duruma düşmüştür [Buchs, 1999: 8].

### iii) Uygulanan Döviz Politikası

Rusya Merkez Bankası'nın, Dolara karşı Ruble'yi dar bir koridorda sürüngen kur şeklinde tutma şeklinde bir döviz politikası izlemesi, Ruble üzerinde artan baskıları azaltmak için kullanılabilir rezervlerin hızla düşmesine sebep olmuştur [Malki, 1999: 4].

### iv) Parasal Göstergeler

Rusya'da ekonominin parasallaşması (monetizasyonu) oldukça düşük düzeydeyken, buna karşılık geniş çapta bir dolarizasyonun olması, krizlere karşı finansal sistemi kırılgan hale getirmiştir [Buchs, 1999: 6]. Serbest piyasa ekonomisine geçilmesi üzerine halk, bankalarda birikmiş ruble tasarruflarını önce dolara dönüştürmüş, sonra bu dolarlar ile mal ve hizmet talep etmiştir. Böylece halkın tasarrufları tükenme aşamasına gelmiştir [Parasız, 1998: 462].

### v) Kötü Devlet Yönetimi

Rusya'da kötü bütçe yönetimi, artan yolsuzluklar ve kamu yönetimi ile ekonomik ilişkilerin iç içe geçişi bir yeraltı ekonomisinin doğuşuna zemin hazırlamıştır. Bu durum ekonomide üretkenliğin ve etkinliğin yok olmasına sebep olmuştur [Sağlam, 1998: 43].

### 2.3.2.3. Kriz Süreci ve Sonuçları

1997 yılı Temmuz ayında başlayan Asya Krizi'nde, sermaye hareketlerinde gözlemlenen yavaşlama ve petrol fiyatlarındaki düşüş sonucu, Rusya'nın finansman ihtiyacının arttığı tespit edilmiştir. Bu çerçevede, IMF Temmuz 1998 tarihinde Rusya'ya, 1999 yılı sonuna kadar 15.1 milyar dolarlık finansman imkanı sağlamıştır. Ayrıca Dünya

Bankası'nın 6 milyar Dolar ve Japon hükümetinin 1.5 milyar dolarlık yardımı ile 1999 yılı sonuna kadar toplam 22.6 milyar dolarlık finansman taahhüdü sağlanmıştır. Bütün bu gelişmelere rağmen, döviz sıkışıklığı nedeni ile Rublenin değerinin düşürüleceği yönündeki spekülasyonlar engellenememiş ve 17 Ağustos 1998 tarihinde Rusya Hükümeti Ruble'yi dolar karşısında %34 oranında devalüe etmek ve dış borçlara ilişkin 90 günlük moratoryum ilan etmek zorunda kalmıştır [DTM, 1998: 25]. Ancak tüm bu girişimler, piyasanın düzeltilmesine hiçbir katkıda bulunmadığı gibi, bankacılık sektörünün daha da zayıflamasına yol açmıştır.

Temmuz sonunda 19 milyar seviyesindeki rezervler, iki haftalık süre içerisinde 15 milyar dolara düşmüş, kamu borçları faiz oranları ise %50'den %340 seviyelerine kadar yükselmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda, günlük ihtiyaçları karşılayacak tüketim mallarının kısıtlanması ve takas usulü ile ticarete başlanması ile önemli sosyal sorunlar yaşanmıştır.

### **2.3.3. Güneydoğu Asya ve Rusya Krizinin Türkiye'ye Etkileri**

Türkiye, 1997 yılı Temmuz ayında ortaya çıkan Güneydoğu Asya Krizi'nden çok fazla etkilenmemiştir. Güneydoğu Asya ülkeleri ile yapılan ticaretin, toplam ticaretteki payının düşük olması, globalleşme alanında yeterli mesafe alınamaması, ülkemizin özellikle 1994 Krizi'nden önemli tecrübeler edinmiş olması ve ödemeler dengesi açıklarının çok fazla olmaması, global krizin etkilerinin daha az hissedilmesini sağlamıştır.

Ayrıca bütün olumsuz uluslararası koşullara rağmen, 1998'in ilk çeyreğinde krizin etkisinin duyulmaması ve %9'luk büyümeye ulaşılmasında IMF'in "Yakın İzleme Programı" doğrultusunda uygulanan para ve enflasyonu önleme programı da etkili olmuştur. Küresel krizin şiddetini artırdığı yılın ikinci yarısından itibaren ise, para programı uygulama olanağının zayıflaması ile birlikte büyüme azalmıştır [Minibaş, 1999: 30].

Ancak Türkiye'nin, Rusya ile dış ticaret ilişkisinin Güneydoğu Asya ülkeleri ile olan ilişkisinden çok daha fazla olması ve yabancı sermaye açısından Rusya ile Türkiye'nin

“benzer” ülkeler olarak nitelendirilmesi, Rusya Krizi'nin bütün yoğunluğu ile hissedilmesine sebep olmuştur.

Rusya Federasyonu, kriz yılı itibariyle Türkiye'nin ekonomik ve ticari ilişkilerinde Almanya'dan sonra ikinci önemli partneri haline gelmiştir. Yaklaşık yıllık 2 milyar Dolar kayıtlı ihracat ve 5 milyar dolar civarında bavul ticareti yaptığımız Rusya Federasyonu, Türkiye için çok önemli bir ihraç pazarıdır. Yıllık 1.5 milyar Dolara erişen turizm ve müteşebbis gelirleri de eklendiğinde Türkiye'nin Rusya'dan sağladığı döviz gelirleri bu dönemde 9 milyar Doları bulmuştur [Miras, 1999: 56] .

Kriz dönemi olan 1998 yılında ülkemizde üçer aylık dönemler itibari ile oluşan Gayri safi Yurt İçi Hasıla büyümesi, birinci çeyrekte %9.2, ikinci çeyrekte %4.4, üçüncü çeyrekte %2.4 ve dördüncü çeyrekte %0.7 olmuştur. [<http://www.die.gov.tr>, 2002] .

Görüldüğü üzere, global kriz, Türkiye'yi ikinci çeyrekte itibaren etkilemeye başlamıştır. Ekonomide meydana gelen duraklamanın temelinde, gayri safi yurtiçi hasılanın üçte ikisini oluşturan özel nihai tüketim harcamalarının büyüme hızının, 1998 yılının ikinci çeyreğinden itibaren azalması yatmaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde özel nihai tüketim harcamaları, bir önceki yılın aynı dönemine göre, sabit fiyatlar ile sadece %06 oranında artış gösterirken, devletin nihai tüketim harcamaları %5.5 oranında azalmıştır [Miras, 1999: 55].

Güneydoğu Asya Krizi ve bulaşma etkisi ile oluşan Rusya Krizinin, Türkiye ekonomisi üzerinde oluşturduğu etkileri; dış ödemeler bilançosu, finansal piyasalar ve üretim sektörü üzerindeki etkileri olarak sınıflandırmak mümkündür.

### **2.3.3.1. Dış Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Etkisi**

Güneydoğu Asya ve Rusya Krizleri, Türkiye'ye yönelik sermaye akımları ve ihracat üzerinde olumsuz etkiler oluşturmuştur. Bu etkiler takip eden başlıklarda açıklanmıştır.

**i) Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi**

Tüm dünyada etkileri hızla yayılan kriz, Türkiye’de gecikmeli olarak Rusya Krizi’nin etkisi sonucu özellikle Ekim ayında hissedilmeye başlanmıştır. Rusya Krizi’nin ortaya çıktığı yaz döneminde, Türkiye’ye portföy yatırımı şeklinde net yabancı sermaye girişi gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, uluslararası yatırımcılar Güneydoğu Asya’daki krizin olumsuz etkisine rağmen, Türk piyasasından çıkmak yerine alım yapmayı tercih etmiştir. Ancak krizin yüzeysel kalmayıp ciddi boyutlara ulaşmasını takiben, Ekim ayı itibari ile sermaye çıkışı piyasaları önemli ölçüde etkilenmeye başlamıştır [İMKB, 1998: 15].

Tablo 2.9’den da görüleceği üzere, 1998 yılının ilk yarısında 7.874 milyar dolarlık sermaye girişi, üçüncü aylık dönemde ise 10,9 milyar Dolarlık sermaye çıkışı söz konusudur. Bu gelişmede, Rusya’da yaşanan kriz sonrası, uluslararası sermayenin gerek borsa gerekse diğer menkul piyasalarından hızla çekilmesi etkili olmuştur. Öte yandan döviz piyasasına bakıldığında; ABD Dolarının TL karşısındaki değerinin istikrarlı olarak artmaya devam ettiği, diğer bir ifade ile TL’nda ani değer düşüşleri olmadığı görülmektedir.

**Tablo 2.9: Güneydoğu Asya ve Rusya Krizlerinde Türkiye’de Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)**

	Sermaye Hareketleri	Portföy Yatırımları
1997 III. Çeyrek	2.625	792
1997 IV. Çeyrek	334	-310
1998 I. Çeyrek	3.380	946
1998 II. Çeyrek	3.494	474
1998 III. Çeyrek	-10.933	-7.021
1998 IV. Çeyrek	3.304	-1.110

Kaynak: <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi>, 2001

Kriz döneminde finans piyasalarının, sermaye hareketlerinde ortaya çıkan ters yönlü akım dolayısı ile artan hassasiyeti, Türkiye'nin ve diğer gelişen piyasaların borçlanma maliyetlerini artırmıştır. Bu durum Tablo 2.10’da izlenebilir.

**Tablo 2.10: Güneydoğu ve Rusya Krizleri Sonrası  
Dış Borçlanma Maliyetleri  
(Spread, Baz Puan Olarak\*)**

	2 Ocak 1998	22 Eylül 1998	22 Ocak 1999
Türkiye	410	868	717
Brezilya	559	1151	1049
Rusya	527	4723	3465

Kaynak : DPT, 1999

(\*) Spread, ABD Hazine kağıtlarının getirisine göredir. ABD Hazine kağıtları getiri oranı 22 Ocak 1999 tarihi itibari ile yüzde 4.65 (465 baz puan)'dır.

Tablodan anlaşılacağı üzere, Rusya Krizi sonrasında, Türkiye'nin borçlanma maliyeti, iki katından fazla artış göstermiştir. Aynı dönemde Rusya'nın borçlanma maliyeti ise dramatik bir şekilde yükselmiştir.

## ii) İhracat Sektörü Üzerindeki Etkisi

Krizin dış satım üzerindeki etkisi; yurtdışı talepte meydana gelen gerileme, Uzak Doğu ülkelerinin pazar rekabeti ve Rusya'ya yapılan ihracatta düşme sebebi ile ortaya çıkmıştır. Rusya Krizi sonucunda, 1998 yılında Rusya'ya yapılan ihracat %36 oranında azalmıştır

Özellikle Rusya'nın dış ticaretimizde önemli payının bulunması ve bazı alt sektörlerimizin ihracatının büyük ölçüde Rusya ekonomisine bağlı olması, krizi derinleştirmiştir. Un, nişasta, ve süt müstahzarları, ayakkabı, kara taşıtları, sabunlar, dokuma ürünleri, plastik mamulleri, kağıt, karton, meşrubat gibi ürünlerin toplam ihracatında, Rusya Federasyonuna yapılan ihracat, tüm dış satımın %15 ile %50'si arasında değişmektedir [Miras, 1999: 56].

Uzak Doğu Krizi'nin ülkemizin kriz yaşayan ülkelere ihracatında en önemli etkisi, demir-çelik ürünleri üzerinde olmuştur. Kriz ile birlikte bu ülkelere yönelik sektörün ihracatında %98.6 oranında azalma olurken, madencilik ürünleri ihracatında %52.3 düşüş meydana gelmiştir. <http://www.foreigntrade.gov.tr/DUNYA/kriz/blm7.htm>, 2001].

Global Kriz döneminde, uluslararası pazarlarda avantajlı döviz kuru elde eden Asya ülkelerinin rekabeti ile karşılaşmıştır [Ekinci vd, 1998: 66]. Kriz dönemi olan 1998 yılında, yoğunlaşan rekabet sebebi ile Türkiye'nin ihraç fiyatları %5 oranında gerilemiştir [Göktaş, 2000: 215].

Bu iki kriz döneminde ihracatımızda meydana gelen değişim aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 2.11: 1997 - 1998 Kriz Döneminde  
Dış Ticaretin Görünümü\***

			<i>Değişim</i>
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>%</i>
Toplam İhracat	26.261	26.974	2.7
Rusya Federasyonu	2.056	1.348	-34.4
Krizdeki 5 Ülke	392	135	-58.9
Diğer Ülkeler	23.813	25491	7
Bavul Ticareti	5.849	3.689	-36.9
Demir-Çelik	2.003	1.590	-20.6
Toplam İthalat	48.559	45.935	-5.4
Ham Petrol	3.194	2.084	-3.3

\*Milyon Dolar

Kaynak: <http://www.foreigntrade.gov.tr/DUNYA/kriz/blm7.htm>, 2001

### 2.3.3.2. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi

Özellikle Rusya Krizi, iç borçlanma faizleri ve vadeleri ile İstanbul Menkul Kıymetler piyasası üzerinde önemli etkiler oluşturmuştur. Bu etkiler aşağıda açıklanmıştır.

#### i) İç Borçlanma Üzerine Etkisi

Dünyada yaşanan ekonomik krizin etkilerinin ülkemiz finansal piyasalarına da yansması sonucu, 1997 yılı başından itibaren iç borçlanma faiz oranlarında enflasyonun düşüşüne paralel olarak gözlenen gerileme eğilimi, Ağustos 1998'den itibaren Rusya krizinin etkisi ile tersine dönmüş ve %77.6'ya kadar gerileyen Hazine kağıtlarının faiz oranları, Aralık ayında %145.1 seviyesine yükselmiş, ayrıca iç borçların vadeleri de gittikçe kısalmıştır.

Tablo 2.12, kriz öncesinde ve kriz döneminde iç borç ortalama vadeleri ve faiz oranlarında meydana gelen bozulmayı göstermektedir.

**Tablo 2.12: 1997-1998 Kriz Döneminde İç Borç Ortalama Vadeleri ve Faiz Oranları**

	Vade (Gün)		Faiz Oranı(*)	
	1997	1998	1997	1998
Temmuz	303	288	106.1	77.6
Ağustos	357	202	119.7	92.2
Eylül	275	182	115.8	135.8
Ekim	170	254	109.0	140.8
Kasım	318	226	116.6	144.9
Aralık	236	280	125.7	145.1
Yıllık Ortalama	341	238	108.1	116.1

(\*) Stopajsız yıllık ortalama bileşik faizleri göstermektedir.

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr/stat/ti12.htm#>; ve

<http://www.hazine.gov.tr/stat/ti82.htm>, 2001

## ii) İstanbul Menkul Kıymetler Piyasası Üzerindeki Etkisi

Ülkemizde yabancı yatırımcıların piyasanın önemli bir aktörü olmasından dolayı kriz döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda gerçekleştirdikleri işlemler Tablo 2.13'de görülebilir.

**Tablo 2.13: 1997-1998 Kriz Döneminde Yabancı Banka-Aracı Kurum veya Şahıslar Hesabına İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Gerçekleştirilen Hisse Senedi İşlemleri (Milyon Dolar)**

	Alış	Satış	Net
Temmuz 1997	353.1	319.9	32.2
Ağustos 1997	252.1	258.9	-6.8
Eylül 1997	441.6	417.9	23.7
Ekim 1997	766.7	1.079.8	-313.1
Kasım 1997	390.1	521.2	-131.1
Aralık 1997	391.0	417.6	-26.6
Ocak 1998	332.9	427.4	-94.5
Şubat 1998	552.3	460.6	91.7
Mart 1998	507.0	456.1	50.9
Nisan 1998	856.8	676.1	80.7
Mayıs 1998	501	862	-361
Haziran 1998	605	675	-70
Temmuz 1998	633	644	-11
Ağustos 1998	441	575	-134
Eylül 1998	265	382	-117
Ekim 1998	277	276	1
Kasım 1998	434	360	-74

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr>, 2001

Tablodan da görüleceği üzere, İMKB'de yabancıların net pozisyonları, Uzakdoğu krizinin ilk çıktığı dönemde 6.8 milyon doların piyasadan çıkışı

şeklinde olmuştur. Krizin etkilerinin globalleşmeye başladığı dönem olan Ekim 1997'de ise, yabancı yatırımcılar net olarak 313 milyon doları sermaye piyasalarından çekmişlerdir.

Daha sonra, sermaye girişlerine dönüşen hisse senedi yatırımlarında, Rusya Krizinin olgunlaşmaya başladığı 1998 Mayıs'ında, 361 milyon dolar net çıkış meydana gelmiştir. Rusya'nın krizden çıkışının zorlaşması ile birlikte yabancılar Ağustos 1998'den itibaren alımlarını azaltıp, satışa başlamışlardır.

Uzakdoğu'da yaşanan krizden bir şekilde etkilenen sektörlerin piyasa değerleri toplamı, İMKB toplam piyasa değerinin yaklaşık 1/3'ünü oluşturduğu görülmektedir [Global Bülten, 1998:18].

### 2.3.3.3. Krizlerin Üretim Sektörü Üzerine Etkileri

Global Kriz'in etkisi, sanayi sektöründe daha belirgin biçimde ortaya çıkmıştır. Üç aylık sanayi üretim endeksi verilerine göre toplam sanayi üretim artış hızı, 1998 yılının ilk çeyreğinde %10.3, ikinci çeyreğinde %3.3, üçüncü çeyreğinde ise %0.1 olmuştur. Tekstil-giyim ve deri sanayinde 1998 yılının başlarından itibaren gözlenen daralmanın üçüncü çeyrekte daha da derinleşmesi ve son iki yıllık dönemde ortalama %20 civarında büyüme gösteren makine sanayinde, üretimin üçüncü çeyrekte gerilemesi, sanayi sektöründeki yavaşlamada etkili olmuştur [DPT, 1999].

Sanayi üretiminin geçen yılın aynı döneme kıyasla değişimi Tablo 2.14'de verilmiştir.

Tablo 2.14: 1997-1998 Kriz Döneminde Sanayi Üretiminde Gelişmeler

	Toplam Sanayi	İmalat Sanayii	Gıda Sanayi	Tekstil, Giyim ve Deri Sanayi	Kimya Sanayi	Metal Sanayi	Makine Sanayi
1997 III. Çeyrek	13.8	14.0	8.7	9.5	14.5	3.1	25.9
1997 IV. Çeyrek	11.4	12.3	6.6	4.9	12.5	8.8	26.8
1998 I. Çeyrek	10.3	9.5	12.0	-0.2	5.6	2.8	25.9
1998 II. Çeyrek	3.3	2.2	-4.8	-1.1	2.2	1.3	11.7
1998 III. Çeyrek	0.1	-0.9	6.5	-8.0	-1.1	5.7	-2.6
1998 Ekim	0.3	0.1	10.7	-24.4	5.9	-7.2	-4.0
1998 Kasım	-2.3	-2.8	-0.5	-23.2	8.9	-6.3	-5.2

Kaynak: <http://www.die.org.tr>, 2001



Sanayi üretimindeki yavaşlamayı, kapasite kullanım oranlarındaki düşüşlerden de izlemek mümkündür.

Tablo 2.15'de görüleceği gibi; 1997 yılında %79 olan özel kesim kapasite kullanım oranı 1998'de %75.7'ye gerilemiştir. Özellikle yılın ikinci yarısında, ihracattaki daralmanın hızlanması, faiz oranlarındaki yükselme ve bütçe harcamalarındaki azalma bu gelişmede etkili olmuştur. Kamu kesimi kapasite kullanım oranı ise, geçen yılın seviyesinde kalarak, %83.2 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 2.15: 1997-1998 Kriz Döneminde İmalat Sanayinde Kapasite Kullanımı Oranları (%)**

	Toplam		Özel		Kamu	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Temmuz	80.8	80.9	79.9	75.6	82.5	88.5
Ağustos	82.1	80.7	78.2	72.5	88.2	92.2
Eylül	86.6	82.8	82.1	78.5	90.8	88.2
Ekim	79.8	80.5	81.7	75.5	77.1	87.0
Yıllık Ortalama	80.9	78.9	79.0	75.7	83.6	83.2

Kaynak: <http://www.die.gov.tr>, 2001

Üretim ve iç talepte gözlenen yavaşlama, istihdam üzerinde de olumsuz etkiler oluşturmuştur. Üçüncü çeyrekte, özel sektörde, tekstil, gıda, kağıt ve taş ve toprağa dayalı sanayilerde üretimde çalışan sayısı, bir önceki yılın aynı dönemine göre gerilemiştir.

Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı'nın verilerine göre; 1998 yılının ikinci yarısında 44.428 işçi ekonomik nedenlerle işten çıkarılmıştır [DPT, 1999].

Krizden etkilenen işletmelerin bu etkiyi atlatabilmesi için 22 Temmuz 1999'da bir ekonomik paket açıklanmıştır. Bu ekonomik önlemler paketi; mali piyasalarda işlem maliyetlerinin azaltılması suretiyle likiditenin ve derinliğin artırılmasına ve mali piyasaların daralmasının önlenmesi üzerine kuruludur. Paketin detayında yer alan kararlar şunlardır [Dünya, 1999: 1];

- Mali Milat ile harcama ve tasarruf esasına dayanan gelir tanımı uygulamalarının 3 yıl süreyle ertelenmesi,
- Geçici vergide 2000 yılından başlamak üzere kurumlar için oranın %20'ye indirilerek ödeme süresinin 6 aya çıkartılması,

- Ödeme güçlüğü içinde olan ve borçları ertelenen firmalara, ertelenen kredilerin %20'si oranında sağlanabilecek ek kredi olanağının %50'ye yükseltilmesi,
- Eximbank'a 800 milyon dolarlık yeni imkan sağlanması,
- Döviz kredilerinin vadesinin 1 yıldan 1.5 yıla yükseltilmesi ve tüketici kredilerinden yapılacak Kaynak Kullanım Destekleme Fonu (KKDF) kesintisinin %8'den %3'e düşürülmesi.

Ayrıca ihracatçı ve müteahhitlerin Bağımsız Devletler Topluluğu Ülkeleri ve Rusya'ya yapacakları ihracatın veya gerçekleştirecekleri projelerin finansmanında kullanılmak üzere, Japon Eximbank'ından 11 yıl vadeli 200 milyon dolarlık kredi sağlanmıştır.

#### **2.4. 2000 KASIM VE 2001 ŞUBAT TÜRKİYE KRİZLERİ**

Türkiye ekonomisinin, 1990'lı yıllardan itibaren sıklaşan aralıklarla ekonomik krizlerle karşı karşıya kaldığı görülmektedir. Bunun başlıca iki nedeni; sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşturulması ve mali sistemdeki sağlıklı yapının kalıcı bir çözüme kavuşturulmamış olmasıdır.

1996 yılında %43 olan dış borç stoğunun GSMH'ya oranı, 2000 yılında %60'a ulaşmıştır. İç borç stoğundaki artış ise daha çarpıcıdır. 1996 yılında %17 olan net iç borç stoğunun GSMH'ya oranı 2000 yılında %29'a çıkmıştır. Kamu gelir yapısındaki temel sorun, vergi oranları yüksek olmasına rağmen vergi tabanının dar olmasıdır. Faiz giderlerinin yüksek maliyetli iç borçlanma ile karşılanması, bu kalemin bütçe içindeki payını arttırmıştır. 1990 yılında toplanan vergilerin %31'i faiz ödemelerine harcanırken bu oran 1999 yılında %72'ye yükselmiştir [<http://www.hazine.gov.tr/stat/2002stok-gnp.htm>; <http://www.hazine.gov.tr/stat/disborc.htm>; Kumcu, 2001: 27]:

Son yıllarda yüksek reel faizlere de bağlı olarak kamu kesiminin borçlanma ihtiyacındaki artış, bankaların reel ekonomiye kaynak sağlamaktan uzaklaşarak, kamu açıklarını finanse etmeye yönelmelerine yol açmıştır. Ayrıca, kamu bankalarının görev zararları ve ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, bu bankaların mali yapısında önemli zararlara yol açmıştır. Kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarını kısa vade ve

yüksek maliyetle piyasadan karşılama; bir yandan zararlarının gittikçe artmasına, diğer yandan da mali sektörde istikrarsızlık unsuru olmalarına yol açmıştır. Ayrıca yüksek enflasyon ortamı ve tasarruf sahiplerinin kısa vadeye yönelmesi de bankaların varlık ve yükümlülükleri arasında vade uyumsuzluğu yaratmıştır.

#### 2.4.1. İstikrar Programının Çöküşü ve Kriz Süreci

Ülke ekonomisinin içinde bulunduğu yukarıda bahsedilen yapısal sorunları çözmek amacıyla, 1998 yılından beri uygulanmakta olan Yakın İzleme Anlaşması'nın mali destekli bir Stand By anlaşmasına dönüştürülmesi konusunda IMF ile mutabakat sağlanmıştır. Stand By anlaşması ile 2000-2002 döneminde uygulanması öngörülen programın temel hedefleri şu şekilde belirlenmiştir [Kumcu, 2001: 27]:

- İstikrar programı, birinci yılın sonunda enflasyonu %20'ye, ikinci yılın sonunda %10'a ve üçüncü yılın sonunda tek haneli rakamlara indirmeyi hedeflemiştir.
- Programın ikinci ayağı; kamu finansman açıklarını kapatmaya yönelik olarak tarım kesiminin yeniden yapılandırılması, özelleştirmenin hızlandırılması, sosyal güvenlik sisteminin yeniden gözden geçirilerek, özel emeklilik sisteminin kurulması, bütçe dışı fonların kapatılıp bütçeye aktarılması ve kamu bankalarının yeniden yapılandırılması üzerine kurulmuştur.
- Programın en önemli üçüncü ayağı da; geçmiş enflasyona göre çok yavaş artan döviz kurunun “nominal çapa” şeklinde görev yaparak enflasyon beklentilerini düşürmesi olarak düşünülmüştür. Kur politikası, Merkez Bankası'nın borç verme yoluyla piyasaya verdiği likiditenin göstergesi olan net iç varlıklar (NİV)\* kaleminin gelişmesine bir limit konarak, sürdürülebilir bir hale sokmayı amaçlamıştır. Bu yolla

\* Kısaca merkez bankasının TL yükümlülükleri (Para arzı) ile (net) döviz varlıkları arasındaki fark olarak ifade edilen [Özel, 2000: 70] NİV sistemi; otomatik bir mekanizma şeklinde döviz varlıkları arttığında karşılığında TL verilmesi, azaldığında ise TL'nin azaltılması esasına dayanmaktadır. Döviz artışı ile beraber TL piyasaya çıktığı için de para arzının artacağı ve para talebinin değişmediği durumda faizlerin aşağıya ineceği öngörülmüştür. Faizler, bu şekilde döviz getirisinin (devalüasyon+döviz faizi) altına indiğinde bu sefer döviz talep edilmeye başlanacak ve bankanın net dış varlıkları düşmeye başlayacaktır [age.,ss. 71] .

para politikasında geçmiş yıllara göre biraz daha fazla yurt dışına bağımlı bir politika belirlenmiştir.

Piyasalardan ekonomik programa olumlu tepkilerin gelmeye başlaması ile birlikte faizler %90'lardan %50'lere daha sonrada %30'lara kadar düşmüştür. Kur politikasının aksamadan yürütülmesi, yılın ilk yarısında yapısal reformlar konusunda alınan cesaretli kararlar ve ithalatın artması ile iç fiyatlar üzerine gelen disiplin, 1999 yılı sonunda %70'ler civarında olan enflasyonun 2000 yılı sonunda %30'a düşmesine sebep olmuştur [a.g.e., s. 28].

Ancak yılın ikinci yarısından itibaren faizlerin hızla düşmesi nedeni ile yaratılan “servet etkisinin” iç tüketimi ve ithalatı arttırması, döviz rizikosunu, döviz çıpası ile azaltan içerideki bankalar ve şirketlerin, bir yandan dış borç alması ve diğer yandan da ucuz dövizle yurt dışına sermaye transfer etmeye başlaması, cari açığı arttırmıştır.

Bunun yanında, reel faizlerin döviz çıpası ile birlikte tabana vurması (Hazine borçlanmasında Şubat 2001 krizi öncesi 2000 yılında %38.5 nominal faiz sıfır reel faiz anlamına geliyordu) [Kazgan, 2001: 30] ülkeye yönelik sermaye akımlarını zayıflatmıştır.

Enflasyonda düşme sağlanmış olmakla beraber, oranların hedeflenmiş olan döviz kuru artışının üzerinde olması, zaman içinde TL'nin döviz sepeti karşısında değerlenmesine yol açmış, bu da cari açığın beklenenden daha yüksek rakamlara ulaşmasına zemin hazırlamıştır. TL'nin değerlenmesi ve bunun sürdürülmesinin uzun vadeli olarak imkansız görünmesi, yıl sonunun da yaklaşmış olması sebebi ile bankaları ve Türkiye'ye yatırım yapan yabancı yatırımcıları pozisyon kapatmaya yöneltmiştir [Alp, 2001: 52].

Bir yandan ekonomide yaşanan bu gelişmeler, diğer yandan ise programlanmış reformlardaki gecikmeler piyasalarda rahatsızlık oluşturmuştur. Bankalardan gelen döviz talebi doğal olarak Türk Lirası talebini arttırmış ve faizler yükselme eğilimine girmiştir. Yükselen faizler, ellerinde yüksek hacimde Hazine Bonosu olan bankaların risklerini yükseltmiştir. Net iç varlıklar hedefine kilitlenen Merkez Bankası da faizlerdeki yükselişe müdahale etmeyince, bankalararası para piyasasında bazı

bankaların borç bulmaları zorlaşmıştır. Böylece piyasada likidite sıkışıklığının baş göstermesi ile birlikte faizler daha da artmıştır. Piyasaya verilen TL likiditesinin dövize yönelmesi sonucu “döviz hücumu” (currency attack) başlamıştır. Gelişmeler sonucunda ekonomik yapıdaki bozulmayı durdurmak için, IMF ile yeni bir Stand By anlaşması yapılmıştır. “Ek Rezerv Kolaylığı” uygulaması altında, IMF'den 7.5 milyar Dolar ek kolaylık sağlanmıştır. Aynı dönemde, Dünya Bankası da Ülke Yardım Stratejisi Programı (Country Assistance Strategy) kapsamında 3 yıl içinde Türkiye'ye 5 milyar Dolar vereceğini açıklamıştır [Kumcu, 2001: 29].

Kasım Krizine rağmen Türkiye'nin ekonomik büyümesi 2000 yılında %6.2 olmuştur. Ancak ulaşılan bu büyüme oranı, daha çok tüketimin canlanmasından kaynaklanmıştır [<http://www.die.gov.tr>, 2001]

2001 yılında ekonomide; Tasarruf Mevduat Sigorta Fonuna devredilen bankaların ayakta kalmak için daha fazla kaynağa ihtiyaç duyması, kamu bankalarının mali durumunun zayıflaması, sermaye çıkışı, aşırı yükselen gecelik faizler ve özelleştirme çabalarının yavaşlaması ekonominin Şubat ayında tekrar krize girmesine sebep olmuştur [Türkoğlu, 2001: 19]. Bu kriz sonucunda 14 aylık enflasyonu düşürme çabasından vazgeçilmiş ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir.

2000 Kasım Krizi'yle birlikte faizlerin artışı, bankacılık sektörünü ciddi boyutlarda zarar ettirmiştir. Şubat ayında dalgalı kur sistemine geçerek dolar fiyatının 685.000 TL'nden yaklaşık 1.3 milyon Lira'ya çıkması, dövizdeki açık pozisyonları nedeni ile bankalarda bir başka zararın oluşmasına neden olmuştur. Yapılan tahminlere göre; Kasım ve Şubat krizlerinin bankacılık sektöründe neden olduğu zarar yaklaşık 25 milyar dolardır [Kumcu, 2001: 31].

#### **2.4.2. 2000 Kasım - 2001 Şubat Krizleri'nin Türkiye Ekonomisine Etkileri**

2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında patlayan finansal kriz, döviz krizi olarak ortaya çıkmış daha sonra diğer krizlerde olduğu gibi, bankacılık krizine dönüşmüştür. Bununla birlikte 2000 Kasım Krizi, mini bir kriz olarak ortaya çıkmış ve Uluslararası Para Fonu'nun desteği ile makroekonomik etkileri baskı altına alınmıştır. Ancak, aşağıda anlatılacağı üzere Kasım Krizinin özellikle üretim sektörünün bekleyişlerinde oluşturduğu etki, 2001 Şubat Krizi'nin oluşumunu şiddetlendirmiştir.

Krizin dış ödemeler bilançosunda, finansal piyasalar ve üretim sektörü üzerindeki etkileri aşağıda açıklanmıştır.

##### **2.4.2.1. Krizin Dış Ödemeler Bilançosunda Oluşturduğu Etkiler**

Kasım Krizi'nin ortaya çıktığı 2000 Kasım ayında, Merkez Bankası brüt rezervleri, yaklaşık olarak 5.3 milyar dolar azalmış, fakat krizin etkilerinin ortadan kaldırılmasına yönelik IMF taahhütleri çerçevesinde, 2000 Aralık dönemi itibari ile bir önceki aya göre rezervler yaklaşık 6 milyar dolar artış göstermiştir.

Krizler en çok portföy yatırımları üzerinde etkisini göstermiş, Kasım ayında yaklaşık 4.8 milyar dolar, Şubat ayında ise 3.5 milyar dolar portföy yatırımı yurtdışına çıkmıştır.

Şubat Krizi ile birlikte, 2001 Ocak ile 2001 Şubat döneminde rezervler tekrar 4.5 milyar dolar azalmış, düşüş sadece Mart ayında 2.7 milyar dolar olmuştur. Böylece krizin etkilerinin en fazla olduğu Şubat 2001 ile Mart 2001 arasında toplam rezerv kaybı yaklaşık 7.2 milyar dolara ulaşmıştır.

Kriz döneminde, ihracatta kur avantajından kaynaklanan önemli bir artış olmamış, fakat Kasım krizi ile birlikte sürekli düşme eğilimine giren ve Nisan'da en düşük seviyeye olan, 3.012 milyar dolara ulaşan ithalat, Kasım Krizi'nden Nisan 2001'e kadar geçen dönemde %55'den fazla oranda azalmıştır.

Kriz sonrası, ülkemiz mallarının ihracat fiyat endeksi hızlı bir düşüşe girmiştir. Sonraki dönemlerde, ihracatta meydana gelen düşük miktardaki artışın önemli bir kısmı ihraç

malların fiyatlarının düşürülmesi ile elde edilmiştir. İthalat fiyat endeksi ise istikrarsız bir seyir izlemiştir.

Ülkemizde ortaya çıkan 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin dış ödemeler bilançosu üzerindeki etkisi aşağıdaki tablodan izlenebilir.

**Tablo 2.16: 2000-2001 Krizinde Dış Ödemeler Bilançosunda Meydana**

**Gelen Değişimler (Aylık)**

Dönem	Merkez Bankası Brüt Rezervleri (Milyon Dolar)	İhracat (FOB Milyon Dolar)	İthalat (CIF-Milyon Dolar)	İhracat Fiyat Endeksi (1994=100)	İthalat Fiyat Endeksi (1994=100)	Sermaye Hareketleri (Milyon Dolar)	Portföy Yatırımları (Milyon Dolar)
10-2000	24.256	2.245	5.024	85.0	96.4	1.536	27
11-2000	18.942	2.499	5.362	86.0	94.9	2.935	-4.799
12-2000	25.097	2.489	4.437	88.0	95.8	-92	-238
01-2001	25.928	2.236	3.985	91.3	97.9	2.876	1.180
02-2001	21.521	2.516	3.513	89.6	99.1	-3.442	-3.578
03-2001	18.796	2.546	3.088	88.7	100.0	-2.573	-470
04-2001	18.163	2.607	3.012	87.4	97.1	-803	-549
05-2001	19.809	2.884	3.537	86.0	96.2	-2.725	-145
06-2001	16.379	2.561	3.267	84.4	93.0	-2.841	346
07-2001	17.593	2.482	3.353	88.2	93.8	-798	-762
08-2001	18.714	2.577	3.385	83.9	92.5	-763	-110
09-2001	18.751	2.561	3.305	82.8	97.1	385	131

Kaynak: <http://tcmb40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgl> den, 2002'den derlenmiştir.

#### 2.4.2.2. Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkisi

Krizlerin ilk etkisi finansal piyasalar üzerinde görülmüş ve bankacılık sisteminde ortaya çıkan likidite krizi sebebiyle azalan krediler ve hızla düşen borsa endeksi, üretim sektörünü de dahil olmak üzere tüm değişkenleri etkilemiştir.

##### i) İstanbul Menkul Kıymet Piyasası Üzerindeki Etkisi

Tablo 2.17'de görüldüğü üzere İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Kasım Krizinin etkisi çok fazla olmazken, Şubat ayında, bir önceki aya göre Ulusal Tüm Endeks, Dolar bazında yaklaşık %42 değer kaybetmiştir. Mart ayında ise toplam düşüş oranı yaklaşık %50 olmuştur. Daha sonra toparlanmaya başlayan endeks, Mayıs ayından itibaren keskin bir düşüşe geçmiştir. Ulusal Sınai Endeks ise; Şubat Krizi'nde Dolar bazında %35 değer kaybetmiştir.

2000 yılının ilk dokuz ayında İMKB'de işlem gören işletmeler toplam olarak 1.965.947.992 TL kar açıklarken, 2001 yılının aynı döneminde firmalar 1.079.688.905 TL zarar etmişlerdir [<http://www.imkb.gov.tr>, 2002].

**Tablo 2.17: 2000-2001 Türkiye Krizi'nin İMKB'na Etkileri**

Dönem	Ulusal Tüm Endeks (USD)	Ulusal Sınai Endeks (USD)	Firmaların Piyasa Değerleri (Milyon Dolar)	Fiyat/Kazanç Oranı (USD) Ortalaması *
12-2000	769,65	602,47	69.507	14,05
01-2001	887.31	643.41	76.069	15.65
02-2001	516.99	416.14	46.893	10.61
03-2001	432.44	364.91	39.260	10.42
04-2001	592.50	488.20	52.133	18.17
05-2001	494.13	400.05	43.703	17.91
06-2001	492.16	404.53	43.152	17.74
07-2001	415.18	365.80	36.702	15.13
08-2001	404.34	368.85	36.207	34.76
09-2001	281.03	271.05	25.008	24.80

\* Fiyat/Kazanç Oranı (USD) Ortalaması, ABD Doları bazında

toplam piyasa değeri / Son dört 3'er aylık dönemin, Dolar olarak karlar-zararları toplamı olarak hesaplanmıştır.

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/donemselbulten/yillikrapor.htm>, 2002'den derlenmiştir.

Tablo'dan da görüleceği üzere Borsa'da işlem gören işletmelerin piyasa değerleri, Şubat ayında bir önceki aya göre %38 oranında azalmış, başlangıçta 76 milyar dolar olan piyasa değeri, Eylül ayında 25 milyar dolara kadar düşmüştür. Bu da Şubat-Eylül döneminde firmaların piyasa değerlerinin %67'sini kaybettiklerini göstermektedir.

Borsada işlem gören hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç oranları, krizin ardından hızlı bir şekilde düşmüş, ilerleyen aylarda kriz öncesinin çok üstüne çıkmıştır. Halen düşen endekste bu artış; işletmelerde ortaya çıkan önemli zararlar sebebiyle pay başına kazancın, fiyat düşüşünden daha fazla olmasından kaynaklanmıştır.

## ii) Kredilerde Meydana Gelen Değişiklik

Kriz döneminde işletmelerin finansman kaynaklarından olan banka kredilerinde, önemli miktarda azalma meydana gelmiş ve krediler Dolar bazında yaklaşık



%40 azalmıştır. Kriz sonucunda kredilerde meydana gelen azalmalar aşağıdaki Tablo 2.18'de görülebilir.

**Tablo 2.18: 2000-2001 Türkiye Kriz'inde Krediler\* (Milyon Dolar\*\*)**

Dönem	Miktar	Dönem	Miktar
10-2000	37.647	04-2001	24.168
11-2000	38.643	05-2001	25.008
12-2000	38.945	06-2001	24.753
01-2001	39.804	07-2001	23.415
02-2001	38.343	08-2001	22.117
03-2001	30.003	09-2001	22.186

\* Sadece Mevduat bankalarının kredileri

\*\* ABD Doları Aylık Ortalama Döviz Alış Kuru esas alınmıştır

Kaynak: <http://tcmb40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi>, 2002'den derlenmiştir.

### 2.4.2.3. Üretim Sektörü Üzerindeki Etkileri

Reel sektörün, Kasım Krizi'nden sonra, bekleyişlerinde meydana gelen olumsuz değişmeler, kriz daha derinleşmeden işletmeler üzerinde tedirginlik oluşturmuştur.

Tablo 2.19, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından, ortalama 550 özel sektör sanayi işletmesine yönelik aylık bazda yapılan İktisadi Yönelim Anketi, Kasım Krizi ile birlikte bekleyişlerde meydana gelen değişimi açıkça ifade etmektedir.

**Tablo 2.19: 2000-2001 Türkiye Krizi'nde Özel Sektör Bekleyişleri\***

	Daha İyimser A	Aynı B	Daha Kötümser C	A-C
2000 Ekim	22.7	66.7	10.5	12.2
2000 Kasım	16.2	65.7	18.1	-1.9
2000 Aralık	7.7	49.9	42.4	-34.7
2001 Ocak	10.1	50.7	39.2	-29.1
2001 Şubat	6.3	37.1	56.6	-50.3
2001 Mart	4.3	27.1	68.6	-64.3

\*Anket Sorusu: Sanayi dalınızdaki genel gidişat konusunda bir ay öncesine göre görüşünüz.

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr>, 2001

Ankette, Kasım Krizi'nden sonra alınan yapısal tedbirler ve IMF desteğine rağmen, işletmelerin rasyonel bekleşler teorisi ile uyumlu olarak beklentilerinin olumsuzu döndüğü görülmektedir.

**i) İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları Üzerindeki Etkisi**

Kasım ve Şubat Krizleri, kamu sektörü imalat sanayi kapasite kullanım oranlarında önemli bir değişiklik oluşturmazken, özel sektör imalat sanayi kapasite kullanım oranlarında Kasım ve Aralık aylarında bir değişiklik ortaya çıkmamış, ancak, beklentilerin olumsuzu dönmesi ile birlikte Ocak ayında kapasite kullanım oranında 8.7 puanlık düşüş meydana gelmiştir. Tablo 2.20'de, özel sektörün kapasite kullanım oranlarında değişim verilmiştir. İlgi çekici olan, söz konusu dönemde, kapasite kullanımında en düşük orana, henüz Şubat Krizine girilmeden ulaşılmasıdır.

Kamu sektörü kapasite kullanım oranlarında değişim meydana gelmemesinin sebebi ise, temel mallar üreten ve tekel konumunda bulunan işletmeler olmalarından kaynaklanmaktadır.

**Tablo 2.20: 2000-2001 Türkiye Krizi'nde İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranları -Aylık**

Dönem	Kamu	Özel	Toplam
10-2000	86.0	74.5	78.1
11-2000	86.0	74.5	78.1
12-2000	86.0	74.5	78.1
01-2001	80.3	65.8	70.0
02-2001	80.3	65.8	70.0
03-2001	80.3	65.8	70.0
04-2001	80.2	66.9	70.6
05-2001	80.2	66.9	70.6
06-2001	80.2	66.9	70.6

Kaynak: <http://tcmb40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi> 2002'den derlenmiştir.

Tablo 2.21, kriz döneminde seçilmiş bazı sanayi mamullerinin, aylık üretim miktarları incelendiğinde özellikle otomobil üretiminde Kasım krizinin başlaması ile birlikte %50'ye varan oranda bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Özellikle otomobil ve yan sanayii, genelde ise dayanıklı tüketim mallarında meydana gelen azalmanın, GSYH'nın düşüşünde çarpan etkisi yarattığı bilinmektedir. Bu dönemde, demir çelik sektörü

rekabetçi döviz kurunun verdiği avantajla ihracatını artırdığı için üretim miktarı da artış kaydetmiştir.

**Tablo 2.21: 2000-2001 Türkiye Krizinde Seçilmiş Bazı Sanayi Mamullerinde Aylık Üretim**

Dönem	Otomobil (Adet)	Beyaz Eşya (adet)	Çimento (Ton)	İplik (Ton)	Dokuma (Metre)	Ham Demir (Ton)
10-2000	33.712	563.755	3.774.157	27.083	26.887.515	383.466
11-2000	32.913	531.648	3.307.152	25.718	27.834.575	382.230
12-2000	16.218	346.698	2.118.299	20.274	22.869.900	467.609
01-2001	15.504	422.433	2.040.911	21.415	21.786.465	481.938
02-2001	19.033	437.101	1.982.129	20.606	23.301.767	428.758
03-2001	18.473	284.353	2.215.823	17.557	21.100.600	444.457
04-2001	25.118	329.273	2.858.459	19.494	23.225.936	445.933
05-2001	23.452	360.671	2.960.300	22.170	26.770.069	431.634
06-2001	22.183	407.724	3.139.920	21.877	26.085.390	444.872
07-2001	16.544	414.824	2.942.087	20.615	24.547.680	441.718
08-2001	12.881	379.106	2.901.251	20.358	24.005.750	434.070
09-2001	24.747	442.493	3.006.540	20.568	24.652.404	428.446

Kaynak: <http://tcmb40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi>, 2002'den derlenmiştir.

## ii) Sabit Sermaye Yatırımlarında Meydana Gelen Değişim

Belirsizlik ve kriz ortamından en fazla etkilenen kararlardan olan özel sektör imalat sanayi sabit sermaye yatırımları, Kriz döneminden önce, bir önceki yıla göre, %64 oranında artarken; 2001 yılında yatırımlar geçen döneme göre, sadece %24 artış göstermiştir. Aynı dönemde tüm özel sektör yatırımları, daha düşük bir oran olan %13 artmıştır [<http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/Tablo-22.htm>, 2002.].

### 3. FİNANSAL KRİZLERİN İŞLETMELERE ETKİSİ

Küreselleşme gibi, dünya ölçeğinde yaşanan büyük bir değişim ve dönüşüm sürecinin, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere ve oradan da, az gelişmiş ülkelere doğru yaşamın her alanına dalgalar halinde yayılması sırasında, doğal olarak, bu faaliyetlerden kurumsal düzeyde en çok ulusal işletmeler etkilenmektedir. Bu yayılış sosyal ve kültürel yaşam biçimlerini etkilemekte, üretim ve tüketim anlayışlarında homojenleşmeye doğru gidilmekte, siyasal ve ekonomik örgütlenme biçimlerinde köklü değişiklikler oluşturmaktadır [Tutar, 2000a: 89]

Yukarıda bahsedilen globalleşmenin ve değişimin önemli sonuçlarından olan finansal krizlerden, işletmelerin etkilenmeleri ve krize karşı takındıkları proaktif ve reaktif yaklaşımlar, literatürde genellikle örgüt yönetimi kapsamında ele alınmış, finansman açısından ise, firma içi faktörler sebebiyle sıkıntıya giren işletmelere yeniden yapılandırma (rekapitalizasyon ve reorganizasyon) ve devlet müdahalesi kavramları irdelenmiştir.

Ancak, 1994 yılında Meksika Krizi ile başladığı kabul edilen makroekonomik spekülasyon krizlerin; sadece tekel işletmeleri değil, aynı zamanda reel sektör olarak adlandırılan finansal olmayan kuruluşların içten bağımlı olduğu bütün finansal sistemi sektöre uğratmaları nedeniyle, işletmelerin kriz performansı konusu önem kazanmaya başlamıştır.

#### 3.1. İŞLETMELERDE RİSK KAYNAKLARI

İşletmenin vermiş olduğu kararların bir çoğu örgütü ve sahiplerini çeşitli risklere maruz bırakmaktadır. İşletmelerde risk bir çok farklı kaynaktan ortaya çıkmaktadır. Firma değerini etkileyen riskleri ana kaynaklarına göre; Parasal Aktarma Kanalı'ndan Kaynaklanan Genel Ekonomik Risk, Firma Riski ve İhraca Yönelik Risk olarak üç gruba ayırmak mümkündür.

İşletmeler açısından, genel ekonomik dalgalanmalar önemli bir risk unsurudur. Dışsal şoklar ve hükümetlerin parasal ve mali politikaları, vergi ayarlamaları, transfer

harcamaları ve diğer faktörler ekonomiyi canlandırmakta veya ekonomide gerilemeye sebep olmaktadır. Bütün bu faktörler işletmeleri, tüketicileri ve yatırımcıları daha iyimser veya kötümser yapmaktadır. Özellikle resesyon ihtimali, firmaların bir çoğunu etkilemektedir. Bunalım döneminde ise firmalar, karlılıklarını korumak için üretim ve istihdamlarını azaltmaktadır. [Pinches, 1990: 167].

Makroekonomik dalgalanmalar sebebiyle ortaya çıkan para politikasındaki değişikliğin en önemli etkisi, firmaların finansal kararları üzerine olmaktadır [Bolton ve Frexias, 2000: 3]. Para politikasındaki değişiklik, hem hane halkının toplam harcamalarında meydana gelen değişiklik vasıtası ile dayanıklı ve dayanıksız tüketim malı üreten işletmelerin satışlarına, hem de faiz oranlarında ve kredilerde meydana gelen değişim sebebi ile bu işletmelerin bilançolarına aktarılmaktadır. Parasal Aktarım Mekanizması (Monetary Transmission Mechanism) olarak adlandırılan bu yaklaşım, işletmelerin genel ekonomik dengesizliklerden etkilenmesini açıklamaya yönelik kullanılan en önemli kavramdır.

Parasal aktarma mekanizması; bir ekonomi denge durumunda iken para miktarına bağlı olarak ortaya çıkan talep veya arz fazlasının (veya tersinin) toplam harcamalara olan etkisini inceleyen mekanizmadır [Lipsey, 1983: 689]. Daha açık bir ifade ile parasal aktarım mekanizması; para politikasındaki değişikliğin kanallar vasıtası ile ekonomiyi etkilemesidir [Taylor, 1999: 2].

Parasal aktarma mekanizması; bir takım kanallar vasıtasıyla işletmeleri, hem hane halkının satın alma eğilimlerinde, hem de firmaların bilançolarında değişiklik yapmak suretiyle etkilemektedir. Üretim sektörünü etkileme aşamalarına göre, söz konusu kanallar aşağıda sırayla ele alınmıştır.

### **3.1.1. Parasal Aktarma Mekanizmasının Döviz Kuru Kanalı**

Döviz kuru sistemlerinin yapısından veya aksamasından ortaya çıkan döviz kuru dalgalanmaları, açık ekonomilerde firmaları etkileyen makroekonomik belirsizliğin temel kaynağıdır. Döviz kurlarının faiz oranlarına göre on kez ve enflasyona oranla dört kez daha volatil olduğu tespit edilmiştir [Ramasamy, 2000: 3].

İşletmeler açısından döviz kurundaki değişikliklerden kaynaklanan kazanç veya kayıp ihtimali *Kur Etkisine Açık Olma* (foreign exchange exposure) olarak adlandırılmaktadır [Kolb ve DeMong,1988: 769].

Döviz kuru etkisine açık olma ile kur riski ilişkili kavramlar olmakla birlikte, tam olarak aynı anlama gelmemektedir. Bir işletmenin her türlü faaliyeti doğrudan kur etkisine açık değildir. Örneğin iç piyasaya yapılan satışlar, ulusal para cinsinden borçlanmalar bu türden sayılabilir. Oysa İhracat, ithalat, döviz cinsinden borç ve alacaklar gibi işlemler, kur etkisine açık faaliyetlerdir ve kurlardaki değişimlerden doğrudan etkilenmektedir.

Kur riski ise, döviz kurlarında beklenmedik bir değişimin, işletmenin gelir ve giderlerinde ya da genel olarak nakit akımlarında yol açtığı değişiklik olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir deyişle, risk; kur etkisine açık olan mali değerlerde beklenmedik değişimleri ifade etmektedir. Bu nedenle kur riskinin doğabilmesi için, işletmenin önce kur etkisine açık olması gerekmektedir. Sanıldığı gibi aksine, sadece yerel üreten ve ulusal para ile borçlanan firmalar da dahil olmak üzere piyasanın çok büyük bir kısmı da kur değişimlerinin etkisine açık durumdadır [Seyidoğlu, 1997: 177].

Döviz kuru değişimlerinin işletme üzerindeki etkileri; Döviz Kurunun Ekonomik Etkisi, Döviz Kurunun Muhasebe Etkisi, Döviz Kurunun Vergi Etkisi ve Döviz Kurunun Hisse Senedi Etkisi olmak üzere dört çeşittir.

### **3.1.1.1. Döviz Kurunun Ekonomik Etkisi**

Ekonomik Etki (Economic Exposure), döviz kurunda meydana gelen değişiklik sebebiyle, nakit akımlarının güçlenmesi veya zayıflamasının firmanın işleyen teşebbüs değerinde (going concern) meydana getirdiği değişimdir [Rugman vd, 1985: 416 ].

Ekonomik Etki; döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların bir firmanın gelecek nakit akımlarının net bugünkü değerini etkileme derecesi olarak da tanımlanmaktadır. Bu etki uzun vadeli ve çoklu işlemler üzerinde oluşmakta ve maliyetler, fiyatlar, satışlar ve karlar gibi faaliyete dayalı değişkenleri içermektedir [Khambata ve Ajami, 1992: 134].

Döviz kurlarının ekonomik etkisi; işlem etkisi ve işletme etkisi olmak üzere iki bölüme ayrılmaktadır.

**a) Kur Değişimlerinin İşlem Etkisi**

İşlem etkisi veya sözleşme etkisi (Transaction Exposure-Contractual Exposure), yabancı para ağırlıklı sabit yükümlülüklerin yerel değerinde döviz kuru değişimlerinin oluşturduğu etkidir [Rugman vd, 1985: 416]. Başka bir ifade ile işlem etkisi, döviz kurundaki dalgalanmalar sebebiyle, firmanın gelecek nakit akımlarının riskidir [Khambata ve Ajami, 1992: 134]. Etkiye sebep olan işlemler; kısa vadeyi içerecek şekilde, döviz üzerinden bir ürünün satın alınması / satılması, kredi verilmesi / borçlanılması veya yabancı para ağırlıklı varlıkların edinilmesi ya da yükümlülüklerin üstlenilmesini kapsamaktadır [Horne, 1995: 72].

İşlem etkisi, ister dış ticaret, isterse döviz dayalı borçlanma şeklinde olsun, tarafların fiyat ve ödeme koşulları üzerinde anlaşmaya vardıkları andan itibaren işlemeye başlamaktadır. Öngörülemeyen kur değişiklikleri ortaya çıktığı sürece de bir kur riski doğmaktadır. Beklenen kur değişiklikleri ise daha sözleşme yapılırken fiyata dahil edilmektedir [Seyidoğlu, 1997: 181].

**b) Kur Değişimlerinin İşletme Etkisi**

Kur değişimlerinin kısa dönem etkileri, daha çok işlem etkilerini yansıtmaktadır. İşletme etkisi (Operations Exposure) ise, orta vadede ortaya çıkmakta ve döviz kuru değişimlerinin, işletmenin gelecekteki nakit akımları üzerinde doğuracağı etkileri ifade etmektedir. İşletmenin sağlıklı gelişmesi açısından bu etkinin iyi bir şekilde yönlendirilmesi veya yönetilmesi büyük önem taşır.

Döviz kurunun ekonomik etkisinin işletmeler üzerindeki yansımalarının belirlenmesi, firmanın tarihi nakit akımlarına bakma ve bu nakit akışları ile döviz kuru arasındaki istatistikî ilişkiyi ölçmek anlamına gelmektedir.

Herhangi bir t periyodu için firmanın nakit akımlarındaki değişiklik  $CF_t$  ve döviz kurundaki değişim  $e_t$  ile gösterilirse, döviz kuru değişimlerinde firmanın nakit akım riski aşağıdaki fonksiyonla hesaplanabilir [Glen, 1993: 32]:

$$CF_t = \alpha + \beta e_t + \epsilon_t$$

Regresyon Katsayısı  $\beta$ , t zamandaki döviz kurunda, firmanın t dönemindeki nakit akımı etkilenmesini belirlemektedir.  $\beta$  sıfırdan farklı oldukça, firmanın döviz etkisine maruz kaldığı kabul edilir.

Eğer ölçülen katsayı, örneğin 1 ise döviz kurundaki her yüzde birlik değişimin firmanın nakit akımında aynı değişikliğe yol açacağı kabul edilir

### 3.1.1.2. Döviz Kurunun Muhasebe Etkisi

Uluslararası faaliyette bulunan işletmeler faaliyetlerini, ilgili yabancı ülke parası ile yürütmekte ve bilançolarını da yine bu yabancı paralar cinsinden tutmaktadırlar. Özellikle çokuluslu işletmelerin, deniz aşırı uzantılarının finansal tabloları, ana ülkenin finansal tabloları ile birleştirilebilmek amacı ile yerel paradan ana ülke parasına çevrilmelidir. Çünkü ana ülke yatırımcıları, ana ülke parası değerleri ile ilgilendiği için yabancı para bilanço hesapları ve gelir tablosu ana ülke parası ile belirtilmelidir. Eğer para değeri değişirse, bunun sonucunda yabancı para çevirme kazançları veya kayıpları oluşabilmektedir. Bu da Döviz Kuru Muhasebe veya Dönüştürme Etkisi (Accounting / Translation Exposure) olarak adlandırılmaktadır [Shapiro, 1998: 170].

### 3.1.1.3. Döviz Kurunun Vergi Etkisi

Döviz kuru dalgalanmaları, işletmelerin vergi yükümlülüklerini de değiştirmektedir. Döviz Kurunun Vergi Etkisi (Tax Exposure), işletmelerde döviz kuru dalgalanmaları sebebiyle oluşan kazanç ve kayıplarda değişiklik yapan etkiyi ifade eden bir terimdir [Khambata ve Ajami, 1992: 134].

İşletmelerde yabancı para birimi karşılığı izlenen hesaplarda, döviz kuru değişiminin etkisi; enflasyon oranı ile kur değişim oranının birlikte incelenmesi ile anlaşılabilir.



Ülkemizde yabancı para mevcudunun değer artışının vergilendirilmesi bu etkiyi olumsuz yönde daha da artırmaktadır. Özellikle bunalım dönemlerinde enflasyon oranı devalüasyon oranını çok gecikmeli olarak yakaladığından, bu etkiler incelenirken özellikle devalüasyonun enflasyon oranından büyük olduğu durum dikkate alınmalıdır.

Döviz kuru değişim oranının, enflasyon oranından büyük olması durumunda, yabancı para mevcudu ve yabancı paraya bağlı alacakların satın alma gücünde artış olmasına rağmen, döviz kuru artışı gelir olarak beyan edilmek zorundadır. Örneğin enflasyon oranı %50, döviz kuru artış oranı %100 ise, yabancı para mevcudu ve yabancı paraya bağlı alacakların TL karşılığı nominal değeri %100 artar ve satın alma gücündeki artış %50'dir. Buna rağmen mevzuatımıza göre %100 nominal değer artışının gelir olarak beyanı gereklidir [Gücenme, 2002: 50].

Buna karşılık döviz kurlarının yükselmesi halinde, yabancı para birimi ile ödenecek borçların ulusal parayla ifadesinde (nominal değerinde) bir artma olmakta ve bu artış mevzuatımıza göre zarar olarak kayıtlanmaktadır. Bu durumda, işletmenin borcunun ülke parasıyla değerindeki artış yani işletmenin zararı, borçlanılan tutarın parasal olmayan aktiflere yatırılması nedeni ile doğan kıymet artışı ile kısmen karşılanmaktadır. Geriye kalan işletmenin uğradığı gerçek zarardır [a.g.e., s. 51].

Vergi mevzuatımızdaki bu düzenleme işletmelerin olası krizlere karşı dövizli bir hedging aracı olarak kullanma isteğini kısıtlamaktadır.

#### **3.1.1.4. Döviz Kurunun Hisse Senedi Etkisi**

Döviz kuru etkisi, firmanın değerini ve dolayısı ile sermaye piyasasındaki getirisini etkilemektedir. Hisse fiyatına (veya sermaye piyasasına) dayalı etki; döviz kurunda beklenmeyen değişikliklere karşı, firmanın hisse senedinin duyarlılığı şeklinde tanımlanmaktadır [Huang ve Stoll, 1997: 1].

Sermaye piyasaları açısından döviz kuru etkisi; firmaların piyasa ayarlı (market-adjusted) getirilerinin, döviz değerindeki değişiklikler ile korele olduğu durumu ifade etmektedir. Bu etkilenme Sermaye Malları Fiyatlandırma Modeli (CAPM - Capital Asset Pricing Model) vasıtası ile döviz kuru ve piyasa portföy değişimleri gibi ek

kontrol değişkenleri üzerinde, hisse senedi getirisinin bir regresyonu olarak ölçülmektedir [Bris, 2001: 4].

Bu yaklaşımına göre; döviz karşısında ülke parası değerlendiğinde hisse senedi getirileri düşen firmalar negatif etkiye, buna karşılık getirisi artan işletmeler pozitif etkiye sahip firmalardır [a.g.e., s. 1].

İhracatçı firmalar negatif döviz kuru betasına sahipken, yerel firmalar pozitif döviz kuru betasına sahiptir. Negatif döviz kuru betasına sahip işletmeler krizlerden olumlu etkilenmektedir. Çünkü ihracat gelirleri artmakta ya da rakipleri pozitif betaya sahip olmaktadır [a.g.e., s. 7].

Bris tarafından [a.g.e.], 1985-2000 yılları arasında Türkiye'nin de dahil olduğu kriz yaşayan 17 ülkenin 3617 firması üzerinde ve döviz kuru betası kullanılarak yapılan çalışmaya göre, devalüasyondan faydalanan firmaların; devalüasyondan zarar gören firmalara göre, daha yüksek kaldıraç, daha düşük Kar / Satış Geliri ve daha düşük faiz karşılama oranına sahip oldukları tespit edilmiştir

### **3.1.1.5. İşletmelerin Özelliklerine Göre Döviz Kurundan Etkilenme Dereceleri**

Döviz kurlarında meydana gelen değişim, firmanın rekabetini ve dolayısı ile kazançları veya elde edeceği fonların maliyetini etkilemektedir [Pan, 2000: 2]. Bu yaklaşım dikkate alındığında kur değişiminin firmalar üzerindeki etkileri aşağıdaki biçimde ortaya çıkacaktır [Dahlquist ve Robertson, 2001: 4].;

- Eğer bir firma yerel olarak ürettiği malları yurtdışına satıyorsa, genellikle devalüasyon, firmanın nakit akımlarını artıracaktır. Eğer üretim maliyetleri ve satış gelirleri döviz cinsinden ise, etkiler birbirini götürcek ve etkilenme azalacaktır
- Döviz üzerinden işlem gerçekleştirmeyen firmalar da iki sebepten dolayı döviz kuru etkisine maruz kalacaktır. Birincisi; yabancı rakipleri olan firmaların gelirleri devalüasyondan etkilenecek ve firmanın değerinde artış meydana gelecektir. İkincisi; yabancı rakipleri olmayan firmalar da girdi fiyatlarındaki değişiklikten etkilenebilecektir.

Sanayi düzeyindeki yoğunlaşma dikkate alındığında; rekabetin az olduğu endüstrilerde, fiyatlar marjinal maliyetin üzerine kadar yükseltildiğinden, firmalar ılımlı döviz kuru değişimlerini yerel para ayarlamaları ile absorbe edebilmektedirler. Buna karşılık rekabetçi piyasalarda etki daha fazla olmaktadır [Dominquez ve Tesar, 2001: 4].

Ülkemizde firmalar, özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren hızla ihracata yönelmişlerdir. Ancak liberalleşme sürecinin, dış ticarete yüksek ithalat bağımlılığını da beraberinde getirmesi, işletmelerin üretimleri için gerekli girdi mamullerinin yurtdışından ithalatını artırmıştır

Türkiye'de işletmelerin ihracata yönelme derecelerine göre döviz kuru riskine maruz kalma ihtimalini değerlendirmek için Tablo 3.1 kullanılabilir.

**Tablo 3.1: Türkiye'de Sektörlerin İhracatının Üretime Oranı**

Sektörler	İhracatın Üretime Oranı
Konfeksiyon	66.3
Tekstil	51.3
Elektronik	44.7
Elektrikli makineler	35.6
Demir çelik	34.6
Demirdışı metaller	31.8
Cam	31.6
Metal Eşya	31.4
Elektriksiz makineler	28.5
Seramik	29.0
Lastik	24.5
Plastik	20.4
Petrokimya	18.3
Kimya	16.8
Madencilik	16.2
Otomotiv	14.4
Kiremit Tuğla	12.9
Kağıt	11.6
Gıda	11.2
Tütün	11.0
Çimento	10.1
Deri	9.0
Tarım makineleri	3.9
Gübre	3.0

Hesaplamalar 1995-99 yılları arasındaki verilerin ortalaması alınarak yapılmıştır.

Kaynak: Capital, 2001(a): 42

Ancak Tablo 3.1'de görülen ihracat oranı, tek taraflı bir açı verdiğinden ve aynı sektörlerin ithalat oranlarını hesaba katmadığından, tek başına döviz kuru riskine karşı

bir avantaj olarak görülemez. Örneğin; ülkemizde tekstil ve konfeksiyon, ihracat/üretim oranı en yüksek olan sektördür. Ancak bu sektörün hammadde ve yarı mamul itibarıyla ithalata dayalı yapısı, döviz kurunun olumlu etkisini azaltmaktadır.

### 3.1.2. Parasal Aktarma Mekanizmasının Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarma mekanizmasının varsayımlarına göre, reel faiz oranlarındaki düşüş, işletmelerin sabit ve stok yatırımlarını, tüketicilerin ise konut ve dayanıklı tüketim malı yatırımlarını artırmaktadır [Mishkin, 1996(b): 2-3]. Buna karşılık reel faiz oranlarında meydana gelen artış, tüm yatırımları azaltırken, tüketicilerin beklentilerini olumsuzla çevirmekte ve alıcılar tüketim malı satın almaktansa likit kalmayı tercih etmektedirler. Özellikle kriz dönemlerinde, işletmelerin aşırı yükselen faiz oranları karşısında faiz ödeme gücü ve dolayısıyla firmanın net değeri hızla düşmektedir.

### 3.1.3. Özvarlık Fiyatları Kanalı

Parasal aktarım mekanizmasında özvarlık fiyatlarını içeren iki kanal mevcuttur. Bunlar; *Tobin'in q Yatırım Kanalı* ve *Tüketim Üzerinde Refah Etkisi Kanalı*'dir

James Tobin'in geliştirdiği "q" teorisine göre [Günsel, 1999: 67-68], firmaların sermaye yenileme maliyetleri ya da yatırım harcamaları, işletmenin kendi kaynakları ya da kredi almanın dışında para politikası uygulamaları ile de artırılabilir. Buna göre, para politikasıyla pay senetleri ve dolayısı ile de yatırım harcamaları etkilenmektedir. Örneğin para talebi para arzını geçerse ellerine fazladan para geçen bireylerin bu paralarla pay senedi alımına yönelmeleri firmaların piyasa değerini (pay senetlerinin fiyatı) yükseltecektir. Tobin, bulduğu "q" değerini şöyle formüle etmiştir:

$$q = \frac{\text{Firmaların piyasa değeri}}{\text{Sermayenin yenilenme maliyeti}}$$

Buna göre eğer "q" sayısı yüksek çıkarsa, firmanın piyasa değeri, sermayenin yenilenme maliyetine göre daha yüksek demektir. Bunun sonucunda firmaların az bir pay senedi ihraç ederek bir çok yeni yatırım malları alabilmesi sebebiyle yatırım harcamaları yükselmektedir.

Öte yandan eğer “q” sayısı küçük çıkarsa firmalar yeni yatırım malı satın almazlar. Çünkü firmaların piyasa değeri, sermayenin yenilenme maliyetine göre düşüktür. Eğer firmalar “q” sayısı düşük çıktığı halde yatırım yapmak isterlerse, aynı işle uğraşan, varsa bir diğer firmayı satın alacaklar ya da elden düşme sermaye malı alımına yöneleceklerdir.

*Hane halkının Tüketimi Üzerinde Servet Etkisi* de özvarlık kanalları içerisinde değerlendirilmektedir. Servet miktarındaki bir değişme, doğrudan kişilerin harcamalarını, böylece de faiz oranında bir değişme gerekmeden ekonomik faaliyetleri etkileyebilmektedir [Keyder, 1990: 353]. Bu da işletmelerin ürettiği mallara yönelik talepte dalgalanmalara sebep olmaktadır.

### 3.1.4. Banka Kredisi ve Bilanço Kanalları

Kredi piyasasında bilgi sorunları dolayısı ile ortaya çıkan iki parasal aktarma kanalı; *Banka Kredi Kanalı ve Bilanço Kanalları*'dır.

a) *Banka Kredi Kanalı*: Genişlemeci para politikasının uygulandığı dönemlerde, bankaların rezervleri ve banka mevduatları, dolayısı ile borç verilebilir fonların miktarı artmaktadır. Kredilerdeki bu artış yatırım harcamalarını da beraberinde getirmektedir.

Bunalım dönemlerinde ise Merkez Bankası faiz oranlarında meydana gelen artış, bankalar için kredi vermenin marjinal maliyetini artırmaktadır. Bu da işletmelere yönelik fon arz eğrisinin sola kaymasına ve “aracı ile elde edilen finansman”ın maliyetinin yükselmesine sebep olmaktadır. Sonuçta, işletmelere yönelik kredilerde düşme meydana gelmektedir [Kohler vd., 2000: 8].

Büyük firmalar, bankalara gitmeden hisse senedi ve tahvil ihracı yoluyla kredi piyasasına zaten doğrudan girebildiklerinden, kredi kanalları küçük firmaların harcamaları üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olmaktadır. [Mishkin, 1996(b): 9].

b) *Bilanço Kanalları*: Bu kanal, parasal daralmanın, borçlanıcıların varlıkları ve karları üzerindeki potansiyel olumsuz etkisini vurgulamaktadır. Bu etki,

borçlanıcının net değeri, nakit akımı ve likit varlıkları gibi değişkenlerini etkileyerek, risk primini yükseltmektedir. Parasal daralma ile tetiklenen faiz oranlarındaki artış firmanın riskini artırmaktadır. Çünkü bu artış firmanın teminatı olan; karları ve varlıklarının değerini azaltmaktadır [Domaç ve Ferri, 1998: 6].

Para politikası, firmaların bilançolarını birkaç yönden etkilemektedir: Birincisi; genişlemeci para politikası özvarlık fiyatlarını artırmakta, bu da firmanın net değerini yükseltmektedir. Sonuçta yatırım harcaması yükselerek toplam üretim artmaktadır [Mishkin, 1996(b): 11]. Buna karşılık, parasal daralma ve bunalım dönemlerinde firma değerini düşürmektedir.

İkincisi ise; daha önce açıklanan ve işletmelere yönelik kredilerin daralmasına sebep olan, kredi tayınlamasıdır. Kredi tayınlamasını yalnız hükümetlerin kredi miktarı üzerine sınır getirmesi olarak algılamamak gerekmektedir. Kredi veren kuruluşlar, kaynakların kısıtlı olması halinde, kredi verirken “faiz dışı” yöntemler kullanmaktadırlar. Bu yöntemlerden bazıları; teminatı artırmak, verilen krediye karşılık olarak mevduat tutma şartı istemek veya doğrudan geri çevirmek şeklinde olabilmektedir [Keyder, 1990: 353].

Üçüncüsü ise, genel fiyat düzeyi üzerinden parasal politikaların etkisidir. İşletmeler açısından enflasyon (özellikle beklenmeyen enflasyon); fiyatlandırma politikası, finansman maliyetleri, emek ve malzeme maliyeti konularındaki belirsizliği ve işletmelerin riskini önemli ölçüde artırmaktadır. Aynı zamanda enflasyon, kurumlar vergisi efektif oranını yükseltmektedir. Buna karşılık, dezenflasyon da işletmelerin riskini etkilemektedir. Özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde çalışan firmalar, enflasyon düştüğü zaman adaptasyon zorluğu sebebiyle, yeterli oranda kar ve nakit akımı üretememektedirler [Pinches, 1990: 167-623].

Parasal daralmadan kaynaklanan banka kredilerindeki düşüş, diğer başka kredi kaynaklarına ulaşamayan tüketicilerin, dayanıklı tüketim malları ve konut alımlarını da *Hane halkı Bilanço Etkisi* ile düşürmektedir. Aynı şekilde faiz oranlarında meydana gelen artış, tüketicilerin nakit akımlarını ters yönde etkilediği için, hane halkı bilançosunu bozmaktadır [Mishkin, 1996(b): 13]. Eğer tüketiciler finansal

sıkıntı içine düşecekleri ihtimalini görürlerse, likit olmayan dayanıklı tüketim malları ve konut yatırımlarını azaltacaklar ve daha likit finansal varlıklara yöneleceklerdir [a.g.e., s. 14].

Ülkemizde yaşanan kriz ile birlikte, protesto edilen senet tutarında meydana gelen radikal artış, özellikle tüketicilerin kriz sebebi ile kendi bilançolarında meydana gelen bozulmalardan kaynaklanmaktadır. Gerçekten de Krizi takip eden ayda protesto edilen senet tutarı bir önceki yılın aynı dönemine göre %89 oranında artış kaydetmiştir [<http://www.tcmb.gov.tr>, 2002]

Yukarıda açıklanan parasal aktarma mekanizması, dayanıklı tüketim malı üreten işletmeler üzerinde daha yoğun etki göstermektedir. Bu sektörlerde yer alan işletmelerin ürettikleri mallara göre de, parasal daralmaya karşı ortaya çıkan üretim tepkilerinin farklılaştığı görülmektedir. Ayrıca küçük işletmelerde mekanizma negatif yönde daha etkili olmaktadır.

Haimowitz [Haimowitz, 1996]; Amerikan ekonomisinde, dayanıklı tüketim malları üreten işletmelerin, dayanıksız tüketim malları üreten işletmelere oranla, faiz oranı şoklarına daha duyarlı olduğunu ve daha büyük üretim değişiklikleri yaşadıklarını tespit etmiştir.

İngiltere ekonomisinde yer alan 24 sektörün üretimi üzerinde para politikası şoklarının etkisini ölçmek amacıyla yaptıkları çalışmada, Genley ve Salmon [Genley ve Salmon, 1997]; parasal şartlardaki daralmanın, bazı sektörler üzerinde aşırı duyarlılık oluşturduğunu bulmuşlardır. İngiltere ekonomisinde inşaat sektörü üretiminde büyük boyutta ve hızlı bir düşüş ortaya çıkarken, kamu malı üreten (utilities) hizmet sektörü daha ılımlı bir tepki göstermektedir. Çalışmaya göre, imalat sanayi parasal daralmaya çok farklı tepkiler göstermektedir. Gıda, içecek ve tütün sektöründe tepki en düşükken, lastik ve elektrikli ekipmanlar sektörü daha büyük değişiklikler göstermektedir. Ayrıca parasal daralma durumunda, çoğunlukla küçük firmalar kredi piyasasındaki aksaklıklardan dolayı, nispeten daha büyük üretim düşüşleri yaşamaktadırlar.

Hayo ve Uhlenbreck [Hayo ve Uhlenbrock, 1999], Almanya'daki sektörler üzerinde yaptıkları analizlerinde; negatif parasal ekonomi şokları karşısında; demir dışı metal, kimya, demir ve çelik, elektrikli ürünler sanayi ve ofis makinaları üreticilerinin negatif, konfeksiyon, gıda, madencilik, petrol işleme ve yapısal metal ürünleri üreticilerin nispeten pozitif üretim tepkisi gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

### **3.1.5. Firma Riski**

Yukarıda açıklanan genel ekonomik riskler dışında, işletmelerde ortaklar tarafından üstlenilen riskler; firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan iş riski ve sermaye yapısındaki sabit ve sınırlı finansal sözleşmelerin varlığı ile oluşan finansal risktir. Genelde iş riski yükseldikçe, firmanın üstlenebileceği finansal risk azalmaktadır.

Bu iki riskten ayrı olarak, firma riski içerisinde firmanın ihraç ettiği menkul kıymetlerin riskini temsil eden, ihraç riski de bulunmaktadır.

Takip eden bölümlerde bu riskler sırasıyla açıklanmaktadır.

#### **3.1.5.1. İş Riski**

Kolb ve DeMong [Kolb ve DeMong: 1988, 353] iş riskini, firmanın gelecekte beklenen net faaliyet gelirinin veya faiz ve vergi öncesi karının belirsizliği ve değişkenliği olarak tanımlamaktadır. Genelde iş riski, sermaye bütçelemesi kararlarının doğrudan fonksiyonudur. Bu kararlar firmanın hem işini hem de varlıklarının kompozisyonu etkilemektedir.

İş riski, endüstriler ve/veya firmalar arasında farklılık göstermektedir. Özellikle demir-çelik endüstrileri, ulaşım ve enerji sektörü gibi endüstri kollarında veya sektörlerde faaliyet gösteren firmalar sermaye yoğun firmalardır ve sabit maliyetlerin yüksek oluşu, onların aynı zamanda “riskli” firmalar oluşu anlamına da gelmektedir [Özdemir, 1997: 392]. Küçük firmalar iş riskine daha fazla maruz kalırken, gıda işleme ve perakendecilik yapan işletmeler iş riskinden daha az etkilenmektedir [Pinches, 1990: 403].



İş riski çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Bu faktörler aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- *Genel Ekonomik Dalgalanmalara Firmanın Satışlarının Duyarlılığı:* Genel ekonomik şartlar değiştiğinde satışları daha fazla dalgalanan firmalar, daha fazla iş riskine sahiptirler.
- *Rekabetin Derecesi ve Firmanın Boyutu:* Firmanın boyutu ve pazar payı küçüldükçe daha fazla iş riski ortaya çıkmaktadır [Pinches, 1990: 403].
- *Girdi Fiyatlarındaki Değişkenlik:* Girdi fiyatları belirsiz olan firmalar, yüksek iş riskine maruzdur. [Rugman vd, 1985: 422].
- *Girdi Fiyatlarındaki Değişiklik Karşılığında Ürün Fiyatlarında Ayarlama Yapabilme Yeteneği:* Özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde bu faktör önem kazanmaktadır. Tekelci veya oligopolistik durumda bulunan veya ürünleri için elastik olmayan talep eğrisine sahip firmalar ise, ürün fiyatlarında daha fazla değişiklik yapabilme yeteneğine sahiptirler. Dolayısı ile iş riskine daha az maruz kalmaktadırlar [Pinches, 1990: 403].

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, temel olarak iş riski, firmanın faiz ve vergi öncesi karının belirsizliği veya değişkenliğine atıf yaptığından dolayı, diğer şartlar eşit kabul edildiğinde faaliyet kaldırıcı yükseldikçe, iş riskinin derecesi de büyümektedir [Moyer vd, 1984: 206].

Sabit gideri olan her işletmenin, iş hacmindeki gelişmeye bağlı olarak karındaki değişme oranı, iş hacmindeki değişme oranından daha yüksektir. Bu olgu faaliyet kaldırıcı olarak nitelendirilmektedir [Akgüç, 1998: 136].

Faaliyet kaldırıcı yüksek olan firmaların, diğer koşulların değişmediği varsayımı altında, satışlarında küçük miktardaki bir düşme, karlarda daha büyük oranlarda düşümlere yol açabilmektedir [Özdemir, 1997: 393].

Faaliyet kaldırıcının değeri aşağıdaki şekilde formüle edilebilir [Ceylan, 2001a: 116]:

$$\text{Faaliyet Kaldırıcı Değeri} = \text{Faiz ve Vergiden Önceki Karın Yüzde Değişim Değeri} / \text{Satışların Yüzde Değişim Değeri}$$

Özellikle iktisadi durgunluk ve daralma dönemlerinde gerek işletme faaliyeti açısından gerekse de finansman faaliyetleri açısından, sabit maliyetleri yüksek, yani kaldırıcı bulunan firmaların kötü sonuçlar elde etme ihtimali daha yüksektir [Şensoy, 2001: 88].

### 3.1.5.2. Finansal Risk

Finansal risk, ortaklara yönelik firma getirilerindeki potansiyel değişkenliği büyüten sabit maliyetli borç veya sınırlı maliyetli tercihlili hisse senedinden kaynaklanan risktir [Kolb ve DeMong: 1988, 822]. Bu risk, iki unsurun fonksiyonudur. Birincisi, gelir akımı üzerine kurulu menkul kıymetlerin sabit veya sınırlı alacak hakkından kaynaklanan hisse başına kazançlarındaki büyük dalgalanmalar, ikincisi ise işletmenin sınırlı esneklik, finansal sıkıntı veya, en kötüsü, bu tür sermaye sözleşmelerinden kaynaklanan borcunu ödeyememe durumudur [a.g.e., s. 364].

İşletmenin borçlarını ödeyememe riski olarak da adlandırılan finansal riski ölçmede; en fazla kullanılan oranlar, toplam varlıklar ve özvarlık içerisinde uzun ve kısa vadeli borçların miktarı, Faiz Kazanma Gücü ve Sabit Ödeme Karşılama oranları kullanılmaktadır [Moyer, 1984: 211].

Finansal risk, firmanın finansal kaldıraç kullanması durumunda, firma ortakları tarafından üstlenilen finansal sıkıntı ihtimalini artırmaktadır [Pinches, 1990: 403].

Finansal kaldıraç, “faiz ve vergi öncesi kardaki (FVÖK) değişikliğinin, hisse senedi pay başına kazancı üzerindeki etkisinin büyüklüğü” olarak tanımlanmaktadır [Kolb ve DeMong: 1988, 364].

Finansal Kaldıraç derecesi aşağıdaki şekilde formüle edilebilir [Ceylan, 2001a: 119]:

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \text{Adi Hisse Başına Düşen Gelirdeki Yüzde Değişim} / \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kardaki Yüzde Değişim}$$

Firmalar, özsermaye karlılığını artırmak amaç ve niyetiyle veya bazen de zorunlu olarak sabit yük getiren dış kaynaklar kullanma girişiminde bulunmaktadırlar. Bu tür kaynakların yatırıldığı iktisadi varlıkların, firmaya finansman giderlerinin üzerinde bir gelir sağlaması durumunda, finansal kaldıracın özsermaye karlılığı üzerindeki etkisi olumlu yöndedir. Buna karşılık sözkonusu kaynakların yatırıldığı iktisadi varlıkların sağladığı gelir, bu kaynakların getirdiği sabit yüklerini karşılayamıyorsa, kaldıracın etkisi olumsuz olmaktadır [Akgüç, 1998: 139].

Finansal kaldıracın gittikçe artan oranda kullanılması, firmanın sabit finansal maliyetlerini artırmaktadır. Bu da, firmanın sözleşmelerden kaynaklanan finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmesi ve faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli olan FVÖK'ın düzeyini yükseltmektedir. Finansal kaldıracın artması hisse başına düşen karda değişkenliğe yol açarken, aynı zamanda firmanın borçlarını ödeyememe riskini de artırmaktadır [Moyer vd, 1984: 211].

Nispeten yüksek borç oranına sahip firmalar, ekonomi normal seyrindeyken, yüksek getiri elde etmektedirler. Ancak resesyona girildiği zaman, kaybetme riskinden etkilenmektedir [Brigham ve Houston, 1996: 67]. Çünkü bu dönemlerde yüksek kaldıraçlı firmalar, faiz oranlarındaki artışlardan dolayı daha kırılgan hale gelmekte ve yatırım talepleri düşmektedir [Borensztein ve Lee, 2000: 15].

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere faaliyet kaldıracı ve finansal kaldıraç değerleri birbirlerinden bağımsız değildir. Yüksek faaliyet ve finansal kaldıraç değerleri ile faaliyet gösteren işletmelerde, satışlarda meydana gelecek küçük bir değişiklik, adi hisse senedi başına düşen gelirden büyük değişikliklere sebep olmaktadır [Ceylan, 200(a): 120].

Faaliyet kaldıracı ile finansal kaldıracın birlikte ifade edilmesi sonucu, “Birleşik Kaldıraç Değeri” ortaya çıkmaktadır. Bir firma tarafından kullanılan birleşik kaldıracın derecesi, sabit faaliyet ve sermaye maliyetleri dolayısı ile oluşan hisse başına kazançtaki tüm değişikliğin ölçüsüdür. Birleşik Kaldıraç değeri; basit olarak, faaliyet kaldıracı değeri ile finansal kaldıraç değerinin çarpılması ile bulunmaktadır [Özdemir, 1997: 400].

Mali analizde, yukarıda bahsedilen kaldıraç etkileri (Faaliyet, Finansal ve Birleşik), olası ekonomik durgunluk dönemlerine girilmesi nedeni ile firmanın satışlarında meydana gelebilecek düşüslere karşı ne kadar duyarlı olduğu ve satışlardaki değişmelerin karlılık oranlarını nasıl etkileyeceği konusunda kullanılmaktadır [Şensoy, 2001: 87].

### **3.1.5.3. İhraç Riski**

İş ve finansal riske ek olarak, firmanın ihraç ettiği menkul kıymetlerin cinsine göre de risk ortaya çıkmaktadır. Tahvil tutanların hukuki ve adi hisse senetleri sahiplerine göre öncelik hakları sebebiyle, bir firmanın adi hisse senetlerine yatırım yapanlar işletmenin tahviline yatırım yapanlara göre daha risklidirler [Pinches, 1990: 168].

Ayrıca, firmaların ihraç ettikleri menkul kıymetlerin piyasada yeterince ilgi görmemesi ya da yatırımcısına tatmin edici bir getiri sağlayamaması; işletmelerin bir sonraki ihraçlarında, piyasadadan fon elde etme imkanı kısıtlayacaktır.

## **3.2. İŞLETMELERDE FİNANSAL SIKINTI**

İşletmeler yukarıda bahsedilen risklerinin çeşitli nedenlerle gerçekleşmesi durumunda, finansal sıkıntı ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

Temel olarak finansal sıkıntı; firmanın cari likit varlıkları ile cari yükümlülükleri arasında uyumsuzluktan kaynaklanmaktadır [John, 1993: 91]. Teorik olarak dış finansmanın marjinal maliyeti iç finansmanın fırsat maliyetini aştığı zaman, iç finansman kaynağını tüketen firmaların, finansal sıkıntısı ile daha sık karşılaşması muhtemeldir [Fazzari ve Petersen, 1993: 333].

Finansal sıkıntı derecesi, ara sıra ortaya çıkan vadesi gelmiş borçların ödenmemesi durumundan, iflas mahkemesi tarafından verilen zorlanmış tasfiye aşamasına kadar geniş bir seti içermektedir.

Finansal sıkıntının derecesinin artmasına göre ortaya çıkış şekilleri şöyle sıralanabilir:

**i) Teknik Likidite Kaybı (Likiditesizlik)**

Teknik likidite kaybı, bir firmanın vadesi gelen yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kalması durumu olarak tarif edilebilir. Likiditesizliğin sebepleri; yavaşlayan alacak tahsilatından kaynaklanan nakit akışı azalması veya akışın durması, piyasa koşullarından kaynaklanan geçici satış azalması, firmayı, tedarikçileri ve müşterileri etkileyen grevler veya tahmin edilemeyen yükümlülüklerin ortaya çıkmasıdır. Böyle bir likidite krizi genellikle kreditorlerle anlaşmak suretiyle aşılabılır. Bununla birlikte, eğer firmanın normal faaliyetleri, yinelenen yükümlülüklerini karşılamak için yeterli nakit üretemiyorsa likiditesizlik kronik hale gelebilir [Kolb ve Demong,1988: 738 ].

Teknik likidite kaybının en önemli sebebi, nakitsiz kalmaktır. Nakitsiz kalmak (cash insolvency) nakit yetersizliğinden farklı bir durumu ifade etmektedir. Nakit yetersizliği; kar payı, Araştırma-Geliştirme harcamaları ve sermaye harcamaları gibi arzu edilen belli harcamalarını yaptıktan sonra, firmanın nakdinin bitmesidir. Nakitsiz kalmak ise, bütün gerekli olmayan giderler kesildikten ortaya çıkan nakit eksikliği olarak tanımlanmaktadır. Bu yüzden nakitsiz kalmak, nakit yetersizliğinin uç formudur. [Home, 1995:303].

**ii) Mutlak Likidite Kaybı**

Eğer firmanın yükümlülükleri, varlıklarının gerçek değerini aşarsa mutlak likidite kaybı ortaya çıkmaktadır. Mutlak likidite kaybı, firmanın yükümlülüklerini karşılamada kalıcı yetersizliği gösterdiğinden, teknik likidite kaybına oranla daha ciddi bir finansal durumu ifade etmektedir [Kolb ve Demong,1988: 739].

**iii) İflas**

İşletmenin müflis olması (bankruptcy) ise; varlıklarının borçlarını karşılayamaz hale gelmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Bir başka deyişle müflis hale gelme, likiditeyi kaybetmeden daha kötü bir haldir [Gönenli, 1983: 596].

**iv) Ekonomik Başarısızlık**

Ekonomik başarısızlık, işletmenin sermaye maliyetini de içerecek şekilde, maliyetlerini karşılamada yeterli gelir elde edememesi durumunu göstermektedir. Başka bir ifade ile başarısız firma, işletmenin sermayesini sürekli yenileyebilmek için yeterli kar üretemeyen işletmedir. Bununla birlikte bu terimin hukuki bir yan anlamı yoktur ve zarar eden veya yeterli kar elde edemeyen bazı işletmeler, uzun süre faaliyetlerini sürdürebilirler.

Böyle bir durum, karlı hale gelerek varlığını sürdürmek için işletmenin yönetimin tedavi edici tedbirleri almasını gerektirmektedir. Eğer firma, vadesi gelen yükümlülüklerini karşılamada yeterli miktarda likidite sağlayabilirse, varlıklarının gerçek değeri yükümlülüklerini geçmektedir. Böylece reorganizasyon ve tasfiyeyi gerektirecek bir kriz durumu ortaya çıkmamaktadır [Kolb ve Demong,1988: 739].

Ülkemiz uygulamasında, şirketin senetli senetsiz borçlarını, personel ücretlerini, imalat ve ticaret için gerekli hammadde, yardımcı madde ve benzeri girdileri temin etmekte ve bedellerini ödemedede güçlük çekmesi, gecikmesi, vadelere uyamaması karşısında satıcıların şirketle çalışmaktan çekinmeye başlamaları, ödenmeyen senetlerin icraya verilmesi gibi haller şirketin “acz içine düştüğü” şüphesini uyandıran örnek durumlardır [Ergür, 2001: 15].

### 3.2.1. İşletmelerde Finansal Sıkıntının Sebepleri ve Belirtileri

Genel olarak firmaların finansal sıkıntı içerisine girme sebepleri şu şekilde sıralanabilir [Ertuğrul, 2001: 6]

- Genel ekonomik durumdaki olumsuzluklar, bu nedenle meydana gelen keskin kur hareketleri, ekonomik durgunluk ve artan sistematik risk,
- Yetersiz satış hacmi,
- Aşırı yüksek faaliyet giderleri ,
- Büyük miktarda şüpheli ve değersiz alacak oluşması,
- Stok devir hızının yavaş olması,
- Hatalı birleşme ve işbirliği kararları,
- Likidite yönetiminde özensizlik.

Firmalarda ortaya çıkan sıkıntının belirtileri ise; [Manimala, 1991]

- Negatif çalışma sermayesi (Borç çalışma sermayesinde meydana gelen artış),
- Borç servis yükümlülüklerini karşılamada düzensizlik,
- Kurulu kapasitenin düşük kullanımı,
- Sermaye erozyonu sebebi ile ortaya çıkan birikmiş kayıplar,
- Dış fonlara sürekli ve aşırı bağımlılık (artan kaldıraç oranı),
- Üretimde meydana gelen uzun süreli duraksamalar,
- Satışlarda sık sık ortaya çıkan kesintiler,
- Düşük kaliteli mal ve hizmet vermek,
- Nakit kayıpları ve kar payı ödememek,
- Eskiyen Makine ve tesis,
- Düşen karlar, düşük marjlar, fiyat indirimleri,
- Düşük verimlilik olarak belirtilebilir.

### 3.2.2. İşletmelerde Finansal Sıkıntının Önceden Tahmin Edilmesi Modelleri

Finansal sıkıntı ile etkin mücadele edilmesi; bir şirketin sıkıntıya düşeceğinin vaktinde öngörülebilmesi ve gerekli önlemlerin vaktinde alınabilmesiyle mümkündür.

Finansal sıkıntının önceden tahmin edilmesine yönelik istatistik modelleri kullanan çalışmalar, kullanılan modeldeki değişken sayısı bakımından ya tek boyutlu ya da çok boyutlu model özelliği taşıyabilmektedir.

Tek boyutlu modeller, statik mali analiz araçları olan mali oranları teker teker almak suretiyle tahmin etmeye çalışmaktadır. Sadece bir mali oranın bağımsız değişken olarak alındığı bu yaklaşımda; 0-1 Basit Regresyon Modeli, Tekli Diskriminant Analizi, Markov Zinciri gibi istatistiki teknikler kullanılmaktadır [Aktaş,1997: 26].

Tek boyutlu analiz yöntemine dayanarak çalışma yapan Beaver'a göre, işletmelerin bilançolarının beş yıllık döneminin incelenmesi ile sıkıntı tahmin edilebilmektedir [Beaver, 1967].

#### 3.2.2.1. Altman Modeli

Tek boyutlu modellerin çelişkili sonuçlar ortaya çıkarabilme ihtimali, çok boyutlu modelde önemli bulunabilen bir oranın tek boyutlu modelde önemsiz çıkabilmesi ve tek boyutlu modellerin tahmin gücünün çok boyutlu modellere göre düşük olması çok boyutlu modellerin geliştirilmesine sebep olmuştur [Aktaş, 1997: 29-30]. Çok boyutlu modellerde; diskriminant analizi, çoklu regresyon modeli, probit, logit ve performans endeksi teknikleri kullanılmaktadır [a.g.e., s. 30].

Beaver'ın hesaplama yöntemini, Doğrusal Çok Boyutlu Modeli kullanarak olgunlaştıran Altman'a göre; bir işletmenin ödeme sıkıntısına düşeceği, son dönem bilançosunun incelenmesi ile %97 ve iflas tarihinden iki yıl önceki bilançolarının incelenmesi ile de %72 oranında bir isabetle tahmin edilebilmektedir



Altman ödeme sıkıntısını tahmininde beş temel ortalamayı esas almaktadır [Altman, 1968].

X1= Çalışma sermayesi / Toplam Aktifler

X2= Dağıtılmamış Kar / Toplam Aktifler

X3= Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Aktifler

X4= Özkaynakların Piyasa Değeri / Borçların Kayıtlı Değeri

X5= Satışlar / Toplam Aktifler

Buna göre bir işletmenin ödeme sıkıntısına düşme olasılığı, aşağıdaki formül sonucu bir "Z" sayısı (skoru) ile ifade edilir.

$$Z = 0.012 (X1) + 0.0014 (X2) + 0.003 (X3) + 0.006(X4) + 0.010 (X5)$$

Z sayısının 2.9'un üzerinde olması, şirketin güvenli bir durumda olduğunu, 1.8'in altına düşmesi halinde ise, olası bir sıkıntıyı göstermektedir

Altman, bu çalışmayı yaparken örneğe dahil ettiği işletmelerin bugünkü işletmelere nazaran küçük kalması, sadece imalat sanayi işletmelerini alıp, ticaret ve hizmet sektörünü dışlaması ve yeni muhasebe standartlarının benimsenmesi sonucu Z modelini değiştirerek Zeta modelini geliştirmiştir. Zeta modelindeki değişkenler şunlardır:

- Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK) / Toplam Varlıklar
- FVÖK'in İstikrarı
- Borç Servis Oranı
- Dağıtılmayan Karlar/Toplam Varlıklar
- Cari Oran
- Özsermaye/Toplam Kaynaklar
- İşletme Büyüklüğü (İşletmenin Maddi Varlıklar Toplamı)

Bu modelin doğruluğu, orijinal örnek için %92.8 olarak bulunurken, yapılan geçerlilik testleri de bu sonuca destek vermiştir [Aktaş,1997: 39-40].

Güneydoğu Asya Krizi öncesi işletmelerin finansal kırılganlığını ölçmek amacıyla Altman'ın Z skor analizini uygulayan Pomerleano [Pomerleano, 1998: 15], kriz öncesi 5

yıllık dönemde, Kore firmalarının Z Skoru'nun sürekli 1.6'nın altında seyrettiğini ve beş yıllık ortalamanın 1.48 olduğunu tespit etmiştir. Tayland firmalarının ise 5 yıllık süreçte Z Skor'larının istikrarlı bir şekilde düştüğünü kanıtlamıştır.

Pomerleano'nun Altman Z Skoru hesaplamalarının yer aldığı Tablo 3.2, krizden en fazla zarar gören ülkeler olan Kore ve Tayland firmalarının, krize girmeden önce de sağlıklı ve sıkıntılı bir finansal yapısı olduğunu ortaya koymaktadır.

**Tablo 3.2: Güneydoğu Asya Krizi Öncesi İşletmelerin Altman Z Skoru**

	1992	1993	1994	1995	1996	Ortalama Altman Z Skoru
Endonezya	2.261	2.755	3.613	2.831	2.6	2.81
Kore	1.341	1.469	1.573	1.547	N/A	1.48
Malezya	5.969	8.432	6.346	4.844	3.9	5.89
Filipinler	2.357	3.506	4.867	4.259	3.4	3.68
Tayvan	2.521	3.215	3.665	2.901	3.2	3.09
Tayland	3.115	4.481	2.934	2.269	1.5	2.86

N/A: Veri mevcut değil

Kaynak: Pomerleano, 1998: 15

### 3.2.2.2. İşletmelerde Sıkıntıyı Tahmin Etmede Geliştirilen Diğer Modeller

İşletmelerde finansal sıkıntının tahmin edilmesinde Altman Modeli dışında geliştirilen diğer modeller; Nakit Akım Esaslı Model, Bathory Modeli ve Chesser Modelidir. Bu modeller aşağıda açıklanmıştır.

#### i) Nakit Akım-Esaslı Model

Bu alanda çalışma yapan Abdulaziz ve Gerald H. Lawson, işletme başarısızlıklarını tahmin etmede Nakit-Akım-Esaslı Model (Cash-Flow Based Model - CFB Modeli) kullanmışlardır. Bu çalışmada, nakit akımının çeşitli bileşenleri (faaliyet, yatırım, finansman ve likidite değişiklikleri) dikkate alınmıştır. Yapılan test sonucunda işletme başarısızlıklarından önceki 1 yıldan 5

yıla kadar yapılan analizde doğru tahmin yapılmıştır. Başarısızlığın bir yıl öncesi alınarak yapılan analizde, %92 tahmin başarısına ulaşılrken, beş yıllık dönem analize tabi tutulduğunda ise, doğruluk oranı %72 olmuştur [Horne, 1995: 778]

## ii) Bathory Modeli

Alexander Bathory tarafından geliştirilen bu modelde kullanılan oranlar aşağıdaki gibidir [Özdemir, 1997: 63]:

- $\text{Net kar} + \text{Birleşik Amortismanlar} + \text{Birikmiş Vergi Borçları} / \text{Kısa Süreli Yabancı Kaynaklar Toplamı}$
- $\text{Vergi Öncesi Kar} / \text{Devamlı Sermaye (Özsermaye} + \text{Uzun Süreli Yabancı Kaynaklar)}$
- $\text{Özsermaye} / \text{Kısa Süreli Yabancı Kaynaklar}$
- $\text{Özsermaye} / \text{Pasif Toplamı}$
- $\text{Çalışma sermayesi} / \text{Aktifler Toplamı}$

## iii) Chesser Modeli

Chesser Modeli, açılan kredilerin geriye ödenmeme ihtimalini, başka bir deyişle “donuk kredi”olma olasılığını da dikkate alan bir modeldir. Modelde altı adet değişken kullanılmıştır [a.g.e., s. 64]

- $\text{Hazır Değerler} / \text{Aktif Toplamı}$
- $\text{Net Satışlar} / \text{Hazır Değerler}$
- $\text{FVÖK} / \text{Aktif Toplamı}$
- $\text{Toplam Borçlar} / \text{Aktif Toplamı}$
- $\text{Net Duran Varlık} / \text{Özsermaye Toplamı}$
- $\text{Çalışma sermayesi} / \text{Toplam Net Satışlar}$

### 3.2.3. Finansal Sıkıntı Maliyetleri

İşletmelerde ortaya çıkan finansal sıkıntı ile oluşan dolaylı ve dolaysız maliyetlerin toplamı, finansal sıkıntı maliyetlerini oluşturmaktadır. Maliyetler, hem borcun hem de özsermayenin maliyetini etkilemektedir. Tahvil tutanlar ve diğer kreditorler, finansal sıkıntı olasılığının arttığını algıladıklarında daha yüksek getiri talep etmektedirler. Aynı şekilde, finansal sıkıntı güçlü hale gelmeye başladığında hisse senedi sahipleri de aynı duyarlılığa sahip olmaktadır.

Finansal sıkıntı henüz iflas aşamasına dönüşmemişse, oluşan maliyetleri aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür [Pinches, 1990: 413]:

- Tatmin edilmeyen tüketicilerin iptal ettikleri siparişleri ve dolayısı ile oluşan satış kayıpları,
- Yeterli nakit üretilmediği için vazgeçilen karlı yatırım projeleri,
- Anahtar personelin işten ayrılması veya artık firmayı işleyen bir teşebbüs olarak görmemekten dolayı oluşan etkinsizlik,
- Finansal esnekliğin kaybedilmesi.

Mali başarısızlığın en son evresi olan iflas ise, işletme için yukarıda bahsedilen maliyetlerin yanında doğrudan giderlerin oluşmasına da sebep olmaktadır. İflas halindeki doğrudan giderler, iflas sürecindeki hizmetlerinden dolayı üçüncü şahıs ya da gruplara ödenmesi gereken ücretlerden oluşmaktadır. Bu giderler; tasfiye halinde ise, tasfiye giderleri, reorganizasyon halinde ise reorganizasyon giderleri olarak tanımlanmaktadır. Bu tür giderler içerisinde mahkeme, hukuk işlemleri, muhasebe ve diğer profesyonel hizmet giderleri bulunmaktadır. Bazı analizciler, bu grup içerisinde deneysel olarak ölçülmesi zor olan kaybedilmiş yönetici zamanından kaynaklanan fırsat maliyetini de eklemektedir [Aktaş,1997: 11].

Finansal sıkıntı maliyetlerinin firma değerinin %10'u ile %15'i arasında değiştiği hesaplanmıştır [Pinches, 1990: 414].

### 3.3. İŞLETMELERDE KRİZ

Kriz kavramının, işletmecilik ve yönetim literatürüne belirgin bir şekilde, 1929-1933 ekonomik krizinden sonra girdiği söylenebilir. Ancak kriz kavramı ve krizin önemi ile ilgili yönetim tartışmaları, esas olarak, 1960'lı yıllarda daha çok yaygınlaşmaya başlamış ve özellikle 1980'li yıllardan itibaren stratejik yönetimin bir konusu haline gelmiştir [Ataman, 2001: 235].

İşletme literatüründe kriz kavramı, diğer disiplinlerdeki anlamından farklı olarak ele alınmamaktadır. Ancak kriz, burada daha özel bir bağımsız alan olarak faaliyet gösteren işletmeler için söz konusu olup, onlarda zorunlu ve plansız bir değişikliğin oluşturduğu karar sürecini ifade etmektedir.

Kriz; örgütün temel amaçlarını tehdit ederek; örgüt bütünüünün varlığını tehlikeye sokan, kaynağının belirsizliği ve kısıtlı karar süresi gibi nedenlerle örgüt üyeleri arasında gerilim ve şaşkınlık yaratan durum olarak ifade edilmektedir [Ataman, 2001: 228].

Başka bir ifadede [Phelps, 1986: 5] kriz, “Bir örgütün rutin sistemini bozan ve aniden ortaya çıkan herhangi bir acil durum” olarak tanımlanmaktadır.

Krizi, rutin ortamdan ayıran özellikleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür [Kuklan, 1986: 42 ];

- Kriz ciddi bir rahatsızlıktır ve acil müdahaleyi gerektirmektedir.
- Krizler örgütsel ortamı hedeflediklerinden dolayı kritik ve tehdit edicilerdir. Kriz dönemleri, baskı, güven eksikliği, belirsizlik, endişe ve panik gibi pek çok faktörü beraberinde getirmektedir.
- Bazı krizlerin ortaya çıkması uzun zaman alırken, bazıları ise umulmadık zamanda ortaya çıkmaktadır.
- Krizler, örgütle ilgili üçüncü kişileri de etkilemektedir.

İşletme krizlerinin hiyerarşik seviyeye göre sınıflandırılması sonucunda, üç tür kriz ortaya çıkmaktadır. Bunlar stratejik krizler, fonksiyonel krizler ve likidite krizleridir [Ataman, 2001: 237].

Stratejik kriz, örgütün sürekli değişen ve karmaşıklaşan çevre yapısının katılığı, yetersiz çevre desteği, yetersiz ve uygun olmayan kaynaklar, açık sistemi ve çevre etkisinin basite alınması, yetersiz uygulama ve yönetim hataları, çevre sinyallerinin dikkate alınmaması gibi nedenlerle uyum sağlayamamasının bir sonucudur.

Fonksiyonel krizler örgütün fonksiyonel amaçlarına ulaşmada başarısız olması veya bu amaçlara ulaşılmama tehlikesinin varlığı durumunda ortaya çıkmaktadır. Amaca uygun ve iktisadi olmayan bir pazarlama politikası ve üretim yöntemleri veya yanlış yatırımlar fonksiyonel krizlerin nedenleri arasındadır.

Bu çalışmanın temel ilgi alanı olan “Likidite Krizleri” ise, örgütün borçlarının mevcut varlıklarından fazla olması ve borçlarını ödeyememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Başarısız nakit yönetimi, likidite planlamasında yapılan hatalar, kredi anlaşmalarının feshi gibi durumlar likidite krizine neden olmaktadır. Likidite krizi içinde olan bir örgüt, çoğunlukla daha önce fonksiyonel ve stratejik krizle karşılaşmış, fakat bu krizlerin farkına varmamış ve yeterince önemsememiştir.

İşletmelerde kriz süreci; krizin gelişim dönemi, kriz dönemi ve krizin sona ermesi olmak üzere üç aşamadan oluşmaktadır [Tüz, 1996: 11-14 ];

**i) Krizin Gelişim Dönemi (Prodama / Build Up Period):**

Krizin ortaya çıkacağına ilişkin ipuçları bu dönemde gelişmektedir. Kriz gelişim dönemi, körlük, eyleme geçmeme ve yanlış eylem olmak üzere üç aşamadan oluşmaktadır.

“Körlük”, krizin tanınması gereken dönemdir. Bu aşama, işletme içindeki çeşitli örgütsel yetersizlikleri ve performans düşüklüğünü, yönetimin kriz belirtileri olarak algılayamadığı dönemi ifade ederken, “Eyleme Geçmeme”; performans düşüklüğü devam ettiği halde, işletme yönetiminin olağan faaliyetine devam

etmesidir. “Yanlış Eylem” ise, sorunların ortaya çıkması ile birlikte bilinen çözümlerin uygulanması ve eylemlere geçilmemesi aşamasıdır.

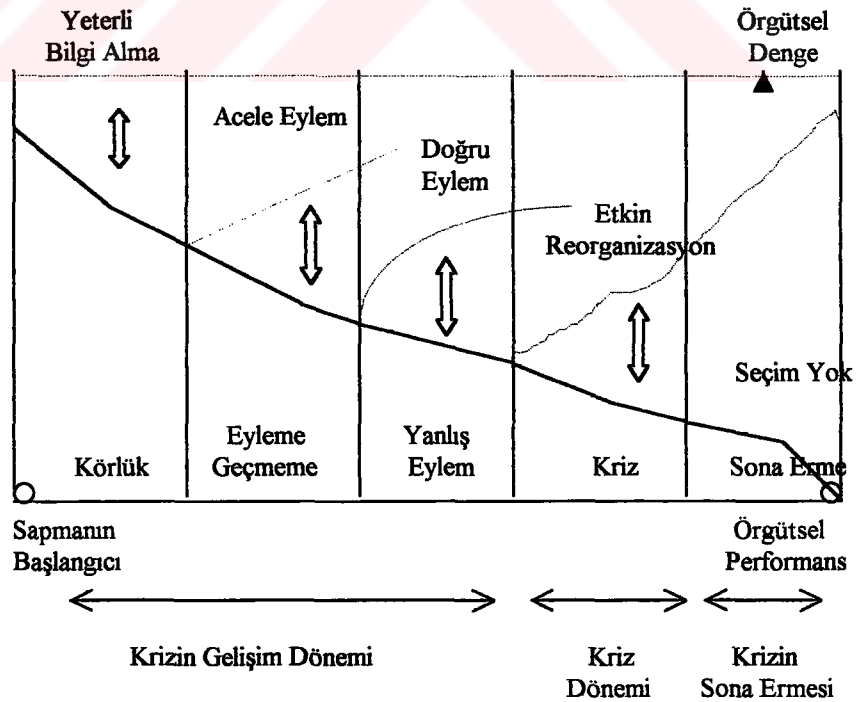
### ii) Kriz Dönemi

Krizin ortaya çıktığı ilk aşamada (Akut Dönem - *Acute / Breakout Period*) örgütün ve çevresinin hissedeceği fiziksel, mali ve psikolojik sorunlar uç noktaya gelmektedir. Çok çalışılmasına rağmen performans düşüklüğü engellenemez. Bu dönemde işletmeyle ilişkisi olan diğer örgütler bu ilişkiyi sınırlandırmaya başlar. Krizin ikinci aşamasında (Kronik dönem), krizin şiddeti azalır, ancak bitmez. Başarılı bir kriz yönetimi bu safhayı kısaltabilir.

### iii) Krizin Sona Ermesi

Krizin Sona Ermesi (Abatement Aşaması), krizin son aşamasıdır. İşletme değişime uygun çözümlerle krizi ortadan kaldırarak, faaliyetlerine yeni bir ivme kazandırabilir. Bu son şans kullanılmazsa, yokoluş başlamaktadır.

İşletmelerde yukarıda açıklanan kriz süreci, Şekil 3.1'de görülmektedir.



Şekil 3.1: İşletmelerde Kriz Süreci

Kaynak: Tüz, 1996: 12

### 3.3.1. Krizlerde Çalışma Sermayesi Davranışı

Finansal krizler etkisini öncelikle firmaların çalışma sermayesinde göstermekte ve bu sermayenin kompozisyonunda değişikliklere ve ihtiyacında ani artışlara sebep olmaktadır. Banka kredilerinin kısılmasına sebep olan herhangi bir şokta, ekonomide genel kredi düzeyini düşerken, firmaların çalışma sermayesi ihtiyaçlarını finanse etmek için gerekli olan mevcut fonlar azalmaktadır. Fon azalması, hem banka kredilerine doğrudan yansiyarak hem de dolaylı olarak firmaların kullanabileceği ticari borç miktarını azaltarak etkili olmaktadır [Sak ve Ersel, 1995: 5]. Bu durum çalışma sermayesi için mevcut fonların azalmasına sebep olmakta, bu da üretim miktarının azaltılarak, üretim planlarının revize edilmese yol açmaktadır

Gerçekten de ABD'de 1975 ve 1982 resesyon yıllarında çalışma sermayesi yatırımlarının kompozisyonu inceleyen Fazzari ve Petersen [Fazzari ve Petersen, 1993: 332], bu yıllarda çalışma sermayesinin sabit sermaye yatırımlarına oranla üç kat değişken olduğu ortaya çıkarmıştır.

Aynı şekilde, 1994 kriz döneminde İMKB'de işlem gören firmaların çalışma sermayesi (Nakit + Portföydeki Menkul Kıymetler + Ticari Alacaklar + Stoklar) yıllık bazda %15.3 düşerken geçmiş dönemdeki düzeyinden %14.8 kaybetmiştir [Sak ve Ersel, 1995: 20].

Krizler sonucunda ortaya çıkan kredi daralmasının işletme sermayesi üzerindeki etkisi, aşağıdaki “Para Sermayesi veya İşletme sermayesi Kısıtı Modeli” ile açıklanabilir [a.g.e., s. 4].

$$\tilde{P}^j x + wL + i_b B_{-1}^j + i_{cr} BCR_{-1}^j \leq \Delta E^j + \Delta B^j + \Delta BCR^j + \Delta TCR^j + \delta_j \pi_{-1}^j$$

Eşitsizliğin sol tarafı çalışma sermayesi ihtiyacını gösterirken, sağ tarafı çalışma sermayesinin finansman şeklini vermektedir.

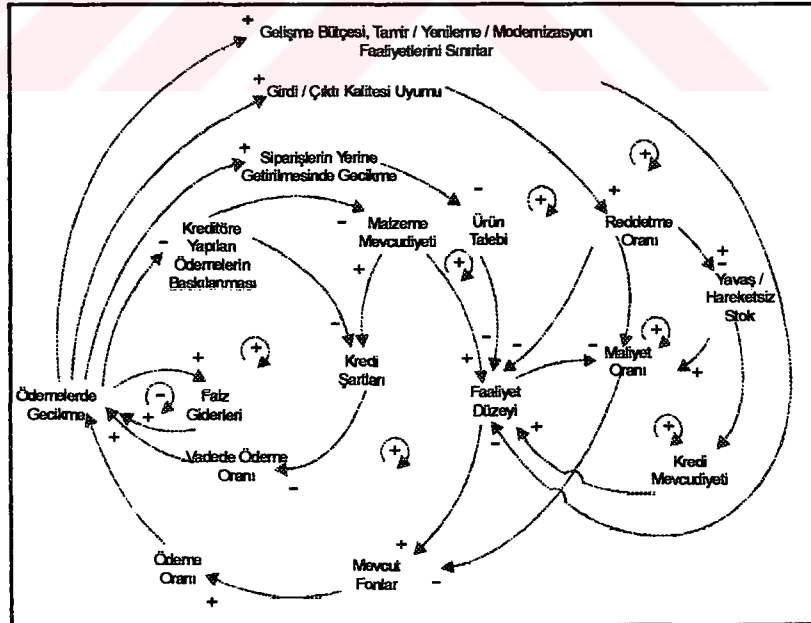
Kar maksimizasyonunu hedefleyen firmanın amaç fonksiyonundan alınan WL; emek vektörünün maliyeti iken,  $i_b$  ve  $i_{cr}$ ; firmanın tahvil stoku ( $B_{-1}^j$ ) ve kredi stoku ( $BCR_{-1}^j$ ) üzerindeki faiz oranlarını göstermektedir. X ise girdi mamullerini temsil etmektedir.



$\bar{P}$ , işletme sermayesine bağlı olarak mal girdilerinin maliyetidir. Aynı zamanda  $P = p + \varepsilon$ 'dir ve "ε" terimi, üretim için gerekli olan sigorta, depolama yeri ile (vadesine göre girdi fiyatlarındaki ayarlamalar şeklinde oluşan) ticari borçların taşıma maliyetini göstermektedir.  $\Delta E^j$ ,  $\Delta B^j$ ,  $\Delta BCR^j$  ve  $\Delta TCR^j$  ise sırasıyla özsermayede, ihraç edilen bono ve tahvillerdeki artış ile firma tarafından elde edilen banka kredileri ve ticari borçlardaki değişiklikleri göstermektedir. Eşitsizliğin sağ tarafında yer alan son terim,  $\delta j \pi^{j-1}$ , ise, firmanın cari kullanım için varolan yedek akçelerini göstermektedir

Eğer firmaya çalışma sermayesi olarak sağlanan fonlar, tam kapasitede gereksinim duyulan çalışma sermayesi ihtiyacından daha az ise, bu durum kendini kapasite kullanım oranında gösterecektir. Bu yüzden, bir şok sebebi ile üretim sürecinin başlangıcında firmaya sağlanan fonların hacminde keskin bir düşüş olursa, bu varsayım altında, cari üretim düzeyinde düşmeye sebep olmaktadır. Teknoloji ve verimlilik aynı kaldığında, başlangıçta nakit çıkışındaki düşüş üretim döngüsünün sonunda, firmaya giren nakitte düşmeye sebep olacaktır [a.g.e., s. 5].

Aşağıdaki şekil 3.2'de geri beslemeli döngü olarak çalışma sermayesinin kötüleşme süreci verilmiştir.



Şekil 3.2: Krizlerde Çalışma Sermayesinin Kötüleştireme Süreci

Kaynak: Kolay, 1991: 47

Yukarıdaki şekilde de görüleceği üzere, fonların eksikliği; organizasyonların faiz harcamalarını karşılayamamaları suretiyle varolan borçlarının düzeyinde, bileşik oranda artışlar oluşmasına sebep olmaktadır. Yetersiz işletme fonları sebebi ile kreditorlere yapılan ödemelerde meydana gelen gecikmelerin, istenmeyen kredi şartlarına yol açması sebebi ile ödeme oranlarında artışlar yaşanmaktadır. Dahası, bu durum girdilerin miktarını etkileyerek kapasite kullanımının düşmesine, iç nakit oluşumunun azalmasına ve sonuç olarak da çalışma sermayesi pozisyonunun gittikçe bozulmasına yol açmaktadır.

Diğer yandan, kıt fonlar sebebi ile, siparişler zamanında tamamlanamayabilir. Bu durum müşterilere yönelik hizmet düzeyini etkileyerek, nihai olarak ürünün talebi üzerinde ters etki oluşturabilir. Nakit oluşumunun düşük oranlarda kalınması ile birleşen daha düşük faaliyet düzeyi, çalışma sermayesi krizini aşmak için girdi ve mamul kalitesinden ödün verilmesine sebep olacaktır. Bu da, daha yüksek iadelere, daha düşük faaliyet düzeyi ve faaliyet etkinliğine ve hepsi birlikte elde edilen fonlarda yavaşlamaya yol açacaktır. [Kolay, 1991: 46].

Çalışma sermayesi kıtlığı, işletmelerin gelişme bütçelerinin kısılmasına (tamir ve bakım programı ertelemesi, modernizasyon ve genişleme faaliyetlerinin geciktirilmesi gibi) neden olmaktadır. Bunlar da faaliyet performansı ve verimlilik üzerinde ters etki yapmaktadır.

Yukarıdaki sebepler, bir taraftan çalışma sermayesi ihtiyacını artırırken, diğer taraftan çalışma sermayesi ihtiyacını finanse etmek için gerekli olan nakit oluşumunun düzeyini düşürmektedir. Bu da pozitif geri beslemeli döngü şeklinde, üstel olarak çalışma sermayesi pozisyonunu aşındırmaktadır [a.g.e., s.47].

Şoklar sonrasında ortaya çıkan ekonomik durgunluk içerisinde fiyat artışlarının (stagflation), hatta ekonomik gerileyiş ile fiyat yükselişlerinin yaşandığı (slumpflation) dönemlerde de, firmaların çalışma sermayesi gereksinimleri aşırı şekilde artmaktadır. Satış güçlüklerinin doğurduğu stok birikimlerinin yanı sıra stok ve alacak devir hızlarının azalması, ekonomik durgunluğun müşterilerin ödeme güçleri üzerinde

oluşturduğu olumsuz etkiler sonucu, şüpheli alacakların artması da firmalarda çalışma sermayesi gereksinimini şiddetlendirmektedir [Akgüç, 1998: 209].

Bris [Bris, 2001: 11] 'in daha önce bahsedilen çalışmasında, bir firmanın finansal kırılganlığını ölçmede kullanılan en önemli veri olan cari oranın krizlerden önceki üç yıl boyunca 1.38'den 1.33'e düştüğü tespit edilmiştir. Bu da finansal krizlerden önce firmaların net işletme sermayelerinde zafiyet olduğunu ortaya koymakta ve bu zafiyet, kriz sürecine katkıda bulunmaktadır. Krizlerden önceki dönemde, çalışma sermayesinde meydana gelen bu gerileme bu dönemde kısa vadeli borçlanmanın gittikçe artmasından kaynaklanmaktadır.

Kriz dönemlerinde, bazı işletmelerde cari oran yüksek çıkmaktadır. Bu durum, işletmelerin alacaklarını tahsil edememesi ve stoklarını satamaması nedeni ile dönen varlıkların yüksek hesaplanmasından kaynaklanmaktadır [MUFAD, 2001: 66]

Aşağıda çalışma sermayesini oluşturan kalemlerde kriz sebebiyle ortaya çıkan değişimler açıklanmıştır.

### 3.3.1.1.Krizlerin Hazır Değerlere Etkisi

İşletmelerin finansal kriz döngüsüne girmesine sebep olan en önemli faktör, iş riski kapsamında bulunan nakit, akış riski olmaktadır. Çünkü kriz dönemlerinde stokların artması, alacak tahsilatının yavaşlaması ve kredilerin azalması sonucu çalışma sermayesinde meydana gelen bozulma, işletmenin finansal yapısında önce nakit varlıklarda kendini göstermekte ve aşağıdaki formülde belirtilen nakit dönüşüm çevriminin süresi uzamaktadır.

$$\text{Nakit Dönüşüm Çevrimi} = 360 \left( \frac{\text{Stok}}{\text{Satışların Maliyeti}} + \frac{\text{Alacaklar}}{\text{Satışlar}} + \frac{\text{Ticari Borçlar} + \text{Tahakkuklar}}{\text{Nakit Faaliyet Giderleri}} \right)$$

Nakit dönüşüm çevriminde, stoklar ve alacaklardaki artış; satışlarda, satılan malın maliyetinde ve nakit faaliyet giderlerinde bir artış olmadığı farz edilirse, nakit dönüşüm

çevrimini uzatmaktadır. Nakit dönüşüm çevriminin uzaması ise finansman ihtiyaçlarını artırmaktadır [Brigham ve Gaperski, 1991:738]

Krizlerde işletmelerin nakit dönüşüm çevriminin uzaması, aynı zamanda, para dönüşüm hızını\* yavaşlatmaktadır. Para devir hızı azaldıkça, işletmeler belirli bir düzeyde iş hacmini gerçekleştirmek için daha fazla para mevcuduna gerek duymaktadırlar.

2000 ve 2001 Türkiye Krizlerinde İMKB'de işlem gören 172 sanayi şirketinin, ilk altı aylık finansal tablolarından birleştirilmiş bilançoları analiz edildiğinde, şirketlerin kullandıkları parayı 2000 yılında 1.51 defa döndürürken, 2001 yılında 1.37 defa döndürebildikleri görülmektedir [Ertuna, 2002: 24].

John [John, 1993: 91]; işletmelerde likidite azalması sürecinin altı aşamasını şu şekilde sıralamıştır;

- cari nakit akımlarının, nakit dengelerinin ve kısa vadeli yatırımların cari yükümlülükleri karşılamaması,
- Kısa vadeli kredi kullanımı,
- Kredi politikası ve stok düzeyi yönetimi gibi konularla nakit akımlarının dikkatli yönetimi,
- Borç sözleşmelerinin tekrar görüşülmesi,
- Varlık satışları ve
- İflas

İşletmelerde nakit varlıkların azalması ile önemli maliyetler ortaya çıkmaktadır. Nakit sıkıntısına giren işletmeler, ticari borçlara uygulanan nakit iskontolarından vazgeçmek zorunda kalacaktır. Bunun yanında, likit varlıklarının azalmasının, firmalar üzerindeki en önemli etkisi, kredibilite bozulmasıdır. Bir firmanın kredi değerliliği; kısmen cari ve nakit oran ile belirlenmektedir. Ve bu iki oranın yetersizliği likit varlık dengelerinden etkilenmekte, kredibilitenin azalmasına sebep olmaktadır. Bu durum firmanın, uygun şartlarda kredi elde etme imkanını gittikçe zorlaştırmaktadır. Aynı zamanda eğer firma

\* Para dönüşüm hızı; satışların para mevcuduna oranı olarak ifade edilmektedir [Akgüç, 1998: 255].

yetersiz nakit sebebi ile ödemelerini zamanında yapamazsa, kredi değerliliği daha da azalmaktadır. Bu da gelecekte ticari borç elde etme imkanlarını kısıtlamaktadır. Yetersiz likit varlıklar, nakit ihtiyaçlarını karşılamak için firmanın kısa vadeli borçlanmasına sebep olmaktadır. Bu durum sonuçta, firmanın faiz ödemelerinin yükselmesine yol açmaktadır [Moyer vd, 1984: 592].

Bununla birlikte, bazı işletmeler belirsizlik durumlarında ve kriz dönemlerinde likit varlıklarını artırmaktadırlar. Sak ve Ersel [Sak ve Ersel, 1995: 20] İMKB'ye kote olan 76 finansal olmayan sanayi firmasının, 6 aylık finansal tablolarını esas alarak yaptıkları çalışmalarında; 1994 Krizi döneminde, firmaların nakit bileşenlerinin arttığını gözlemlemişler, bunun sebebinin ise işletmenin döviz mevduatının hedge fonksiyonu olduğunu belirtmişlerdir.

1971-1994 döneminde halka açık Amerikan şirketlerini inceleyen Opler vd. [Opler vd. 1999] söz konusu firmaların nakit akımlarının planlanan yatırımlara göre daha az olduğunda veya dış fon kaynakları tükendiği zaman, daha fazla likit varlık tuttıklarını tespit etmiştir.

Firmalarının yapısal makroekonomik dengesizliklere çalışma sermayesinin adaptasyon şekli *Belirsizlikle Uyarılmış Likidite Tercihi* yaklaşımı ile açıklanabilir.

*Belirsizlikle Uyarılmış Likidite Tercihi*; büyük belirsizlik şartları altında, işletmelerin davranışsal değişikliklerini açıklamaktadır. Makroekonomik belirsizlik artığında, işletmeler bu artışa karşılık varolan kaynaklarını (işletme sermayelerinin büyük bir bölümünü) portföy yatırımlarına kaydırmaktadırlar. Bu yapılan, kısa süreli atıl fonlardan yüksek getiri elde etmek değil, likidite amaçları içindir. Likidite veya likit kalma, olası tehlikeli şartlar altında işletmenin esnekliğini güçlendirmektedir. Bu çatı altında işletmeler, işletme sermayelerini, cari üretim için ihtiyaç duyulan girdiler ve likit varlıklar (devlet iç borçlanma enstrümanları ve döviz varlıkları) arasında dağıtmaya eğilimlidirler. Bu portföyler işletmeleri rahatlatmaktadır. Eğer bunlar olmasaydı, işletmelerin yüksek faiz oranları sebebi ile çalışma sermayelerini yenilemeleri ve iç fon sağlamaları zor olacaktır [Ersel ve Sak, 1997: 1-2].

### 3.3.1.2. Ticari Alacaklardaki Değişim

Ekonomik bunalımda, ticari alacakların yapısı iki sebepten dolayı değişiklik göstermektedir. Birincisi; bu dönemlerde belirsizlikten dolayı firmalar mümkün olduğu kadar peşin satışı teşvik etmekte, böylece hem alacak riskini azaltmakta hem de nakit sıkıntısını bu şekilde aşmayı tercih etmektedirler. Ticari alacaklarda meydana gelen değişimin bir başka sebebi de, makroekonomik faiz oranlarında meydana değişikliğin tahmin edilememesinden dolayı, alacakların vadesinin kısaltılması ve gizli faiz oranının (vade farkı) artırılmasıdır.

1975 ve 1982 ABD'deki resesyon yıllarında çalışma sermayesi yatırımlarının kompozisyonunu inceleyen Fazzari ve Petersen [Fazzari ve Petersen, 1993: 332], bu dönemde (özellikle 1982 resesyonunda) çalışma sermayesini oluşturan kalemlerde en büyük düşüşün alacaklar kaleminde olduğunu tespit etmiştir. Resesyon döneminde alacakların satışlara oranı, 1975'de %9 , 1982'de %11 düşmüştür. Bu düşüş satışlardaki düşüşü geçmektedir.

Ayrıca kriz dönemlerinde, alacak devir hızı yavaşlamakta, şüpheli alacakların miktarı artmaktadır. Bu da işletmelerin nakit oluşturabilme yeteneğini daraltmaktadır. 2000 ve 2001 Türkiye Krizlerinde İMKB'de işlem gören 172 sanayi şirketinin ilk altı aylık bilançolarından, şirketlerin alacak devir hızınının 5.93'den 5.54'e düştüğü, tahsilat süresinin 61 günden 66 güne uzadığı görülmektedir [Ertuna, 2002: 24].

Alacakların tahsilat süresinin uzamasına bağlı olarak, işletmelerin fon ihtiyacı artmaktadır. Alacaklara bağlanan para kredili satışlarla, tahsilat süresinin çarpımına eşit olduğundan, bu meblağın bir kısmı satış karlılığı ile finanse edilecek, geri kalan kısım yani kredili satışların maliyetine eşit bir miktarın finansmanı için yeni bir fon temin edilmesi gerekecektir. Söz konusu fonların temini ise sermaye maliyetine katlanılmasını gerekli kılacaktır [Bolak, 2000: 111].

Firmaların özelliklerine göre bunalım dönemlerinde, ticari alacakların yapısında meydana gelen değişim farklılık göstermektedir. Bu dönemlerde özellikle sermaye

piyasasına kolay erişebilen, büyük nakit değerlerine sahip firmaların ticari alacakları, diğer firmalara nazaran artış kaydetmektedir.

Kohler vd [Kohler vd, 2000] sermaye piyasalarına doğrudan ulaşma imkanı bulunan, İngiliz Borsası'na kote olan, toplam ticari karların %70'i ile %90'unu elde eden ve tüm istihdamın %30 ile %40'ı arasında çalışana sahip olan firmaların, 1983-1995 arası performanslarını inceleyerek yaptıkları çalışmada; bir resesyon sırasında, bu tür firmaların ticari alacaklarını artırdıklarını tespit etmişlerdir.

Meltzer [Meltzer, 1960: 429] de parasal koşullar sıkılaştığında, nispeten büyük nakit varlığına sahip firmaların verdikleri kredilerde ortalama süreyi artırdıklarını gözlemlemiştir.

Bunalım dönemlerinde, kredili mal satılan firma seçimlerinde de farklılık oluşmaktadır. Finansal sıkıntı içinde bulunan firmalara kreditor firmanın bağımlılığı varsa, firmalar bu müşterilerine, kredi piyasasına oranla daha fazla taviz vererek yardımcı olmaktadır. Ancak risksiz faiz oranı artarken, satıcının tavizleri azalmaktadır [Wilner, 2000: 161]. Tam tersi durumda ise; kreditorler bağımlı borçludan fayda sağlamaktadır. Bu yüzden kreditorler; borçluları kendine çekmek amacıyla cazip oranlar ve esnek şartlar teklif edebilmektedirler [a.g.e., s. 169].

Ülkemizde kriz döneminde, ticari alacaklarda meydana gelen değişimi açıklamak amacıyla, İstanbul Sanayi Odası 2001 ilk yarı Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışması'nda, 499'u küçük ölçekli, 254'ü orta ölçekli ve 181'i büyük ölçekli 934 sanayi kuruluşunun, 2001 Yılı İlk Yarısında krize karşı aldıkları tedbirler Tablo 3.3'de gösterilmiştir.

**Tablo 3.3: 2001 Yılı İlk Yarısında Vadeli Satışların Firmalara Göre Durumu (%)**

	Küçük Ölçekli İşyerleri	Orta Ölçekli İşyerleri	Büyük Ölçekli İşyerleri	Toplam İşyerleri
Vadeli Satışların Durduran İşletmeler	43.7	35.0	28.2	38.3

Kaynak: İSO, 2001: 55

Tablodan anlaşılacağı üzere, kriz döneminde küçük ölçekli işyerleri, vadeli satışlarını en çok durduran firmalar olmuştur. Buna karşılık büyük ölçekli işyerleri, diğerlerine nazaran vadeli satışlarını en az durduran firma grubudur. Bu da, yukarıdaki çalışmalardan elde edilen sonuçlar ile uyumludur. Büyük işletmeler alacakların finansmanını sağlayacak olan yeterli sermaye yapısına sahip oldukları için, vadeli satışlarını diğerlerine oranla daha az durdurmuşlardır.

Krizlerin ticari alacaklar ve dolayısı ile satışlar üzerindeki etkisi incelenirken, bunalımlı dönemlerde işletmelerin fiyat davranışlarını da analiz etmek gerekmektedir.

Döviz krizleri sonrasında, döviz kuru değişimleri yurt içi fiyatlara yavaş yavaş ve aşamalı olarak intibak etmektedir. Goldfajn ve Werlang (2000); gelişmiş ve az gelişmiş ülkeleri kapsayan 71 ülkeyi inceleyerek yaptıkları çalışmada; devalüasyonun %20'sinden daha az miktarının, 12 ay sonra enflasyona yansıdığını bulmuşlardır [Aghion vd, 2001: 1].

Krizde eğer yurtiçi fiyatlar, kısa vadede döviz kuru değişimlerine yaklaşmazsa; devalüasyon, döviz cinsinden borçlanan yerel firmaların borç yükünde artışa ve sonuçta karlarda düşmeye sebep olmaktadır. Düşük karların, net değeri azaltmasıyla kredi kısıtı bulunan firmaların yatırımlarında düşme meydana gelmekte ve takip eden dönemde ekonomik faaliyetin düzeyi aşağıya inmektedir.

Parasal aktarma mekanizması varsayımlarına uygun olarak, Haimowitz [Haimowitz, 1996]; ABD örneğinde şoklarda, dayanıklı tüketim mallarını üreten işletmelerin dayanıksız tüketim malları üreten işletmelere göre daha büyük fiyat değişiklikleri yaptıklarını tespit etmiştir.

İşletmelerin kriz dönemindeki fiyat davranışları sektörlerdeki rekabet yapısına göre de farklılık göstermektedir.

Türkiye'de 24 Ocak 1980 kararlarından sonra serbest piyasa ekonomisine geçilmesi ile birlikte, sektörlerde rekabetin arttığı kabul edilmesine rağmen, DİE'nün gerçekleştirdiği sektörlerde yoğunlaşma analizinde, ülkemizde tüm sektörlerde yoğunlaşmanın 1980'den itibaren artmaya başladığı ve %50'nin üzerinde seyrettiği görülmektedir. Tekelleşmenin



bir ölçüsü olan yoğunlaşmanın artması, söz konusu firmaların resesyon veya bunalım dönemlerinde fiyat davranışlarını etkilemektedir.

Krizlerde Türk firmaları; fiyatları düşürmek yerine, sektörlerdeki yüksek yoğunlaşmadan kaynaklanan baskın güçlerinden dolayı, satışların azalması ve maliyetlerin artmasından kaynaklanan düşük karlarını artırmanın tek yolu olarak fiyat artışını görmektedirler.

Türkiye'de yıllar itibariyle sektörlerde yoğunlaşma sürecini Tablo 3.4'den gözlemlemek mümkündür.

**Tablo 3.4: Türkiye'de Sektörlerde Yoğunlaşma\* Dereceleri**

Yıllar	Toplam Sektör sayısı	Rekabetin Olduğu Sektör Sayısı	Orta Derecede Yoğunlaşma Olan Sektör Sayısı	Yüksek Derecede Yoğunlaşma Olan Sektör Sayısı	Çok Yüksek Derecede Yoğunlaşma Olan Sektör Sayısı	Tekelleşme Oranı %**
1998	124	20	35	25	44	55.6
1997	123	18	34	27	44	57.7
1996	86	18	20	27	21	55.8
1995	86	18	19	26	23	57.0
1994	85	17	21	22	25	55.3
1980	84	15	26	17	26	51.2

\* Yoğunlaşma derecesi ilk dört firmanın satış hasılatındaki payına göre hesaplanmaktadır. Bu pay yüzde 0-30 arasında ise düşük derecede (rekabetin varlığı), yüzde 31-50 arasında ise orta derecede, yüzde 51-70 arasında ise yüksek derecede, yüzde 71-100 arasında ise çok yüksek derecede yoğunlaşma olarak kabul edilmektedir.

\*\* Tekelleşme oranı, yüksek ve çok yüksek derecede yoğunlaşma olan sektör sayısı toplam sektör sayısına bölünerek bulunmuştur.

Kaynak: Capital, 2001(c): 42

Yukarıda tabloyu doğrular nitelikte, İMKB'de işlem gören 172 sınıai kuruluşunun 30 Haziran 2000 ve 30 Haziran 2001'de yayımlanan Bilanço ve Kar-zarar tablolarından yararlanarak yapılan analizde; kriz döneminde şirketlerin aktif devir hızlarının düşmesi, buna karşılık satış karlılıklarının artması, fiyatların maliyet artışlarından daha hızlı artması ile elde edilmiştir. Söz konusu şirketler, talebin ve sürümün azaldığı

durumlarda; aktif karlılığını koruyabilmek için kar marjlarını yükseltmektedir [Ertuna, 2002: 24].

Resesyon sırasında diğer ülkelerin yoğunlaşmış sektörlerinde ise değişik fiyatlandırma politikaları benimsenmektedir.

ABD ekonomisindeki bulgulardan hareket eden Wachtel ve Adelsheim'a [Wachtel ve Adelsheim, 1977: 7] göre, yoğunlaşmanın yüksek olduğu sektörlerde faaliyet gösteren firmalar, resesyon sırasında, azalan satışların neden olduğu gelir kayıplarını telafi etmek üzere, fiyat markuplarını artırmaktadırlar.

Yine ABD firmalarını inceleyen Sherman ve Kolk [Sherman ve Kolk, 1996: 286] yakın zamanlardaki resesyon ve depresyonlarda, tekelci güce sahip firmaların, kar marjlarını ve toplam karlarını koruyabilmek için, fiyatlarını gerekli gördükleri kadar artırdıklarını tespit etmiştir. Azalan talep karşısında bu fiyat artışlarını gerçekleştirebilmek için de üretimlerini önemli ölçüde azaltmışlar ve işsizliğin daha da artmasına sebep olmuşlardır.

İngiltere ekonomisine ait verileri kullanan Cowling [Cowling, 1983: 342] ise; daralma dönemlerinde ortaya çıkan atıl kapasitenin, rakip firmaların hemen misilleme yapabilmelerine imkan verdiği, bunun rakip firmalar açısından gerçek bir tehdit oluşturduğunu ve bu durumda rakip firmalar arasında anlaşmaların (collusion) yapıldığını tespit etmiştir.

Japon firmaları ise kriz dönemlerinde ekonomide büyük dalgalanmalara neden olmamışlar, buna karşılık çok daha atak bir fiyatlama ve pazarlama faaliyetine yönelmişlerdir. Bu yaklaşımın sonucu olarak, Japon firmaları talep azaldığında, kapasiteyi kullanmak üzere, değişken maliyetlerin üzerinde olmak kaydıyla, düşük satış fiyatlarıyla üretimi sürdürebilmişlerdir [Yavuz, 2001: 13].

### 3.3.1.3. Krizlerin Stok Bileşenleri Üzerindeki Etkisi

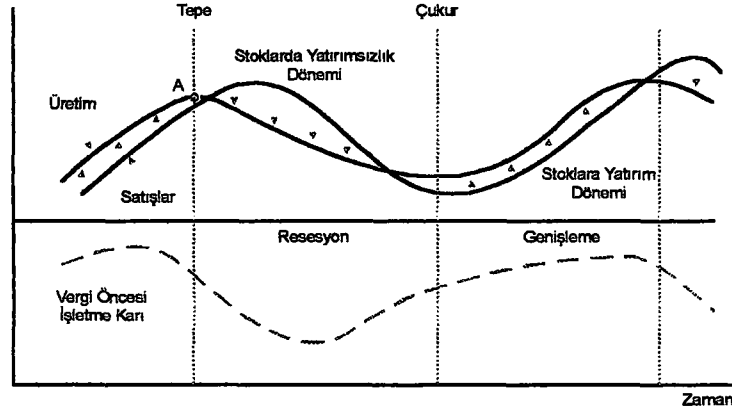
Stok yatırımları ve GSYH değişimleri arasında yüksek bir korelasyon bulunmaktadır. Savaş sonrası depresyon dönemlerinde ABD'de stok yatırımlarının GSYH'nın %101'i oranında düşüş kaydetmesi bu durumun önemli bir kanıtıdır [Ramey, 1989: 338]

Genellikle literatürde yer alan modellerde, firmanın finansal pozisyonunun stok davranışı üzerinde etkisi yoktur. Buna göre, bir firmanın stok davranışı; stoklama maliyeti, eskime riski vb. yanında, stok tutmanın firmaya fırsat maliyeti ile stok tutmanın marjinal faydası tarafından belirlenmektedir [Small, 2000: 9].

Resesyon dönemlerinde ise finansal olarak sıkıntıda bulunan firmaların stok yatırımları, nakit akımlarının mevcudiyetinden etkilenmektedir [a.g.e., s. 7]. Bagliano ve Sembenelli [Bagliano ve Sembenelli, 2001], 1990'ların başlarındaki resesyonda üç büyük Avrupa Ülkesi (Fransa, İngiltere ve İtalya) firmalarının stoklarını önemli oranda düşürdüklerini ve araştırmaya konu olan bütün ülkelerde kaldıracın negatif etkisinin stoklar üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur.

Bu durum, iç finansmana yönelik negatif bir şok karşısında finansal baskı altında bulunan firmaların, likidite ve ayarlama maliyetlerine (adjustment cost) göre varlık birikimlerini azaltmalarından kaynaklanmaktadır. Stok yatırımları daha düşük ayarlama maliyetine sahip olduklarından dolayı, sabit yatırımlara göre daha büyük oranda düşmektedirler [Carpenter vd, 1993: 3]. Bu sebeple bunalım dönemlerinde çalışma sermayesinde ticari alacaklardan sonra en fazla düşen kalemi, stoklar olmaktadır.

İş çevrimleri modeli etrafında stok yatırımlarında meydana gelen değişim Şekil 3.3. yardımı ile açıklanabilir.



**Şekil 3.3: İş Çevrimlerinde Stok Davranışı**

Kaynak: Silver, 1997: 6

Şekilde görüldüğü üzere; resesyon dönemine girildiğinde, üretim düşerken, satışlardaki trend halen artış yönündedir. Stoklar ise, üretimdeki düşüşe bağlı olarak süratli bir azalma göstermektedir. Canlanma dönemine geçilmeye başlandığında ise, üretim satışlardan daha önce artmakta, bu da stok seviyesini yükseltmektedir.

Kriz dönemlerinde, stokların devir hızı da yavaşlamakta ve stok ömrü uzamaktadır. 2000 ve 2001 Türkiye Krizlerinde İMKB'de işlem gören 172 sanayi şirketinin ilk altı aylık birleştirilmiş bilançolarından görüleceği gibi, şirketlerin stok devir hızı 6.75'den 6.42'ye düşmüş ve stok ömrü 54 günden 57 güne uzamıştır [Ertuna, 2002: 24].

Resesyon/kriz dönemlerinde girdi stokları, bitmiş ürün stoklarına nazaran daha fazla dalgalanmaktadır. ABD'deki 1975 ve 1982 resesyonunda da çalışma sermayesinde en büyük düşüş alacaklardan sonra hammadde stoklarında olmuştur. Bu düşüş satışlardaki düşüşü geçmektedir. Bu dönemde, bitmiş mamullerin satışlara oranı ise sırası ile %5 ve %9 nispetinde azalmıştır [Fazzari ve Petersen, 1993: 332].

Tablo 3.5 ABD'de ortaya çıkan çeşitli dönemlerdeki resesyonlarda stok davranışlarını göstermektedir.

**Tablo 3.5: ABD 'de Yaşanan Resesyonlarda Bileşenleri ile  
Stok Yatırımlarındaki Değişimler**

(1972 bazlı Milyar Dolar, Yıllık Değişim Oranları )

Resesyonlar	Reel sektörün Bitmiş Mamul Stokları	Reel sektörün Yarı Mamul Stokları
1960:1 - 1960:4	-3.1	-6.3
1969:3 - 1970:4	-0.4	-5.2
1973:4 - 1975:1	+2.4	-13.2
1980:1 - 1980:2	-0.3	- 4.1
1981:3 - 1982:4	-7.8	-11.1

Kaynak: Ramey, 1989: 339

Yukarıdaki veri de göstermektedir ki; hammaddeler ve yarı mamullerin toplamı olarak ifade edilen üreticilerin “Girdi Stok Yatırımları”; stok yatırımlarının tümü içerisinde en yüksek dalgalanmaya sahip kısımdır. Girdi stoklarındaki aktivitenin çoğu da dayanıklı mallar üreten sektörlerden gelmektedir. Buna karşılık üreticilerin bitmiş mamul stokları, daha az dalgalanma göstermektedir [Ramey, 1989: 339].

Kriz dönemlerinde, bitmiş ürün stoğunun girdi stoklarına oranla daha az dalgalanmasının iki önemli sebebi bulunmaktadır. Birincisi, bitmiş ürün stoklarının en pahalı ve en fazla emek ve makine zamanı içeren stok tipi olmasından dolayı, işletmeler olabildiğince bitmemiş ürün yapısında stok tutmaktadırlar [Ülengin, 1997: 193]. İkincisi ise, girdi stoklarının tekrar sipariş vermemek suretiyle kolaylıkla ayarlanabilmesidir [Carpenter vd, 1993: 10].

Bunun yanında aynı zamanda kriz dönemlerinde girdi stokları, ürün stoklarına dönüşmektedir. 1994 Krizi döneminde İMKB'na kote olan 76 finansal olmayan sanayi firmasının Girdi Stokları/Ürün Stokları oranı 2.02'den 1.67'ye gerilemiştir [Sak ve Ersel, 1995: 19].

Haimowitz [Haimowitz, 1996]; şoklarda, yüksek stok/satışlar oranı olan firmaların daha düşük olanlara nazaran daha küçük fiyat ve üretim tepkisi verdiklerini tespit etmiştir. Bunun sebebi ise; üretimin stoklanabildiği sanayilerin talep şoklarında, stok ayarlama mekanizması vasıtası ile daha yumuşak fiyat ve üretim tepkisi vermesidir. Ayrıca

yüksek düzeyde stok tutmak, önemli düzeyde kaynak bulmayı gerektirmek ile beraber, bunu sağlayabilen firma açısından bir çok üstünlükleri de bulunmaktadır. Tüm ürünlerinden sürekli olarak yeterli stok bulunduran bir firma, pazarın tüm ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir. Aynı zamanda böyle bir arz düzeyini sağlayamayan rakiplerinin piyasasını ele geçirebilmekte ve tedarikçilerden önemli düzeyde indirimler sağlayabilmektedir. Bu indirimler salt fiyat temelli değil, aynı düzeyde önemli arzeden, ödeme koşullarına ilişkin de olabilir [Ülengin, 1997: 193].

Krizlerde stokların değerinde meydana gelen artış, işletmelerde fiktif karların oluşmasına da sebep olmaktadır. Ülkemizde 2001 yılında yaşanan krizle birlikte dalgalı kur sistemine geçişin hemen ardından (Mart, Nisan dönemlerinde), işletmeler önemli oranda brüt kar hesaplamışlardır. Bunun nedeni, girdilerini (hammadde ve ticari mal) dalgalanma tarihinden önce düşük fiyat veya düşük kur üzerinden almış olmalarından kaynaklanmaktadır. Düşük fiyatla alınan stokların üretimde kullanılması veya satılması durumunda, fiyatlar genel seviyesinin dalgalanmadan sonra önemli ölçüde artması nedeniyle, gelir tablosunda yanıltıcı brüt kar veya faaliyet karının oluşmasına sebep olmaktadır [Yükçü, 2001: 30].

### **3.3.2. Krizlerin İşletmelerin Sabit Sermaye Yatırımlarına Etkisi**

Finansal krizlerden önce sabit kur rejiminin sağlamış olduğu (çoğunlukla döviz üzerinden) borçlanma avantajıyla, sabit sermaye yatırımlarında önemli artışlar meydana gelmektedir. Özellikle Uzakdoğu krizinden önce sermaye stokundaki artış çok daha hızlı olmuştur [Dollar ve Driemeier, 2000: 9]. Ancak döviz cinsinden elde edilen kredilerin bazıları, asıl olarak büro ve apartman yapımını içeren inşaatlara harcanırken, gayrimenkul spekülasyonu önemli oranda artış göstermiştir [Krugman, 2001: 92].

Daha önceki bölümde açıklandığı üzere yatırım üretkenliğinin önemli göstergelerinden biri ICOR (Sermaye/Çıktı Oranı)'dır. Krizden önce Güneydoğu Asya'nın bütününde yatırımlarda artış olmasına rağmen, ICOR'ların arttığı görülmektedir. Bu da kriz öncesinde yatırımlar artıkça getirilerinin azaldığını göstermektedir [a.g.e., s. 34].

Parasal sıkılaşıma sonucunda, yüksek kaldırıca sahip firmaların yatırımları, düşük kaldırıca sahip firmalara nazaran daha fazla düşmektedir. Aynı zamanda bunalım dönemlerinde yatırımlardan beklenen getiri oranı azalmaktadır.

2000 Kasım ve 2001 Şubat Türkiye Krizlerinde de dönemler itibariyle 2000 yılında toplam yatırımlarda bir önceki yıla göre %64 artarken, 2001 yılında bir önceki yıla göre yatırımlar sadece %21.4 oranında yükselmiştir. Aynı dönemde, toplam özel sektör yatırımlarında artış sadece %13 olmuştur [<http://www.hazine.gov.tr>, 2002]. Kriz yılında, devalüasyonun yaklaşık %120 olduğu göz önünde bulundurulduğunda, sabit sermaye yatırımlarında önemli bir reel düşüş yaşandığı gözlemlenmektedir.

Ülkemizde fiilen oluşan devalüasyon sonucunda, halen süren veya tamamlanmış ancak amortismanı devam eden yatırımlarda döviz kredileri kullanmış olan işletmelerde oluşan kur farkları, finansmanında kullanıldıkları duran varlıkların maliyetlerine alınarak oluşan yeni değer üzerinden amortisman ayırma sureti ile kısmen de olsa gelecek yıllara aktarılabilse de cari yıl mali sonuçlarını etkilemiştir. Böyle bir işleme bugünkü vergi mevzuatımız izin vermektedir. Ancak bu döviz kredilerinden sağlanan kaynaklar, geçmiş dönemde amortisman süresi tamamlanmış duran varlıkların temininde ve üretiminde kullanılmışlarsa, doğrudan ya da maliyetler yoluyla işletmenin cari yıl kar ve zararına aktarılmış ve 2001 yılı üçer aylık ara dönem ve yıl sonu bilanço sonuçlarını olumsuz etkilemiştir [Ergür, 2001: 13].

Özellikle şoklardan sonra ortaya çıkan yüksek enflasyon dönemlerinde, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde ve uygulanmasında da aşağıdaki sorunlar ortaya çıkmaktadır [Akgüç, 1998: 382].

- Gelecekteki piyasa fiyatlarının tahmini,
- Yatırım projelerinin değerlendirilmesi aşamasında, sağlanacak para girişlerinin, sabit fiyatlarla mı yoksa cari fiyatlarla mı dikkate alınacağı,
- Değerlendirmede kullanılacak iskonto oranının belirlenmesi.

### 3.3.3. Krizlerin Banka Kredilerine Etkisi

Finansal kurumları etkileyen finansal şoklar; çalışma sermayesi ihtiyacı olan ve değerli ticaret ve yatırım fırsatları bulunan borçlanıcıların kredilerini engellemek sureti ile işletmeleri sıkıntıya sokmaktadır. Reel, finansal veya düzenleyici şoklar, bankalarda reel veya algılanan sermaye kıtlığına sebep olmaktadır. Bunun sonucunda bankalar yaşayabilir şirketlere kredi vermekten kaçınıp, devlet tahvili gibi güvenli varlıklarda likit kalmayı tercih etmektedirler. Böyle bir karar, yatırımlar ve çalışma sermayesi için varolan finansman imkanını ortadan kaldırarak firmaların performansını düşürmektedir. [Classens vd, 2000: 33].

Banka kredisi ile çalışma sermayesi ve cari üretim düzeyi ilişkisi oldukça güçlü olduğundan, banka kredilerinde düşmeye sebep olacak bir şok; kaçınılmaz olarak cari üretim düzeyinde düşmelere yol açacaktır [Sak ve Ersel, 1995: 26].

Banka kredileri kullanmayı daha uygun bulan ve iş çevrimlerine karşı zafiyeti olan firmalar ile sermaye eksikliği sebebiyle banka kredilerine daha fazla dayanan genç işletmeler, şoklara karşı en büyük zaafı olan kuruluşlardır [Kang ve Stultz, 2000: 13].

Kriz dönemlerinde bankaların açmış oldukları kredilerde meydana gelen büyük düşüşün sebepleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Bankacılığı düzenleyici kuruluşların sermaye yeterlilik talepleri veya daha sıkı kredi verme prosedürleri verilen kredileri azaltmaktadır.
- Bankalar, kriz dönemlerinde likit kalma isteklerinden dolayı kredilerini daraltmaktadır.
- Firmaların kredi alma şevki, kredi faizlerinin kriz dönemlerinde çok yükselmesinden dolayı kırılmaktadır.
- Ekonomik istikrarsızlık sebebiyle, firmaların bir anlamda teminatı kabul edilen değerlerinde meydana gelen düşme, bankalar açısından kredilendirmeye değer işletme sayısını azaltmaktadır.



Gerçekten de Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) tarafından 3287 firmayı kapsayan “Ekonomik Krizin Reel sektör Üzerindeki Etkileri” konulu ankette; kriz dönemi olan 2001'in ilk üç ayında firmaların %75'inin yeni kredi almadıkları anlaşılmaktadır [TOBB, 2001: 2].

Krizlerde, banka - işletme ilişkisi daha büyük önem kazanmaktadır. Dolayısıyla bu ilişkinin boyutu ve önemi işletmelerin kriz performansında etkili olmaktadır.

### 3.3.3.1. Banka - İşletme İlişkisinin Boyutları ve Önemi

Güç/Bağımlılık, İşbirliği/Çatışma ve Güvenilirlik üç atmosferik güç olarak banka- işletme ilişkilerinde önemli olmaktadır [Zineldin, 1995: 33]

Firma büyüklüğü ile ilişki kurulan banka sayısı arasında da bir ilişki bulunmaktadır. Zineldin'in [a.g.e., s. 35] İsveç için yaptığı bir çalışmada; küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) %80'inin tek bir banka ile ilişki kurduğu, büyük işletmelerin ise birkaç banka ve finansal kurum ile çalıştığını tespit etmiştir. Bu sonuçtan, büyük ölçekli işletmelerin, firma işleri konusunda bankaların üzerinde gücü ve kontrolü ellerinde bulundurduğu anlaşılmaktadır.

Ayrıca, ülkelerin finansal sistemleri de bankacılık sisteminin işletmelerin kredilere ulaşma imkanını ve kredilerin yapısını (vade ve faiz) etkilemektedir. Batı Avrupa ülkeleri firmaları, finansal sistemlerinin banka esaslı yapılarından dolayı genel olarak yüksek borç/varlık oranına sahipken\*, Latin Amerika ülkelerindeki işletmeler ise tam tersi olarak, bankacılık sisteminin az gelişmesinden dolayı daha düşük borç/varlık oranına sahiptirler [Classens vd, 2000: 29]. Asya ülkelerinde ise toplam borçların yüzdesi olarak uzun vadeli borçların payı da düşük kalmaktadır. Örneğin kriz öncesi 1988-96 dönemi boyunca gelişmiş ülkelerde bu oran %55 civarında iken, Doğu Asya ülkelerinde %43 civarında olmuştur [a.g.e., s. 30].

Banka merkezli bir sistemde ise zayıf banka performansı daha maliyetli olmaktadır.

\* Örneğin; İsviçreli firmaların kaldıraç düzeyleri, Japon firmalardan iki kat daha yüksektir [Classens vd, 2000: 29].

Çünkü, firmaların banka finansmanına alternatif diğer kaynaklara ulaşmaları oldukça zordur. Böyle bir sistemde, firmalar yabancı kaynak ihtiyacının önemli bir kısmını, yakın ilişki içerisinde buldukları bankalardan elde etmektedir.

Bankalar borç kullanıcılar hakkında detaylı bilgiye sahiptirler ve başka hizmetler de sunduklarından dolayı firmaları yakından izlerler. Eğer bankalar, şoklar nedeniyle kredileri azaltırlarsa, kullanıcılar daha yüksek maliyetli finansman kaynaklarına başvurmak zorunda kalacaklardır. Bankacılık sektörü bir bütün olarak zorluklar ile karşılaştığında ise, firmalar fonlama için sermaye piyasalarına yöneleceklerdir [Kang ve Stulz, 2000: 4].

Sermaye piyasalarına ulaşma imkanı da, bankalardan fon elde etme oranını etkilemektedir. Sak ve Ersel'in [Sak ve Ersel, 1995: 16] 1994 Krizi'nin etkilerini inceledikleri çalışmalarında; Merkez Bankası'ndan elde edilen 4083 sanayi firması ile karşılaştırıldığında İMKB'deki firmaların borç/özvarlık oranlarının, sanayi ortalamasından oldukça düşük olduğunu tespit etmiştir. Diğer taraftan İMKB firmaları dış finansman kaynağı olarak "ortaklara borçlara" dayanmaktadır.

Bir firma bankalarla daha yakın çalıştıkça, diğer kanallardan fon elde etmesi gittikçe zorlaşmakta, hatta bazen banka tarafından engellenmektedir. Bir anlamda bankalar varolan müşterilerinden kira-benzeri (Quasi-rent) gelir elde etmektedir. Eğer firmanın bir bankadan fon elde ettiği biliniyorsa, o firmanın bankadan ayrı olarak fon elde sağlamaya çalışması, piyasa tarafından; bankanın, firma hakkında ters bilgiye sahip olması dolayısı ile artık fon sağlamak istemediği anlamında yorumlanmaktadır. Bütün bunlar bir yana bırakılsa bile, banka ile yakın ilişkiye girmek firma için alternatif finansal kaynakların beslenememesi anlamına gelmekte ve böylece bu kanallar çoğunlukla var olmamaktadır. Dolayısı ile firmaların finansman kaynaklarını çeşitlendirmesinin bir çok faydası bulunmaktadır. Bununla birlikte banka finansmanına alternatif alanların sınırlandırıldığı ve gelişmediği ekonomilerde bunu yapmak oldukça güçtür [Kang ve Stulz, 2000: 2].

### 3.3.3.2. Krizlerden Önce Kaldıraç Oranlarında Meydana Gelen Artışın Sebepleri

Birçok çalışma; krizlerden önce firmaların hem döviz cinsinden hem de yerel para üzerinden kaldıraç oranlarını artırdıkları göstermektedir [Alba vd, 1998(b): 18]. Örneğin, Tayland firmalarında kriz öncesi kaldıraç oranını inceleyen Dollar ve Driemier [Dollar ve Driemeier, 2000: 10], kriz öncesi dönem olan 1996 yılının sonunda firmaların borç-özvarlık oranının ortalamada 2.5'a yakın ve bazı durumlarda 5'e çıkmakta olduğunu ve firmaların yaklaşık %35'inin borç-özvarlık oranının 3'ün yukarısında olduğunu tespit etmiştir. Bu oran Kore ve Japonya ile karşılaştırıldığında önemli derecede düşük olmasına karşın, gelişmekte olan piyasa standartlarına göre çok yüksek gözükmektedir.

Kriz öncesi kaldıraç oranında meydana gelen artışın birkaç sebebi bulunmaktadır:

Bunlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Krizlerden önce kaldıraç oranlarının artırılmasındaki birinci motif, işletmelerin sürüngen kur sisteminin yürürlükte kalacağını farz etmeleridir. Dolayısı ile firmalar açısından döviz cinsinden borçlanma, sabit kur rejimlerinde bir sorun oluşturmamaktadır [a.g.e., s. 12]. Ülkemizde de 2000 yılında uygulanan dezenflasyon programının temel dayanağı olan çıpa kur sistemi doğrultusunda, firmalar yabancı kaynaklara yönelmiş ve bu krediler, hem çalışma sermayesi hem de yatırımlar için kullanılmıştır [Ertuna, 2002: 26].
- Krizlerden önceki genişleme dönemlerindeki yüksek orandaki yatırım eğilimi; işletmede alıkonulan karların azlığı sebebiyle ortaya çıkan sermaye yetersizliğini düzeltmek amacıyla firmaları dış finansmana yöneltmektedir. [Classens vd, 2000: 26]. Ülkemizde de 2000 yılı programının etkisi ile talepte yaşanan artış, firmaları yatırımlara yöneltmiş, yatırımların önemli bir kısmı da yabancı kaynaklar ile finanse edilmiştir.
- Yüksek düzeyde borçlanmayı tercih etmenin bir açıklaması da; büyük ortakların, firmanın faaliyetleri üzerinde ki kontrol etkisini devam ettirmesine fırsat vermesidir.

Böylece büyük ortaklar firmanın nakit akışlarından nispeten yüksek (yüksek) bir oranda fayda sağlamaya devam etmektedirler [a.g.e., s. 36].

Yukarıda açıklamaları somutlaştırmak amacıyla, Tablo 3.6 Uzakdoğu Asya krizinde kamuya açık Endonezya işletmelerinin kriz yaşanmadan önceki finansman yöntemlerini ortaya koymaktadır.

**Tablo 3.6: Endonezya Sanayi İşletmelerinin Kriz Öncesi Finansman Yöntemleri**

Finansman Kaynağı	1986-1990	1991-1996	1986-1996
İç Fonlar	36.8	16.0	17.3
Borçlanma	17.3	39.3	37.9
Kısa Vadeli Banka Kredileri	14.0	16.7	16.5
Uzun Vadeli Banka Kredileri	3.2	22.6	21.4
Ticari Borç	11.8	8.4	8.6
Özsermaye	26.5	23.4	23.6
Diğer	7.6	13.0	12.6
Toplam	100	100	100

Kaynak: Usnan, 2001: 34

Tablodan da anlaşılacağı üzere, incelenen dönemler boyunca işletmeler, kullandıkları iç fonları (otofinansman), özsermayelerini ve kullandıkları ticari borçları azaltırken, banka kredilerini önemli oranda artırmışlardır. Uzun vadeli borçlarda meydana gelen artış ise aldatıcıdır. Çünkü aynı dönemde, işletmelerin kısa vadeli borçları tüm borçların yaklaşık %81'ini oluşturmaktadır

### 3.3.3.3. Açık Krediler ve Kriz

Kriz dönemlerinde; firmaların kullanmış oldukları açık krediler işletmeleri zor duruma sokmaktadır. Bununla birlikte, açık kredilerin bir takım avantajları da bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde ifade edilebilir; [Akgüç, 1998: 538; Bolak, 2000: 222-223].

- Açık krediler daha esnekler ve kredi alanın gereksinmesine hem zaman hem de tutar olarak daha iyi uyabilirler Açık kredi almaya hak kazanmış bir işletme, genellikle 1 senelik süre içinde belirli bir miktara kadar parayı, istediği zaman

bankadan çekebilir. Alınan kredi için yapılan geri ödemeler, kullanılabilir kredi miktarını artırmaktadır.

- Ülkemizde açık kredilere uygulanan faiz oranı ile güvenceli kredilere uygulanan faiz oranı arasında bir fark bulunmadığından, açık krediler, ödenecek komisyonlardan sağlanacak tasarruf nedeni ile genellikle görece olarak maliyeti düşük kredilerdir.
- İskonto ya da güvence karşılığı kredi (avans) istemleri belirli formaliteleri gerektirdiği halde açık kredilerde zaman kaybettirici bu tür formaliteler yoktur.

Kriz dönemlerinde, ülkemizdeki firmalar tarafından en çok başvuru olan kredi türü olan açık kredilerin sıkıntıya sebep olmasının en önemli nedeni, faiz ödemelerinin gerçekleştiği üç aylık dönemler itibarıyla, kullanılan açık kredinin faizinin değişken olmasıdır. Faiz, söz konusu dönemde piyasada oluşan faiz oranı esas alınarak, bankaca belirlenmektedir. Kredi kullanıcısı da üç aylık dönemlerin sonunda, geçmiş üç aylık dönemin faizini bankaya ödemektedir. Kriz ile birlikte, faiz oranları beklenmedik ölçüde artınca, bankalar kaynağa ödedikleri faizi açık kredi hesaplarına yansıtmaktadırlar. Bu da işletmelerin finansman maliyetini önemli oranda artırmaktadır [Forum, 2001: 19].

Ayrıca bankalar, açık kredi müşterisinden yılda bir veya iki defa bir veya iki ay süreyle borcunu sıfıra indirmesini isteyebilmektedir [Bolak, 2000: 223]. Bu da işletmelerin kriz dönemlerinde bankalara yüksek faizle kısa sürede kredi geri ödeme yapmasına yol açmaktadır

#### **3.3.3.4. Uzun Vadeli Kredilerde Meydana Gelen Değişim**

Krizlerde, borç verilebilir fonlarda meydana gelen daralma, faiz oranlarında meydana gelen artış ve finansal kurumların makroekonomik belirsizlik sebebiyle kısa vadeli kredileri tercih etmesi, zaten genelde kısıtlı olan uzun vadeli borç kullanımını çok büyük oranda azaltmaktadır. Ancak, buna rağmen, kriz dönemlerinde işletmelerin bilançolarında uzun vadeli borçlarda artış gözükmektedir. Ülkemizde yaşanan krizlerde de aynı durum ortaya çıkmaktadır. 1994 yılında ekonomik trende ters olan uzun vadeli

borçlardaki artışı yorumlamak için çalışmada kullanılan şirketlerin büyük ve kredibilitesi yüksek olduğunu düşünmek gerekmektedir. Krizin ortaya çıktığı Ocak ayı sonunda vadeleri uzatarak yeni şartlarla kredi sözleşmelerinin düzeltilmesi buna yol açmıştır [Sak ve Ersel, 1995: 21]. 2001 yılında ise İMKB'daki sanayi firmalarının karşılaştırılmalı altı aylık bilançoları incelendiğinde enflasyondan arındırılmış kısa vadeli borçlar %16 artarken, uzun vadeli borçlar %19 artmıştır. Bu artışlar temelde ödenemeyen faizler ve kur farkından kaynaklanmaktadır. [Ertuna, 2002: 26],

Bunalım dönemlerinde yüksek kaldıraçlı firmaların riski yukarıda açıklanmıştır. Bu dönemlerde özsermayenin hem reel olarak hem de zararlar sebebiyle azalması kaldıraç oranını yükseltmektedir. Satışların azalması, alacak ve stok devir hızının düşmesi, işletmelerin nakit oluşturma yeteneğini kaybetmesi ve faiz oranlarında meydana gelen artış, işletmelerin faiz ödeme gücünü azaltmaktadır.

Classen vd [Claessens vd. 2001] tarafından yapılan ve 1989'dan Asya Krizine kadarki dönemde kriz yaşayan ülkelerden; Finlandiya, Endonezya, Kore, Malezya, Meksika, Filipinler, Tayland ve İsveç'te faaliyet gösteren 687 firmanın, kriz öncesi, kriz dönemi ve kriz sonrası borç yapısındaki değişimi inceledikleri çalışmada, örnek seçilen işletmelerin, borç yapısında meydana gelen değişim Tablo 3.7'de görülmektedir.

**Tablo 3.7: Kriz Dönemlerinde ve Sonrasında İşletmelerin Borç Yapısında Meydana Gelen Değişimler**

<b>Bütün Ülkeler</b>	<b>Kriz Öncesi**</b>	<b>Kriz Dönemi***</b>	<b>Kriz Sonrası****</b>
Faiz Karşılama Oranı*	8.333	2.499	4.863
Borç / Aktif	0.314	0.427	0.424
Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	0.536	0.547	0.504
<b>Kore</b>	<b>Kriz Öncesi</b>	<b>Kriz Dönemi</b>	<b>Kriz Sonrası</b>
Faiz Karşılama Oranı	2.235	-0.274	2.125
Borç / Aktif	0.481	0.566	0.668
Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	0.505	0.569	0.463

**Tablo 3.7: Kriz Dönemlerinde ve Sonrasında İşletmelerin Borç Yapısında Meydana Gelen Değişimler (Devam)**

Meksika	Kriz Öncesi	Kriz Dönemi	Kriz Sonrası
Faiz Karşılama Oranı	10.215	2.665	4.411
Borç / Aktif	0.258	0.338	0.330
Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç	0.403	0.431	0.338

\* Bütün değerler ortalama olarak alınmıştır.

\*\* Kriz Öncesi; Krizdeki önceki üç yılın ortalamasıdır.

\*\*\* Kriz Dönemi; Krizin zirveye ulaştığı dönemdir.

\*\*\*\* Kriz Sonrası; Krizin zirvesini takip eden bir yıldır.

Kaynak: Claessens vd. 2001: 31'den derlenmiştir.

Çalışmadan, krizlerden önce, işletmelerin oldukça yüksek faiz karşılama oranına sahip olduğu, kriz döneminde bu oranın hızla düştüğü, kriz sonrasında ise yükseldiği, ancak kriz öncesi dönemi yakalayamadığı görülmektedir. Buna karşılık kaldıraç oranı kriz döneminde yükselirken, kriz sonrasında az da olsa düşmekte, ancak faiz karşılama oranında olduğu gibi, kriz öncesi değerine ulaşamamaktadır. Kriz döneminde toplam borç içerisinde kısa vadeli borçların oranı artarken, kriz sonrasında oran, kriz öncesi oranın altına düşmektedir.

Meksika ve Uzakdoğu Krizleri'nde ise borç yapısındaki değişim daha dramatik olmuştur. Örneğin Kore'de, faiz karşılama oranı, kriz döneminde negatif olurken, Meksika'da da önemli oranda düşmüştür.

İMKB'de işlem gören 172 sınıai kuruluşun, 30 Haziran 2000 ve 30 Haziran 2001'de yayımlanan Bilanço ve Kar-zarar tablolarından yararlanarak yapılan analizde ise işletmenin borç yapısında meydana gelen bozulma açıkça ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3.8 2000 - 2001 Türkiye Krizlerinde İMKB sanayi işletmelerinin borç yapısını özetlemektedir.

**Tablo 3.8: 2000-2001 Türkiye Krizlerinde İMKB Sanayi İşletmelerinin Borç Yapısı**

	Borç/Özsermaye	Finansman Giderleri/Toplam Borç	Finansman Giderleri/Satış Gelirleri	Faiz ödeme gücü
2000	1.34	%13.64	%5.16	1.68
2001	1.95	%46.76	%22.47	0,46

Kaynak: Ertuna, 2002: 25-26'den derlenmiştir.

### 3.3.4. Krizlerin Ticari Borçlara Etkisi

Krizlerde firma değerinde meydana gelen önemli oranda azalma, işletmelerin elde edebilecekleri ticari borçların miktarını azaltmakta ve vadesi kısalmaktadır. 1994 Krizinde de İMKB'de işlem görmekte olan 76 finansal olmayan sanayi firmasının mali tablolarını inceleyen Sak ve Ersel [Sak ve Ersel, 1995: 20] 1994'ün ilk yarısında ticari borçlarda meydana gelen düşüşün %20.5 düzeyinde olduğunu tespit etmişlerdir.

Bununla birlikte, kriz dönemlerinde kaynaklar kısmında, şirketlerin hızlı bir şekilde banka kredilerinin dışına düşme eğilimi bulunmaktadır. İşletmeler, öncelikle riski vadeli alımlar yoluyla hammadde satıcıları üzerine atıp, yaratılan kaynakla banka kredilerinin tasfiye edilmesi yoluna gitmekte, daha sonra da küçülmektedirler [MUFAD, 2001: 66].

Ancak, finansal sıkıntı içerisine giren işletmeler üzerine yapılan analizlerde; daha ucuz finansman kaynakları tüketildiğinde firmaların ticari borç kullandıklarını tespit edilmiştir [Wilner, 2000: 153]. Özellikle, ekonomide gerileme yaşandığı dönemlerde daha yüksek oranda ödeyememe ihtimaline sahip firmalar ticari borcu, kredi piyasası borçlarına tercih etmektedirler [a.g.e., s. 166].

Bunalım dönemlerinde, nispeten büyük firmalar daha fazla ticari borç kullanırken küçük işletmelere yönelik ticari borçlarda hızlı bir düşme yaşanmaktadır. Brenchling ve Lipsey [Brenchling ve Lipsey, 1963] mali piyasalara daha kolay girebilen 73 İngiliz firmayı örneklem olarak yaptıkları çalışmada, parasal sıkılaşma zamanlarında, bu firmaların ticari borçlarında artış eğilimi olduğunu tespit etmişlerdir. Ülkemizde de mali sisteme girme imkanı daha fazla olan şirketlerin bu imkanı daha kısıtlı olan



şirketlere nazaran faaliyetlerini ticari borçlarla fonladıkları, TÜSİAD'nin [TÜSİAD, 1996: 20] yapmış olduğu araştırmada ortaya çıkmaktadır.

Ülkemizde yaşanan krizlerde, firma boyutlarına göre kullanılan ticari borçlardaki değişimi anlamak amacıyla aşağıda İstanbul Sanayi Odası 2001 ilk yarı Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışmasının sonuçları verilmiştir. Anket çalışmasında 499'u küçük ölçekli, 254'ü orta ölçekli ve 181'i büyük ölçekli 934 sanayi kuruluşunun 2001 yılı ilk yarısında krize karşı aldıkları tedbirler araştırılmıştır.

**Tablo 3.9: 2001 Yılı İlk Yarısında Ticari Borç Davranışının Firmalara Göre Dağılımı (%)**

	Küçük Ölçekli İşyerleri	Orta Ölçekli İşyerleri	Büyük Ölçekli İşyerleri	Toplam İşyerleri
Satın alma İşlemlerini Durduran	29.9	22.8	14.9	25.1
Ödemelerini Erteleyen	31.7	31.5	39.8	33.2
Ticari Borçlarını Kapatın	17.4	16.5	14.4	16.6

Kaynak: İSO, 2001:55

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere, küçük firmaların yaklaşık %30'u ticari borcun doğmasına sebep olan satın alma işlemlerini durdururken, bu oran büyük ölçekli işletmelerde yaklaşık %15 olmuştur. Yine küçük işletmelerin %31.7'si, ödemelerini ertelerken, büyük firmalarda, bu oran yaklaşık %40 gibi önemli bir seviyede çıkmaktadır. Aynı şekilde küçük işletmelerin %17.4'ü ticaret borçlarını kapatırken, bu oran büyük işletmelerde %14.4'de kalmıştır.

Tablo 3.9'da görüldüğü üzere, özellikle büyük firmaların satın alma işlemlerini daha az oranda düşürmesi, ödemelerini daha çok ertelemesi ve daha düşük oranda ticari borç kapatması; güçlü firmaya satıcıların bağımlılığı olarak açıklanabilir.

Aşağıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere ülkemizde ticari borçlarda en fazla kullanılan enstrümanlardan vadeli çeklerin hacminde, Kasım krizi ile birlikte %34'e yakın düşme yaşanırken, Şubat Krizi'nde düşüş %28 ile sınırlı kalmıştır. Özellikle Kasım krizindeki düşüş miktarının yüksek olması; satıcıların ortaya çıkan belirsizlik sebebi ile mallarını satarken vadeyi tercih etmemelerinden ve alıcının ekonomik istikrarsızlık sebebi ile borcunu ödeyememe riskini ortadan kaldırma amacından kaynaklanmaktadır.

**Tablo 3.10: 2000 ve 2001 Krizlerinde Çek Takas Hacmi**

Dönem	Takas Hacmi (ÇEK) Trilyon TL	Aylık değişim (%)
Ekim.00	8.266	24.72
Kasım.00	7.586	-8.22
Aralık.00	5.033	-33.65
Ocak.01	8.012	59.18
Şubat.01	5.773	-27.94
Mart.01	5.663	-1.90

Kaynak :Capital, 2001(b): 71

Bunalım dönemlerinde, ticari borçlara uygulanan gizli veya açık faiz oranı (vade farkı) da farklılık göstermektedir.

Olağan dönemlerde, ticari borçlara uygulanan faiz oranı; satış şartları ve bu şartların ihlal edilme ve tedarikçi ile satın alan firmanın bağımlılık derecesine göre belirlenmektedir.

Ticari borca doğrudan faiz uygulanmamakta, fakat erken ödeme için iskonto teklif edilmektedir. Başka bir ifade ile erken ödeme iskontosu; geç ödeme karşılığında uygulanan faiz oranı olarak düşünülebilir [Wilner, 2000: 155]. Örneğin 2-10 net 30 olarak belirlenen şart; ödemenin 30 gün içerisinde yapılacağını, ama ilk 10 gün içerisinde erken ödeme yapılırsa %2 iskonto uygulanacağını ifade etmektedir. 1 milyon liralık bir alımda 2-10 net 30 anlaşması; firmanın 20 gün için 998.000 TL kredi aldığını, faizin 2000 TL olduğunu göstermektedir. Dolayısı ile 2-10 net 30 anlaşması gerçek anlamda %44.6 faiz içermektedir. Örneğin sözleşme şartları 8-30 net 50 olarak düzenlenseydi uygulanan faiz oranı %358 olacaktı.

Bunalım sebebiyle, makroekonomik faiz oranları artığında ise, ticari borç kullandıran firma ve kredi piyasası; sermaye maliyetlerindeki artışı telafi etmek için faiz oranlarını yükseltmektedir [a.g.e., s. 164].

Willner (1997)'nin çalışmaları, "İhlali Dikkate Alan Ticari Borç (Violation-Adjusted Trade Credit)" faiz oranlarının dalgalanmasına rağmen, genelde ticari borçlar üzerindeki faiz oranlarının, diğer faiz oranlarına göre daha az dalgalandığını göstermektedir. Örneğin ABD'de 1983'den 1993'e kadarki periyotta finansman bonusu

faizleri yaklaşık olarak %30 düşerken, efektif ticari borç oranları sadece %7 düşmüştür [a.g.e., s. 156].

Bununla birlikte ticari borç veren firma, mal piyasasındaki ilişkilerini korumak amacıyla finansal sıkıntı içerisinde bulunan bir işletmeye, rekabetçi kredi piyasasına oranla daha fazla taviz verebilir. Daha fazla taviz koparmayı uman borçlu firma da, kredi piyasasında borç verenlere oranla daha yüksek faiz ödeme konusunda anlaşır. Bu yaklaşım ticari borçların, kredi piyasası borçlarına göre daha pahalı olduğu anlamına gelmemektedir. Daha yüksek ticari borç faizi, finansal sıkıntı içerisinde bulunan firmanın aldığı daha büyük tavizlere karşılık adil bir tazminatı içermektedir [a.g.e., s. 154].

### **3.3.5. Özsermayedeki Değişim**

Ülkemizde yaşanan 2000-2001 Krizi'nde, özellikle döviz kredisi kullanmış işletmelerde devalüasyonun yarattığı kur farklarından ve finansman giderlerinden dolayı önemli oranda zararlar oluşmuştur. 2001 yılında oluşan bu zararlar, özkaynaklarının azalmasına, hatta eksi rakamlara dönüşmesine neden olmuştur. Özsermayenin azalmasına bağlı olarak, işletmelerin özsermaye karlılıkları da düşmüştür. Ancak işletmelerin hem karlarının hem de özsermayelerinin azalması, özsermaye karlılığında meydana gelen düşüşü fiktif olarak sınırlamaktadır.

Bununla birlikte, kriz döneminde özsermayede meydana gelen düşüşü sanal olarak engelleyen bir başka unsur da gerçek bir fon olup olmadığı tartışmalı olan, yeniden değerlendirme değer artış fonunun yüksek artışıdır.

Özsermayede meydana gelen azalma, aynı zamanda, firmaların çalışma sermayesinin azalması ve kredilerde oluşan daralmadan kurtulmada otofinansman imkanlarını kullanmayı da sınırlamaktadır.

### **3.4. TÜRK FİRMALARININ KRİZLERE KARŞI KIRILGANLIĞINI ARTIRAN SEBEPLER**

Türkiye ekonomisinde son yıllarda boyutu yüksek dalgalanmalarda kuşkusuz izlenen makroekonomik politikalar birinci derecede sorumlu olmakla beraber, firmaların mali yapıları ve yönetim anlayışları da dalgalanmaları şiddetlendirmektedir.

Cumhuriyetin ilk yıllarından itibaren yatırımları teşvik amacı ile kredi faiz oranları düşük tutulmuş, özellikle 50'li yıllardan sonra bu oranlar enflasyon oranlarının altında kalmıştır. Bu olgu, işletmeleri, faaliyet ve yatırımlarını büyük oranda kısa vadeli banka kredisi ile finanslamaya özendirilmiş, net çalışma sermayesinin, her an ucuz kredi kullanabilme olanağına bağlı olarak düşük tutulması, hatta negatif net çalışma sermayesi ile çalışma bir kural haline gelmiştir. Bankaların, firmanın nakit oluşturma yeteneğine göre değil de, firma sahibinin gayrimenkul varlığına göre kredi vermeleri işletmeleri, faaliyetlerinden doğan nakdi, gayrimenkul yatırımlarına dönüştürerek bu gayrimenkulleri teminat gösterip “eksi faizle” kredi kullanmaya teşvik etmiştir [Sarıkamış, 2000: 51].

1980'li yıllara kadar, kriz dönemlerinde firmaları nakit sıkıntısına düşüren iki neden bulunmaktadır: Birincisi, eksi faiz avantajından yararlanmak amacı ile firmaların yetersiz özvarlık ile çalışmalarını ve finansal planlama yapma gereği duymamalarıdır.

İkinci neden ise, bankaların kredi maliyetlerinin de enflasyon oranı altında kalması sebebi ile eksi faizle kredi vermelerine rağmen, kredi vermeye devam etmeleri ve firmaların nakit oluşturma güçleri yerine gayrimenkul zenginliklerine bakmalarıdır.

1980'lerden sonra ise yüksek enflasyonu normal sınırına çekebilmek için sabit gelirli tüketici kesiminin gelirlerinin kısılması, firmaların mallarına karşı olan talebi kısıtlayarak stokların birikmesine, arkasından da bu birikmeleri önlemek amacı ile kapasite kullanımının azaltılmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda düşük kapasitelerle çalışan firmaların üretim maliyetleri yükselmiş ve kapasite kullanımının azlığı nedeni ile yatırım yapma motifi ortadan kalkmıştır [a.g.e., s. 52].

80'li yıllarda başlayan ve günümüze kadar gelen süreçte ise, firmalar için finansal getiri, reel ekonominin getirisinden daha yüksek olduğu için, birikimler gittikçe artan oranda üretim dışı faaliyetlere yönelmektedir. 1982'den bu yana faaliyet dışı karların net bilanço karına oranı yükselirken, sabit sermaye yatırımlarının payı düşüş göstermektedir [Gürbüz, 1999: 65].

Ülkemizdeki firmaların krizlere karşı kırılganlığını artıran sebeplerden biri de özsermayelerinin yetersiz olması ve daha çok kısa süreli kaynaklar ile faaliyetlerini sürdürmeleridir. Özel firmaların mali yapıları güçlü olmayıp, büyük şirketlerde dahi ortalama özsermayenin payı toplam kaynakların üçte biri dolayındadır [Akgüç, 1994]. Kaldı ki bu firmalarda, özsermayenin önemli bir kısmı da, yeniden değerlendirme fonlarından oluşturmaktadır

1990-1994 arasında SPK/İMKB veri setinden elde edilen konsolide bilanço ve gelir tablolarındaki eğilimler, özellikle ülkemizin yakın dönemlerde yaşadığı krizlerden önce ve kriz sırasında özsermayenin bileşenlerinin kompozisyonunu ortaya koymaktadır.

**Tablo 3.11: 1990-1994 Dönemi SPK / İMKB Firmalarının  
Özsermaye Bileşenleri (%)**

	1990	1991	1992	1993	1994
Ödenmiş Sermaye	40.03	41.00	38.15	32.39	36.41
Yedek Akçeler	15.40	14.09	12.62	13.86	8.28
Kar	20.43	19.63	24.54	31.46	25.43
Yeniden Değerleme Fonu	20.00	21.34	22.12	20.77	27.95
Emisyon Primi	4.14	3.94	2.57	1.52	1.93

Kaynak: TÜSİAD. 1996: 24

Tablo 3.11'den de anlaşılacağı üzere özsermayenin bileşenleri arasında ödenmiş sermayenin payı, kriz dönemleri haricinde, istikrarlı bir düşüş izlemektedir.

TCMB tarafından izlenen, 3488 özel imalat sanayi firmasının konsolide bilançolarında; ödenmiş sermayenin özsermaye içerisindeki payı, 1998'de %38.8, 1999'da %44.6 ve 2000 yılında %43.8 olmuştur [<http://www.tcmb.gov.tr>, 2001]. Aynı trend burada da ortaya çıkmaktadır. Türk firmaları ancak belirsizlik veya kriz durumu ortaya çıktığı zaman, özsermayelerinde ödenmiş sermaye oranlarını artırmaktadırlar. Gerçekten de Asya ve

Rusya Krizinin ülkemiz işletmeler kesiminde etkilerinin 1999 yılında ortaya çıkması ile özel sektör, ödenmiş sermayelerinin oranını artırmış, fakat 2000 yılının ekonominin büyüme döneminde bu oran azalmıştır.

Özsermayesi yetersiz olan firmaların, ekonomik daralmalara karşı duyarlılığı çok fazla olduğundan, durgunluk dönemlerinde işletmeler üretimi derhal kısmak zorunda kalmakta, genişleme dönemlerinde ise kısa süreli borçlanarak üretimlerini genişletmektedir. Bu durum ekonomik dalgalanmaları şiddetlendiren bir etki yapmaktadır [Akgüç, 1994].

Firmaların diğer yapısal finansal sorunları şöyledir: [a.g.e.,].

- İşletmelerde kaynak kullanımında etkinlik ölçüsü olan alacak, stok, çalışma sermayesi ve varlık (aktif) devir hızları genellikle yavaştır. Devir hızlarının yavaşlığı bir yandan kaynak gereksinimi artırırken, karlılık üzerinde de olumsuz etki oluşturmaktadır.
- Firmalar kar artışını; verimlilikten ve kaynak kullanımındaki etkinlikten çok kar marjlarını yükseltmede, daha açık bir deyişle zam yapmakta görmektedirler. Sürekli zam; devir hızlarını yavaşlatıcı, satış artışını sınırlayıcı bir etki yaratmaktadır. Daha düşük bir kar marjı ile devir hızları artırılabilirdiği sürece karlılığın yükselebileceği göz ardı edilmektedir.
- Firmalar bir baskı grubu oluşturarak, teşvikler ile daha fazla kar elde etmeyi amaçlamaktadır. Teşvikle bilanço karını artırmak mümkündür, ancak alınan destek akçeler (sübvansiyonlar) milli gelir kapsamındaki kara dahil değildir. Bu nedenle firmaların ekonomik karlılıkları düşüktür. Yüksek gözüken bilanço karları, makro açıdan bir katma değer değil, bir kaynak aktarmanın sonucudur.
- Firmaların dış pazar arayışları, dış satım/iç pazar oranı genelde yetersizdir. Dış pazar aramayan firmalar, iç durgunluktan daha şiddetli etkilenmektedir.

- Yeni ürünler geliştirmede, üretim ölçeklerinin yeterli olamaması, durgunluktan ilk önlem olarak işten çıkartmaların yapılması, firmaların diğer yönetim hatalarını oluşturmaktadır.

Ülkemizde işletmelerin bir başka yapısal sorunu da firma yönetiminde görülen yoğunlaşmadır. Yoğunlaşma; firma yönetiminde az sayıda ortağın mülkiyeti elinde bulundurması ve yönetimin karar alma mekanizmasında aktif rol alması olarak tanımlanabilir. 2000 yılı itibariyle İMKB’da sürekli işlem görmekte olan şirketlere bakıldığında, hisse senetlerinin belli ellerde toplanmış olduğu görülmektedir. İMKB’daki 243 şirketin %45’inde tek bir hissedar, şirket sermayesinin %50’sinden fazlasını kontrol etmektedir [Sak, 2000: 59].

Birçok çalışma, ortaklık yapısının, firmanın disiplinsiz ve riskli davranışlarını teşvik ettiğini ortaya koymuştur [Classens vd, 2000: 32]. Deneysel bulgular, içeriden ortaklar tarafından yönetilen firmalarda azınlık haklarının sık sık ihlal edildiğini kanıtlamaktadır. Classens, Djankov ve Lang tarafından yapılan çalışmada Uzakdoğu’da krize giren ülkelerde, sıkıntıya giren firmaların sadece birkaç büyük ortak tarafından kontrol edildiğini ve bu ortakların üçte ikisinin önemli yönetim pozisyonlarında yer aldığını bulmuşlardır. Bu kişiler böylece karları saptırma ve yüksek risk alma konusunda geniş fırsatlara sahip olmuşlardır. Bu gibi durumlarda açgözlülük en önemli teşvik olmaktadır [a.g.e., s. 36]. Alba vd. [Alba vd, 1998(b): 18] de; Tayland firmalarının 1992-1996 yılları arası krizden önceki finansal yapılarını inceledikleri çalışmalarında, yoğunlaşma derecesi artıkça karlılığın düştüğünü ve kaldırıcın arttığını gözlemlemiştir.

Ülkemizde, firmaların yabancı sermayeli işletmelerle ortaklık kurma konusunda da yaklaşımları olumsuzdur. Yabancı firmalarla ortaklık, firmalara yüksek kredibilite sebebiyle, özellikle kriz dönemlerinde sermayeyi elde etme veya yurtdışı pazarlama konusunda avantajlar sağlamaktadır. [Dollar ve Driemeier, 2000: 21].

Eren'in [Eren vd, 2000: 68] İstanbul Sanayi Odası'na bağlı 1000 büyük işletmenin İstanbul'da faaliyet gösteren 216' sını incelediği çalışmasında da; 1997-98 Krizi'nde üretimi düşen firmaların %87'si yerli sermayeli olduğunu, yabancı sermayeli işletmelerde ise üretim düşüşü olmadığını tespit etmiştir.





#### 4. İŞLETMELERDE KRİZ YÖNETİMİ

Günümüzün hızla gelişen belirsizlik ortamında, açık sistem olarak örgütlenmesi gereken organizasyonların, yaşamlarını sürdürebilmeleri ve çevresel değişimlere karşı duyarlı olabilmeleri için, yapılarını ve davranışlarını, çevrenin ihtiyaç ve beklentilerine göre organize etmeleri ve alt sistemleriyle, etkin bir iletişim içinde olmaları gerekmektedir. Organizasyonun türü ne olursa olsun, faaliyet konusu hangi alanda bulunursa bulunsun; örgütler, bugün hızlı ve sürekli değişen bir çevrede bulunmaktadır ve bu kesintisiz değişim örgütlere, aynı anda çeşitli tehlike ve olanakları bir arada sunmaktadır. Örgütlerin başarıları büyük oranda, bu tehlike ve olanaklara karşı gösterecekleri duyarlılığa ve bu sürece ilişkin öngörü ve tedbirlere bağlıdır [Tutar, 2000b: 15]

Yukarıda bahsedilen dinamizmin gerisinde kalan işletmelerde, normal düzen bozulmakta ve kriz sürecine girilmektedir. Krizin nedenleri ne olursa olsun, iyi bir işletme yönetimi krizi tahmin edebilir ve krize karşı yönetim yapısı hazırlayabilir. Bu önlemlere rağmen işletme krize yakalanmışsa, bu kez kriz anı yönetim tedbirleri uygulayarak krizden kolay ve kısa sürede çıkabilir. Kriz geçtikten sonra ise yeni duruma göre yapılanma politikası izlenebilir [Tüz, 1996: 1].

Kriz yönetimi; “olası bir krizin engellenmesi için uyarı sinyallerinin belirlenerek, koruma ve önlem mekanizmalarının kurulması, mevcut bir krizin ortadan kaldırılması veya etkilerini en aza indirmesi için gerekli önlemlerin belirlenmesi ve uygulanması faaliyetlerini içeren bir süreç” olarak tanımlanmaktadır [Ataman, 2001: 254].

İşletmelerde kriz döneminde yaşanan finansal sıkıntıları aşmak, gelecekte ortaya çıkması muhtemel dalgalanmaları yönetmek ve ihtiyaç duyulan kısa ve uzun vadeli stratejileri uygulamak için sistematik planlama hayati öneme sahiptir. Gerçekten de, ABD’de sıkıntıya giren firmaları anket yoluyla inceleyen Bibault, analiz edilen firmaların %37’sinin en başta gelen başarısızlık sebebi olarak bütçeleme ve bu alandaki kontrol sistemlerindeki yetersizliğini gösterdiğini belirtmiştir [[www.crisismanagement.org/insolvency](http://www.crisismanagement.org/insolvency), 2001].

#### 4.1. KRİZ DÖNEMLERİNDE FİNANSAL PLANLAMA

Finansal planlama, işletmenin tahmin edilen fon ihtiyaçlarının karşılanması için uygun olarak hazırlanan düzenlemelerin tümüdür [Özdemir, 1997: 85]. Planlamanın bu türü, firmanın finansal akımlarının analizi, çeşitli yatırım, finansman ve kar payı politikalarının sonuçlarının tahmin edilmesi ve çeşitli alternatiflerin etkilerinin ağırlıklandırılmasını kapsamaktadır [Horne, 1995: 799]. Planlamanın en başta gelen amacı ise, işletme için optimal bir likidite durumunun sağlanmasıdır

Finansal Planlamanın bileşenleri aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir [Brealey, 1997: 501].

##### Girdiler

- Cari Finansal Tablolar
- Satışlar veya faiz oranları gibi anahtar değişkenlere ilişkin tahminler

##### Planlama Modeli

- İlgili Değişkenler arasındaki ilişkileri ortaya koyan eşitlikler

##### Çıktılar

- Tahmini (Proforma) Finansal Tablolar
- Finansal Oranlar
- Fon Kaynakları ve Kullanımları

Finansal planlamanın birinci adımı, işletme faaliyetlerinin yerine getirilmesi ile oluşan gelir ve giderlerin önceden belirlenmesi, yani finansal tahmin ile başlamaktadır. Finansal tahminleme, firmanın gelecek finansman ihtiyaçlarının ve proforma tablolarının tahmin edilmesi ve hesaplanmasını kapsamaktadır. [Moyer vd, 1984: 221].

Finansal ihtiyaçların tahmin edilmesi;

- Belli bir dönem için firmanın ihtiyaç duyacağı para miktarının belirlenmesi,
- Aynı dönemde firmanın içsel olarak ne kadar nakit elde edeceğinin belirlenmesi,

- Elde edilen fonlardan, ihtiyaç duyulan fonların çıkartılması yoluyla finansman ihtiyacının belirlenmesi amaçlarını kapsamaktadır [Rugman vd, 1985: 499].

#### 4.1.1. Finansman İhtiyacının Belirlenmesi

Finansal planlamada veri olarak kullanılacak finansal ihtiyaçların tahmin edilmesinde aşağıdaki Ek Fon İhtiyacı (AFN - Additional Funds Needed) Formülü kullanılabilir. [Brigham ve Houston, 1996: 506 - 507 ].

$$\begin{array}{rclcl} \text{Ek} & & \text{Varlıklarda} & & \text{Yükümlülüklerde} & & \text{Yedek Akçelerde} \\ \text{Fon} & = & \text{İhtiyaç Duyulan} & - & \text{Kendiliğinden} & - & \text{Artış} \\ \text{İhtiyacı} & & \text{Artış} & & \text{Meydana Gelen Artış} & & \end{array}$$

Ya da yukarıdaki eşitlik;

$$\text{AFN} = (A^*/S) \Delta S - (L^*/S) \Delta S - MS_1 (1-d)$$

şeklinde ifade edilebilir.

Burada;

AFN : Ek Fon İhtiyacını

A\*/ S: Satışlarda artış meydana geldiğinde artırılması gereken varlıkları,

L\*/S : Satışlarla birlikte ortaya çıkan yükümlülük artışını,

S<sub>1</sub> : Gelecek yıl için tahmin edilen toplam satışları,

ΔS : Satışlarda meydana gelen artışı,

M : Kar marjını,

d : Kar payı oranını göstermektedir.

Özellikle kriz dönemlerinde, daha kısa dönemler için tahmin yapılmaya gereksinim vardır. Bu yüzden çalışma sermayesi ihtiyacının tahmin edilmesi daha fazla önem kazanmaktadır.

Schmallenbach formülü, çalışma sermayesi gereksiniminin stok tutarı, alacakların tahsil süresi (veya müşterilere tanınan vade), satıcıların firmaya tanıdığı vade ve faaliyet

giderleri tutarına bağı olduğunu göstermektedir. Bu formül aşağıdaki şekilde ifade edilebilir [Akgüç, 1998: 227 ]:

$$S_1 = S + \left(1 - \frac{Kb}{100}\right) \times C \left(\frac{V_2 - V_1}{365}\right) + G_y \left(\frac{V_1}{365}\right)$$

Burada;

$S_1$  : Çalışma sermayesini,

$S$  : Ortalama Stok Tutarını,

$C$  : Yıllık Satış Tutarını,

$Kb/100$  : Satış Tutarı Üzerinden Brüt Kar Yüzdesini,

$G_y$  : Yıllık Faaliyet Giderlerini (Üretim maliyetine girmeyen giderler),

$V_1$  : Satıcıların Tanıdığı Kredi Süresini (gün),

$V_2$  : Firmanın müşterilerine tanıdığı vadeyi ifade etmektedir.

#### 4.1.2. Proforma Tablolar

Finansal tahminleme aşamasından sonra firmalar, tahmin ettikleri değerler üzerinden proforma mali tabloları hazırlarlar. Proforma tablo, cari satış ve giderlerinin öngörüsünü yansıtan projekte edilmiş ya da tahmini bir mali tablo olup, firmanın gelecekteki mali durumunu sezinlemede ve firmanın faaliyetlerini planlamada kullanılan yararlı bir araçtır. Gelecek yıla ilişkin proforma gelir tablosu, cari satış ve gider tahminlerinin karşılanması halinde, firmanın performansını özetlemektedir [Kolb ve Rodriguez, 1996: 48]. Bunu yaparken, faaliyet maliyeti oranı, vergi oranı, faiz giderleri ve kar payı ödeme oranı için varsayımlar yapılır [Rugman vd, 1985: 499]. Gelecek yılın proforma bilançosu ise, ilgili tarih itibariyle firmanın beklenen mali durumunu özetlemektedir.

Proforma finansal tablolar bir tahmin aracı olarak kullanmasının yanı sıra, firma bunları, yönetim aracı olarak da kullanılmaktadır. Eğer işletme yönetimi, bunları cari satış ve masraf tahminlerine dayanarak hazırlar ve sonuç tatmin edici olmaz ise, o

zaman yönetim, daha iyi bir sonuç sağlamak için mevcut planlarını değiştirmek zorunda kalacaktır [Kolb ve Rodriguez, 1996: 48].

#### 4.1.3. Kriz Döneminde Alternatif Nakit Bütçeleri

Proforma bilanço ve gelir tablosu firmanın uzun süreli finansman gereksiniminin saptanması açısından elverişli araçlar olmalarına karşılık; kapsadıkları dönem içerisindeki nakit akışlarını göstermezler. Daha açık bir deyişle, örneğin proforma bilançoya göre, bir firmanın belirli bir dönem sonunda ek finansman gereksinimi olmamasına karşın, sözkonusu dönem içerisinde önemli tutarlara ulaşan fon açıkları veya fazlalıkları olabilir [Akgüç, 1998: 187].

Bir çok işletme, özellikle bunalımlı dönemlerde kısa vadeli nakit dengesizliklerini yabancı kaynaklara başvurarak giderme olanağına sahip olmakla birlikte, yeterli kredi limitinin olmaması ya da başka faktörlerle, ihtiyaç anında yabancı kaynak sağlayamama riskine her zaman sahiptir. Bu ihtiyacın önceden ve zaman olarak belirlenmesi, işletmeye en uygun finansman kaynağının seçimine olanak vermektedir [Taşlıca, 1994: 46]. Dolayısı ile nakit bütçesi gelecek dönemde potansiyel nakit sıkıntısını göstermesi sebebiyle, en önemli kısa dönem planlama aracıdır [Moyer vd, 1984: 227].

Nakit bütçesinin hazırlanmasındaki amaç, belirli bir süre içerisinde para ve giriş ve çıkışlarıyla ilgili tahminleri ayrıntılı olarak göstermek yoluyla, firmanın nakit gereksinmesi tutarını belirlemek ve bu ihtiyacı karşılamak, likit fonların gerekli zamanlarda elde mevcut olup olmayacağını ortaya koymak, likidite sıkışıklığını önlemek, firmanın her an için ödeme gücünü kontrol etmek ve elde birikebilecek fonların aylak kalmasına engel olmaktır [Akgüç, 1998: 118].

Nakit bütçeleri olası sonuçlar ile her sonuca bağlı olasılıkları içermektedir. Bu bilgi, sabit yükümlülükleri karşılamada firmanın yeteneğini değerlendirebilmek için finansal yönetici açısından değerlidir. Bu yetenek ölçülürken sadece beklenen kazançlar değil, varlıkların alımı - satımı, firmanın likiditesi, kar payları, mevsimsel hareketler ve nakit akımını etkileyen diğer faktörler de hesaba alınmaktadır [Horne, 1995:301].

Genelde bir yıllık yapılan nakit bütçesi, duruma göre haftalık hatta günlük düznelenebilir. Özellikle kriz dönemlerinde, nakit akımları aşırı dalgalı olduğu için nakit ihtiyaçlarını belirlemek amacıyla daha sık aralıklar kullanılmalıdır. Ancak Türkiye'de çok az işletme nakit bütçesi hazırlamakta ve uygulamaktadır [Ceylan, 2001(b): 51].

Krizle karşılaşan işletmeler, bu durumu ortadan kaldırmak amacıyla, çoğu kez, krizin gerçek nedenini araştırmaksızın, masrafları kısma yoluna gitmektedirler. Bu amaçla, bütçe rakamları esas alınarak belirli bir yüzde oranında tüm kalemlerinde bir kısıntı yapılmaktadır. Ancak böyle bir yöntemle harcamaların kısılması; kriz durumunda da gerçekleştirilmesi zorunlu olan faaliyetlerle, vazgeçebilecek faaliyetler arasında bir ayırma yer vermemesi bakımından, daha da olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir [Ataman, 2001: 270].

Bu yüzden özellikle kriz dönemlerinde, alternatif bütçelerin hazırlanması da önem kazanmaktadır.

Nakit bütçesinde, kriz dönemlerinde daha fazla önem kazanan nakit akımlarının belirsizliği durumunda "Minimax Tahmin" olarak da adlandırılan çoklu tahminler kullanılabilir. Bu teknik, üç tahmin geliştirmektedir. Birincisi, olması en muhtemel beklenen değerlerin birleştirilmesi yoluyla elde edilen tahmini nakit akışları, ikincisi, olması en az arzu edilen değerleri birleştiren minimum tahmin ve üçüncüsü en çok arzu edilen hesaplamaları birleştiren maksimum tahmin yöntemidir. Minimum tahmin; nakit girişlerinin en düşük, çıkışlarının ise en yüksek tasarlandığı; maksimum tahmin ise nakit girişlerinin en yüksek, buna karşılık nakit çıkışlarının en düşük olarak tahmin edildiği durumu ifade etmektedir [Kolb ve DeMong, 1988: 134].

Kötümser bütçe hazırlanırken öncelik, esas olarak borçlardan ortaya çıkan sabit ödemelerin yerine getirilip getirilemeyeceğidir. Başka bir ifade ile borçlar nakit akımı düzeyinin karşılayabileceği düzeye kadar artırılabilir [Horne, 1995:301].

Muhtemel nakit tükenmesi durumunda kötümser nakit bütçesi hazırlanırken firmanın kaynakları, bağımsız rezervler, planlanan nakit çıkışlarının azaltılması ve varlıkların tasfiyesi gibi sınıflara ayrılabilir. Bu sınıflandırma tablo 4.1.'de görülebilir.

**Tablo 4.1: Olası Nakit Tükenmesini Karşılama da Kullanılabilecek Kaynaklar**

Kaynaklar	Kullanım Dönemi		
	1. Çeyrek	Bir Yıl	Üç Yıl
<b>Bağımsız Rezervler:</b>			
<b>Acil Rezervler</b>			
Fazla Nakit	X		
Kullanılmayan Kredi limiti	X		
<b>Değiştirilebilir Rezervler</b>			
Ek Banka Kredileri			
Teminatl	X		
Teminatsız	X		
Ek Uzun Vadeli Borç		X	
Yeni Hisse İhracı		X	
<b>Planlanan Nakit Çıkışlarının Azaltılması:</b>			
<b>Hacimle İlgili</b>			
Üretim Takviminde Değişiklik	X		
<b>Ölçekle İlgili</b>			
Pazarlama Programı		X	
Ar-Ge Bütçesi		X	
Yönetim Giderleri		X	
Sermaye Harcamaları		X	
<b>Değerle İlgili</b>			
Kar Payı Ödemeleri		X	
<b>Varlıkların Tasfiyesi</b>			
Kapatma		X	
Birim Satılması			X

Kaynak: Horne, 1995: 303

İlk kaynak kategorisi, ters sonuçlara karşı firma tarafından tutulan olasılık rezervini temsil etmektedir. Her şey planlanana göre gittiğinde, bu rezervler kullanılmamalı ve kısa bir dönem için tutulmalıdır. İkinci kategori, faaliyetlerde ve kar paylarında yapılan kesintileri temsil etmektedir. Bu kesintilerden nakit zamanla elde edilmektedir.

Genellikle, faaliyetlerdeki değişiklikler, uzun dönem karlılığı olumsuz etkileyecektir. Diğer bir deyişle, cari yükümlülükleri karşılamak için gelecek karlılıktan fedakarlık edilecektir. Son kategori ise en zor olanıdır. Çünkü bu aşamada varlıkların tasfiye edilmesi ile firma ana çatısından fedakarlık etmek zorunda kalacaktır [a.g.e., .s. 303].

İlk defa 1970 yılında, bir yönetim tekniğı olarak ortaya atılan “Sıfır Tabanlı Bütçeleme” (Zero-Based Budgeting) de, özellikle krizin belirgin hale gelmesinden önceki safhalarda uygulanması durumunda, son derece etkili olmaktadır.

Sıfır Tabanlı Bütçeleme,“sıfırdan başlayıp” her bütçe yılı için tüm faaliyetlerin ve öncelik sıralarının yeniden belirlenmesi ve kaynakların faaliyetler arasında yeniden dağıtımını gerektiren, harcamaları gerekçelendirmeyi zorunlu kılan bir planlama ve bütçeleme sürecidir [Ataman, 2001: 269].

Sıfır Tabanlı Bütçeleme'nin bir çok avantajı bulunmaktadır; bu bütçeleme ile, varolan programın performansı ile bütçenin karşılaştırması, yönetime daha geniş imkanlar sağlamaktadır. Sıfır Tabanlı Bütçeleme, gelir tahminleri konusunda daha iyi bir hesaplama imkanı sağlarken, bir önceki dönemde ortaya çıkan ve temel olmayan maliyetlerin yeni dönemde bütçelemede yer alması alışkanlığını kırarak yeni bir harcama modeli oluşturmaktadır. Bununla birlikte; fazla zaman gerektirmesi, bütçedeki bazı kategorilerin sıfırdan hesaplanmasının oldukça zor olması ve en iyi şekilde ancak tarihi verilerden elde edilebilmesi, Sıfır Tabanlı Bütçeleme'nin en önemli dezavantajlarıdır

[<http://www.olemiss.edu/depts/nfsmi/Information/fmis-part5.pdf>, 2002].



## 4.2. KRİZ DÖNEMLERİNDE İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ

Kriz dönemlerinde işletmeler öncelikle nakit azlığı sorunu ile karşılaştıklarından dolayı, çalışma sermayesi yönetimi ayrı bir önem kazanmaktadır. Aşağıda çalışma sermayesini oluşturan kalemlerin kriz döneminde yönetimi açıklanmıştır.

### 4.2.1. Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi, vadesi gelen nakit yükümlülükleri karşılamak için likit kaynakların daha önceden planlandığı şekliyle tedarik ve kullanımını içermektedir. Sabit varlıkların planlanmış satışları, uzun vadeli menkul kıymet ihracı ve firmanın likiditesini etkileyen diğer tüm uzun vadeli faaliyetler de likidite yönetimi kapsamındadır [Brigham ve Gaperski, 1991:733].

Kriz döneminde firmalar, para giriş ve çıkışını iyileştirerek, para girişlerini hızlandırarak ve fon kullanımında tasarruf sağlayarak para yönetiminde kaynak elde edebilir. Özellikle kriz döneminde nakit dönüşüm çevriminin süresinin kısaltılması, likidite yönetimi açısından çalışma sermayesi yetersizliğinin düzeltilmesine katkıda bulunacaktır.

Daha önce bahsedilen Nakit Dönüşüm Çevrimi basitçe aşağıdaki eşitlikle de ifade edilebilir [a.g.e., s. 737]:

$$\text{Nakit Dönüşüm Çevrimi} = \text{Stok Dönüşüm süresi} + \text{Alacak Tahsilat Süresi} + \text{Ödeme Geciktirme Süresi}$$

Kriz dönemlerinde;

- Stok Dönüşüm süresini azaltıp, malları daha hızlı üretip satarak ve böylece para devir hızını artırarak,
- Ödemeleri yavaşlatıp, ödeme geciktirme süresini uzatarak,
- Özellikle krizlerde ilk şok olarak ortaya çıkan devalüasyon riskini azaltmak için nakit döviz varlıklarını etkin bir şekilde yöneterek, nakit çevrim süresi kısaltılabilir.

Para yönetiminde ilk adım nakit bütçesinin hazırlanmasıdır. Yukarıda finansal planlama bölümünde bu konu açıklandığından, burada, nakit bütçesi hazırlanırken nakit ve giriş çıkışlarının tahmin edilmesi açıklanacaktır.

#### 4.2.1.1. Bunalımda Para Giriş ve Çıkışlarının Tahmini ve Yönetilmesi

Bunalımda para giriş ve çıkışlarının tahmini, daha yaşamsal önem taşımaktadır. Bunun için ekonomik bunalımın veya durgunluğun, firmanın para giriş ve çıkışları üzerine olası etkilerinin hesaplanması gerekir. Bu tür bir hesaplama için de firmanın zorunlu ödemeleri (faiz, vergiler, bazı üretim, satış ve yönetim giderleri) ile satışlara bağlı olan giderlerinin ayrılması gerekir. Çünkü, bu dönemlerde firmanın en büyük riski, vadesi gelen sabit ödemelerini yerine getirememesidir. Ayrıca para girişinin saptanabilmesi için ekonomik bunalımın satışlar ve alacakların ortalama tahsil süresi üzerine olabilecek olumsuz etkilerinin de tahmini gerekmektedir.

Nakit yönetiminde, nakit giriş ve çıkışlarında belirsizlik olması durumunda değişik modeller oluşturulmuştur. Bu stokastik modeller; nakit giriş ve çıkışlarının rassal olarak ortaya çıktığını farzetmektedir. Bunlardan biri olan Kontrol Teorisi (Miller-Orr Modeli), nakit dengelerinin içinde dalgalanmasına izin verileceği maksimum ve minimum düzeyleri belirlemek için kullanılmaktadır. Bu teori; Belirsizlikle Uyarılmış Likidite Tercihi Teorisi'nin bir yansıması olup, maksimum noktada menkul kıymetlere yapılacak yatırım için, çekilmesi gereken ve minimum noktada nakit sağlamak amacıyla likidite edilmesi gereken miktarı hesaplamaktadır [Kolb ve DeMong, 1988: 637].

Gordon Donaldson ise, en önemli olumsuz şart olan resesyon koşullarında firmanın nakit akımlarını incelemiştir. Donaldson'a göre, resesyonda net nakit dengesi aşağıdaki gibi hesaplanabilir [Horne, 1995:302]:

$$CB_t = CB_0 + NCF_t$$

Formülde;

$CB_0$  : Resesyona başlangıcında nakit dengesini,

$NCF_t$ : Resesyona sıradaki net nakit akımlarını,

$CB_t$  : Resesyonda nakit dengelerinin olasılık dağılımını göstermektedir.

Donaldson, daha sonra beklenen nakit akımlarının olasılık dağılımlarını hesaplamış ve resesyona sırasında bir firmanın nakit akım davranışını analiz etmiştir

Buna göre; firma öncelikle bunalım döneminde borçlarda meydana gelen ek artışlarla beraber ortaya çıkan sabit giderlerini hesaplayacaktır. Daha sonra da, resesyona sırasında nakit dengelerinin olasılık dağılımı üzerine kurulu nakitsiz kalma olasılığını belirleyecektir.

Bunalım dönemlerinde ihtiyaç duyulan para miktarı, aşağıdaki yöntemle hesaplanabilir [Akgüç, 1998: 239]:

Bunalım döneminde, firmanın para mevcudu  $K_1^{\sim}$  ise;

$K_1^{\sim} = K_0 + C^{\sim} - (\tilde{V} + F + I + \tilde{T})$  denklemi yazılabilir.

Burada;

$K_0$  : Bunalım dönemi başlangıcındaki para mevcudunu,

$C$  : Bunalım dönemindeki para girişleri tutarını (satışların tümü kredili olduğu varsayımında, alacaklardan yapılacak tahsilat),

$\tilde{V}$  : Bunalım döneminde değişken nakit giderini,

$F$  : Faizler hariç, para çıkışı gerektiren sabit giderleri,

$I$  : Toplam faiz ödemelerini,

$\tilde{T}$  : Toplam vergi ödemelerini göstermektedir.

Satışlar rastlantısal değişken olduğuna göre, buna bağlı olarak  $C, V, T$  ve  $K_1$  değerleri de değişkendir. Rastlantısal değişkenleri ayırmak için, denklemde “ $\sim$ ” sembolü kullanılmıştır.

Bunalım döneminde para girişi; satışların tümünün kredili olduğu varsayımına göre;

$C = S_0xm + S_1[n-m-\Delta m]$  formülü ile hesaplanabilir. Burada,

$S_0$  : Bunalım öncesi günlük satış tutarını,

$S_1$  : Bunalım döneminde günlük satış tutarını,

$n$  : Bunalım süresini (gün olarak),

$m$  : Bunalım öncesinde alacakların ortalama tahsil süresi (gün olarak),

$\Delta m$  : Bunalım döneminde alacakların ortalama tahsil süresinde uzamayı (gün olarak) göstermektedir.

#### 4.2.1.2. Döviz Kurunun Tahmin Edilmesi Yöntemleri

Ülkemizde ve gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler için finansal planlama yaparken, gelecek döviz kurunun tahmin edilmesi büyük önem taşımaktadır. Çünkü devalüasyon sonucu ortaya çıkan döviz kurunun ekonomik etkisi, işletmeler üzerinde pazar payının veya kar marjının azalması gibi ciddi sonuçlar doğurabilmektedir.

Döviz kuru tahmininde çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemler, işlemin başlangıcı ile tamamlanması arasındaki zaman aralığı, döviz korelasyonlarının kullanımı veya döviz kuru dalgalanmasının tahmini üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Döviz kuru değişikliklerini tahmin etmeye yönelik mükemmel yöntemler bulunmamaktadır. Ancak riski azaltmak için en çok kullanılan iki yöntem, temellere dayalı tahmin ve teknik tahmindir.

##### a) Temellere Dayalı Tahminleme

Bu yöntem, döviz piyasası üzerinde enflasyon oranı, faiz oranları, ödemeler dengesinin durumu, ekonomik büyüme ve işsizlik trendleri ile endüstriyel faaliyetler gibi önemli makroekonomik değişkenlerin etkisini incelemek suretiyle döviz kurunu tahmin etmeye yöneliktir [Khambata ve Ajami, 1992: 134]

Bu konuda en yaygın olarak kullanılan araç regresyon analizidir. Buna göre kurulan bir regresyon denkleminde; döviz kuru, bağımlı değişken olarak, enflasyon oranları

farkı (ENF), reel gelirdeki büyüme oranları farkı (GEL) gibi bir dizi bağımsız değişken yardımıyla açıklanmaktadır [Seyidoğlu, 1997: 224].

Modelin eşitliği aşağıdaki biçimde yazılabilir.

$$E = b_0 + b_1ENF + b_2 GEL + \varepsilon$$

Modelde, “E” tahmin edilmeye çalışılan Doların ulusal para fiyatını göstermektedir, “ $b_0$ ” ise sabit değerdir. Diğer yandan “ $b_1$ ”, “E”nin “ENF”ye ve “ $b_2$ ”de “E”nin “GEL”e karşı duyarlılıklarını göstermektedir.

Bununla birlikte, bu tahmin yönteminin iki temel eksikliği bulunmaktadır. Birincisi; döviz kurunu etkileyen olayların zamanlamasının tahmini ve bu olayların meydana gelişi ile döviz kuruna etkisi arasındaki açıklık, ikincisi ise; döviz kurunda meydana gelen değişikliklerin sadece ekonomik nitelikte olmamasıdır. Piyasa sezgisi, yatırımcıların korkuları, spekülatif amaçlı piyasa yönlendirmeleri ve siyasi olaylar gibi soyut faktörler de kurda önemli değişiklikler oluşurmaktadır [Khambata ve Ajami, 1992: 134]

#### **b) Teknik Tahmin**

Teknik Tahmin, geçmiş döviz kuru verilerine dayanmakta ve gelecek kurları tahmin etmede kantitatif modellerin kullanılmasını gerektirmektedir. Bu yöntem daha çok kısa vadeli ve spekülasyonaya dayalı piyasa katılımcıları tarafından kullanılmaktadır [a.g.e., s. 147].

Bunun dışında, işletmeler; vadeli kurlardan veya cari faiz oranlarından gelecekteki kurların tahminini yapabilmektedirler.

#### 4.2.1.3. Döviz Cinsinden Varlık ve Borçların Yönetimi

Belirsizlik ve kriz döneminde, firmanın döviz kuru riski yönetiminde uygulanabilecek yöntemler aşağıdaki gibidir:

- İşletmeler kriz dönemlerinde gelecekte yabancı para ile yapılması planlanmış işlemler, ödemeler ve para alımları (tahsilat) için, hızlandırma ve geciktirme yöntemleri kullanılabilir. Piyasa koşulları ve beklentiler doğrultusunda vadeden önce borçların ödenmesi ve/veya alacakların tahsili “hızlandırma-leading” olarak nitelendirilmektedir. Buna karşı değer yitireceği öngörülen yabancı para birimi üzerinden ödemeler geciktirilebilir (lagging). Böylece daha düşük bir kur üzerinden ödeme yapılacağından, lehde kur farkı sağlanmaktadır. Yabancı para ile olan alacaklarda ise yabancı para değer kazanacaksa para alımı (tahsilat) geciktirilebilir [Akgüç, 1997: 149]. İşletme böylece gereksiz hedging maliyetlerinden kurtulabilir. Bununla birlikte bu tekniğin en önemli maliyeti, uygun eşleştirmeler mevcut olmayabileceği için yönetim kaynaklarının maliyetli kullanımına sebebiyet vermesidir [Cangöz, 1997: 25]. Ayrıca Türkiye’de yaşanan krizlerde açık pozisyonda olan işletmeler ve bankalar TL’nin hızla devalüe edileceği beklentisiyle bir an önce açık pozisyonlarını kapatmak ve vadesi gelen ödemelerini yapmak için hızlandırma yöntemini kullanmaları, para piyasasında bunalımı şiddetlendirmiştir [Akgüç, 1997: 150].
- Firmalar riskten korunmak için kredi temin ederek veya mevcut parasal olanaklarla spot kurdan yabancı para alarak, yükümlülükleri ile uyumlu olarak yatırabilir [a.g.e., s. 151].
- İşletmeler bunalımlı dönemlerde, forward sözleşmesi yaparak gelecekteki yükümlülüklerini karşılayacak tutarda vadeli döviz satın alabilir. Hemen hemen kesin olarak arzulanan pozisyonu hedge etmek için vadesi ve miktarı kişisel olarak belirlenebilmesi forwardın en önemli avantajı iken, iki forward sözleşmesi kesin olarak birbirlerini dengelese (offset) bile bu anlaşmalar ile banka kredisi imkanı tüketilmektedir [Cangöz, 1997: 25]. Merkez Bankasının döviz pazarlarına katı müdahale politikası, TL’nin yabancı paralar karşısında tek yönlü hareketi, vergi ve

bilgi yersizliği gibi nedenler, forward döviz işlemlerinin ülkemizde yeterince kullanımına ve ticari gelenek kazanmasına engel olmuştur [Ersan, 1998: 200].

- İşletmeler bu dönemlerde, borçlu oldukları yabancı para ile sahip olduğu para birimi arasında, swap kurunu belirleyerek, bir finansman kurumu veya başka bir firma ile swap anlaşması yapabilir. Swap'ın, aktifin getiri oranını yükseltmesi, kaynak kullanım maliyetlerini azaltması ve risk almadan likidite yaratması gibi avantajları bulunmaktadır [Uzunoğlu, 1998: 82]. Buna karşılık bu tür anlaşmalarda dökümantasyon ihtiyacı çok fazla olabilmektedir [Cangöz, 1997: 25]. Para swap'ı ülkemizde Merkez Bankası ile bankalar ve de bankalararası bazda kısa süreli olarak kullanılmaktadır. Bu yöntem, uzun süreli bir risk yönetimi aracı olarak bilgi yetersizliği, muhasebe ve vergi uygulamalarındaki belirsizlik, ülkemizin ekonomik ve politik riski gibi çeşitli nedenlerle yeterli ölçüde kullanılmamaktadır [Ersan, 1998: 203].
- Firmalar, Futures piyasalarının varlığı durumunda, belirsizlik döneminde gelecek yükümlülüğünü karşılayacak tutarda döviz future sözleşmesi satın alabilir. Kredi açılmasının gerekmemesi, küçük miktarlar ile kolayca işlem yapılabilmesi, oldukça düşük marj talebi olması ve sözleşmenin likiditesi işlem gördüğu borsa tarafından garanti altına alınması future sözleşmesinin avantajlarıdır. Buna karşılık “Marjin” talepleri nakit akışındaki belirsizliğe ve yönetsel kaynakların kullanılmasına yol açmaktadır [Cangöz, 1997: 25]. Ülkemizde İMKB'de bir futures piyasası yoktur. Buna karşılık bazı bankalar ve aracı kurumlar, söz konusu teknikten, fon yönetimi amacıyla yararlanmakta ve sınırlı sayıdaki yatırımcıya, uluslararası borsalarda futures kontrat satın alma ve satma olanağını sunmaktadır [Ersan, 1998: 200].
- İşletmeler gelecek yükümlülükleri ile uyumlu olarak, satın alma opsiyonu (Call Option) alabilir veya finansman kurumları ile satın alma opsiyon anlaşması yapabilir. Opsiyonlar, şarta bağlı açıkların hedge edilmesinde riski sınırlandırırken, sınırsız kar elde etme imkanı sağlayan pozisyonlar alınması imkanı sağlamaktadır. Ancak bu teknik bir yatırım fırsatı ile birleşen sigorta fonksiyonu işlevi gördüğünden faydaları gözlemlenebilir değildir ve çok pahalı olduğu fikrine

firmalar kapılabilirler [Cangöz, 1997: 25]. Ülkemizde faaliyet gösteren yabancı sermayeli kuruluşlar ile ihracatçı ve ithalatçılar, risk yönetiminde esneklikler getiren bu yöntemi çok sınırlı olarak kullanmaktadırlar [Ersan, 1998: 202].

#### 4.2.2. Kriz Dönemlerinde Alacak Yönetimi

Kriz döneminde vadeli satış yapmak, diğer dönemlere göre daha riskli olmaktadır. Bu nedenle, işletmelerde alacak yönetimine daha fazla önem verilmeli, müşterilerin seçimi ve müşteriler ile ilgili bilgilerin güncelleştirilmesi konusunda detaylı çalışmalar yapılmalıdır [Ceylan, 2001(b): 48].

Firma yönetimi satış azalmalarını ortadan kaldırmak veya en düşük düzeye indirmek maksadı ile kredili satışlara da yönelebilir veya halihazırda kredili satış yapıyorsa, müşterilerinin geç ödemelerine göz yumabilir. Bu davranış, hedeflenen karı yakalamayı olanaksız hale getirirse bile, şirketin satışlarındaki düşmenin şiddetini azaltarak veya ortadan kaldırarak krizin zararını azaltabilir [Sarıkamış, 1999: 71].

Ayrıca çalışma sermayesi kıtlığını aşmak ve borç alınan para miktarını azaltmak için, yönetim çabuk ödemeye karşılık müşterilerine iskonto tanımak gibi daha sıkı izleme metodları uygulayarak tahsilatını hızlandırabilir [Kolay, 1991: 47].

Bunun yanında firmalar, kredi müracaatlarında kabul edilme sınırını değiştirerek ve ödemelerin takibinde ihtar sıklığını yenileyerek çalışma sermayesi yetersizliğini düzeltebilir [Aksoy, 1993: 189].

Firmaların tahsilat süresini kısaltmaya yönelik çalışmaların, firmaya ne kadar tasarruf sağlayabileceği aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir [Önal, 1998: 63].

$$\text{Sağlanacak Tasarruf Tutarı (T)} = \frac{S \times F \times \text{TEGS}}{365}$$



Burada;

T : Firmaların tahsilat politikalarını etkinleştirerek sağlayabilecekleri tasarruf tutarı,

S : Yıllık brüt satışlar,

F : Yabancı kaynak (kredi) faiz Oranı,

TEGS: Tasarruf edilen gün sayısı, firmanın ortalama alacak tahsil süresinin kısaltıldığı gün sayısıdır.

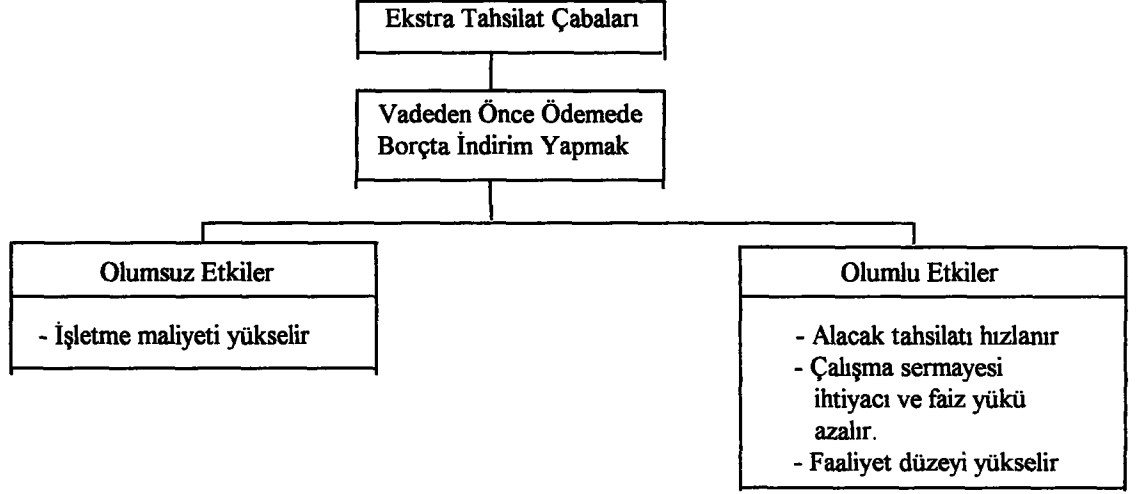
Yukarıdaki formül, brüt satışlar içinde yer alan kar marjının (KM) finanse edilmesinin gereksiz olacağı düşüncesinden hareketle, aşağıdaki gibi değiştirilebilir

$$T = \frac{[ Sx(1-KM) ] x F x TEGS}{365}$$

Bununla birlikte, ekstra tahsilat çabaları, faaliyet maliyetlerini de artırabilir. Fakat bu durum, daha az çalışma sermayesi kredisi ihtiyacı ve sonucunda azalan faiz yükü ile dengelenebilir. Daha düşük defter alacağı tutulması, daha az “kötü kredi” kayıplarına imkan vermektedir. Bu da, işletmenin faaliyet maliyetleri üzerinde olumlu etki yapacaktır. Alacak tahsilat çabaları ne kadar maliyet etkili olursa, o oranda çalışma sermayesini iyileştirecektir. Artan tahsilat çabaları, onaylanmış limitler dışında bankasından alınabilecek kredi miktarını artırmaktadır. Bu durum, organizasyonun daha yüksek düzeyde faaliyet göstermesine ve çalışma sermayesindeki artışa paralel olarak kapasite kullanımının iyileştirilmesi ile ek kar elde etme fırsatı yakalanmasına sebep olmaktadır.

Bu yüzden, bütün olarak tahsilat çabalarının hızlandırılması stratejisi, çalışma sermayesini artırmaktadır. Böyle bir strateji, krediler için talep edilen ihtiyat payı taleplerini azaltacaktır. Bu sebeple, işletmenin faaliyet düzeyini iyileştirme fırsatı elde edinceye kadar, alacak tahsilat çabaları, maliyet etkili olarak kullanılabilir. Bununla birlikte böyle bir tedbir kısa vadeli olmalı ve çalışma sermayesinin iyileştirilmesi; tahsilat çabalarının maliyet etkinliği sınırının ötesine geçtiği zaman bitmelidir. Bundan sonraki çabalar, alacak tahsilat oranını hızlandırmayacaktır [Kolay, 1991: 47].

Ekstra faaliyet çabalarının işletme üzerindeki etkileri aşağıdaki şekilde açıklanabilir [Önal, 1995: 115].



**Şekil 4.1: Ekstra Tahsilat Çabalarının İşletmeye Etkileri**

Kriz döneminde, alacakları azaltmanın yollarından biri de factoring ve forfaiting tekniklerinden daha fazla faydalanmaktır [Ceylan, 2001(b): 48].

Factoring; büyük miktarlarda kredili satışlar yapan firmaların, bu satışlardan doğan alacak haklarının, factor veya factoring şirketi olarak adlandırılan kuruluşlar tarafından satın alınması esasına dayanan bir faaliyet olarak tanımlanabilir [Apak, 1995: 89].

Factoring firmaları, satıcı firmanın karşı karşıya bulunduğu riski tamamen veya kısmen üstlenerek özellikle kriz dönemlerinde önemli işlevler yerine getirmektedirler [Uzunoğlu, 1998: 19].

Factoring hizmetleri şu şekilde sıralanabilir [Uludağ ve Arıcan, 1999: 341].

- Finansal (Kredilendirme) fonksiyonu
- Hizmet Fonksiyonu (Alacakların Tahsilatı ve Yönetimi)
- Teminat Fonksiyonu ( Alacakların Garanti Edilmesi)

Factoring işleminin firmalara, özellikle kriz dönemlerinde sağlayacağı avantajlar ise aşağıdaki gibi ifade edilebilir [a.g.e., s. 351-352]:

- Düzenli bir nakit akışı sayesinde, firma alımlarında peşin ödemeye giderek bir indirim sağlayabilmektedir.
- Firma bilançosu daha nakit hale geleceğinden, kredi değerliliği artmakta ve daha az banka kredilerine başvurma ihtiyacı hissetmektedir.

Forfaiting ise, özellikle yatırım malı ve hizmeti ihracatından doğan ve belli bir ödeme planına bağlı olarak tahsil edilebilecek olan alacakların, bir banka veya bu konuda uzmanlaşmış bir finans kuruluşu tarafından satın alınmasıdır [Apak, 1995: 109]. Genellikle 6 aydan fazla vadeye sahip ve büyük miktarlardaki alacaklar ve dış satım için başvuru bu yöntem ülkemizde oldukça sınırlı kullanım olanağı bulmaktadır.

Alacak yönetimi açısından büyük işletmeler için kullanılacak yöntemlerden birisi de menkul kıymetleştirme veya menkulleştirme. Menkulleştirme; gelecekte bir nakit akışı doğuracak alacaklar, bireysel krediler ve benzeri borçlanma araçlarının bir araya getirilerek bir havuz oluşturulması, bu havuzlara dayalı olarak menkul kıymetler türetilmesi ve kredibilitenin zenginleştirilerek ve derecelendirilerek, üçüncü taraf yatırımcılara satılması işlemidir [Ceylan, 2002: 437].

Menkul kıymetleştirmenin işletmeye sağladığı faydalardan bazıları aşağıda sıralanmıştır [Ceylan, 2001(a): 158-159]:

- Menkul kıymetleştirme, faaliyetlerin finansmanı için bulundurulması gereken sermaye miktarını azaltmaktadır. Menkulleştirilen varlıkların bilanço dışına çıkması ile, bilançodaki özsermaye / aktif toplamı oranı da iyileşmektedir.
- Sağlanan kaynaklar, işletmenin mevcut borçlarının ödenmesinde kullanılabileceği gibi, yeni kredilerin alınmasında da kullanılabilir. Bu durum işletmenin iş hacmini artırmaktadır.
- Mali açıdan problemi olan kurumlar, kendi riskleri dışında kalan menkulleştirme tekniği sayesinde, daha ucuza kaynak temin edebilmektedir.

Bir başka yöntem ise; müşteri cari hesaplarının ticari senetlere dönüştürülmesidir. Cari hesapların ticari senetlere dönüştürülmesinin firmaya sağlayacağı bazı yararlar bulunmaktadır. Firmalar, söz konusu ticari senetleri, bankalara iskonto ettirerek sürelerinden önce paraya çevirebilecekleri gibi, teminat olarak göstererek finansman kurumlarından avans alabilir ya da ciro etmek yoluyla mal alımlarında veya satıcılara olan mevcut borçların ödenmesinde kullanabilirler. Ayrıca bu yöntemle, ticari senetlerin takip yolu daha hızlı olup, uyuşmazlık halinde alacağın varlığının kanıtlanması da kolaylaşmaktadır [Akgüç, 1998: 285].

#### 4.2.2.1. Krizde Uygulanabilecek Fiyat Politikası

Krizlerde, artan satış kayıplarını azaltmak, diğer yandan maliyetleri karşılamak için uygun bir fiyat politikasının belirlenmesi gerekmektedir.

Krizde, döviz kurunda meydana gelen ters etkileri karşılamak amacı ile satış fiyatlarını artırmak ilk önce uygulanan yöntemlerden birisidir. Bazı ülkelerde forward piyasasının varolmaması ve yerel finansal piyasaların, döviz kuru etkisini (exposure) yönetme başarısını mümkün kılacak derecede büyük olmaması sebebi ile fiyat artışları, kur etkisi yönetiminde uygulanacak tek taktik olarak görülmektedir [Buckley, 1986: 158]

Ancak fiyat artırımları krizi takiben ortaya çıkan stagflasyon döneminde firmaların gelirlerinin daha yüksek oranda düşmesine yol açmaktadır [Cansen, 2001: 3].

Ülkemizde, Şubat krizinde, firmaların büyük bir çoğunluğu satışlarındaki düşüşü sınırlamak amacıyla, cari döviz kurunun altında sabitlenmiş bir döviz kuru üzerinden fiyatlamayı tercih etmişlerdir [Ekonomist, 2001: 26]

Kriz döneminde belirlenecek fiyat politikası konusunda, karar aşamasında en önemli görev, pazarlama birimine düşmektedir. Bu birim firmanın ürettiği mamullere karşı talep duyarlılığını iyi ölçmelidir. Bu ölçüm sonunda, hangi satış fiyatında hangi hacimde satış yapılabileceğinin belirlenmesi gerekir [Sarıkamış, 2002: 8].

Krizlerde firmalar; fiyatlamada tam maliyetleme değil, marjinal nakit hareketleri analizini kullanmalıdır [Cansen, 2001: 3]. Bunun amacı, firmayı likit halde tutmaktır.

Bu sebeple krizde mamul fiyatını artırmamak veya fiyatı aşağıya çekmek için yapılacak analizler katkı analizleri ile başlamalıdır. Bu analizlerin yapılabilmesi için gerekli bilgiler şöyle sıralanabilir [Sarıkamış, 2002: 8].

- Hangi satış fiyatında kaç birim satılabileceği,
- Maliyet kalemlerinin sabit - değişken ve nakit çıkışı gerektiren - gerektirmeyen olarak sınıflandırılması ve
- Firmanın mevcut finansal yapısının göstergesi olan fiili finansal durum tabloları.

#### 4.2.2.2. Krizlerde Uygulanabilecek Alternatif Fiyatların Karşılaştırılması

Aşağıda kriz döneminde uygulanabilecek alternatif fiyatların karşılaştırılması ile ilgili olarak bir örnek verilmiştir [a.g.e., s. 9].

Krizde, %30 kapasite ile çalışan, yıllık 10.000 birim üreten kapasitesine sahip olan ve halihazırda 3000 birim üretmekte ve satmakta olan bir A firmasının, fiyatı düşürmesinin, mamul birim maliyeti ve kar üzerinde nasıl bir rakamsal etki yaratacağı Tablo 4.2'de ortaya konmaktadır.

**Tablo 4.2. Kriz Dönemlerinde Kullanılabilecek Alternatif Satış Fiyatlarının Karşılaştırılması**

			Birim Sabit Maliyet				
Fiyat Bin TL	Satış Miktarı Birim	Değişken Maliyet	Nakit Çıkışı Olan Bin TL	Nakit Çıkışı Olmayan	Toplam Bin TL	Toplam Maliyet	K/Z Bin TL
640	4000	420	157.5	67.5	225.0	645.0	-5.0
630	5000	420	126.0	54.0	180.0	600.0	30.0
620	5600	420	112.5	48.2	160.7	580.7	39.3
610	5900	420	106.8	45.8	152.5	572.5	37.5
600	6000	420	105.0	45.0	150.0	570.0	30.0

Kaynak: a.g.e., s. 9

Tablo verilerine göre; satış fiyatı 620.000 TL'na düşürüldüğünde, firma 5600 birimlik satış hacmine ulaşabilecek ve birim başına kar 39.3 bin TL olacaktır. Bu satış hacminden sonra birim başına kar düşüşüne rağmen, toplam kar bir miktar artacak ve sonra düşecektir. Satış fiyatının 620.000 TL'dan 610.000 TL'na indirilmesi, birim başına karın 39.3 bin TL'dan 37.5 bin TL'na düşmesine neden olacak, ancak toplam kar 220.080 bin TL'dan 221.250 bin TL'na çıkacaktır. O halde yapılan tahminlerin doğru olduğu varsayıldığında Firma A yönetimi mamulün satış fiyatını 610.000 TL'na çekecektir

#### 4.2.3. Krizde Stok Yönetimi

Krizlerde stok devir hızının yavaşlaması, çalışma sermayesini olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca bunalım dönemlerinde stoklardaki değer artışı sonucu fiktif karlar oluşmaktadır.

Kriz döneminde, çalışma sermayesindeki bozulmayı gidermede, öncelikle stok değerlendirme yöntemlerinin değiştirilmesi gerekebilir [Aksoy, 1993: 189]. Değerleme yöntemini değiştirmek, bu dönemlerde ortaya çıkan fiktif karların azalmasını sağlayacaktır.

Kriz döneminde, stokların maliyetinin düşük görünmesi sonucu, zahiri yüksek kar hesaplayan işletmelerin satılan malın maliyeti tablosunda; hammadde maliyeti veya ticari mal maliyetini tarihsel rakamlar olarak almak yerine “yerine koyma maliyetini” (replacement cost) dikkate almaları brüt karları düşürmektedir [Yükçü, 2001: 30].

Ancak seçilecek stok değerlendirme yönteminde de dikkatli olmak gerekmektedir. Durgunluk içerisinde enflasyon dönemlerinde ve stoklarda bir yükselme olduğunda LIFO'nun yararı bulunmaktadır. Ancak, işletmelerde stok eritme politikasının izlendiği dönemlerde, LIFO'nun faydası olmamakta ve avantajları açısından FIFO'nun da gerisine düşmektedir [MUFAD, 2001: 67]

Çalışma sermayesindeki kısıtı aşmanın bir başka yolu, stok politikasının sıkılaştırılmasıdır. Azaltılmış stok tutuşu ile faiz yükü azalacak, bu da çalışma sermayesi üzerinde pozitif etki yapacaktır. Dahası, nispi olarak düşük tutulan stok

düzeıı, varolan nakit kredi limitleri içerisinde işletmeye kapasite kullanımını geliştirme fırsatı verecektir [Kolay, 1991: 49].

Firmaların kriz döneminde kısa vadeli stok yönetimi dışında daha etkin stok tutma yöntemleri de uygulanmalıdır. Aşağıda bazı ağdaş stok yönetim sistemleri açıklanmıştır.

#### **4.2.3.1. Malzeme İhtiyaç Planlaması**

Malzeme İhtiyaç Planlaması (MRP - Material Resource Planning), üretim süreci başlamadan önce, talep tahminleri ile üretim sürecini bütünleştirerek, stok düzeylerini enazlanmayı sağlayan bir sistemdir. Bu sistemi kullanan firmaların, toplam stok düzeylerinde %50 civarında azalmalar görölmüştür [Ülengin, 1997: 194];

#### **4.2.3.2. Tam Zamanında Üretim**

Tam Zamanında Üretim ya da JIT (Just in Time), MRP sisteminin yapısal eksikliklerine doğrudan atıfta bulunmaktadır. JIT'in temel amacı, üretimdeki bütün artıkları (ürün akışını sekteye uğratan, ürünün yapılması veya satılmasında herhangi bir katkısı bulunmayan stoklar, kesintiler ve kötü kalite gibi) yok etmek üzerine kuruludur. Böylece doğru miktardaki ürün en yüksek kalitede, doğru zamanda sıfır stokla üretilmektedir. MRP'nin statik özelliği JIT'de yoktur ve sürekli geliştirme üzerine yoğunlaşmaktadır [Silver vd, 1998: 632].

Ancak tedarikçi desteğinin yetersiz kalması, üretimde yeterince uzmanın olmaması gibi nedenlerle Tam Zamanında Üretim, beklenilenin aksine üretimde büyük düşüşlere de yol açabilmektedir.

#### **4.2.3.3. Optimize Edilmiş Üretim Teknolojisi**

Özellikle üretimde darboğazlar ile karşılaşan bir firmada uygulanabilecek stok yöntemi olan Optimize Edilmiş Üretim Teknolojisi (Optimized Production Technology) veya OPT yaklaşımı, her sistemin en az bir kısıtı olduğunu kabul eden Kısıtlar Teorisi

(Theory of Constraints) üzerine kuruludur. Bu teoriye göre bir örgütte kısıtlar tespit edilir ve kaldırılabilirse, işletmelerin sonsuz kar elde etme olanakları vardır.

Kısıtlar teorisinin çalışma prensibi, sürekli ilerleme için, aşağıda sıralanan beş adımlı bir yapı ortaya koymaktadır [a.g.e., s. 648].:

1. Adım: Sistem kısıtlarının belirlenmesi,
2. Adım: Bu kısıtların nasıl düzeltileceğine karar verilmesi,
3. Adım: İlgili her şeyin, yukarıdaki kararın uygulanması için seferber edilmesi,
4. Adım: Sistem kısıtlarının ortadan kaldırılması,
5. Adım: Yukarıdaki aşamaların birinde kısıt ortadan kalkarsa, tekrar birinci aşamaya dönülmesi.

Bu yaklaşım, para kazanmayı tek bir amaç olarak görmekte ve firmanın bütün çabasının bunun üzerinde yoğunlaşması gerektiği esasına dayanmaktadır. OPT'de stoklar; firmanın satmaya niyeti olduğu varlıkları satın almak için yatırdığı para olarak tanımlanmaktadır.

Yaklaşım; imalatçı firmanın, nihai mamullerinin satışlara oranını ifade eden "Satış Oranı" (throughput) üzerine yoğunlaşmaktadır. Eğer nihai mamullerin satış oranı artarsa, stok ve faaliyet harcamaları sabitken net kar, yatırımın getirisi ve nakit akışı artacaktır. Çünkü bahsedilen gelirler, maliyette yükselme olmaksızın artmaktadır [Silver vd, 1998: 647].

#### **4.2.3.4. Dış Kaynaklardan Yararlanma**

Dış kaynaklardan yararlanma (Outsourcing) daha önce işletme çalışanları tarafından yerine getirilen fonksiyonların, işletme dışındaki uzman firmalar tarafından yerine getirilmesini sağlayan bir küçülme stratejisidir. Daha açık bir ifade ile dış kaynaklardan yararlanma, ürün bileşenlerini işletmede üretmek yerine satın almaktır. [Boone ve Kurtz, 1996: 236; Brigham ve Gaperski, 1991: 848].

Bu yöntem, firmaların; belli fonksiyonları yerine getirmede ihtiyaç duyulan personel sayısını azaltırken, işletmeler, istekli tedarikçiler arasından en iyi fiyatı alma imkanına



da sahip olmaktadır. Ayrıca firma, sözleşme bitiminde tedarikçiyi değiştirme esnekliğine sahiptir [Boone ve Kurtz, 1996: 237].

Bununla birlikte, dış kaynaklardan yararlanma, işletmenin ve hatta sektörün ortadan kalkması ile sonuçlanabilir. Temel yeteneğin hatalı olarak belirlenmesi, uygun ortakların seçilememesi veya zaman içinde dış kaynaklardan sağlanan hizmetlerin stratejik öneminin artması gibi nedenlerle, işletme rekabet avantajını kaybedebilir [Ataman, 2001: 342].

#### **4.2.3.5. Müşterilerin Malzemeleri İle Faaliyet Gösterme**

Çalışma sermayesi sıkıntısını aşmak için, organizasyon gittikçe artan oranda müşterilerden sağlanan malzemeler ile faaliyet gösterebilir. Bu yöntem aynı faaliyet düzeyinde tutulan borç ve stok düzeyinde azalmaya sebep olmaktadır. Böylece bankalardan kredi kullanımı azalmakta, bu da karlılık ve çalışma sermayesi üzerinde pozitif etki yapmaktadır. Böylece daha az borç ve stok tutulması işletmelere, varolan nakit kredi limitini kullanarak faaliyet düzeyini geliştirme ve çalışma sermayesi azlığının giderilmesini sağlamaktadır [Kolay, 1991: 48].

Bununla birlikte, siparişlerin müşterilerin malzemeleri ile yerine getirilmesinin, firmanın faaliyet düzeyi üzerinde olumsuz etkisi de olabilecektir. Bu politikanın uygulanması sonucunda; işletme belli bir müşteri grubuyla çalışabileceğinden, sadece sınırlı bir büyüme sağlayabilecektir [Önal, 1995: 118].

Yukarıda bahsedilen stok yönetim sistemleri, stoklara yönelik çalışma sermayesi talebini düşürmekte ve çok daha hızlı stok dönme çabukluğu ve dolayısı ile sermaye getirisi sağlamaktadır.

Stok tutma talebinin azaltılmasında; tesis modernizasyonu, tamirler ve tesis yenilenmesi gibi uygulamalarla üretim döngü zamanının azaltılması ise uzun vadeli stratejiler olarak uygulanabilir [Kolay, 1991: 51].

### 4.3. KRİZDE SABİT SERMAYE YÖNETİMİ

Bunalım dönemlerinde, işletmelerin mali durumlarına ve yatırımın aşamasına bağlı olarak, yeni yatırımlar yerine, devam etmekte olan yatırımların tamamlanması önerilmektedir. Bununla beraber, pazarın durumuna göre, yapılmakta olan yatırımlar bile durdurulabilir. Öte yandan proje aşamasında olan bazı yatırımlar ise ertelenebilir.

Ayrıca ülkemizde kriz döneminde aşırı yükselen enflasyonun, sabit sermaye üzerindeki olumsuz etkilerini kısmen gideren yasal düzenlemeler mevcuttur. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Yeniden Değerleme Müessesesi
- Azalan Bakiyeler Yöntemine Göre Amortisman Ayrımı
- Duran Varlık Yenileme Fonu
- Gayrimenkul ve İştirak Hisseleri Satışlarından Doğan Karın Sermayeye Eklenmesine Vergi Bağışıklığı
- Maliyet Artış Fonu
- Yatırım İndiriminde Yeniden Değerleme ve Öngörülen Yatırım İndirimi Uygulaması.

Diğer yandan işletmeler kriz dönemlerinde, fon elde etmek, kriz dolayısı ile etkin ve verimli çalışmayan bölümleri rehabilite etmek, küçültmek veya satmak amacıyla küçülme stratejileri uygulayabilir.

Küçülme veya varlıkları azaltma stratejilerinden biri, işletme faaliyetlerine katkısı bulunmayan bina, arsa, arazi, makine ve teçhizatın satılmasıdır. Böylece bazı demirbaş ve eşyalar elden çıkarılabilir, verimsiz ve ekonomik ömrünü doldurmuş yatırımlara son verilebilir. Böylece, bir taraftan nakit girişi sağlanırken, diğer taraftan amortisman giderlerinden tasarruf edilir. Diğer küçülme stratejileri aşağıda açıklanmıştır.

#### 4.3.1. Taşeronluk Yoluyla Talebin Doyurulması

Kriz dönemlerinde başvurulacak yöntemlerden biri de taşeronluk (alt sözleşme) yoluyla talebin doyurulmasıdır. İşletme, müşteri taleplerini karşılamada çalışma sermayesi

sıkıntısı nedeni ile yetersiz kaldığı durumlarda, talep açığını kapatmak dolayısıyla karlılığı ve çalışma sermayesi pozisyonunu iyileştirmek için taşeronluk yolunu seçilebilir. Bununla birlikte, alt sözleşme yoluyla nispeten düşük karlar elde edilmektedir. Artan düzeyde atıl kapasite maliyeti, bu tedbirin kısa vadede tercih edilebileceğini göstermektedir. Bu durum uzun vadede devam ettirilirse çalışma sermayesinde bozulmalar oluşmaktadır [Kolay, 1991: 50].

#### 4.3.2. Tecrit Etme Yaklaşımı

İşletmede sıkıntı oluşturan bölümleri veya bağlı şirketleri analiz etmemek veya ayırmamak, krizde yapılan önemli hatalardan biri olmaktadır. Çünkü bu bölümler sonuçta, kaynakları tüketmek suretiyle tüm işletmenin başarısız olmasına sebep olmaktadır [Tippe ve Kupetz, 1998: 10].

Bu sebeple uygulanabilecek küçülme stratejilerinin biri de Tecrit Etme (Ayırma) stratejisi olarak adlandırılan ve işletmenin, karsız stratejik iş birimlerini satarak varlıklarını azaltması veya bazı mamullerin üretimini grup içinde başka işletmelere devretmesidir [Dinçer, 1998: 298].

Bu strateji, bir stratejik iş biriminin veya bir stratejik iş biriminin alt üretim kısımlarının birini satma veya faaliyetini durdurma şeklinde uygulanmaktadır. Tecrit etme yaklaşımı aşağıdaki yollarla gerçekleştirilebilir [Eren, 1990: 228-229]:

- Bir Stratejik İş Birimi yaşayabilir durumda ve ana işletmenin faaliyetlerinden bağımsız şekilde çalışıyor ise, ana işletme hisselerinin çoğunu elinden çıkararak sıradan bir ortak konumuna düşer.
- Stratejik İş Birimi yaşayabilir durumda ise, işletme hisselerini bu birimde çalışan personele satabilir.
- Stratejik İş Birimi'nin mülkiyeti veya hisseleri, dışarıdan bir kişi veya firmaya satılabilir.

2001 Krizi sonrası, işletmelerin stratejik iş birimlerini satmalarını ve başka işletmelerin bu bölümleri almasını teşvik etmek amacıyla, Kurumlar Vergisi Kanununun 14. Maddesinin 7 numaralı bendi değiştirilmek sureti ile [Resmi Gazete, 03/07/2001: Madde 18], devir veya bölünme yoluyla infisah eden kurumların birikmiş zararlarının, belirli şartlar dahilinde devralan kurumlar tarafından mahsup edilmesine imkan sağlanmıştır. Yalnız, devir veya bölünme sureti ile infisah eden kurumlar ile devralan kurumların aynı sektörde faaliyet göstermesi gerekmektedir.

Yapılan bu düzenleme ile, şirketlerin ortalık yapılarını değiştirmeleri, aynı şirket bünyesinde yürütülen birden çok faaliyet alanını ayrıştırmaları, faaliyetlerine tahsis edilen varlıklarını kısmen veya tamamen elden çıkartmak sureti ile verimli olmayan alanlardan çıkmaları, ölçeklerini istedikleri şekilde ayarlayarak içsel ve dışsal ekonomilerden yararlanmaları ve belirli faaliyet alanlarında yoğunlaşarak uzmanlaşmaları amaçlanmıştır.

#### **4.3.3. Satış ve Geri Kiralama Leasingi**

Tüz [Tüz, 1996: 143]; 1994 krizinde otomobil sektöründe kriz yaşamayan tek işletmenin, sabit sermaye yatırımlarının özelliklerini şöyle sıralamıştır: “Yatırımlar mümkün olduğu ölçüde sabit olmaktan uzak, değişken maliyet ağırlıklıdır. Emek yoğun teknolojisi vardır. Fabrika ve tesisler leasing yöntemi ile finanse edilmektedir. Makinalar ucuz ve kolay taşınabilir niteliktedir. Şartlar kötü olduğunda değişken maliyetleri azaltarak, karı artırmaları mümkündür.” Bu ifadeden de anlaşılacağı üzere, leasing, işletmelere bunalım dönemlerinde esneklik sağlayan bir tekniktir.

Leasing yöntemleri içerisinde “Satış ve Geri Kiralama” (Sale and Lease Back) tekniği, kriz dönemlerinde işletmelerin sabit sermaye yönetiminde uygulayabilecekleri bir finansman tekniğidir. Bu teknik, nakit sıkıntısı içerisinde olan bir işletmenin, finansal yönden bir takım kolaylıklar sağlamak amacıyla, arazi, bina, makine ve teçhizat gibi sabit varlıklarını, bir finans kurumuna satışı ve daha sonra kiralanması olarak açıklanabilir [Ceylan, 2002: 114].

Bu çeşit leasing, binasını veya tesisini, sermayesini artırmak amacıyla satmak, fakat aynı zamanda faaliyetini devam ettirmek isteyen firmalar tarafından kullanılmaktadır [Pinches, 1990: 462].

Eğer leasinge konu olan varlık, işletmenin kendi arazisi üzerindeki bir binayı kapsıyorsa, firma gelir vergisi avantajı da elde edebilmektedir. Çünkü firma tarafından sahip olunan araziler amortismanına tabi olmadığı halde, leasing ödemeleri vergiden indirilebilmektedir. Böylece firma, dolaylı olarak arazinin değerini amortize edebilmektedir [Horne, 1995: 513].

İşletmeler bazen de, amortisman süresi dolmuş sabit varlıklarını, kiralama şartı ile satarak, vergiden kaçınma yolunu kullanabilir.

Bu tür kiralamada malın satış bedeli genellikle düşük bir tutar olarak tespit edilmektedir. Ayrıca, kira bedelleri gider olarak kaydedilmesi ile daha az vergi ödenmesi imkanı da ortaya çıkmaktadır [Ceylan, 2002: 115].

#### **4.4. KRİZDE BORÇ YÖNETİMİ**

Kriz dönemlerinde borç yönetimi, büyük önem taşımaktadır. Özellikle banka kredilerinde meydana gelen daralma, özsermaye ve aktifin azalması ile birleşen finansman giderlerinde meydana gelen artış ile döviz kurunun kredilerin maliyetleri üzerinde oluşturduğu olumsuz etki sebebiyle oluşan kambiyo zararları, işletmelerin borç yapısını bozmaktadır.

Şüphesiz borç yapısında meydana gelen bozulmanın en önemli sebebi, uzun ve kısa vadeli banka kredilerinin miktarında ve finansman giderlerinde ortaya çıkan artıştır.

##### **4.4.1. Banka Kredilerinin Yönetimi**

Ülkemizde, 2001 yılında ortaya çıkan kriz sebebi ile bankaların açık kredilere uyguladıkları faiz oranlarının geçmişe dönük olarak aşırı artırması ve kredilerin zamanından önce geri çağırılması işletmeleri zor durumda bırakmıştır. Genellikle üçer aylık dönemler itibarıyla yapılması gereken ana para ve faiz ödemeleri, yaşanan kriz

sebebiyle firmalar tarafından karşılanamamıştır. Aynı zamanda, faiz oranlarında meydana gelen önemli artışlar, firmalarının net değerlerinin azalması ve finansal kurumların yetersiz sermaye yapıları yeni kredi imkanını daraltmıştır.

Firmaların mali açıdan güç duruma düşmesi halinde, bankaların tutumları birbirinden farklı olabilmektedir. Bazı bankalar, müşterilerinin güç duruma düşmesi halinde, firmanın tasfiyesine kadar yol açabilecek sert önlemlere başvurdukları halde, bazı bankalar, kredi süresini uzatarak ya da kredi geri ödemesini uzun süreli bir plana bağlayarak, müşterilerine kolaylık göstermekte; hatta bazı bankalar, firmanın geleceğini parlak görüyorlarsa, yeni kredilerle geçici likidite sıkıntısı ile karşılaşmış müşterilerini desteklemektedirler [Akgüç, 1998: 542].

Ancak firmalar da kredi şartlarının değiştirilmesi konusunda istekli olmalıydılar. Krizlerde kreditorlerle masaya oturmamak veya kreditorleri yanıltmak finansal krize giren işletmelerde yapılan ortak hatalardandır [Tippe ve Kupetz, 1998: 10].

Bu amaca yönelik olarak bir şirketin kısa vadeli borçlarını ödemek üzere uzun vadeli borç almasına fonlama (funding) adı verilmektedir [Hatipoğlu, 1995: 362]. Ülkemizde de başlangıçta imzalanan kredi sözleşmelerine ilave olarak ayrıca “Protokol”, “Borç Ödeme Protokolü”, “ Borç Tasfiye Protokolü” gibi başlıklar altında, kredinin ödeme şartlarında değişiklik yapan (genelde taksite bağlayan) bazı anlaşmalar yapılmaktadır. [Kavaklı, 1991: 64].

2001 Krizi'nde, sıkıntıya giren işletmelere karşı bankaların yeniden anlaşma konusunda takındıkları tavır, İSO tarafından yapılan ankette ortaya konulmuştur.

**Tablo 4.3: 2001 Krizinde Kredi Geri Ödemelerinde Bankalarla Anlaşma İmkani**

2001'in ilk yarısında (%)

	Küçük Ölçekli İşyerleri	Orta Ölçekli İşyerleri	Büyük Ölçekli İşyerleri	Toplam İşyerleri
Dönem sonu faiz oranları konusunda bankalarla mutabakat sağlayamayan firmaların toplam kuruluşlara oranı	79.5	69.0	54.2	71.0

Kaynak: İSO, 2001: 52

Tablo 4.3'den anlaşılacağı üzere, toplam işyerlerinin %71'i, faiz konusunda bankalarla mutabakat sağlayamazken, bu oran küçük ölçekli işletmelerde %79.5 olmuştur. En az mutabakat sağlayamayan işletme grubu ise %54.2 ile büyük ölçekli işletmeler olmuştur. Büyük ölçekli işletmelerin mutabakattaki bu başarısının bir kaç sebebi bulunabilir. Daha önce belirtildiği gibi firmaların boyutu büyüdükçe ilişki kurulan banka sayısında artış ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla banka-firma ilişkisinde firma lehine bir güç oluşmaktadır. Ayrıca, büyük ölçekli işletmelere kullanılan kredi miktarı, diğer işletmelere nazaran daha fazla olmakta ve dolayısı ile büyük miktardaki geri dönmeyen kredinin bankaya olan maliyeti yüksek olacağından, bankalar faiz oranları ve vade uzatma (kısa vadeli kredilerin uzun vadeye dönüştürülmesi gibi) konusunda büyük ölçekli firmalara tolerans göstermektedirler.

Bankacılardan kredi borçlarının geri ödenmesi şartlarının tekrar programlanması konusunda istekte bulunmak, firmaların fon talebinde azalma meydana getirecektir [Kolay, 1991: 50]. Buna ek olarak, hasta bir birimin iyileştirilmesi için banka tarafından faiz affedilmesi yoluna gidilmesi de çalışma sermayesini olumlu yönde etkileyecektir. Böylece işletme, faaliyetine devam etme imkanı yakalanabilir. Aynı zamanda, elde edilecek çalışma sermayesi kredi imkanını, faaliyetlerini devam ettirmede kullanabilir.

Herhangi bir durumda, yumuşak şartlarda çalışma sermayesi finansmanı, eğer birim fonlar etkin olarak kullanılır ve faiz ödemelerinden daha fazla oranda kazanırsa, firmanın çalışma sermayesi pozisyonu iyileşecektir [a.g.e. .s. 51].

#### **4.4.2. Borca Dayalı Menkul Kıymet Yönetimi**

Ülkemizde, devletin finansal piyasalarda dışlama etkisi oluşturması ve ihraç ettiği devlet tahvillerinin, özel sektör tahvillerine göre daha az riskli olması sebebiyle, özel sektör tahvillerinin payı çok düşük miktarda kalmaktadır. Ancak özel sektör borç piyasasının geliştiği ülkelerde işletmeler finansal sıkıntının kurtulmak için , “Tekrar Finansman” (Refinancing) imkanını kullanabilmektedir.

Tekrar finansman, mevcut tahvilleri ödemek maksadı ile piyasaya yeniden tahvil veya hisse senedi çıkarmak anlamındadır. Vadesi gelen ve şirketin ödeme opsiyonu olan

tahvili ödemek için yeniden tahvil çıkarılmasına ise “Tekrar Fonlama” (Refunding) adı verilmektedir [Hatipoğlu, 1995: 362].

Tekrar finansman çeşitli sebeplerle yapılmaktadır. Eski borç faizleri yüksek veya ödeme şartları uygun değilse, eski finansman yapısı tatmin edici değilse ve şirketin mali durumundaki düzelme sebebi ile daha ucuz faizle tahvil satmak mümkün olunca, tekrar finansmana gidilebilir.

Bunların dışında sabit faiz yükü getiren tahvillerin kara iştirakli tahvillerle değiştirilmesi ve tahvil faizlerinin indirilmesi gibi finansman yöntemleri de sıkıntıdan kurtulmak için kullanılabilir [Akgüç, 1998: 953].

#### 4.4.3. Ticari Borçların Yönetimi

Kriz dönemlerinde, kredili mal alımında bulunan firmalar, borçlarını ertelemek veya geç ödemek suretiyle likidite sıkıntılarını aşabilirler. Ticari borçları ertelemenin veya geciktirmenin etkisi, faaliyette bulunan sektörün yapısına göre farklılık arz etmektedir. Alıcı piyasasında, tedarikçiler yavaş ödemelere karşı toleranslı davranmaktadırlar. Ancak piyasa koşulları değiştiğinde ve satıcı piyasası hakim olduğunda tedarikçiler, yavaş ödeme yapan firmaların hesaplarını kapatmaktadır [Kolb ve DeMong, 1988: 666].

Ticari borç sözleşmelerinde geç ödemeye karşılık gecikme cezası maddesi genellikle yoktur. Ancak geciktirilmiş ödemelerin ABD’de satıcı kredilerine uygulanan iskonto oranlarını 2/5 düzeyinde azalttığını kanıtlanmıştır. 1996’da ABD’de yapılan bir çalışmada işletmelerin önemli bir çoğunluğunun geç ödeme cezası uygulamadığı, sadece firmaların %7’sinin bunu tahsil ettiğini tespit edilmiştir [Wilner, 2000: 155].

Bununla birlikte geç ödeme tamamen maliyetsiz değildir. Sürekli olarak ödemelerinde geciken bir firma olmanın belirli maliyetleri vardır. Bu maliyetlere, kötü kredi değerliliği ve mal satanların mal göndermedeki isteksizlikleri de dahil olabilir. Bir politika olsun veya olmasın, fiilen geç ödeme yapan firmalar sağlanan tasarrufların potansiyel tehlikeye değip değmediğini dikkatlice değerlendirmelidir. Ayrıca sistematik



olarak karşı tarafa ödemeleri geciktirmenin ahlaki açıdan doğru olup olmadığı soruları da ortaya çıkacaktır [Kolb ve Rodriguez, 1996: 72].

#### 4.4.4. Reorganizasyon

Reorganizasyon, firmanın sermaye yapısını değiştirerek ayakta tutma çabasını ve finansal yapıda yapılacak zorunlu düzenlemeleri ifade etmektedir [Horne, 1995: 699, Gönenli, 1983: 598]. Kavramsal olarak, bir işletmenin işleyen teşebbüs olarak ekonomik değeri, tasfiye değerinden daha büyükse reorganize edilmelidir.

Genel olarak, teknik likiditesini kaybeden ve bir süre daha teknik likidite elde edemeyeceği görülen işletmeler, kendilerine gerekli süre tanındığında durumu düzeltebileceğine alacaklılarını inandırabilirse, bu sürelerini uzatma olanağına sahiptir. Bu açıdan yargı organlarının da bu tür reorganizasyonu desteklemesi gerekir [Gönenli, 1983: 600].

Bununla birlikte mali sıkıntıya düşen bir şirketin yeniden yapılanma faaliyetlerini, finanse etmek çok riskli bir iştir. Bunun nedeni; borç finansmanında şirket dışına bazı ters etkilerin yansımasıdır. Bu konuyla ilgili vakalarda, iki tip sorunla karşılaşılmaktadır [Atiyas, 1993: 299]:

Birincisi, şirket sahipleri ile şirket yöneticileri arasındaki menfaat çatışmasıdır. Şirket sahibinin amacı özsermayesini artırmaktır. Oysa yönetici, maaşının yanısıra çalıştığı yıl sayısı da ya da iş hacmi ile orantılı aldığı yüzdeyi artırmaya çalışır. İkincisi ki, Türkiye için geçerlidir, şirket sahipleri ile kredi verenler arasındaki menfaat çatışmasıdır. Şirket sahibinin özsermayeyi artırma arzusu ile alacaklıların teminat gösterilen malların değerini yükseltme arzusu ters düşmektedir. Şirketlerde sınırlı sorumluluk söz konusu olduğundan, şirket faaliyetlerinin riskini artırarak kredi verenin borca karşılık alabileceği malların değerini azaltma yoluna gidilmektedir.

Şirket mali sıkıntıya düşüp ayakta kalması zorlaştığında bu iki sorun daha da içinden çıkılmaz hale gelmektedir. Yöneticiler ve şirket sahipleri, şirketin ömrünü uzatmak için gereksiz risklere girmektedirler. Eğer şirket ayakta kalırsa, yöneticiler ve sahipler meyvesini alır. Fakat eğer şirket iflas ederse yöneticiler ile şirket sahiplerinin zararı,

sınırlı sorumluluktan dolayı, ödemeleri gerekli olan miktardan çok daha azdır. Şirketin batacağını anlayınca yönetici ve sahipleri, şirket varlıklarını en aza indirirler

İşletmelerin ileri derecede borçlarını ödeyememesi durumunda ise konkordato müessesesi kullanılabilir.

Konkordato, dürüst bir boçlunun, alacaklılarının (en az üçte ikisinin) çoğunluğu ile yaptığı ve ticaret mahkemesinin tasdiki ile hüküm ifade eden bir cebri anlaşmadır. Bununla imtiyazsız alacaklılar, borçluya karşı alacaklarının belli bir yüzdesinden feragat ederler ve borçlu, borçlarının konkordatoda kabul edilen kısmını ödemekle, borçlarının tamamından kurtulur [Karakış ve Taş, 2001: 89].

İki çeşit konkordato bulunmaktadır [a.g.e. s. 89-90]

a) **Resmi Konkordato:** Bu tür konkordatoya, adli veya mahkeme içi konkordato da denmektedir ve tüm alacaklıları bağlamaktadır. Resmi konkordatonun çeşitleri aşağıdaki gibidir:

- *Tenzilat Konkordatosu:* Bu konkordatoda alacaklılar, alacaklarının belli bir yüzdesinden feragat ederler ve borçlu, borçlarının konkordatoda kabul edilen yüzdesini ödemekle borçlarının tamamından kurtulmaktadır.
- *Vade Konkordatosu:* Borçlu ile alacaklılar arasında yapılan bir konkordato olup, borçluya borçlarını ödemesi için bir süre tanınmaktadır.
- *Tenzilat ve Vade Konkordatosu.* Bu yöntemde, borçlu ile alacaklı arasında yapılan anlaşma gereği, alacaklılar hem alacaklarının bir kısmından feragat etmekte, hem de borçluya bir vade tanınmaktadır.

b) **Özel Konkordato:** Mahkeme dışı konkordato olarak da adlandırılan özel konkordatoda, herhangi bir resmi makamın katılımı yoktur. Çeşitleri aynı resmi konkordatoda olduğu gibidir

#### 4.4.5. Krizde Vergi Yönetimi

Kriz ortamında kurumlar vergisi mükelleflerinin kullanabilecekleri yöntemler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yeralan enflasyon muhasebesi ile ilgili tüm düzenlemelerden yararlanılabilir.
- Kriz yılı içerisinde, reel faizler yükseldiğinden finansman gider kısıtlaması aşağıya düşmektedir. Bunun sonucunda finansman gider kısıtlamasının olumsuz etkileri azalmaktadır. Bu sebepten, özellikle envanter muhasebesinde LIFO metoduna geçmek gerekmektedir.
- Ayrıca sabit kıymet satışından doğan karların yenileme fonunda bekletilmesi, firma açısından avantaj sağlamaktadır.

Vergi ertelenmesi de yüksek enflasyon ortamında, vergi mükelleflerine çok önemli tasarruflar sağlayacağından, mümkün olduğunca bu yöntemi kullanmak gerekebilir.

Vergi ertelenmesi, vergiyi doğuran olayın meydana gelmesini geciktirmek suretiyle vergi ödemesini bir sonraki vade veya vadelere taşımaktır. Özellikle yüksek enflasyon ortamlarında vergi ertelenmesi, efektif vergi oranlarının çok ciddi olarak düşmesine yol açmaktadır. Örneğin %100 enflasyon ortamında 100 TL'lık bir vergiyi bir yıllık erteleme sonucunda %50 oranında değer kaybetmektedir. Söz konusu erteleme 3 yıla ulaştığında ise 100 TL'lık verginin reel değeri 12.5 TL'na kadar gerilemektedir [Çamlıca, 2001].

#### **4.5. KRİZDE ÖZSERMAYE YÖNETİMİ**

Krizde özsermayede meydana gelen zararlardan kaynaklanan nominal ve enflasyondan kaynaklanan reel azalmalar sonucu ortaya çıkan özsermaye azalması karşısında, işletmelerin uygulayabileceği finansman politikalarından en önemlileri otofinansman ve halka açılmadır. Aşağıda bu iki politika açıklanmıştır.

##### **4.5.1. Kriz Dönemlerinde Otofinansman Sağlama**

Finansal hiyerarşi teorisine göre işletmeler, fon gereksinimi durumunda, önce iç fonları kullanmakta, sonra borç ve en son çare olarak da yeni hisse ihracına başvurumaktadırlar [Kula, 2001: 41]. Gerçekten de 71 İMKB işletmesinin 1991-96

verilerini analiz eden bir çalışmada (Dağlı, 1998), FVÖK ile ölçülen iç fon ile borçlanma arasında negatif ilişki bulunmuştur [Kula, 2001: 46].

Özellikle kriz dönemlerinde işletmeler kredi daralmasını aşmak ve özsermayelerini güçlendirmek amacıyla; öncelikle iç fonları kullanmaya yönelmektedirler. Kriz sonucunda kredi arzının daralması, diğer finansman kaynaklarına oranla, banka kredilerinin nispi öneminin kaybolmasına sebep olmaktadır [Borensztein ve Lee, 2000: 10].

İşletmenin kendi yarattığı iç fonlarla faaliyetlerini finanse etmesi olarak tanımlanan otofinansman, açık ve gizli olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilebilir.

Açık otofinansman, faaliyetler neticesinde elde edilmiş olan karın, işletme içinde tutulmasıdır [Gücenme, 2001: 43].

Ticari karın tamamının işletme dışına çıkarılması halinde özkaynakların korunması mümkün olmamaktadır. Özkaynakların satın alma gücü ve üretim gücünün korunabilmesi için, ya yeni ortaklar almak suretiyle nominal sermaye artırılmalı ya da geçmiş yıllar karlarının işletmede çeşitli adlarla (yedekler, dağıtılmamış karlar gibi) bırakılması suretiyle özkaynak toplamı, açık otofinansman imkanı ile artırılmalıdır

İşletmenin otofinansman yoluyla yaratmış olduğu kaynaklar aşağıdaki şekilde tespit edilebilir [Akdoğan ve Tenker, 1998: 614].

$$\text{Otofinansman Oranı (İç Kaynaklar Oranı)} = \frac{(\text{Kar yedekleri}) - (\text{Birikmiş Zararlar})}{\text{Ödenmiş Sermaye}}$$

Gizli otofinansman ise, henüz ticari kar saptanmadan önce gerçekleştirilmektedir. Amortismanlar, karşılıklar ve reeskont faiz giderleri, peşin ödenmiş giderler, gider tahakkuk hesabındaki artışlar, ilgili dönem karını azaltmaktadır. Bu giderler yoluyla o dönem için gizli otofinansman sağlanması belirli koşullar altında mümkündür [Gücenme, 2001: 45].

2000 yılında İMKB'de işlem gören 202 reel sektör firmasının 103 tanesi (%51'i), nakit kar payı dağıtırken 2001 yılında 197 reel sektör firmasından 80'i (%40'ı) nakit kar payı dağıtmayı tercih etmesi [www.imkb.gov.tr, 2002] kriz döneminde firmaların, karı içlerinde tutarak otofinansman yöntemine başvurduğunu göstermektedir

Karları işletmede alıkoymak bir otofinansman imkanı sağlasa bile, Fazzari ve Petersen [Fazzari ve Petersen, 1993: 332] sıfır kar payı dağıtan firmaların finansal baskı ile karşılaşmasının daha büyük ihtimal dahilinde olduğunu belirtmişlerdir. Çalışma sermayesi yatırımı ve onun bileşenlerinin, sıfır kar payı dağıtan firmalar için çok daha keskin şekilde düştüğü görülmektedir.

Ayrıca dağıtılmamış karların işletmelere maliyeti bulunmaktadır. Bu maliyet, firma ortaklarının sermaye payları üzerinden almayı bekledikleri karlılık oranına eşittir. Eğer bir anonim şirket sözkonusu ise; şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin düşmemesi için, dağıtılmamış karlarla finanse edilen yatırımlardan sağlanması gerekli asgari karlılık oranı, şirket için dağıtılmamış karların maliyetini belirlemektedir [Akgüç, 1998: 467-468].

Nakit yetersizliği sebebiyle kar payı dağıtımını yapamayan şirketlerin, yedek akçeleri sermayeye ilave yoluyla sermaye artırımına gitmeleri ve ortaklarına bedelsiz hisse dağıtmaları da mümkündür. Böylece nakit çıkışına gerek kalmaksızın kar payı dağıtımını gerçekleştirmektedir [ Bolak, 2000: 256].

Ülkemizde yalnızca dağıtılmamış karların değil, emisyon primi ve özellikle de yeniden değerlendirme fonlarının sermayeye ilavesi yoluyla da, ortaklara bedelsiz hisse senedi dağıtımını yapılmaktadır [a.g.e., s. 263].

İşletmelerin özsermayelerini güçlendirmek ve daha fazla yatırımcının şirketin hisselerini satın almalarını sağlamanın bir yolu da tekrar kapitalizasyonun diğer bir şekli olan hisse senetlerinin bölünmesidir.

Bir hisse senedinin daha küçük parçalara bölünmesi, yani hisse senedi sahibine elindeki hisse senedi alınıp yerine 2,3,4 veya daha fazla hisse senedi verilmesi, Hisse Senedinin Çoğaltılması (Stock Split) olarak adlandırılmaktadır Bu yöntemde şirketin toplam

sermayesinde değişiklik olmamaktadır. Bu işlemin amacı, hisse senetlerinin piyasa değerinin düşürülmesi ve bu suretle daha fazla yatırımcının hisse senedi almasının temin edilmesidir [Hatipoğlu, 1995: 362].

#### 4.5.2. Kriz Dönemlerinde Halka Açılma

İşletmeler banka kredileri azaldığı zaman finansman kaynağı olarak gerek sermaye artırımını gerekse yeni hisse satışı yoluyla sermaye piyasalarından fon elde edebilirler.

Ancak banka kaynakları tüketildiği veya daraldığı zaman, dış kaynak açısından sermaye piyasalarını kullanmanın birkaç zorluğu bulunmaktadır. Birincisi; bankaların kötü performans göstermeleri sebebi ile kredilerini azaltmaları, piyasa tarafından borçlanıcı hakkında ters bilgi edinildiği şeklinde algılanacaktır. İkincisi; sermaye piyasası yatırımcıları, bankaların sahip olduğu bilgiye sahip değildirler, dolayısı ile kendilerini korumak için firmanın değerini iskontalama eğilimindedirler. Üçüncüsü; firma finansman karmasını değiştirirken, bankalar tarafından izlenmede meydana gelen azalma diğer sermaye sağlayıcıları tarafından telafi edilemeyecektir. Dördüncüsü; firmalar yüksek oranda kaldıraçlı olabilirler. Bunun sebebi de banka finansmanı esnekliğinin firmaların zorlukla karşılaşması durumunda, borçlarını kolaylıkla yeniden yapılandırmasına imkan vermesidir. Bu da kaldıraç ile ortaya çıkan finansal sıkıntının maliyetini aşağıya çekebilir. Bununla birlikte sermaye piyasası yolu ile finansman sağlama aynı esnekliğe sahip değildir. Bu demektir ki; firmanın varolan kaldıraç düzeyi, gelecekte sermaye piyasalarına dayanmak zorunda kalacak firmalar için fazla gözükebilmektedir [Kang ve Stulz, 2000: 4].

Ayrıca kriz dönemlerinde menkul kıymetler borsasında meydana gelen düşüş bir yatırım müessesesi olarak çalışmasını engellemektedir. Ancak Ülkemizde 1994 krizinde halka açılmanın bir önceki yıla göre %50 oranında artış göstermesi bu duruma bir istisna getirmektedir. Bunu, 1994 Krizi'nde alınan radikal tedbirlerin etkisi ile piyasalarda güvenin hızla sağlanmasına bağlamak mümkündür. 2001 krizinde ise sadece bir halka açılma gerçekleşmiştir [www.imkb.gov.tr, 2002].

Ülkemizde halka açılma, getirdiği bir takım sorumluluklar nedeni ile şirketler tarafından tercih edilmemektedir. Bu sebepler aşağıda sıralanmıştır [Koç, 1998: 22-25]:

- Halka açılan bir şirket Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nun yanı sıra Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)'na da tabi olacaktır. SPK'na tabi olmak, Kurul Denetimi altına girmeyi, onun getirdiği bürokrasi ve formalitelerin külfetine katlanmayı ve kar dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir.
- Ortaklık halka açıldıktan sonra, ortaklıkla ilgili bilgiler “kamuyu aydınlatma” prensibi dahilinde her an incelemeye tabi olmaktadır. Kamuyu aydınlatma, iç ve dış denetime rağmen ve onunla birlikte, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerek katılmayı düşünenlerin en iyi korunmalarının yolu; anonim ortaklığın faaliyeti hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarıdır.
- Halka açılma şirket yöneticilerinin sorumlu oldukları grup büyümektedir. Artık genel kurul çok sayıda ortaktan oluşacağı için, yöneticilerin karar almada inisiyatifleri sınırlanmaktadır.
- Halka menkul kıymet ihracının maliyetleri oldukça yüksek olup, ihraç edilen şirkette reorganizasyona ihtiyaç duyulabilmektedir.

Ayrıca ülkemizde halka açık anonim şirketlerde vergi avantajı sadece, kazanç kaynaklı olmayan nakit kar payı dağıtımında, stopaj yükünün %16.5 yerine %5.5 olmasından ibarettir [Maç, 2000: 77].

Bununla birlikte, 4487 Sayılı Kanunun değiştirilen SPK'nun 15. Maddesi ile halka açık anonim ortaklıkların üçer aylık dönemler itibari ile kar payı avansı dağıtma imkanı getirilmiştir [a.g.e., s. 78].

## **5. İMKB METAL EŞYA - MAKİNE ve TEÇHİZAT SANAYİİ SEKTÖRÜ VE İŞLETMELERİNİN KRİZ DÖNEMİ PERFORMANSI ÜZERİNE BİR ANALİZ**

Bu bölümde, 2001 Şubat Krizi'nin işletmeler üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sanayi Sektörü ve sektörde yer alan firmalar analiz edilecektir.

Uygulama için, Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü'nün seçilmesi aşağıdaki sebeplere dayanmaktadır.

Birincisi, daha önceki bölümlerde anlatıldığı üzere döviz krizleri parasal aktarma mekanizması aracılığı ile hem hane halkının likidite tercihlerini değiştirerek, hem de döviz ve kredi kanalları vasıtasıyla işletmelerin bilançolarını bozarak özellikle dayanıklı mallar üreten işletmeleri etkilemektedir.

İkincisi, seçilen sektörde işletmelerin, ticari faaliyetlerinde ithalat ve ihracatın payının önemli miktarlara ulaşması ve döviz üzerinden varlık ve borçlarının bilançolarında kritik bir yer tutması; çağdaş finansal krizlerin en önemli sonucu olan döviz kuru riskinin bu sektör üzerinden ölçülmesini anlamlı kılmaktadır.

Üçüncüsü, bu sektörde yabancı sermaye payı önemli miktarlara ulaşan işletmelerin mevcut olmasıdır. Bu da krizlerde yabancı sermayenin etkisini incelemek açısından önemlidir.

Sonuncusu ise, bu sektör istihdam, vergi gelirleri ve nihayetinde GSYH üzerinde önemli bir paya sahiptir ve sektörün önemli yan sanayi uzantıları bulunmaktadır. Dolayısıyla sektörde meydana gelen şoklar, tüm makroekonomik değişkenleri etkilemektedir.

Analiz iki kısımdan oluşmaktadır. İlk kısımda genel olarak krizin Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü üzerine etkileri kısaca incelenecektir. Daha sonra İMKB'da işlem gören bu sektörde yer alan işletmelerin kriz öncesi ve kriz sırasındaki mali tabloları ve mali tablo dipnotları kullanılarak; krizden etkilenmesi, krize karşı geliştirdikleri refleksleri, finansal kararlarını içeren davranışları analiz edilecektir. Bu kısmın sonunda



2001 yılının altı aylık karlılık oranları dikkate alınarak krizde en iyi performans gösteren ve krizden en çok zarar gören işletmelerin, kriz öncesi ve kriz sırasındaki finansal yapıları açıklanmaya çalışılacaktır.

İkinci kısımda ise; döviz pozisyon riskleri, dış ticaret riskleri ve yabancı sermaye ortaklığı kriterlerine göre gruplandırılan işletmelerin kriz dönemi üretim miktarları, likidite, kaldıraç ve karlılık oranları arasında istatistiksel bir farklılık olup olmadığı analiz edilecektir.

### **5.1. Genel Olarak Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Kriz Dönemindeki Performansı**

Genel olarak 2000 yılında, bir önceki yıla göre bu sektörün ürettiği dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar %27 oranında artmıştır. Sürünge döviz kurunun teşvik edici etkisi ile döviz üzerinden borçlanmanın artması ve beraberinde düşük faiz oranları sektörün ürettiği mallara olan talebi yükseltmiştir.

Ancak, krizin ortaya çıkması ile birlikte reel gelirdeki gerileme, reel faizlerdeki yükselme ve istihdamdaki daralmanın etkisi, 2001 yılında özel nihai tüketim harcamalarını azaltmıştır. Özellikle bu sektörün ürettiği dayanıklı tüketim mallarına olan harcamalar, tüketici kredi faiz oranlarının bir önceki yıla göre artması, mevduat bankaları tarafından tüketicilere aktarılan kredi hacminin reel olarak daralması ve bu ürünlere yönelik harcamaların 2000 yılında önemli ölçüde gerçekleştirilmesi sonucunda gerilemiştir. Bu gelişmelerle 2001 yılının ilk çeyreğinde dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar %20 oranında düşmüştür. Kasım Krizi ile birlikte bekleyişlerde meydana gelen olumsuzluk, ilk çeyrekteki bu hızlı düşüşün temelini oluşturmuştur. 2001 yılının ikinci çeyreğinde ise, harcamalardaki düşüş hızlanmış ve gerileme %36'ya ulaşmıştır [<http://www.die.gov.tr>, 2002].

Sektörün üretim miktarı, krizin ilk dört aylık döneminde önemli dalgalanmalar göstermiştir. Bu durumu Tablo 5.1'den gözlemlemek mümkündür.

**Tablo 5.1: Kriz Döneminde Metal Eşya-Makine ve Teçhizat Sanayi  
Üretim Endeksi \***

	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran
Metal Eşya San.	-7.3	-33.4	-38.5	-12.6	-22.0	5.4
Makine ve Teç. İmalatı	-5.5	-25	-19.8	-22.0	-19.1	-20.6
<b>Alt Sektörler</b>						
Büro, Muh. ve Bilgi İşl. Mak.	-23.7	-45.7	-83.6	-93.3	-90.1	-69.1
Elektrikli Mak. ve Cih.	7.7	20.9	-4.2	-5.9	2.8	-9.8
Radyo-TV Haber Cih.	14.6	5.2	-15.1	-21.2	-22.8	-31.5
Motorlu Kara Taşıtı ve Röm.	12.7	-17.0	-37.1	-36.9	-46.0	-49.5
<b>İmalat Sanayi</b>	<b>7.5</b>	<b>-4.9</b>	<b>-7.4</b>	<b>-11.2</b>	<b>-9.8</b>	<b>-12.8</b>

\* Bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde değişim

Kaynak: <http://www.die.gov.tr>, 2002

Bunalım döneminde metal eşya sanayinde, krizin ortaya çıktığı Şubat ayında üretim miktarı, bir önceki yılın aynı ayına göre %33.4, Mart ayında ise %38.5 oranında düşmüştür. Makine ve teçhizat imalatı Şubat ayında %25 üretim kaybı yaşarken, Mart ve Nisan aylarında üretim miktarı yaklaşık %20 düşmüştür. Alt sektör kapsamında yer alan elektrikli makineler ve cihazlar grubunda ise Şubat ayında %20 oranında artış yaşanırken, diğer aylarda krizin üretim üzerindeki etkisi diğer gruplara nazaran daha az olmuştur. Örneğin Mart ayında üretim miktarındaki düşüş % 6 ile sınırlı kalmıştır. Radyo-TV cihazları üretimi Şubat ayında az da olsa artarken, Mart ayında %15, Nisan ayında da %21 oranında düşmüştür. Sektörün en fazla çalışanı istihdam eden, yüksek katma değerle çalışan ve önemli yan sanayi bağlantıları bulunan motorlu kara taşıtı ve römork imalatı alt sektörü üretimi, Şubat ayında %17 düşerken, Mart ve Nisan aylarında önceki yılın aynı ayına göre yaklaşık %40 oranında azalmıştır.

Kriz döneminde, bu sektörde önemli miktarda işten çıkarmalar olmuştur. DİE Üretimde Çalışanlar Endeksi (1997=100) kapsamında Metal eşya sektöründe birinci çeyrekte 73.9 olan endeks 2. Çeyrekte 69'a gerilemiştir. Makine ve Teçhizat grubunda ise 2001 yılının ilk üç ayında 90.1 olan endeks ikinci üç ayda 85.5'e gerilerken motorlu kara taşıtı ve römork imalatında ise çalışanlar endeksi 107.6'dan 102.6'ya gerilemiştir [<http://www.die.gov.tr>, 2002].

## 5.2. KRİZ DÖNEMİNDE İMKB METAL EŞYA - MAKİNE VE TEÇHİZAT SANAYİ SEKTÖRÜNÜN VE SEKTÖRDE YER ALAN İŞLETMELERİN PERFORMANSI

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü'nün kriz performansının incelenmesi amacıyla, kriz öncesi dönem olan 2000 yılının ilk altı ayı ile kriz dönemi olan 2001 yılının ilk altı ayı bilanço ve gelir tablolarının karşılaştırmalı, dikey ve rasyo analizleri; sektörün tümü ve unvanları, faaliyet konuları, özsermayeleri, yabancı sermaye payları ve aktif büyüklükleri Ek Tablo 5.1'de verilen sektörde yer alan firmaların her biri için ayrı ayrı yapılmıştır.

Ancak işletmelerin krize girerken ki döviz pozisyonlarının belirlenmesi amacıyla 31.12.2000 tarihli mali tablo dipnotlarında yer alan yabancı para cinsinden varlık ve borçları her işletme için ayrı ayrı hesaplanmıştır.

Ayrıca, işletmelerin tüm maliyetlerinde ithalatın payının belirlenebilmesi için, işletmelerden anket yoluyla elde edilen ve İMKB Şirketler Yıllığı 2001 ve 2002 Kataloğu'nda yayınlanan yıllık veriler kullanılmıştır \*.

Karşılaştırmanın anlamlı olabilmesi ve reel değişikliklerin tespit edilebilmesi için 2000 yılının ilk altı aylık verilerinin, cari dönemdeki (2001 ilk altı ay) paranın satın alma gücüne göre ifadesinin sağlanması amacıyla, önceki dönem finansal tablo verileri DİE Özel İmalat Sanayi Toptan Eşya Fiyat Endeksi'ndeki (1994=100) değişiklikler ile düzeltilmiştir.

---

\* Kriz döneminde ihracatı artan firmaların daha iyi performans göstereceği kabulüne rağmen, sektörde yer alan işletmelerin üretimlerinde önemli oranda ithalata dayanmaları döviz kurunun ihracat üzerindeki olumlu etkisini azaltmaktadır. Bu yüzden döviz kurunun firmanın dış ticareti üzerindeki reel etkisini anlayabilmek için ithal maliyetlerinin de hesaba katılması gerekmektedir. Ancak işletmelerin mali tabloları ve dip notlarında ithal maliyetleri belirtilmemektedir. Bu konudaki tek kaynak anket yoluyla elde edilen ve İMKB'nin Şirketler Yıllığı 2001 ve 2002 Kataloğunda yayınlanan verilerdir. Veriler sadece yıllık olarak yayımlandığı için kriz döneminde işletmelerin tüm maliyetleri içerisinde ithal maliyetlerinin yıllık olarak alınması gerekmiştir.

Buna göre; 2000 Haziran endeksi: 2082; 2001 Haziran endeksi: 3453'dür [<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi>, 2002] .

Dolayısı ile düzeltme katsayısı:  $3453 / 2082 = 1.65$  olarak belirlenmiştir.

Bazı kalemlerde döviz kuru etkisini ölçmek amacıyla, mali tablolar düzeltilirken paranın satın alma gücündeki değişim yerine; 2000 yılı ilk altı ayı ortalama dolar satış kuru 589.655 TL ve 2001 yılı ilk altı ayı ortalama dolar satış kuru 994.106 TL olarak alınmıştır [a.g.s., 2002] .

### **5.2.1. İşletmelerin Üretim ve Satış Miktarında Meydana Gelen Değişim**

Kriz dönemi olan, 2001 yılının ilk altı ayı ile 2000 yılının aynı dönemi karşılaştırıldığında talepte meydana gelen düşme ve üretim maliyetlerinin artması sonucu sektörün üretiminin %24.5'luk bir düşüş gösterdiği görülmektedir. Yabancı sermayeli işletmelerde ise üretim miktarında meydana gelen düşüş, %4.7 ile sınırlı kalmıştır.

Kriz döneminde, bir önceki döneme göre üretim miktarında en büyük düşüş yaşayan ilk üç firma, motorlu kara taşıtı ve römorkları üreten işletmelerdir. Aynı zamanda üretimi en fazla azalan ilk üç firmadan ikisi yabancı sermayelidir. 2001 yılının ilk altı ayında geçmiş yılın aynı dönemine göre, Anadolu Isuzu şirketi %86.70 ile en fazla üretim düşüşü yaşarken, bu firmayı %58.24 ile Karsan Otomotiv ve %57.76 ile Ford Otomotiv izlemektedir (Bkz. Ek Tablo 5.2).

Anadolu Isuzu ve Ford Otomotiv şirketleri aynı zamanda ileride açıklanacağı üzere stoklarını bir önceki döneme kıyasla en fazla artıran işletmelerdir. Bu iki işletmenin üretim miktarlarında meydana gelen bu büyük orandaki düşüşe temkinli yaklaşmak gerekmektedir. Çünkü bu işletmelerin yapılmakta olan yatırımları kriz döneminde büyük artış göstermiştir. Gerçekten de Ford Otomotiv'in yapılmakta olan yatırımlar kalemi altı aylık dönemler itibariyle 2000 yılında 34.448.350 milyon TL'dan 2001 yılında 123.377.390 milyon TL'na yükselmiştir. Anadolu Isuzu'nun da 2000 yılında devam eden yatırımı yok iken, 2001 yılında önemli miktarda yatırımı devam etmektedir. Aynı zamanda, Anadolu Isuzu kriz döneminde üretimi en fazla azalan şirket

olmasına rağmen, aynı dönemde çalışan sayısını en fazla artıran firma olmuştur. Bu durum firmaların üretim kaybının en azından bir kısmının, krizden kaynaklanmadığını gösterebilir.

Kriz döneminde, sektörde üretim miktarı artış gösteren üç firmadan ikisi yabancı sermayeli işletmelerdir. Üretim miktarı en fazla artan firma %33.40 ile Tofaş Türk olurken, Pirelli Kablo %5.74 ve Beko %2.26 artış ile bu şirketi takip etmektedir.

Kriz döneminde sektörün net satışları, yurtiçi talepte meydana gelen yüksek oranda daralma sebebiyle nominal olarak %29 artmış, ancak reel olarak %22 azalmıştır \*

Satışların azalmasının en önemli sebebi, yurtiçi satışlarda meydana gelen reel olarak %52'lik düşüştür. Bu kalemin net satışlar içerisindeki payı, %74.62'den, kriz döneminde önemli miktarda düşerek %45.79'a gerilemiş ve bu dönemde bütün firmaların yurtiçi satışları reel olarak azalmıştır.

Yurtiçi satışlarında en büyük düşüşü yaşayan firma %87 ile Ege Endüstri'dir. Bu işletmeyi sırasıyla, Anadolu Isuzu %77, Parsan %75 ve Tofaş Türk %70 ile takip etmektedir (Bkz Ek Tablo 5.2)

Yurtiçi satışları en az düşen işletme %5 ile yabancı sermayeli Federal Mogul. olmuştur. Bu firmayı sırasıyla; İhlas %11, Alarko Carrier %26 ve Beko ile %29 düşüş ile izlemektedir.

Buna karşılık kriz sonrası oluşan döviz kurunun rekabet avantajı sebebiyle, işletmelerin yurtdışı satışları nominal olarak %186, reel olarak ise %73 artış kaydetmiştir. Bunun yanında, karşılaştırılan dönemde, yurtdışı satışların net satışlar içerisindeki payı 2000 yılında %24.71'den, kriz yılında %54.94'e çıkmıştır.

Yurtdışı satışlarını reel olarak en çok artıran firma, %445 ile Tofaş Türk'dür. İşletmenin net satışları içerisinde yurtdışı satışlarının payı 2000 yılı ilk altı ayında %37 iken 2001 yılı ilk altı ayında büyük bir artış göstererek %85'e yükselmiştir (Bkz Ek Tablo 5.3).

\* Sektörün tümü için kullanılan verilerde, Ek Tablo 5.13'de verilen Kriz Öncesi ve Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü Konsolide Özet Bilanço ve Gelir Tablosu kullanılmıştır.

İhracat artışında ikinci sırada yer alan Klimasan ise, yurtdışı satışlarını %403 oranında yükseltmiştir. Bu firmanın 2000 ilk altı ayında net satışlar içerisinde ihracatın oranı %5 gibi düşük bir oran iken, 2001 ilk altı ayında %45'e yükselmiştir. Üçüncü sırada yer alan Ford Otomotiv ihracatını reel olarak %209 artırmasına rağmen, firmanın kriz dönemi ihracatı net satışlar içerisinde küçük bir yer tutmaktadır. Gerçekten bu firmanın 2000 yılı oranı %1 iken 2001 ilk altı ayında sadece %6 olmuştur.

Ancak Tofaş Türk ve Ford Otomotiv firmalarının daha önceden ihracata yönelik yapılmış yatırımları ve yabancı ortakları ile sözleşmeleri ihracat artışının bir kısmının kriz döneminden kaynaklanmadığını göstermektedir.

İhracatını reel olarak %100'ün üzerinde artıran diğer firmalar ise, %151 ile Alarko, %141 ile Mutlu ve %140 ile İhlas'dır.

Buna karşılık Eminiş firması kriz döneminde ihracat gerçekleştiremezken, Uzel'in yurtdışı satışlarının net satışlar içerisindeki payı artmasına rağmen ihracatı reel olarak %93 oranında azalmıştır. Tüm firmalar içerisinde üretim düşüşünde ikinci sırada yer alan Karsan Otomotiv'in de dış satışları da reel olarak %27 oranında gerilemiştir.

Kriz dönemlerinde, peşin satışı teşvik etmek ve likidite sağlamak amacıyla önemli oranda artması beklenen işletmelerin satış iskontoları kalemi ise reel olarak %32 azalmıştır. Satış iskontolarının net satışlara oranı da % 021'den % 018'e düşmüştür

Kriz döneminde, sektörde sadece motorlu kara taşıtı üreten işletmelerin satış iskontoları net satışlarına göre artmıştır. Diğer firmaların iskonto oranları değişmemiş ya da azalmıştır. Tofaş Türk'ün oranı 2000'de %01'den, 2001'de %08'e, Ford Otomotiv'in %031'den %089'a ve Anadolu Isuzu'nun %04'den %055'e yükselmiştir.

Motorlu taşıt üreten firmaların yurt içi satışlarında meydana gelen büyük düşüşleri kampanyalar ile azaltmaya çalışmaları sonucu iskontolarda önemli artışların olduğu görülmektedir.

### 5.2.2. Krizin Çalışan Sayısı ve Verimliliğe Etkisi

Kriz döneminde sektörün çalışan sayısında meydana gelen düşüş, yaklaşık %3 iken yabancı sermayeli işletmelerin çalışan sayısı %5.66 oranında azalmıştır. Bununla birlikte, çalışan sayısında kriz döneminde artış görülen yedi firmadan altısı, yabancı sermayeli firmalardan oluşmaktadır (Bkz Ek Tablo 5.5). Tofaş Türk çalışan sayısını %22.53 artırırken, Federal Mogul'un personel sayısı %14.53 oranında yükselmiştir. Özellikle Anadolu Isuzu firması, tüm işletmeler arasında en büyük üretim düşüşünü yaşarken çalışan sayısını yaklaşık %12 artırmıştır.

Sektörde, çalışan sayısını en fazla azaltan %36 ile Emek Elektrik firmasıdır. Bu firmayı sırasıyla %31 ile İhlas ve %24 ile Klimasan izlemektedir. İhlas ve Klimasan firmalarının personel çıkarımlarında bu firmalarda işçi sendikasının olmamasının rolü büyüktür. Yabancı sermayeli işletmeler arasında %21 ile en yüksek oranda çalışanını azaltan Vestel firmasında da işçi sendikası faaliyet göstermemektedir.

2000 yılının ilk altı ayına kıyasla 2001 yılının aynı döneminde sektörde “çalışan başına elde edilen ürün miktarı” (emek verimliliği), %1'den binde 9'a düşmüştür. En büyük düşüş % 88 ile Anadolu Isuzu ve % 62 ile Ford Otomotiv firmalarında olmuştur. Aynı zamanda kriz döneminde çalışan sayısının artıran az sayıda firmadan ikisi olan bu işletmeler, yapılmakta olan yatırımlarının personel ihtiyaçlarını karşıladıkları için üretimleri önemli oranda azalırken, verimlilikleri de bununla uyumlu olarak düşmüştür (Bkz Ek Tablo 5.5).

Kriz döneminde verimliliği en çok azalan üçüncü firma ise %51 ile Karsan olmuştur. Yukarıdaki üç firmada aynı zamanda üretim miktarı en fazla düşen firmalardır

Kriz döneminde sadece beş firma çalışan başına düşen üretim miktarını artırmıştır. %26 ile çalışan başına en fazla üretim artışı sağlayan, üretim miktarında küçük bir düşüş olmasına rağmen çalışan sayısını yaklaşık %23 azaltan Uzel firması olmuştur. İhracatta önemli artış gerçekleştiren Tofaş Türk %9 ile ikinci sırada yer almaktadır. Yabancı sermayeli işletmeler arasında çalışanı en fazla azaltan firma olan Vestel, verimlilik artışında üçüncü sırada bulunmaktadır. Verimlilikte artış sağlayan diğer iki işletme ise

çalışan sayısında meydana gelen azalma, üretim azalmasından daha fazla olan İhlas ile Mutlu firmalarıdır.

### 5.2.3. İşletmelerin Aktif Yapısında Meydana Gelen Değişim

Analiz edilen işletmelerin, 2000 yılının ilk altı ayı ile 2001'in aynı dönemi kıyaslandığında toplam aktiflerinin nominal olarak %77, reel olarak da %7 artış kaydettiği görülmektedir. Karşılaştırılan dönemde duran varlıklar, dönen varlıklardan daha büyük oranda artmıştır.

Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe aktif ana kalemlerinde meydana gelen değişim aşağıdaki tablodan görülebilir;

**Tablo 5.2: Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Aktif Yapısında Meydana Gelen Değişim**

Aktif Bileşenleri	Konsolide Sektör Bilançosu 30.06.2000 (Milyon TL)	Konsolide Sektör Bilançosu 30.06.2001 (Milyon TL)	Yüzde Değişim	Reel Değişim	Aktif Top. Oranı 2000/06	Aktif Top. Oranı 2001/06
Dönen Varlıklar	1.541.492.205	2.575.894.234	67	1.3	72	68
Duran Varlıklar	<u>609.525.766</u>	<u>1.226.546.157</u>	101	22	28	32
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	2.151.017.971	3.802.440.391	77	7	100	100

Tablo 5.2'de görüldüğü üzere, aktifte dönen varlıklar nominal olarak %67 artmış, ancak reel olarak % 1.3 azalmıştır. Bu dönemde dönen varlıkların aktif içerisindeki payı da %72'den %68'e gerilemiştir. Sektörde, kriz döneminde duran varlıklar nominal olarak %101 ve reel olarak da %22 artarken, aktif içerisindeki payı da %28'den %32'ye yükselmiştir.

Varlık kullanımında etkinlik ölçüsü ve bir firmanın risk derecesinin göstergesi olarak tanımlanabilecek aktif devir hızı (Net Satışlar / Ortalama Toplam Aktif), kriz öncesi dönemde 0.75 iken, bu oran kriz döneminde önemli miktarda azalış göstererek 0.54'e



düşmüştür. Daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere, duran varlıkları aktif içerisinde payı yüksek olan yani faaliyet kaldıracı fazla olan, metal eşya ve makine sektörünün dahil olduğu işletmeler, ekonomideki bozulma sebebiyle satışlarında meydana gelecek azalmalardan diğer işletmelere oranla daha fazla etkilenmektedirler. Sektördeki işletmelerin de kriz döneminde stok ve maddi duran varlık devir hızında meydana gelen sert düşüşler, aktif devir hızını önemli oranda düşürmüştür.

### 5.2.3.1. Krizin Sektörün ve İşletmelerin Çalışma Sermayesine Etkisi

Daha önceki bölümlerde ifade edildiği üzere krizler işletmeler üzerinde ilk etkisini çalışma sermayesi üzerinde göstermektedir. Çalışma sermayesinde meydana gelen bozulma, işletmelerin finansal yapısını bazen kalıcı olarak olumsuz etkilemektedir.

Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün net çalışma sermayesinde meydana gelen değişim, aşağıdaki tabloda verilmektedir.

**Tablo 5.3: Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Net Çalışma Sermayesi Değişimi**

	Konsolide 30.06.2000 (Milyon TL)	Konsolide 30.06.2001 (Milyon TL)	Yüzde Değişim	Reel Değişim
Dönen Varlıklar	1.541.492.205	2.575.894.234	67	1,3
Kısa Vadeli Borçlar	1.013.783.989	1.959.804.958	93	17
Net Çalışma Sermayesi	527.708.216	616.089.276	16.75	-29

Tablo 5.3'den anlaşılacağı üzere, sektörün net çalışma sermayesi reel olarak %29 azalmıştır.

2000 yılı ilk altı ayında konsolide sektör bilançosunun cari oranı 1.52 iken, bu oran kriz döneminde 1.31 olmuştur. Dönen varlıklarda reel olarak %1.3'lük artış meydana gelmesine rağmen, kısa vadeli borçların reel olarak %17 artması, net çalışma sermayesinde ve cari oranda düşüş meydana getirmiştir.

Aynı zamanda net işletme sermayesi devir hızı 2000 yılında 3.35'den 2001'de 3.04'e gerilemiştir. Bu düşüşün sebebi ise net çalışma sermayesindeki düşüş oranının, stok devir hızının yavaşlaması sebebiyle, satışlardaki düşüşü geçmesidir.

### 5.2.3.1.1. Hazır Değerlerin Değişimi

Kriz dönemlerinde işletmeler önemli miktarda likidite sıkıntısı ile karşılaştıklarından, hazır değerlerin varlığı kriz performansında önemli rol oynamaktadır.

Sektörün kriz döneminde hazır değerlerinde reel olarak yaklaşık %10 oranında bir artış meydana gelirken, bu kalemin aktif içerisindeki payı değişmemiş, döner varlıklar içerisindeki payı ise %12.49'dan %13.58'e yükselmiştir. Aşağıda, işletmelerin kasa-banka ve menkul kıymetlerinde meydana gelen değişim ve sebepleri açıklanmıştır.

#### a) Kasa ve Banka Hesabında Meydana Gelen Değişim

Kriz döneminde hazır değerler içerisinde en büyük reel düşüş %77 ile kasa hesabında meydana gelmiş ve bunun sonucu olarak, bu kalemin dönen varlıklardaki payı %0.4'den %0.1'e gerilemiştir. Buna karşılık, bankalar hesabı reel olarak %11.58 artarken, hem aktif hem de dönen varlıklar içerisindeki payı artmıştır.

Kasa hesabındaki bu önemli azalma, kriz döneminde aşırı yükselen faiz oranlarından faydalanmak ve yükselen enflasyonda atıl fonların maliyetinden kurtulmak amacıyla mevcut paranın bir bölümünün repo yoluyla değerlendirilmesinden kaynaklanmış olabilir. Kriz döneminde konsolide gelir tablosunda Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri kaleminin reel olarak %105 oranında artış kaydetmesi bunun en önemli kanıtıdır.

İkinci bir sebebi ise kriz döneminde açık kredilerin vaktinden önce ve yüksek faizlerle geri çağırılması sebebi ile işletmelerin yüksek borç ödemeleri yapmaları sonucu kasa hesabının azalması olabilir.

Hazır değerlerin önemli bir kısmını oluşturan banka hesabında gözlenen artış ise; kriz döneminde yabancı para borcu bulunan firmaların, kur riskini azaltabilmek, bir anlamda eşleme (matching) yapabilmek için, bankalarda yabancı para mevduat (döviz tevdiat) hesabı bulundurmalarından kaynaklanmış olabilir. Gerçekten de Ek Tablo 5.7'den de görüleceği üzere krize girerken, incelenen işletmelerin 31.12.2000 tarihli bilançolarında, yaklaşık 68 Trilyon TL Karşılığı dövizli Kasa ve Banka

hesabında tutarken bu miktar 30.06.2001'de %178 artışla yaklaşık 191 Trilyon TL'na ulaşmıştır. Aynı dönemde ortalama dolar kurunun yaklaşık olarak %68 oranında artış gösterdiği göz önünde bulundurulduğunda %100'den fazla reel artış olduğu görülmektedir. Bu da, literatürde işletmelerin resesyon ve kriz dönemlerinde hazır değerlerini artırdıkları tespitini doğrulamaktadır.

Sak ve Ersel de [Sak ve Ersel, 1995: 20] İMKB'ye kote olan 76 finansal olmayan sanayi firmasının 6 aylık finansal tablolarını esas alarak yaptıkları çalışmalarında, 1994 Krizi döneminde, firmaların nakit bileşenlerinin arttığını gözlemlemişlerdir. Bunun sebebinin ise, döviz mevduatının hedge fonksiyonu olduğunu belirtmişlerdir.

Kriz döneminde yabancı para cinsinden kasa ve banka hesabı azalan işletmeler ve oranları; Klimasan (- %98), Mutlu (- %81) ve Otokar (- %23)'dir. Buna karşılık, diğer firmaların yabancı para cinsinden kasa ve banka kalemlerinde önemli artışlar gözükülmektedir. En büyük artışı, %623 bin ile Arçelik firması sağlarken, sırasıyla Vestel %9488, Tofaş Türk %4300 ve Beko %1435 oranında döviz varlıklarını artırmışlardır. Diğer firmalardan Eminiş şirketinin her iki dönemde de döviz cinsinden kasa ve banka varlığı bulunmazken, Emek Elektrik, Türk Demirdöküm ve Parsan, daha önce varlığa sahip değil iken, kriz döneminde az miktarda da olsa nakit döviz varlığı tutmuşlardır. Bunun yanında üretim miktarında önemli oranda düşüş yaşayan ve ihracatı reel olarak gerileyen Karsan Otomotiv şirketi, önceki dönemde döviz varlığı yok iken 2001'de önemli miktarda nakit döviz varlığına sahip olmuştur.

Banka hesabında meydana gelen artışın başka bir sebebi de; döviz kuru avantajını kullanan işletmelerin yurtdışı satış şartlarını kendileri lehine değiştirmeleri ve peşin ihracat satışlarına yönelmesi olabilir.

Bununla birlikte daha önceki bölümlerde işletmelerin, döviz kuru riskinden korunmak amacıyla uygulayabilecekleri finansal tekniklerden olan forward sözleşmelerinin, yirmi iki şirket içerisinde sadece biri tarafından uygulandığı mali tablo dipnotlarından anlaşılmaktadır. Bu durum, yerel bankaların, dövizin volatilitésinin çok yüksek olduğu bir dönemde böyle bir tekniği riskli görmeleri ve

yerli işletmelerin döviz kuru riskinden korunma (hedge) yöntemleri konusunda yetersiz bilgiye sahip olmalarından kaynaklanmaktadır.

#### **b) Menkul Değerlerde Meydana Gelen Değişim**

Ülkemizde, işletmelerin, geçici likidite fazlalıklarının ötesinde oluşturdukları kaynakların önemli bir bölümünü devlet iç borçlanma senetlerine yatırma yolunu seçmekte oldukları daha önceki bölümlerde ifade edilmişti. Bu yüzden özellikle büyük ölçekli işletmelerde tutulan menkul kıymetlerin en büyük kısmını, sermaye piyasalarında Dışlama Etkisi ve kamu menkul kıymetlerinin risksiz ve yüksek faiz getirisi sebebiyle kamu kesimi tahvil, senet ve bonoları oluşturmaktadır

Kriz döneminde Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları kaleminde reel olarak %26 azalma meydana gelmiş, aynı zamanda bu kalemin dönen varlıkların içerisindeki payı % 8.46'den % 6.31'e, aktif içerisindeki payı ise daha yüksek oranda azalarak % 6'dan % 4'e düşmüştür.

İşletmeler, kriz öncesi dönem olan 2000'in ilk altı ayında, ekonomik durumun sanal iyileşme etkisinden dolayı düşük faizler karşılığında, devlet iç borçlanma senetleri almışlardır. Ancak kriz döneminde, bu senetlerin değeri faizlerin aşırı yükselmesinden dolayı önemli oranda düşmüştür. 2001 altı aylık bilanço döneminde kamu kesimi menkul kıymetler kalemi reel olarak %26 düşmesine rağmen, krize nakit olarak giren işletmelerin, faiz oranlarında meydana gelen değişimlerden faydalanmak amacıyla krizin etkisinin en yoğun olduğu zamanlarda repo yapmış olmaları muhtemeldir. Ancak krizin 4. ayı itibariyle düzenlenen bilançolarda, mali tabloların hazırlandığı döneme kadar repo vasıtasıyla edinilmiş borçlanma senetlerinin değerini tespit etmek mümkün değildir. Bununla birlikte bilançonun hazırlandığı dönemde faiz oranlarının normalleşmeye doğru gitmesi, işletmelerin kamu kesimi menkul kıymet edinimi güdüsünü azaltmış olabilir. Aynı zamanda döviz cinsinden tutulan hazır değerlerde meydana gelen artış, işletmelerin yüksek faiz getirisine rağmen ekonomik belirsizlikten dolayı nakit yabancı para varlıkları tutmaya zorladığı düşünülebilir. Özellikle, önceki bölümlerde açıklanan Kasım

krizinden sonra sektörün bekleyişlerinin olumsuzla dönmesi işletmelerin daha muhafazakar tavır izlemesine sebep olmuş olabilir

Kriz döneminde, işletmelerin satışlarında meydana gelen düşmenin etkisi ile, alacak ve stok devir hızları düşmüş ve ortalama stok tutma süreleri artmıştır. Ayrıca kredi imkanlarının daralması ile kredilerin yüksek faizle ve vadesinden önce geri çağırılması sebebiyle likidite sıkıntısını aşmakta zorluk çekmektedirler. Bu yüzden krize yüksek nakit oranı ile giren firmaların, kriz döneminde likidite sıkıntısı ile karşılaşma ihtimalleri zayıftır.

İşletmelerin hazır değerleri ile menkul kıymetlerinin toplamının kısa vadeli borçlara bölünmesi ile bulunan Nakit Oranı kriz öncesi 2000 yılının ilk altı ayındaki değeri olan %32'den kriz döneminde %26'ya düşmüştür.

Ek Tablo 5.7'den de anlaşılacağı üzere kriz öncesi 2000 yılının ilk altı aylık döneminde nakit oranı en düşük firmalar ve nakit oranları sırasıyla; Emek Elektrik (%0), Beko ve Türk Demirdöküm (%1)'dir.

Buna karşılık Bosch Fren % 249 ve Ford Otomotiv kriz öncesi dönemde %163 ile en yüksek nakit oranına sahip firmalardır. Kriz döneminde ise Bosch Fren firması %157 ile en yüksek, Federal Mogul ise %81 ile en yüksek ikinci nakit oranına sahip firmalar olmuşlardır.

Arçelik ve Ege Endüstri firmaları bir önceki dönemle kıyaslandığında kriz döneminde düşük olan nakit oranlarını en fazla artıran firmalar olurken, İhlas ve Otokar firmaları kriz döneminde nakit oranı en fazla düşen firmalardır.

#### **5.2.3.1.2. Ticari Alacaklarda Meydana Gelen Değişim**

Sektörün kısa vadeli ticari alacakları, kriz döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre, nominal olarak %69, reel olarak ise %2.2 artmıştır. Bu kalemin dönen varlıklar içerisindeki payında önemli bir değişiklik olmazken, aktif içerisindeki payı %35'den %33'e düşmüştür.

Net satışlar reel olarak düşerken, kısa vadeli alacaklarda görülen az da olsa reel artışa, kriz sebebiyle kredili satışlarda vadenin uzaması; alacaklar içerisinde süresi geçmiş, süresinde tahsil edilememiş veya vadeleri uzatılmış alacakların bulunması, bozulan ekonomik durum sebebiyle müşterilerin borç ödeme alışkanlıklarının olumsuz etkilenmesi sebep olmuştur. Ayrıca ticari borcu olan firmaların, vadesi gelen yükümlülüklerini yerine getirmek yerine, kriz dolayısı ile yükselen finansal getirilerden faydalanmak amacıyla, fonlarını repo gibi yatırımlara kaydırıldığını ifade etmek mümkündür.

Kısa vadeli alacaklar içerisinde alıcılar kalemi nominal olarak %104, reel olarak ise % 24 oranında artış kaydetmiştir. Bu kalemin dönen varlıklar içerisindeki payı da önemli oranda artarak %35.22'den %42.99'a yükselmiş, aynı zamanda aktif içerisindeki payı %25'den %29'a çıkmıştır. Alıcılar hesabında meydana gelen bu artış, sürüm güçlüğü içerisinde bulunan işletmelerin, satış için müşterilerine ödün verdikleri anlamına gelebilir.

Alacak senetlerinde meydana gelen reel olarak %53'lük azalış ise, yurtiçi satışlarda meydana gelen düşüş miktarı ile hemen hemen aynıdır. İşletmelerin yurtiçi satışlarının azalmasına bağlı olarak kriz dolayısı ile doğal olarak vadeli satışları azalmıştır. Başka bir sebep ise, daha önceki bölümlerde açıklanan; işletmelerin nakit sıkıntısını aşmak ve kredi riskini azaltmak amacıyla kredili satışlarını azaltmalarıdır.

Mali tabloları analiz edilen 22 şirketten sadece bir tanesi alacak yönetiminde senetlerini factoring şirketine devrettiğini belirtmiştir. Bu da, halen ülkemizde factoring işleminin krizlerde işletmeler tarafından kullanılabilir bir enstrüman olduğunun düşünülmediğini göstermektedir. Ancak, kriz dönemlerinde faiz oranlarında meydana gelen aşırı yükselmeler sebebiyle hem factoring maliyetinin temlik eden için çok yüksek olması hem de factoring kuruluşlarının daha seçici olması, bu tekniğin kullanımını sınırlamaktadır. Aynı zamanda ülkemizde factoring işlemlerinin sadece küçük bir bölümünün tam hizmet faktoringi çerçevesinde yapılması, işletmeler tarafından az tercih edilmesine sebep olmaktadır.

Krizin mali tablolar üzerindeki en önemli etkilerinden biri olan “şüpheli alacaklar karşılığı”ndaki artış nominal olarak %97, düzeltilmiş verilerle ise %19'dur. Bu kalemdaki artışa, bozulan ekonomik durum sebebiyle müşterilerin borç ödeme alışkanlıklarının olumsuz etkilenmesi sebep olmuştur. Kriz döneminde şüpheli alacaklar karşılığı kaleminin dönen varlıklar içindeki payı %0.38'den %0.45'e yükselmiştir.

Şüpheli alacaklar karşılığında meydana gelen artış, bütün firmalar için geçerli değildir. Aynı zamanda SPK'na tabi bilançolarda şüpheli alacaklar kalemi gösterilmediğinden, şüpheli alacakları önemli hale gelmiş, ancak halen bunun için karşılık ayırmamış işletmelerin olabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır. Bunun sebebi, seçilen dönemin kısa olması ve daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere mal satan işletmenin borçlu firmaya ödeme konusunda zaman tanınması olabilir.

İşletmeler içerisinde, Vestel, 2001 yılı ilk altı ayında şüpheli alacak karşılığını tamamen ortadan kaldırırken, Anadolu Isuzu firması ise %10 oranında azaltmıştır.

Buna karşılık kriz döneminde şüpheli alacaklar karşılığı en fazla yükselen (yaklaşık 14 kat artış) ile Emek Elektrik firması olmuştur. Şüpheli alacaklar karşılığı en fazla artan ikinci firma, %124 ile Pirelli Kablo olurken, Otokar'ın ise %179 oranında artış kaydetmiştir.

Bununla birlikte şüpheli alacaklar karşılığı yüzdesel olarak çok fazla artmış görünen firmaların rakamları, esas itibari ile kısa vadeli alacaklar kalemi içerisinde göz ardı edilebilir bir miktardır ve sektör hakkında kesin bir yargıya ulaşmayı engellemektedir. Ancak kriz döneminde Emek Elektrik firmasının ayrılan karşılığı kısa vadeli alacakların %29'una, Pirelli Kablo'nun %14'üne ulaşmıştır. Kriz döneminde şüpheli alacaklar karşılığı %10 azalan Anadolu Isuzu firmasının ise şüpheli alacak karşılığı kısa vadeli alacaklar içerisinde halen %21 gibi yüksek bir oranda bulunmaktadır.

### 5.2.3.1.3. Krizin Stok Bileşenleri Üzerindeki Etkisi

Kriz dönemlerinde düşen satışlara ve stok tutma maliyetinde meydana gelen artışlara bağlı olarak, işletmelerin stoklarındaki dalgalanma büyük boyutlara varmaktadır.

Sektörün stokları, geçen yılın aynı dönemine oranla 2001 yılının ilk altı ayında nominal olarak %66, reel olarak ise %1 oranında artış göstermiştir. Stokların dönen varlıklar içerisindeki payı önemsiz oranda değişirken (2000'de %20.96 ve 2001'de %20.84), aktife oranı %15'den %14'e düşmüştür. Stok devir hızınının 3.60'dan kriz yılında 2.85'e düşmesi ve stokların ortalama tüketilme süresininin 74 günden 95 güne çıkması; kriz dolayısıyla ortaya çıkan sürüm güclüğü nedeniyle, yönetimin isteği dışında stok birikmesi olduğunu ifade etmektedir.

Stok kalemini kriz yılı itibari ile en büyük artan iki firma, sırasıyla; Ford Otomotiv ve İhlas 'dır. Buna karşılık stokları en az artan firmalar, %16 ile Otokar ve %20 ile Vestel'dir. (Bkz. Ek Tablo 5.8)

Stokların bir bütün olarak alınması, analizde yanlış sonuçlara sebep verebileceğinden dolayı, stok kalemlerinin bileşenlerini de incelemek gerekmektedir.

Girdi stokları olarak adlandırılan hammadde ve malzeme ile yarımamul kalemlerinde reel bazda meydana gelen reel düşüş sonucu, bu kalemlerin hem dönen varlıkdaki hem de aktif toplamındaki payı azalmıştır. Girdi stoklarında en büyük düşüş yarı mamuller kaleminde olmuştur. Nominal olarak %7 artan bu kalem, reel olarak %35 oranında düşüş göstermiştir. Bunu ilk madde ve malzeme stoklarının reel olarak %12 azalışı izlemektedir (Bkz. Ek Tablo 5.8).

Girdi stoklarında ortaya çıkan bu azalmanın bir sebebi; işletmelerin satışlarında meydana gelen düşüş iken, diğer önemli bir sebebi de özellikle Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektörünün girdi kalemlerinin önemli bir bölümünün, ithalat yoluyla elde edilmesi ve döviz kurunda meydana gelen önemli artışın firmaların ithal maliyetlerini artırması sonucu, ithalatın miktar olarak azaltılmasıdır.

Sektörde yer alan işletmelerden 31.12.2000 tarihi itibariyle maliyetleri içerisinde ithalatın payı en yüksek olan işletme %76 ile Beko'dur. Bu firmayı, aynı zamanda net



satışlarının içerisinde yurtdışı satışları en yüksek işletme olan, %73 ile Vestel izlemektedir. Karsan %72, Bosch Fren %64 ile ithal maliyetleri yüksek olan diğer işletmelerdir (Bkz. Ek Tablo 5.4).

31.12.2001 tarihi itibarıyla ise, tüm maliyetler içerisinde ithal maliyetleri en yüksek işletme, %90 ile Vestel olmuştur. Beko'nun maliyetleri içerisinde ithalatın payı, %78 ile kriz öncesi dönemden çok fazla farklılık göstermezken, 2000 yılında %37 ile düşük bir ithal maliyeti payı olan Karsan firmasının ise kriz dönemindeki oranı %71'e çıkmıştır

Dünyada ve Türkiye'de yaşanan krizlerde, girdi stokları (özellikle yarımamul stokları) hızla düşerken, mamul stokları daha az dalgalanmakta veya artış kaydetmektedir. Daha önceki bölümlerde de bahsedildiği üzere, krizlerde incelenen sektörün dahil olduğu dayanıklı tüketim malı üreten işletmelerde, girdi stoklarındaki dalgalanma daha yüksek olmaktadır [Ramey, 1989: 339].

Sektörde analiz edilen dönemler itibarıyla, girdi stoklarının mamul stoklarına oranı 2.60'dan 1.75'e düşmüştür. Bu dönemde girdi stokları sadece %39 artarken mamul stokları %107 oranında yükselmiştir.

Ford Otomotiv ve Anadolu Isuzu, kriz döneminde girdi stoklarını bir önceki döneme göre en fazla yükselten firmalar olmuştur. Yapılmakta olan yatırımları çok yüksek artış gösteren Ford Otomotiv'in girdi stokları, bir önceki döneme göre %168, Anadolu Isuzu'nun ise %201 artış kaydetmiştir. Girdi stokları en fazla artan üçüncü şirket ise, Bosch Fren firmasıdır (Bkz. Ek Tablo 5.8).

Kriz döneminde tüm maliyetleri içerisinde en yüksek ithalat maliyetine sahip olan Vestel firması, incelenen sektörde girdi stoklarını bir önceki döneme göre en hızlı düşüren (-%11) firma olmuştur. Vestel Firmasını, girdi stoklarını sadece %7 artıran ve mamul stoklarında tüm sektör içerisinde en fazla artış yaşayan İhlas izlemektedir. Üçüncü sırada ise, 2000 yılında ithal maliyetleri toplam maliyetleri içerisindeki payı %37 iken, 2001 yılında tüm işletmeler arasında en büyük artışı göstererek %71'e çıkan Otokar firması bulunmaktadır.

Sektörün mamul stokları ise nominal olarak %87, reel olarak da %13 oranında artış kaydetmiştir. Aynı zamanda mamul stoklarının dönen varlıkların içerisindeki payı %3.96'dan % 4.90'a çıkmıştır.

Yukarıda görüldüğü üzere kriz dönemlerinde bitmiş ürün stoğunun girdi stoklara oranla daha az dalgalanmasının hatta artış göstermesinin sebebi, girdi stoklarının tekrar sipariş vermemek suretiyle kolaylıkla ayarlanabilmesi, buna karşılık bitmiş ürün stoğunu ayarlama maliyetinin (Adjustment cost) çok yüksek olmasıdır [Carpenter vd, 1993, 10].

Kriz döneminde, bir önceki döneme göre mamul stokları en fazla artan firma aynı zamanda girdi stoklarını hızla (2. Sırada) düşüren İhlas'dır (Bkz. Ek Tablo 5.8). Üretim miktarı yaklaşık %27 düşen, satışları reel olarak sadece %5 azalan, buna karşılık ihracatı, sektör için önemli sayılabilecek bir oranda (%217) artan, İhlas'ın satışları az düşmesine rağmen stoklarında meydana gelen aşırı artış, yüksek fiyattan az miktarda mal satmasına bağlanabilir.

### **5.2.3.2. Duran Varlıklarda Meydana Gelen Değişim**

Sektörün duran varlıklarının aktif içerisindeki payı, kriz döneminde artış göstererek %28'den %32'ye çıkmıştır. Bu artışın önemli bir kısmı maddi duran varlıklar kalemindeki artıştan kaynaklanmıştır.

Sektörün ve işletmelerin finansal ve maddi duran varlıklarında meydana gelen değişim aşağıda açıklanmıştır.

#### **a) Finansal Duran Varlıklarda Meydana Gelen Değişim**

Finansal duran varlıklar içerisinde yer alan iştirakler kalemi nominal olarak % 5 artarken reel olarak %36 azalmıştır. Bu kalemin duran varlıklar içerisindeki payı önemli oranda düşerek % 9.43'den % 4.92'ye, aktif içerisindeki payı da %3'den %2'ye gerilemiştir.

İştiraklerde meydana gelen azalmanın önemli bir kısmı sektör ortalamasınının (-%25) üzerinde üretim düşüşü (-%36.61) yaşayan Emek Elektrik ile Parsan (-%34.45)'in

iştirakler kalemlerini önemli oranda (Emek Elektrik %60 ve Parsan %65) azaltmalarından kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte çok az üretim kaybı yaşayan Uzel firması da iştiraklerini azaltmıştır.

İşletmelerin yönetsel ve mülkiyet olarak daha fazla menfaat sahibi olduğu, bağlı ortaklıklar kalemi reel olarak %104 oranında artış göstermiştir. Aynı zamanda bu kalemin dönen varlıklar içerisindeki payı %1.45'den %2.42'ye çıkmıştır. Artışın önemli bir kısmı, Arçelik ve Vestel'in rakamlarından kaynaklansa da iştiraklerini önemli miktarda azaltan Parsan firması bağlı ortaklıklardaki payını artırmıştır. Aynı şekilde Uzel firması da iştiraklerini azaltarak bağlı ortaklıklara sermaye katılımını artırmıştır.

Bu durum bazı işletmelerin kriz döneminde menfaat bağı daha az sermaye ortaklıklarından kurtulup, bağlı ortaklıklara yatırım yaptığını gösterebilir. İşletmeler finansal sıkıntı ve üretim kaybı sebebi ile kendi işletmesinde veya gruba bağlı işletmelerde oluşan likidite sıkıntısını aşmak için, iştirakler kalemini azaltırken bağlı ortaklıklara ilgilerini artırmaktadırlar. Gerçekten Parsan firmasının 2000 yılında iştiraklerde bulunan bütün varlığını kriz döneminde bağlı ortaklıklara yatırdığı anlaşılmaktadır. Uzel firması ise iştiraklerdeki 2001 yılında azalttığı miktardan daha fazlasını bağlı ortaklıklardaki payına ilave etmiştir.

Arçelik ve Vestel firmaları da kriz döneminde iştiraklerdeki paylarını azaltmazken, önemli miktarlarda bağlı ortaklara kaynak aktarmışlardır.

#### **b) Maddi Duran Varlıklarda Meydana Gelen Değişim**

Maddi duran varlıklar kriz döneminde, bir önceki döneme göre nominal olarak %110, reel olarak da %27 artış kaydetmiştir. Bu kalemin grup içerisindeki payı %84.41'den %88.18'e yükselirken, aktif içerisindeki payı %24'den %28'e çıkmıştır. 2001 yılında maddi duran varlık devir hızı da, satışların reel olarak %22 düşmesi, buna karşılık maddi duran varlıkların reel olarak artması sonucunda 2000 yılındaki değeri olan 3.11'den 1.91'e gerilemiştir.

Maddi duran varlıklar kaleminde en büyük artış, yapılmakta olan yatırımlar kaleminde meydana gelmiş ve bu varlık reel olarak %45 yükselmiştir. Ancak bu artışın önemli bir kısmının, döviz üzerinden kredilendirilmiş yatırımlardan oluşan kur farklarından kaynaklandığını ifade etmek mümkündür.

Gerçekten de ülkemizde fiilen oluşan devalüasyon sonucunda; halen devam eden veya tamamlanmış ancak amortismanı devam eden yatırımlarda döviz kredileri kullanmış olan işletmelerde oluşan kur farkları, finansmanında kullanıldıkları duran varlıkların maliyetlerine alınarak, oluşan yeni değer üzerinden amortisman ayırma sureti ile kısmen de olsa gelecek yıllara aktarılabilsede cari yıl mali sonuçlarını etkilemiştir. Böyle bir işleme bugünkü vergi mevzuatımız izin vermektedir. Ancak bu döviz kredilerinden sağlanan kaynaklar, geçmiş dönemde amortisman süresi tamamlanmış duran varlıkların temininde ve üretiminde kullanılmışlarsa doğrudan ya da maliyetler yoluyla işletmenin cari yıl kar ve zararına aktarılmıştır. Bu da 2001 yılı ara dönem bilanço sonuçlarını olumsuz etkilemiştir [Ergür, 2001: 13].

#### **5.2.4. İşletmelerin Pasif Yapısında Meydana Gelen Değişim**

2001 yılında ortaya çıkan finansal kriz İMKB işletmeleri üzerinde en önemli etkisini kaynakların yapısı üzerinde göstermiş; döviz kurlarında meydana gelen yüksek artış ve buna bağlı olarak artan faizler sebebiyle sektörün bilançosu bozulmuştur. Özellikle 2000 yılında düşük kur avantajından faydalanmak amacıyla hem çalışma sermayesi, hem de duran varlık yatırımlarında kullanılan önemli miktarda döviz borçlarının yerel para cinsinden değerinde meydana gelen artış, firmaların kambiyo zararlarını artırmıştır. Faiz oranlarında meydana gelen artış da, yeni kredi olanaklarına ulaşmayı engellerken, artışın açık kredilerin faizlerine yansıtılması sonucu işletmelerin faizleri karşılama gücü düşmüş ve ortalama borç maliyetleri artmıştır. Bunun yanında kaynak yapısının önemli bir kalemi olan özsermayede önemli düşüşler olmuş ve işletmelerin iç fon elde etme imkanı çok azalmıştır.

İşletmelerin pasif yapısında meydana gelen değişim Tablo 5.4'de görülebilir.

**Tablo 5.4: Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Pasif Yapısında Meydana Gelen Değişim**

Pasif Ana Kalemleri	Konsolide 30.06.2000 (Milyon TL)	Konsolide 30.06.2001 (Milyon TL)	Yüzde Değişim	Reel Değişim	Pasif Toplam. Oranı 2000/06	Pasif Toplam. Oranı 2001/06
Kısa Vadeli Borçlar	1.013.783.989	1.959.804.958	93	17	47	52
Uzun Vadeli Borçlar	284.263.069	750.469.340	164	60	13	20
Özsermaye	852.970.913	1.092.166.093	28	-22	40	28
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>2.151.017.971</b>	<b>3.802.440.391</b>	<b>77</b>	<b>7</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

#### 5.2.4.1. Krizin Borçlanma Yapısına Etkisi

2001 yılının Şubat ayında ortaya çıkan finansal kriz yukarıda bahsedilen sebeplerden dolayı, işletmelerin borçlanma yapısında önemli değişiklikler oluşturmuştur.

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektörünün, kısa ve uzun vadeli borçların aktif toplamına bölünmesi ile elde edilen kaldıraç oranı, 2000 yılının ilk altı ayında % 60 iken, kriz dönemi olan 2001 yılının ilk altı ayında % 71'e çıkmıştır.

Sektörün kısa vadeli borçları, kriz döneminde nominal olarak %93, reel olarak %17 artarken pasifteki payı da %47'den %52'ye çıkmıştır. Buna karşılık kısa vadeli borçların toplam borçlar içerisindeki payı %78'den %72'ye gerilemiştir.

Uzun vadeli borçlar kalemi ise nominal olarak %164, reel olarak %60 artarken, bu kalemin pasif içerisindeki payı da, %13'den %20'ye yükselmiştir.

Kriz döneminde sırasıyla Ege Endüstri %30, Bosch Fren %31 ve %46 ile Federal Mogul kaldıraç oranı en düşük firmalar iken, Emek Elektrik %119 ile en yüksek orana sahip işletme olmuştur. İkinci Türk Demirdöküm'ün oranı %91 iken üçüncü Beko'nun oranı %83'dür (Bkz. Ek Tablo 5.10)

Konsolide bilançoda, kısa ve uzun vadeli borçların özsermayeye oranı ise, 1.52'den çok büyük oranda artış göstererek 2.48'e yükselmiştir. Bu artış temel olarak özsermayenin reel olarak %22 azalıp uzun vadeli borçların % 60 oranında artmasından kaynaklanmaktadır.

Kriz döneminde Bosch Fren ve Ege Endüstri firması %44 ile en düşük kısa ve uzun vadeli borçların özsermayeye oranına sahipken, bu firmaları %85 ile Federal Mogul firması izlemektedir. Diğer taraftan Emek Elektrik negatif özsermayesinin yaklaşık 6.50 katı borç yüküne sahiptir. Bu firmaları %979 ile Türk Demirdöküm ve %495 ile Beko izlemektedir (Bkz. Ek Tablo 5.10)

#### **5.2.4.1.1. Krizin Kısa Vadeli Banka Kredilerine Etkisi**

Kısa vadeli borçlar kaleminde en önemli artışlardan biri, banka kredilerinde oluşan büyümedir. Kriz döneminde işletmelerin özellikle açık kredilerine uygulanan faiz oranlarında geçmişe dönük olarak yapılan artırımlar, döviz cinsinden alınan kredilerin yerel para cinsinden değerinde meydana gelen artışlar ve ödenmeyen krediler firmaların bu kalemini önemli ölçüde etkilemiştir. Reel olarak %57 artan bu kalemin, kısa vadeli borçlar içerisindeki payı, %24'den yaklaşık %32'ye, pasif içerisindeki payı ise, %11'den %26'ya çıkmıştır.

Sektörün kriz öncesi borçları içerisinde, banka kredilerine bağımlılığı %31'dir. İşletmelerin kısa ve uzun vadeli borçları içerisinde banka kredilerine bağımlılık kriz dönemlerinde kredi sözleşmelerinin esnek olmayan yapısından dolayı, finansal riskin artmasına sebep olmaktadır.

Kriz öncesi dönemde, işletmelerden Federal Mogul'un tüm borçları içerisinde kısa ve uzun vadeli banka kredilerinin payı binde bir ile en düşük düzeydedir. Bu firmayı binde üç ile Bosch Fren firması izlemektedir. Buna karşılık, Emek Elektrik firması %73 ile banka kredilerine en fazla bağımlı şirket görünümündedir. Bu firmanın hiç uzun vadeli banka kredisi kullanmadığı da görülmektedir. İkinci Ditaş Doğan'ın oranı %72 iken, Karsan %61 ile borçları içerisinde banka kredilerine en fazla yer veren üçüncü işletmedir (Bkz. Ek Tablo 5.9)

Sektörün kriz öncesinde tüm borçları içerisinde, kısa vadeli banka kredilerine bağımlılığı %16'dır. Özellikle kısa vadeli banka kredilerine bağımlılık, kriz dönemlerinde likiditesi azalan işletmeleri esnek olmayan sözleşmeleri, vadesinden önce

geri çağırılabilmesi ve faiz oranlarında geçmişe dönük olarak artış yapılabilmesi sebebiyle sıkıntıya sokmaktadır.

Kriz öncesi dönemde Bosch Fren, Federal Mogul ve Ford Otomotiv'in kısa vadeli banka kredisi kullanmadığı görülmektedir. Alarko Carrier ise toplam borçlarının sadece binde 4'ü oranında kısa vadeli banka kredisi kullanmıştır.

Aynı dönemde Emek Elektrik %73 ile en fazla kısa vadeli banka kredisi kullanan firma olmuştur. İkinci sıradaki Beko'nun %52, üçüncü sırada bulunan Karsan'ın %44 ve dördüncü sıradaki Türk Demirdöküm'ün %43 kısa vadeli banka kredisi kullanımı bulunmaktadır. (Bkz Ek Tablo 5.9)

Kriz döneminde ise, sektörün kısa vadeli banka kredilerinde meydana gelen değişim, reel olarak %53'dür. İşletmelerin kısa vadeli banka kredilerinde meydana gelen reel değişimler açısından bakıldığında, her iki dönemde de kısa vadeli banka kredisi kullanmayan Bosch Fren, Federal Mogul ve Ford Otomotiv'nun dışında Ihlas firması kriz döneminde kısa vadeli banka kredilerini tamamen kapatırken, Ditaş Doğan firmasının bu kalemi %94, Ege Endüstri'nin ise %83 oranında düşmüştür (Bkz Ek Tablo 5.10)

Buna karşılık Alarko Carrier şirketinin kısa vadeli banka kredileri kalemi, reel olarak %4313 artış kaydetmiştir. Kısa vadeli banka kredilerine bağımlılığı oldukça az olan firmada ortaya çıkan bu artış, uzun vadeli banka kredileri %51 oranında düşmesi sebebiyle uzun vadeli borçlarının, kısa vadeli banka kredilerine dönüştüğünü gösterebilir.

Kısa vadeli banka kredisini reel olarak %2588 artıran Eminiş firması, 2001 yılında, 0.41 ile incelenen sektör içerisinde en düşük cari orana sahip işletmedir. Dolayısı ile çalışma sermayesi sıkıntısını en fazla hisseden bu firmanın, aynı zamanda likit kalabilmek için yüksek faizli kısa vadeli banka kredilerine yöneldiğini söylemek mümkündür. Bununla birlikte uzun vadeli kredileri reel olarak %62 ile en fazla azalan firma olan Eminiş'in uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeye dönüştüğü de ifade edilebilir.

#### **5.2.4.1.2. Uzun Vadeli Banka Kredilerinde Meydana Gelen Değişim**

Sektörün uzun vadeli borçları içerisinde de en önemli artış, banka kredilerinde meydana gelmiştir. Bu kalem nominal olarak % 217, reel olarak ise %92 yükselmiş ve pasifteki payı da %9'dan önemli oranda artarak %16'ya yükselmiştir. Kur farkları bu kalemden meydana gelen artışın temel sebebidir. Bir başka sebebi de çalışmada kullanılan işletmelerin büyük ve kredibiliteleri yüksek olmasına bağlı olarak, krizin ortaya çıktığı dönemde yeni şartlarla kredi sözleşmelerinin düzeltilmesi olabilir. Nitekim daha önce bahsedilen ISO tarafından yapılan ankette; bankalarla anlaşmaya varma konusunda büyük işletmelerin diğerlerine göre daha fazla başarı elde ettikleri görülmektedir.

Ek Tablo 5.10'da görüleceği üzere, uzun vadeli kredileri reel olarak en fazla azalan firma %62 ile Emişiş ve İhlas olmuştur. Üçüncü sırada ise %51 ile Alarko Carrier firması yer almaktadır. Bu işletmeler aynı zamanda kısa vadeli banka kredileri en fazla azaltan firmalardır.

Geçen yılın aynı dönemine göre, kriz döneminde ihracatını reel olarak en fazla artıran Tofaş Türk, uzun vadeli kredilerini %522 artırmıştır. Bu firmayı %119 ile Türk Demirdöküm ve %70 ile Arçelik takip etmektedir.

#### **5.2.4.1.3. Ticari Borçlar Kaleminde Meydana Gelen Değişim**

İşletmelerin konsolide bilançosunda ticari borçlar kaleminde nominal olarak %92, reel olarak ise %16 artarken, pasif toplamı içerisindeki payı %24'den %26'ya çıkmıştır. Ticari borçların en önemli kullanım alanlarından, girdi stoklarında reel olarak %15.5'lik düşüş meydana gelmesine rağmen ticari borçlar kaleminin artması, işletmelerin temel olarak daha önce alınan duran varlıkların finansmanından kaynaklandığını gösterebilir. Nitekim borç senetleri kaleminin satıcılar kaleminden daha fazla artması, duran varlık iktisabında kullanılan uzun vadeli ticari borçlarının maliyetinin, döviz kuru sebebiyle arttığını gösterebilir.

Ticari borçlar içerisinde satıcılar kalemi reel olarak %18, borç senetleri kalemi ise %21 artış göstermiştir. Borç senetleri kaleminin satıcılar kaleminden biraz daha fazla artmasının sebebi, incelenen sektördeki firmaların, sektörde egemen olmaları sebebiyle



alım koşullarını kendi lehlerine belirleme güçleri ve yan sanayi firmalarının ana firmaya bağımlılığı sebebiyle satıcı kredilerinin ödemelerinin geciktirilmesi olabilir. Gerçekten daha önce ifade edildiği gibi İSO anketinden elde edilen sonuçta, 2001 Şubat Krizi'nde tüm işletmeler içerisinde büyük ölçekli işletmelerin satın alma işlemlerini en az durduran, buna karşılık ödemelerini en fazla erteleyen firmalar olması bunun bir kanıtıdır. Aynı zamanda bu firmaların kriz dönemlerinde daha uzun vadeler elde etme ihtimali daha yüksektir.

#### **5.2.4.1.4. Sabit Yükümlülükleri Karşılama Oranlarındaki Değişim**

Kriz döneminde borç yapılarında meydana gelen bozulma sonucu, işletmelerin finansman giderleri ile diğer faaliyetlerden giderler ve zararları önemli miktarlara ulaşmıştır. Faiz oranlarında meydana gelen hızlı yükselme, yeni kredi imkanlarının daralması sonucu özellikle döviz üzerinden kısa vadeli yükümlülükleri olan firmaların bu dönemde ortalama borç maliyetlerinde, faizleri karşılama oranında ve finansman giderlerinin net satışlarına oranında önemli artışlar ortaya çıkmıştır. Bu dönemde özellikle kısa vadeli borçları az olan, banka kredilerine bağımlılığı düşük olan, krize likit varlıklar ile giren ve döviz pozisyonları olumlu olan firmalar krizden daha az etkilenmişlerdir.

Kriz döneminde sektörün kriz öncesi döneme göre, finansman giderlerinin kısa ve uzun vadeli borçların toplamına oranı olarak ifade edilebilecek ortalama borç maliyetleri, tüm sektör için %6'dan, çok önemli miktarda artarak %22'ye yükselmiştir.

İncelenen işletmeler arasında, kriz döneminde ortalama borç maliyeti en düşük firmalar her iki dönemde de kısa vadeli banka kredisi kullanmayan onbinde bir ile Federal Mogul, onbinde onüç ile Bosch Fren ve %5 ile Ford Otomotiv'dir. Dördüncü sırada yer alan Ditaş firmasının kriz dönemi kaldıraç oranı %66 gibi tüm sektör içerisinde oldukça yüksek bir orana sahipken, kriz öncesinde kısa vadeli borçlarının toplam borçlara oranı %50 ile sektör içerisinde en düşük oran olan ikinci firma olmasından dolayı ortalama borç maliyeti %7 gibi düşük oranda kalmıştır (Bkz Ek Tablo 5.11)

Buna karşılık ortalama borç maliyeti en yüksek firma %47 ile Beko olmuştur. Bu durum %83 ile kriz döneminde 3. en yüksek kaldıraç oranına sahip firma olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca şirketin kriz öncesi banka kredilerine bağımlılığı, %56 ile önemli derecede yüksek bir orandadır.

Ortalama borç maliyeti en çok artan ikinci firma ise %38 ile Ege Endüstri'dir.

Kısa ve uzun vadeli borçların maliyetlerinde meydana gelen önemli oranda artış sonucu, sektörün faizleri karşılama oranı da 2.89'dan 0.82'ye düşmüştür.

Kriz döneminde faizleri karşılama oranı en az olan işletmeler sırasıyla; -1.80 ile Ford Otomotiv, -0.05 ile Emek Elektrik ve 0.05 ile Eminiş firmalardır.

Buna karşılık Federal Mogul (3960), Bosch Fren (436) ve Ditaş (2,52) firmalarının faizleri karşılama oranları, diğer firmalar arasında en yüksek düzeydedir.(Bkz Ek Tablo 5.11)

Kriz döneminde işletmelerin satışlardan elde ettikleri gelirlerden finansman giderlerine ayrılan payı, önemli oranda artarak %5'den %28'e yükselmiştir. Kriz döneminde bu payın en düşük olduğu firmalar, aynı zamanda ortalama borç maliyetleri en düşük iki firma olan ve hemen hemen hiç kısa vadeli banka kredisi kullanmayan sırasıyla onbinde bir ile Federal Mogul ve onbinde onbir ile Bosch Fren firmalarıdır.

Buna karşılık satışlarının 1,21 katı finansman gideri olan Emek Elektrik firması ile %97 finansman giderleri/satışlar oranına sahip Eminiş firması en kötü orana sahip firmalar olmuşlardır. Bu iki firmanın da faizleri karşılama oranı en düşük üç firmadan ikisi olmaları bu durumu ortaya çıkarmıştır (Bkz Ek Tablo 5.11).

#### **5.2.4.2. İşletmelerin Döviz Pozisyonu**

Döviz krizlerinde kambiyo zararları / karları sebebiyle, işletmelerin finansal yapısını önemli oranda değiştiren ve performanslarını etkileyen en önemli unsurlardan biri döviz pozisyonlarıdır.

İşletmelerinin döviz pozisyonları ile kriz performansı arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla, “Döviz Pozisyon Oranı” olarak adlandırılan ve işletmelerin 31.12.2000 tarihli bilanço dipnotlarında yer alan döviz varlıkları ve döviz borçları kullanılmıştır (Bkz. Ek Tablo 5.6).

Döviz varlıkları ve borçlarında 31.12.2000 tarihli bilanço verilerinin kullanılması, işletmelerin krize girerken ki döviz pozisyonlarının belirlenmesini amaçlamaktadır.

Oran aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

$$\text{Döviz Pozisyon Oranı} = \frac{\text{Yabancı Para Cinsinden Varlıklar} - \text{Yabancı Para Cinsinden Borçlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

- Döviz pozisyon oranı tüm sektör için yaklaşık -%24'dir. Bu da işletmelerin krizden önce varlıklarının yaklaşık %24'ünü döviz üzerinden borçlanma ile finanse ettiğini ortaya koymaktadır.
- Yabancı sermayeli işletmelerin döviz pozisyonu, -%26 iken yerli işletmelerde bu oran; -%21 seviyesindedir. Başka bir deyişle yabancı sermayeli işletmeler daha fazla açık pozisyona sahiptirler. Ancak çok büyük oranda döviz cinsinden borçları bulunan ve toplam sektör aktifinin önemli bir kısmını oluşturan Vestel firması dışlandı taktirde yabancı sermayeli işletmelerin döviz pozisyon açığı; sadece binde 9 olmaktadır.
- Döviz pozisyon oranı en düşük olan işletme -%43 ile Vestel firmasıdır. Eminiş şirketi -%40 ile ikinci en riskli pozisyonda olan işletme iken bu firmaları -%39 ile Uzel ve -%37 ile Beko izlemektedir.
- Döviz pozisyon oranı en olumlu olan dört firmadan üçü yabancı sermayeli işletmelerdir. Bu firmaların oranları Bosch Fren için %32, Federal Mogul için %25, Otokar için %17 ve yabancı sermayeli başka bir işletme olan Pirelli Kablo için %11'dir.

Yukarıda bahsedilen oranın daha sağlıklı bir sonuç verebilmesi için yabancı para cinsinden varlıkları ve borçlarının vade yapısının da incelenmesi gerektiği unutulmamalıdır.

Yukarıda yapılan analizlere dayanarak işletmelerin faaliyet dışı ve finansman giderleri ve zararları ile faaliyet dışı gelirleri ve karlarının toplu olarak karşılaştırılması amacıyla aşağıdaki Tablo 5.5 oluşturulmuştur.

**Tablo 5.5: Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karları ile Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararları ve Finansman Giderleri**

	Konsolide 2000/6 (Milyon TL)	Konsolide 2001/6 (Milyon TL)	Yüzde Değişim	Reel Değişim %
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	100.772.852	400.174.318	297,11	141
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar	30.662.207	115.464.990	276	128
Finansman Giderleri	81.531.964	583.478.035	615	334
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar/ Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar + Finansman Giderleri	0.90	0.57		

Tablo 5.5'den anlaşılacağı üzere, krizden önce firmaların temel olarak, faiz gelirleri ve kambiyo karları, bu kalemlerden ortaya çıkan faiz giderleri ve kambiyo zararlarının 2000 yılının ilk altı ayında %90'ını karşılarken, kriz döneminde önemli miktarda düşerek %57'ye gerilemiştir. İşletmelerin büyük bir çoğunluğunun kurlarda ve faiz oranlarında meydana gelen artıştan önemli zararlarla karşılaştıkları görülmektedir.

Bu oranı en düşük olan işletme %5 ile Parsan iken ikinci sırada yer alan Türk Demirdöküm'ün oranı %9 ve üçüncü olan Mutlu firmasının oranı %22'dir. (Bkz. Ek Tablo 5.11).

Parsan firmasının en düşük orana sahip olmasının birkaç sebebi bulunmaktadır. Bu firmanın kriz döneminde kısa vadeli banka kredileri oldukça yüksek bir değer olan %330 oranında artmıştır. Uzun vadeli kredilerini de önemli oranda (%34) azalan firmanın, ortalama borç maliyeti %37 ile oldukça fazla iken, aynı şekilde işletmenin

finansman giderlerinin net satışlara oranı %63 gibi yüksek bir orandadır. Bu firmanın döviz pozisyon riski -%18 ile sektör ortalamasının altında olması, kambiyo zararlarının bu oranın düşük olmasını fazla etkilemediği düşünülebilir.

Buna karşılık kısa vadeli banka kredisi kullanmayan, kaldıraç oranı oldukça düşük (%46) olan, döviz pozisyon riski %258 ile en düşük ikinci işletme olan Federal Mogul firmasının oranı, en yüksek değer olan %2653 olmuştur.

Kriz döneminde Ditaş Doğan, Ege Endüstri, Ford Otomotiv ve Otokar'ın oranları da %100'ün üzerindedir.

#### **5.2.4.3. Krizin İşletmelerin Özsermayelerine Etkisi**

Kriz döneminde işletmelerin özsermayelerinde önemli oranda azalma meydana gelmiştir. Sektörün özsermayesi bunalım döneminde nominal olarak %28 artmış ancak reel olarak %22 azalış göstermiş ve özsermayenin pasif içerisindeki payı büyük bir düşüş göstererek %40'dan %29'a gerilemiştir.

Özsermayenin daha fazla düşmesini, gerçek bir kaynak olup olmadığı tartışmalı yeniden değerlendirme fonu engellemiştir. Bu dönemde yeniden değerlendirme değer artış fonu reel olarak %43 artmıştır.

Özsermayede meydana gelen azalmanın en önemli sebebi, net dönem zararlarının büyük oranda artış kaydetmesidir. Kriz döneminde işletmelerin net dönem karı reel olarak %82 azalmış ve pasifteki payı %5'den %1'e düşmüştür. Krizin doğal sonucu olarak da net dönem zararı nominal olarak %21.245, reel olarak ise %12.386 artmıştır. Kriz döneminden önce özsermaye içerisinde %09 olan zararlar kriz döneminde %14.23'e yükselmiştir.

Bir önceki döneme göre, özsermayesi reel olarak %114 ile en fazla azalarak negatif hale gelen işletme, Emek Elektrik firması olmuştur. Türk Demirdöküm firmasının özsermayesi %65 ve Uzel'in %50 oranında reel olarak azalmıştır. Kriz döneminde özsermayesi reel olarak sadece, Ditaş Doğan (%4), Federal Mogul (%21) ile önemli oranda ihracat artışı gerçekleştiren Tofaş Türk (%25) firmalarının artış göstermiştir.

Kriz döneminde işletmelerin özsermaye devir hızında önemli bir değişiklik olmamıştır. Kriz öncesinde 1.88 olan devir hızı, bunalım döneminde sadece 1.89'a yükselmiştir. Özsermaye devir hızında hemen hemen hiç değişiklik olmamasının sebebi, hem net satışlar hem de özsermaye kaleminin aynı oranda düşüş kaydetmesidir.

### 5.2.5. Sektörün ve İşletmelerin Kriz Dönemi Karlılığı

Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü işletmelerinin karlarında önemli düşüşler meydana gelmiştir. Sektörün karlarında meydana gelen değişim aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 5.6. Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Karları**

	Değişim %	Reel Değişim %	Net Satışlara Oranı 2000/6	Net Satışlara Oranı 2001/6
Brüt Satış Karı	21	-26	27.44	25.89
Esas Faaliyet Karı	7	-35	12.15	10.13
Faaliyet Karı - Zararı	-149	-130	11.43*	4.36**
Dönem Karı - Zararı	-167	-141	9.61*	5.00**
Net Dönem Karı - Zararı	-208	-166	7.05*	5.93**

\* Karların net satışlara oranıdır.

\*\* Zararların net satışlara oranıdır.

Sektörde, Alarko Carrier, Bosch Fren, Federal Mogul, Ditaş Doğan, Ege Endüstri, Klimasan, Otokar, Pirelli Kablo ve Vestel kriz döneminde net kar elde eden işletmelerdir. Diğer işletmeler ise önemli oranda zararlarla karşılaşmışlardır. Net kar elde eden dokuz işletmenin beşi yabancı sermayeli işletme iken, motorlu kara taşıtları üreten bir firma (Otokar) net kar elde etmiştir. Net kar elde eden işletmelerin dördü motorlu taşıtlar yan sanayi firması iken, sektörde yer alan motorlu taşıtlar yan sanayi işletmelerinin tümü kriz döneminde net kar elde etmişlerdir.

Sektörde beyaz ve kahverengi eşya üreten yedi firmadan net kar elde eden iki firma da yabancı sermayeli işletmedir.

Buna karşılık net kar elde eden işletmeler aynı zamanda sektörde en büyük brüt kar oranı farklılığı oluşturan firmalardır.

İşletmeler içerisinde 2001 yılında en düşük brüt kar oranına sahip olan firma, -%1 ile Ford Otomotiv firması olmuştur. Bu firmayı % 4 ile Bosch Fren ve %10 ile Ditaş Firması izlemektedir.

Kriz döneminde brüt kar marjı en yüksek firma ise %44 ile Klimasan olurken, Ege Endüstri %40 ile ikinci, Vestel firması ise %38 ile üçüncü sıradadır (Bkz Ek Tablo 5.12)

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektörünün Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK) / Aktif oranı kriz öncesi dönem olarak alınan 2000/6 döneminde %11 iken, kriz döneminde %13'e çıkmıştır. Sektörün Faiz ve Vergi Öncesi Karı %103 artarken, aktifin %76 artış kaydetmesi, faiz ve vergi öncesi aktif karlılığı artırmıştır.

Kriz döneminde FVÖK/aktif oranı en düşük olan firma; -%6 ile Ford Otomotiv olmuştur. Bu firmayı -%1 ile Emek Elektrik ve %1 ile Eminiş firmaları izlemektedir.

En yüksek FVÖK/aktif oranına sahip işletme ise %34 ile Otokar firması olmuştur. Bu firmayı %31 ile Beko izlemektedir. Üçüncü firma ise %31 ile Vestel'dir (Bkz Ek Tablo 5.12)

2001 döneminde işletmelerin FVÖK/Özsermaye oranı %28'den önemli miktarda artış göstererek %44'e çıkmıştır. Sektörün Faiz ve Vergi Öncesi aktif karlılığı %103 artarken, Özsermayenin %28 azalması bu artışta etkili olmuştur.

Kriz döneminde faiz ve vergi öncesi karlarının reel olarak artış kaydetmesi, işletmelerin maliyetlerde oluşan artışı ve talepte meydana gelen düşüşü fiyat artışları ile telafi ettiklerini göstermektedir.

İşletmelerin finansman giderleri ve diğer faaliyetlerden gelir ve karları ile giderler ve zararlarını karlılık hesabı içerisine katan Vergi Öncesi Kar / Aktif Oranı işletmelerin kriz performansını açıklamada önemlidir. Kriz öncesi sektörün VÖK/Aktif oranı %7 iken işletmelerin önemli zararlar ile karşılaşmaları sebebiyle bunalım döneminde -%3'e düşmüştür.

Vergi Öncesi Kar / Aktif Oranı pozitif olan dokuz işletmeden beşi yabancı sermayelidir.

Kriz öncesi %18 olan sektörün vergi öncesi özsermaye karlılık oranı ise, bunalım döneminde -%9'a düşmüştür.

Vergi öncesi özsermaye karlılığı pozitif olan on işletmeden beşi yabancı sermayeli işletmelerdir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında sektörün ve işletmelerin kriz performansını ölçebilmek amacıyla, işletmelerin vergi öncesi varlık ve özsermayeye karlılıkları ve krizde karlılık açısından en kötü ve en iyi performans gösteren firmaların özellikleri aşağıda incelenmiştir.

#### **5.2.5.1. Vergi Öncesi Kar / Aktif Karlılığı En düşük ve En yüksek Olan İşletmelerin Finansal Yapıları**

Kriz döneminde, Vergi Öncesi Kar / Aktif Oranı en düşük olan firma; -%31 ile Emek Elektrik firmasıdır. Söz konusu İşletmenin kriz öncesi ve kriz sırasındaki finansal performansı aşağıdaki gibidir:

- Firmanın kriz öncesi dönemde yabancı kaynaklar içerisinde kısa vadeli borçlarının oranı %96 ile oldukça yüksek düzeydedir. Yine kriz öncesi yabancı kaynakları içerisinde, kısa vadeli banka kredilerine bağımlılığı %73 'dür ve işletme ne kriz öncesi ne de kriz sonrası uzun vadeli banka kredisi imkanı bulamamıştır. Aynı zamanda borçların aktife oranı 2000'in aynı döneminde %83 ve özsermayeye oranı %477 ile en yüksek firmadır. 2001'de ise kaldıraç oranı %119 ve borçların özsermayeye oranı %636 ile yine en yüksek oranlara sahip işletmedir.
- Kriz döneminde firmanın ortalama borç maliyeti %25 iken, -0.05 faizleri karşılama oranı ile en düşük olan ikinci firmadır. Emek Elektrik'in net satışlarından finansman giderlerine ayırdığı pay %112 ile analiz edilen işletmeler içerisinde en yüksek düzeydedir.
- İşletme, kriz dönemine yabancı para cinsinden kasa ve banka hesabında hiç varlığı olmadan girmiştir. Firmanın nakit oranı, hem krizden önceki dönemde hem de kriz döneminde hemen hemen sıfır düzeyi ile tüm firmalar arasında en az olanıdır.



- Döviz pozisyon oranı -%25 ile sektör ortalaması civarındadır.
- İşletmenin kriz döneminde diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar / diğer faaliyetlerden giderler ve zararlar + finansman giderleri oranı yukarıdaki verileri destekler şekilde %22 olmuştur.
- Firma kriz döneminde şüpheli alacaklar karşılığı %1565 ile en fazla artan şirket konumundadır. Firmanın ayrılan karşılığı, kısa vadeli alacakların %29 gibi çok yüksek bir orana ulaşmaktadır.
- Satışlarda meydana gelen azalmanın etkisi ile mamul stokları bir önceki döneme göre %205 artış göstermiştir.
- Satılan malın maliyeti ise %24 ile en fazla artan firma olmuştur (Bkz Ek Tablo 5.8)
- Firma kriz döneminde iştiraklerini önemli miktarda azaltmıştır.
- Emek Elektrik'in tüm maliyetleri içerisinde ithalatın payı 31.12.2000 tarihi itibari ile düşük bir oran olan %22 iken, kriz yılında fazla değişmeyerek %25 olmuştur.
- İşçi sendikasının olmamasının da avantajı ile çalışan sayısını %36 ile en fazla azaltan firmanın emek verimliliğinde önemli bir değişiklik olmamıştır.
- Firma kriz döneminde %36 oranında büyük bir üretim kaybı yaşamıştır. Aynı dönemde yurtiçi satışları reel olarak %40 düşerken, net satışlar içerisinde yurtdışı satışların payı 2000/6 döneminde %48'den, kriz döneminde önemli bir artış göstererek %71'e çıkmıştır. Bununla birlikte firmanın yurtdışı satışları reel olarak sadece %54 artmıştır.
- Kriz döneminde işletmenin özsermayesi yüksek miktara ulaşan zarar nedeni ile negatif olmuştur.

Yukarıdaki veriler ışığında; en düşük VÖK/Aktif karlılığına sahip Emek Elektrik firması, çok önemli oranda yabancı kaynağa ve yabancı kaynaklar içerisinde de kısa vadeli banka kredilerine aşırı dayanması, nakit oranının her iki dönemde de çok düşük

olması, kriz dönemine nakit döviz varlığı olmadan girmesi, kötü bir alacak yönetim politikası izlemesi ve satılan malın maliyetinde meydana büyük artış sebebiyle sıkıntıya girmiştir.

İşletme kriz döneminde net satışlar içerisinde yurtdışı satışlarını önemli miktarda artırmasına, iştiraklerini azaltmasına ve döviz pozisyon oranı sektör ortalaması civarında olmasına rağmen, karlılığında önemli düşüş ortaya çıkmasını engelleyememiştir.

Emek Elektrik, işletmelerin krizden etkilenmelerinde VÖK/Aktif oranı açısından en kötü durumdaki işletme olmasına rağmen, kriz dönemindeki performansı kriz öncesi performansından önemli farklılık arz etmemektedir. Çünkü bu işletme incelenen sektör içerisinde, kriz öncesi dönem olan 2000 yılının ilk altı ayında zarar eden tek işletmedir ve kriz döneminden önce finansal yapısı ve oranları diğer işletmeler içerisinde marjinal kalmaktadır.

Krizde VÖK / Aktif oranı - %25 ile en düşük olan ikinci işletme; Eminiş firmasıdır. Bu firmanın kötü performansında etkili olan faktörler aşağıdaki gibidir:

- Firmanın 2000 yılının ilk 6 aylık döneminde banka kredilerine bağımlılığı %31 ile sektörün diğer firmaları ile karşılaştırıldığında yüksek sayılmayacak bir orandır. Aynı dönemde kısa vadeli borçların tüm borçlara oranı, %66 gibi düşük sayılabilecek bir orandır. Firmanın aynı dönemde kaldıraç oranı %49 ve uzun ve kısa vadeli borçların özsermayeye oranı %96 ile yine düşük firmalar arasındadır. Kriz döneminde ise, bu oranlar sırasıyla; %70 ve %237 olmuştur.
- Buna karşılık kriz döneminde işletmenin kısa vadeli banka kredilerinde meydana gelen artış, sektörün en büyük ikinci artışı olan %2588'dir. Ayrıca Eminiş firması 2001 yılında 0.41 ile incelenen sektör içerisinde en düşük cari orana sahip işletmedir. Dolayısı ile çalışma sermayesi sıkıntısını en fazla hisseden bu firmanın, aynı zamanda likit kalabilmek için yüksek faizli kısa vadeli banka kredilerine yöneldiğini ifade etmek mümkündür. Ayrıca uzun vadeli kredilerin kısa vadeye dönüşmesi de firmanın kısa vadeli kredilerini artırmıştır.

- 2001'de, firmanın ortalama borç maliyeti %37 ile en yüksek dördüncü firmadır. 2001'de faizleri karşılama oranı 0.05 ile en düşük üçüncü firma iken 2001'de finansman giderlerinin net satışlara oranı %97 ile en yüksek ikinci firmadır.
- Firmanın 31.12.2000 itibariyle krize girerken, döviz cinsinden kasa ve banka hesabında değer bulunmazken, kriz döneminde de bu varlık kalemi 0'dır. Firmanın 2000/6 döneminde nakit oranı %2 iken, kriz döneminde tüm firmalar içerisinde Emek Elektrik'ten sonra en düşük oran olan %1'e düşürmüştür.
- İşletme döviz pozisyon oranı açısından -%40 ile en düşük ikinci orana sahip firmadır.
- Yukarıdaki verileri destekler biçimde, diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar /diğer faaliyetlerden giderler ve zararlar + finansman giderleri oranı %9 ile en düşük üçüncü firmadır.
- Net satışlar içerisinde ihracatın payı kriz öncesi dönemde gözardı edilecek kadar küçük ve tüm firmalar arasında en düşük değerdir. Aynı zamanda Eminiş, kriz döneminde hiç ihracat gerçekleştirememiştir.
- İşletmenin maliyetleri içerisinde ithalatın payı kriz öncesi düşük bir oran olan %10 iken, bu oran kriz yılında %18'e çıkmıştır.
- Firma kriz döneminde satış iskontosu yapmayı bırakmıştır.
- Eminiş sektörde üretim miktarında meydana gelen yaklaşık %40'lık düşüş ile en büyük düşüşü yaşayan dördüncü firmadır. Yurtiçi satışları %39 azalan firmanın, ortalama çalışan sayısında meydana gelen düşüş %8.65'dir. Çalışan başına üretim miktarında meydana gelen azalma ise en yüksek dördüncü oran olan %34'dür.

Eminiş, yabancı kaynaklara ve özellikle kısa vadeli banka kredilerine bağımlılığı, kriz öncesinde sektörün diğer işletmelerine oranla çok fazla olmayan ve ithal maliyetlerinin az olması sebebiyle dış ticaret riski düşük olan işletme iken, kriz döneminde çalışma sermayesi ihtiyacını karşılayabilmek için kaldıraç oranını önemli miktarda arttırmak zorunda kalmıştır. Böylece işletmenin ortalama borç maliyeti artarken, faizleri

karşılama oranı düşmüş ve net satışlar içerisinde finansman giderlerine ayrılan pay da yüksek bir orana çıkmıştır. Ayrıca firmanın sektörün diğer işletmeleri ile karşılaştırıldığında önemli oranda varlıklarını yabancı para üzerinden borçlanma ile finanse etmesi, kambiyo zararlarının oluşmasına sebep olmuştur. İşletmenin kriz döneminde ihracat yapamaması döviz kuru avantajından da faydalanamadığını göstermektedir.

Kriz döneminde en yüksek Vergi Öncesi Kar / Aktif oranına sahip olan firma ise %27 ile Federal Mogul'dur. Bu firmanın finansal yapısı ve kriz performansı aşağıdaki gibidir:

- Firmanın kriz öncesi kısa vadeli borçları tüm borçlar içerisinde en düşük dördüncü oran olan %62'dir. Kısa ve Uzun vadeli borçların aktife oranı %54, Özsermayeye oranı ise %120 ile sektör ortalaması civarındadır. 2001 yılında ise sırasıyla %46 ve %85 oranları ile en düşük üçüncü firma olmuştur. Firmanın kriz öncesi dönemde banka kredilerine bağımlılığı onbinde bir ile en düşüktür ve işletme kısa vadeli banka kredisi kullanmamaktadır.
- 2001 yılında ortalama borç maliyeti onbinde onüç ile en düşük ikinci, faizleri karşılama oranı 3960 ile en yüksek olan firmadır. Aynı dönemde net satışlar içerisinde finansman giderlerinin payı onbinde bir ile sektör içerisinde en düşük işletme olmuştur.
- Krize girerken ve kriz sırasında yabancı para cinsinden hazır değerleri güvence sağlayacak düzeydedir. 2000/6 döneminde nakit oranı %36 olan firma, kriz döneminde bu oranı %81'e çıkarmış ve nakit oranı en yüksek ikinci firma olmuştur.
- Döviz pozisyon oranı açısından %25 ile en düşük riske sahip ikinci firma konumundadır.
- Diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar /diğer faaliyetlerden giderler ve zararlar + finansman giderleri oranı %2653 ile en yüksek firmadır.

- Firmanın ihracatı reel olarak %66 artış göstermiştir. Ancak 2000 döneminde ihracatın net satışlara oranı %5 iken, kriz döneminde sadece %8'e yükselmiştir. Dolayısı ile satışları içerisinde ihracatın payı oldukça düşüktür.
- İthalata bağımlılık oranı 31.12.2000'de %5 (en düşük ikinci), 2001'de ise % 10 ile en düşük firmadır.
- Kriz döneminde üretim miktarı bir önceki döneme göre, sadece %3 düşerken, yurt içi satışlardaki düşüşü %5 ile en az olan firmadır.
- Kriz döneminde, ortalama çalışan sayısını %14 ile en çok artıran ikinci firma olan Federal Mogul'un, çalışan başına düşen üretim miktarı %15 azalmıştır.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, firmanın karlılığının yüksek olmasının birkaç sebebi bulunmaktadır. İşletmenin kısa vadeli banka kredisi kullanmaması ve kısa vadeli borçların yabancı kaynaklar içerisinde oldukça düşük bir yer tutması sonucunda, borç maliyetleri çok düşük, faizleri karşılama oranı çok yüksek olmuştur. Döviz pozisyon riskinin tüm sektör içerisinde çok düşük olması, işletmenin krizden kambiyo karları vasıtasıyla avantajlı çıktığını göstermektedir. İşletmenin yüksek nakit oranı ile çalışması kriz döneminde firmaya hem likidite açısından avantajlar getirmiş, hem de önemli faaliyet dışı gelir sağlamıştır. İşletmenin maliyetleri içerisinde ithalatının payının çok düşük olması ise kriz döneminde döviz kurunun firmanın dış ticareti üzerindeki olumsuz etkisini engellemiştir.

Federal Mogul'un satışları içerisinde yurtdışı satışları, her iki dönemde de oldukça düşüktür. Buna karşılık firmanın ana müşterilerinden en önemlileri, kriz döneminde ihracatlarını çok önemli oranda artıran Ford Otomotiv, Tofaş Türk ve Oyak Renault firmalarıdır. Dolayısı ile işletme ihracata yönelmemiş ama ihracat yapan ana firmaların önemli tedarikçisi olmanın avantajını kullanmıştır.

İşletmenin toplam ciro içinde pazar dağılımı; ana sanayinde % 19, İhracatta % 3 civarındadır. Firma QS 9000-DQS-ISO 9001 - DQS VDA-6.1 kalite belgelerine sahiptir. [http://www.taysad.org.tr, 2002]

Sonuç olarak banka kredilerine çok az bağımlılık, kısa vadeli borçların az kullanımı, yüksek döviz varlıkları, düşük ithalat oranı, yüksek nakit oranı, %50 yabancı sermaye payı ve ihracat yapan sektörlerle tedarikçi olma gibi unsurlar işletmenin krizden başarılı olarak çıkmasına sebep olmuştur. Ayrıca firmanın dünyada kabul edilen önemli yönetim ve üretim kalite güvence sistemlerine sahip olması, sektörde önemli ve sağlam bir yer edinmesini sağlamıştır.

Bu firmayı Vergi Öncesi Kar / Aktif oranı %18 ile başka bir yabancı sermayeli işletme olan Bosch Fren izlemektedir.

Bosch Fren; aşağıda da görüleceği üzere Federal Mogul firması ile benzer finansal yapıya sahiptir ;

- İşletme kriz öncesi bilançosunda onbinde üç ile en düşük banka kredisi bağımlılığı olan firmadır. Firma her iki dönemde de kısa vadeli banka kredisi kullanmamıştır 2000/6'da borçların aktife oranı %27 ile en düşük olan firma iken 2001'de bu oranı %31 ile en düşük olan ikinci firmadır.
- Onbinde onüç ortalama borç maliyeti ve 436 faizleri karşılama oranı ile Federal Mogul'dan sonra en iyi ikinci firmadır. Yine net satışlardan finansman giderlerine ayırdığı pay onbinde onbir ile Federal Mogul'dan sonra en düşük ikinci firmadır.
- Kriz öncesinde %249, kriz sırasında %157 ile her iki dönemde de en yüksek nakit oranına sahip firma olmuştur. İşletmenin kasa ve banka kaleminde nakit olarak krizden önce ve kriz sırasında önemli miktarda döviz bulunmaktadır.
- Döviz pozisyon oranının %32 olması, en düşük riske sahip işletme olmasını sağlamıştır.
- Bunların sonucunda, firmanın diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar / diğer faaliyetlerden giderler ve zararlar + finansman giderleri oranı %1386 ile en yüksek ikinci firma olmuştur.
- Bosch Fren'in yurtdışı satışları, reel olarak %18 düşüş göstermiştir. Buna rağmen 2000'de %19 olan yurtdışı satışlar /net satışlar oranı, 2001'de %39 olmuştur.

- Maliyetler içerisinde ithalatın payı 2000 yılında %64, 2001 yılında ise %62 ile oldukça yüksek bir orandır. Zaten işletme kriz döneminde, girdi stokları en fazla artış kaydeden üçüncü firmadır.
- Brüt kar marjı, 2000 yılında %21 iken kriz döneminde %4 ile en düşük ikinci orana sahip firma olmuştur.
- Firmanın üretim miktarı %28 oranında düşmüştür. Yurtiçi satışlarda meydana gelen düşme, önemli bir oran olan %69'dur.
- Kriz döneminde çalışan sayısı artan işletmelerden biridir. Ancak üretim düşüşüne bağlı olarak çalışanların verimliliği de önemli ölçüde düşmüştür.

Bosch Fren, ISO 9001 (DQS), VDA 6.1 (DQS), QS 9000 (DQS) kalite belgelerine sahip olup, toplam ciro içinde pazar dağılımı; ana sanayiinde %65, yenileme pazarı ve diğer sektörlerde %17 ve ihracatta %18'dir.

Başlıca müşterileri (ana Sanayii) BMC, Ford Otomotiv, Karsan, Otoyol, Oyak Renault Tofaş Otomobil Fabrikalarıdır. [<http://www.taysad.org.tr>, 2002]

Sonuç olarak; kısa vadeli banka kredisi kullanmayan Bosch Fren işletmesi, pasif yapısında borçlanmaya oldukça düşük yer ayırmaktadır. Bu yüzden ortalama borç maliyeti ve faizleri karşılama oranında en iyi ikinci firma olmuştur. Döviz pozisyonunun krize girerken en avantajlı işletme olması, önemli kambiyo karlarının oluşmasına sebep olurken, işletme yüksek nakit oranı ile çalıştığı için krizde herhangi bir likidite sorunuyla karşılaşmamıştır.

Bununla birlikte işletmenin maliyetleri içerisinde ithalatın payının, sektörün genel düzeyinden daha yüksek olması, ihracata rağmen döviz kurunun artışından olumsuz etkilendiğini göstermektedir. Bu da işletmenin girdi stokları değerini önemli miktarda artırmıştır.

Firma Vergi Öncesi Kar / Aktif oranı en yüksek ikinci işletme iken, brüt kar marjı en düşük ikinci firma olması, kriz döneminde brüt karından önemli oranda fedakarlık ettiğini göstermektedir.

İşletme, aynı Federal Mogul firmasında olduğu gibi yoğun olarak ihracata dönük çalışmamaktadır. Alıcıların oligopol piyasasına, tedarikçi olarak hakim olan işletme, ihracat yapan firmaların yan sanayisi olarak çalışmanın ve dünyada kabul edilen kalite güvence sistemlerine sahip olmanın avantajını kriz döneminde kullanmıştır.

Ayrıca işletme, çalışan sayısı 250'den az olması sebebiyle Avrupa Birliği normları açısından sektörde Küçük ve Orta Boy işletme tanımına giren dört ölçekli işletmeden biridir.

#### **5.2.5.2. Vergi Öncesi Kar / Özsermayeye Karlılığı En düşük ve En Yüksek Olan İşletmelerin Finansal Yapıları**

Kriz döneminde Vergi Öncesi Kar / Özsermaye açısından en düşük karlılık oranına sahip işletmesi özsermayesi negatif hale gelen, %167 ile Emek Elektrik'tir (Bkz Ek Tablo 5.12). Daha önce bu işletme analiz edildiği için, -%201 ile, ikinci en düşük karlılık oranına sahip işletme olan Türk Demirdöküm'ün performansı aşağıdaki gibidir:

- Demirdöküm kriz öncesi banka kredilerine bağımlılığı %52 ile, yüksek olan işletmeler arasındadır. Aynı dönemde kısa vadeli borçların tüm borçlar içerisindeki payı %85, borçların aktife oranı %78 ve Özsermayeye oranı %355 ile en yüksek ikinci firmadır. Kriz döneminde ise kaldıraç oranı %91, özsermaye kaldıraç oranı, %979 ile en yüksek ikinci firma konumunu korumuştur.
- Kriz döneminde ortalama borç maliyeti %32 ve faizleri karşılama oranı 0.36 iken finansman giderlerinin net satışlar içerisindeki payı, %65 gibi oldukça yüksek bir orandır.
- Nakit oranı 2000/6 döneminde %1 ve kriz döneminde yaklaşık %0 ile en düşük firmalar arasındadır. 31.12.2000 bilançosunda döviz cinsinden kasa ve banka değeri bulunmamaktadır. 2001 yılının ilk altı ayında ise çok az miktarda bu kalemi oluşmuştur.
- Döviz pozisyon riski -%33 ile en yüksek beşinci firmadır.



- Diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar /diğer faaliyetlerden giderler ve zararlar + finansman giderleri oranı %9 ile en düşük ikinci firmadır.
- Yurtdışı satışlarında reel olarak %46'lık artış meydana gelmiş ve yurtdışı satışları 2000/6 döneminde %24 iken, 2001/6'da %33'e çıkmıştır.
- Mamul stokları altı aylık kıyaslamada %14 ile en az değişiklik olan firmadır.
- Maliyetler içerisinde ithalatın payı 2000 yılında %23 iken 2001 yılında ise %25 olmuştur.
- İlk altı aylar kıyaslandığında üretim miktarında meydana gelen düşüş %5.34 gibi düşük bir orandır. Buna karşılık yurtiçi satışlar reel olarak %32 azalmıştır. Ortalama çalışan sayısını %4.46 gibi düşük bir oranda azaltan firmanın, çalışanlarının verimliliğinde önemli bir değişiklik olmamıştır.

Türk Demirdöküm, kısa vadeli borçlara yüksek bağımlılığı, dövizde önemli oranda risk üstlenmesi, düşük nakit oranı ile çalışma, krize nakit döviz varlığı olmadan girme gibi dezavantajları sebebiyle önemli derecede finansman giderleri ve kambiyo zararları ile karşılaşmıştır. Buna karşın firmanın üretim miktarı ve çalışan sayısı çok az düşüş göstermiştir.

Daha önce incelen Federal Mogul'un, VÖK / Özsermaye oranı sektör içerisinde en yüksektir. İkinci en yüksek firma ise, %41 ile Otokar firmasıdır. Bu firmanın performansı aşağıdaki gibidir;

- Firmanın kriz öncesi banka kredilerine bağımlılığı %35'dir. Tüm borçlar içerisinde kısa vadeli borçların oranı %96 'dır ki bu tüm firmalar içerisinde en yüksek orandır. Borçların aktife oranı %70, özsermayeye oranı ise %233 ile oldukça yüksek bir orandır. Kriz döneminde bu oranlar sırasıyla %70 ve %235 olmuştur.
- Ortalama borç maliyeti %30 iken, faizleri karşılama oranı 1.58 gibi yüksek bir orandır. Finansman giderlerinin net satışlara oranı ise %40'dır.

- İşletmenin 2000/6'da nakit oranı %20'dir. Fakat kriz döneminde bu oran %9'a düşmüştür. 31.12.2000 ve 2001/6 bilançolarında önemli miktarda döviz cinsinden kasa ve banka kalemi bulunmaktadır.
- Firma %17 ile döviz pozisyon oranı açısından Bosch Fren ve Federal Mogul'dan sonra en düşük riske sahip üçüncü işletmedir.
- Diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar /diğer faaliyetlerden giderler ve zararlar + finansman giderleri oranı 1.12 ile oldukça yüksek bir orandır
- Firmanın yurtdışı satışları reel olarak %23 azalmıştır. Ancak net satışlar içerisinde yurtdışı satışların payı 2000'de %23 iken 2001'de %28 olmuştur.
- Maliyetler içerisinde ithalatın payı 2000 yılında %37 iken, 2001'de en büyük artış gösteren firma olmuş ve bu oran %71'e yükselmiştir.
- Kriz döneminde firmanın mamul stokları %239 artmıştır.
- Büyük bir grubun işletmesi olma avantajını kullanan bu firma ortaklara borçlarını 109 milyon TL'nden 1.178.720 milyon TL'sına çıkarmıştır. En önemli artış bu firmada ortaya çıkmaktadır.
- İşletme üretim miktarı %38.88 ile en fazla düşen beşinci işletmedir. Yurtiçi satışları ise reel olarak %40 düşmüştür.
- Çalışan sayısını yaklaşık %8 gibi düşük bir oranda azaltırken, çalışanların verimliliği, üretim kaybından dolayı %33 oranında düşmüştür.

Otokar, kriz öncesi dönemde, yabancı kaynakları içerisinde en yüksek kısa vadeli borç bulunduran firma olmasına rağmen, faizleri karşılama oranı oldukça yüksektir. Ayrıca satışlarından finansman giderlerine ayırdığı pay borçlanma yapısına göre düşüktür. İşletmenin nakit döviz varlıklarının, krize girerken yüksek miktarda olması ve döviz pozisyon riskinin düşük olması kurlardan olumlu etkilenmesini sağlarken, ihracatın halen net satışlar içerisindeki payının düşük olması ve ithal maliyetlerinde meydana gelen çok büyük artış, döviz kurunun olumlu etkisini azaltmıştır.

İşletmenin mamul stoklarının kriz döneminde önemli artış kaydetmesi, firmanın stok tutma maliyetini artırmıştır. Ayrıca kriz döneminde, ortaklarından önemli ölçüde borçlanması finansman yapısına esneklik sağlamıştır.

Sonuç olarak, krizde altı aylık karlar dikkate alındığında; vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılığı en düşük olan işletmeler; önemli oranda yabancı kaynağa, özellikle kısa vadeli banka kredilerine dayanan, nakit ve cari oranı düşük olan, kriz dönemine nakit döviz varlığı olmadan giren, kaynakları içerisinde döviz borçlarına dayanan, ihracatı düşük olan ve kötü alacak politikası izleyen firmalardır.

Buna karşılık, kısa vadeli borçları tüm borçları içerisinde düşük olan, özellikle kısa vadeli banka kredilerine daha az dayanan, yabancı para cinsinden hazır değerleri güvence sağlayacak düzeyde olan, yüksek nakit ile çalışan, yabancı para cinsinden varlıkları borçlarından daha fazla olan, yabancı sermayeli olan ya da büyük bir grubun bağlı ortaklığı olan firmalar vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılığı en iyi durumdaki firmalar olmuşlardır.

Özellikle, vergi öncesi aktif karlılığında en iyi ikinci durumda olan Bosch Fren'in Avrupa Birliği normlarına göre, çalışan sayısının 250'nin altında kalması sebebiyle bir KOBİ olması, kriz dönemlerinde, orta boy işletmelerin esnek üretim yöntemleri sebebiyle avantajını ortaya koyabilir.

### **5.3. İMKB METAL EŞYA - MAKİNE VE TEÇHİZAT SEKTÖRÜNDE İŞLETME GRUPLARININ KRİZ DÖNEMİ PERFORMANSLARININ İSTATİSTİKSEL ANALİZİ**

Bu kısımda, İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe yer alan ve döviz krizlerinde belirleyici olduğu farzedilen kriterlere göre gruplandırılan işletmelerin, kriz dönemi performansı incelenmektedir.

#### **5.3.1. Analizde Kullanılan Gruplandırma Kriterleri**

Analizde öncelikle işletmeler, Döviz Pozisyon Riski, Dış Ticaret Riski ve Yabancı Sermaye Payı olmak üzere üç kriterle göre gruplandırılmışlardır. Bu gruplandırmada belirlenen kriterler aşağıdaki sebeplere dayanmaktadır.

##### **5.3.1.1. Döviz Pozisyon Riski**

Daha önce bahsedildiği üzere, döviz kurunda meydana gelen değişiklik, işletmelerin finansman kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir.

Döviz krizlerinde, döviz kurları aniden ve hızlı bir şekilde yükselmekte, fiyat artışları ancak belli bir süre sonra kur değişim oranını yakalayabilmektedir. Bu yüzden kısa vadede, işletmelerin kriz performansını etkileyen en önemli faktör; döviz kurunda meydana gelen değişimdir. Kurda oluşan artış, yabancı para cinsinden sabit yükümlülükleri bulunan işletmelerde, önemli miktarda kambiyo zararlarının oluşmasına sebep olmaktadır. Bununla birlikte kriz dönemine yüksek yabancı para varlığı ile giren ve/veya yabancı para cinsinden yükümlülüğü az olan / olmayan işletmeler krizden daha az etkilenmekte, hatta yüksek oranda kambiyo karları elde etmektedirler.

Dolayısı ile kriterler içerisinde döviz kuru riskinin seçilmesi; özellikle döviz krizlerinde parasal aktarma mekanizması döviz kuru kanalının, işletmelerin kriz performansını önemli derecede etkilemesinden kaynaklanmaktadır.

### 5.3.1.2. Dış Ticaret Riski

Kriterlerden bir diğeri olan Dış Ticaret Riski'nin seçilmesinde temel faktör; kriz dönemlerinde döviz kuru artışı sonucunda işletmelerin dış ticaretinde önemli değişiklikler olmasıdır.

Bu değişiklik iki şekilde ortaya çıkmaktadır: Birincisi, bazı işletmeler, kriz sonucunda ortaya çıkan rekabetçi döviz kuru avantajının katkısı ile yurtiçi talepte meydana gelen daralmayı yurtdışı satışlarla aşabilmektedir. Bu suretle, ihrac fiyatları kriz döneminde düşse bile, işletmeler yurtdışında önemli pazar avantajı elde edebilmektedirler. İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü'nün kriz döneminde ihracatının reel olarak %73 artış göstermesi, bu durumunun kanıtıdır.

Yukarıdaki sebepten dolayı, kriz dönemlerinde ihracata yönelen firmaların performansının daha iyi olması beklenmektedir. Ancak ihracatın artış kaydetmesi için iki temel unsur bulunmalıdır: birincisi; yurtdışı talebin yeterli seviyede olması, ikincisi ise, işletmelerin ihracat için kapasiteleri ve üretim kalitelerinin yeterli düzeyde olmasıdır.

Kriter olarak Dış Ticaret Riski'nin seçilmesinde ikinci temel sebep, döviz krizlerinde firmaların ithalat maliyetlerinin, toplam maliyetler içerisindeki payının önem kazanmasıdır. Çünkü döviz kurlarında meydana gelen ani artış, işletmelerin yurtdışından girdi ve yatırım malı alımını önemli ölçüde etkilemektedir. Bu artış, işletmelerin hem girdi hem de sermaye malları maliyetini yükseltirken, ithalata dayalı stokların azalmasına, stok maliyetinin artmasına ve zincirleme olarak da üretim miktarında düşüşe sebep olmaktadır. Dahası; işletmeler, ithal maliyetlerinde meydana gelen artışı, yurtiçi fiyatların kısa sürede döviz kuru artışını yakalayamaması sebebiyle, nihai ürüne yansıtamamaktadır.

Döviz krizleri ile ilgili olarak yapılan çalışmalarda, işletmelerin dış ticaretlerinde meydana gelen değişiklikten etkilenmelerin ölçülmesi, genellikle ihracat oranlarındaki değişim üzerinden yapılmaktadır.

Ancak, kriz döneminde ihracatı artan firmaların daha iyi performans göstereceği kabulüne rağmen, İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe olduğu gibi bazı işletmelerin üretimlerinde önemli oranda ithalata dayanmaları, döviz kurunun ihracat üzerindeki olumlu etkisini azaltmaktadır. Bu yüzden döviz kurunun firmanın dış ticareti üzerindeki reel etkisini anlayabilmek için ithal maliyetlerinin de hesaba katılması gerekmektedir.

Yukarıdaki sebeplerden dolayı analizde kriter olarak belirlenen dış ticaret riski, işletmelerin hem ihracat oranları hem de maliyetler içerisinde ithalatın payı dikkate alınarak belirlenmiştir.

### 5.3.1.3. Yabancı Sermaye Payı

Önceki ayırmımda açıklandığı üzere kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe üretim miktarı artış gösteren üç firmadan ikisi ve net kar elde eden dokuz işletmeden beşi yabancı sermayeli işletmelerdir. Ayrıca döviz pozisyonu en olumlu olan dört firmadan üçü, yabancı sermayeli işletmelerdir

Eren'in [Eren, vd, 2000: 68] İstanbul Sanayi Odası'na bağlı 1000 büyük işletmenin İstanbul'da faaliyet gösteren 216'sını incelediği çalışmasında da; 1997-98 Krizinde üretimi düşen firmaların %87'sinin yerli sermayeli olduğunu, buna karşılık yabancı sermayeli işletmelerde üretim düşüşü olmadığını tespit etmiştir.

Bu sonuç, analizde yabancı sermaye payının seçilmesini teşvik etmekle beraber, bunun yanında yabancı sermayenin işletmelerin kriz performansında önemli rol oynamasının birkaç sebebi bulunmaktadır:

- Yabancı firmalarla ortaklık firmalara, özellikle kriz dönemlerinde sermayeyi elde etme veya yurtdışı pazarlama konusunda avantajlar sağlamaktadır. [Dollar ve Driemeier, 2000: 21].
- Kriz dönemi olsun veya olmasın yabancı ortağa sahip olmak, borç verenler açısından firmanın kredibilitelerini yükseltmektedir. Yabancı ortağı bulunan Tofaş

Otomobil Fabrikaları'nın kriz döneminde uzun vadeli kredilerini önemli oranda artırması bu varsayımı doğrulamaktadır.

- Yabancı ortağa sahip olmanın bir başka avantajı, işletmelerin iç talep daraldığında yabancı ortağa satış yapabilme imkanınıdır.

Bununla birlikte yabancı ortağın yönetim kompozisyonundaki yeri ve payı da işletmenin performansında etkili olmaktadır. Ancak bu konu çalışmanın dışında kalmaktadır.

### 5.3.2. İşletmelerin İstatistiksel Analizinde Kullanılan Bağımsız Değişkenler

Yukarıda bahsedilen kriterleri analizde temsil eden bağımsız değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

#### 5.3.2.1. Döviz Pozisyon Oranı

İşletmelerin Döviz Pozisyon Riski'nin belirlenmesinde, "Döviz Pozisyon Oranı" olarak adlandırılan ve işletmelerin 31.12.2000 tarihli bilanço dipnotlarında yer alan; döviz varlıkları ve döviz borçları kullanılmıştır (Bkz. Ek Tablo 5.6).

Döviz varlıkları ve borçlarında 31.12.2000 tarihli bilanço verilerinin kullanılması, işletmelerin krize girerken ki döviz pozisyonlarının belirlenmesini amaçlamaktadır.

Oran aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

$$\text{Döviz Pozisyon Oranı} = \frac{\text{Yabancı Para Cinsinden Varlıklar} - \text{Yabancı Para Cinsinden Borçlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Döviz Pozisyon Oranı büyüdükçe, işletmelerin döviz kuru değişikliklerinden etkilenme derecesi (foreign exchange exposure) azalmakta ve dolayısı ile döviz pozisyon riski küçülmektedir. Oran küçüldükçe, firmanın Döviz Pozisyonu Riski büyümektedir.

Sektörde yer alan yirmi iki işletmenin döviz pozisyonu oranına göre gruplandırılması amacıyla, medyan kullanılmıştır.

Gruplandırmada kullanılacak başka bir ölçüt de; işletmelerin kümülatif döviz varlıkları ile döviz borçlarının sektörün toplam aktifine bölünmesi ile elde edilen sektör ortalaması olabilir. Ancak sektörde yer alan işletmelerin bu kalemlerinin, büyüklük açısından çok farklılık arz etmesi, analizin yanlış sonuçlar üretmesine sebep olabileceği için tercih edilmemiştir.

Döviz pozisyon oranında gruplandırmada medyanın üstünde yer alan işletmeler; Tofaş Otomobil Fabrikaları, Parsan, Arçelik, Alarko Carrier, Anadolu Isuzu, Klimasan, Ege Endüstri, Pirelli Kablo, Otokar, Federal Mogul ve Bosch Fren'dir. Medyanın altında kalan işletmeler ise; Vestel, Eminiş, Uzel, Beko, Türk Demirdöküm, İhlas Ev Aletleri, Ditaş Doğan, Mutlu, Emek Elektrik, Karsan ve Ford Otomotiv'dir.

Ayrıca döviz pozisyon oranının üretim üzerindeki etkisi analiz edilirken, daha önce belirtildiği üzere üretim miktarı önemli ölçüde artan ve medyanın üzerinde orana sahip olan Tofaş firmasının, kriz döneminde üretim artışının önemli bir kısmının, kriz öncesinde ana firma ile olan ihracat sözleşmesi sebebiyle artış gösterdiği göz önünde bulundurularak, medyanın üstünde kalan işletmelerin üretim miktarlarındaki değişim oranı analiz edilirken, ayrı bir analiz Tofaş firmasının dışlanması ile yapılmıştır.

### **5.3.2.2. Dış Ticaret Oranı**

Analizde, Dış Ticaret Riski'nin belirlenmesinde firmaların 31.12.2000 tarihi itibarıyla yıllık net satışlar içerisinde ihracatın ve maliyetler içerisinde ithalatın payı birlikte kullanılmıştır.

İşletmelerin mali tabloları ve dipnotlarında ithal maliyetleri belirtilmemektedir. Bu konudaki tek kaynak anket yoluyla elde edilen ve İMKB'nin Şirketler Yılı 2001 ve 2002 Kataloğunda yayınlanan verilerdir. Ancak ithalat verileri, sadece yıllık olarak yayınlandığı için kriz döneminde işletmelerin Dış Ticaret Riski belirlenirken yeknesaklık sağlamak amacıyla; 2000 yılının ilk altı ayı değil 2000 yılının tümünde gerçekleştirilen yurtdışı satışları dikkate alınmıştır.



Ancak bu oran belirlenirken, işletmelerin üretim ve satışlarının mevsimsellik ilkesi göz ardı edilmek zorunda kalmıştır. Çünkü bazı işletmelerin üretim ve/veya satışları belli dönemlerde yoğunlaşmakta ve bu dönemlerde ihracatı ve ithalatı dalgalanmaktadır. Dolayısı ile ithalat oranının altı aylık döneme matematiksel olarak indirilmesi yanlış sonuçlar üreteceğinden dolayı, dış ticaret riskinin belirlenmesinde; 31.12.2000 tarihi itibarıyla Net Satışlar İçinde İhracatın Payı ve Maliyetler İçinde İthalatın Payı kullanılmıştır.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında işletmelerin Dış Ticaret Risklerinin belirlenmesinde aşağıda ifade edilen "Dış Ticaret Oranı" kullanılmıştır.

**Dış Ticaret Oranı = Net Satışlar İçinde İhracatın Payı / Maliyetler İçinde İthalatın Payı**

Bu yolla elde edilen ve Ek Tablo 5.6 verilen endeks, işletmelerin dış ticaret risklerinin derecelendirilmesinde kullanılmıştır.

Dış Ticaret Oranı artarken, işletmelerin döviz kuru değişimleri sebebiyle ortaya çıkan dış ticaret riskinin azaldığı, söz konusu oranın azalması ile de, işletmelerin dış ticaret riskinin arttığı kabul edilmiştir.

İşletmelerin dış ticaret oranlarının gruplandırılması amacıyla medyan kullanılmıştır. Medyanın üstünde kalan işletmeler, Uzel, Tofaş Otomobil Fabrikaları, Klimasan, Türk Demirdöküm, Vestel, Federal Mogul, Ege Endüstri, Pirelli Kablo, Ditaş Doğan, Emek Elektrik ve Parsan'dır. Medyanın altında kalan işletmeler ise, Ford Otomotiv, İhlas Ev Aletleri, Alarko Carrier, Eminiş, Karsan, Anadolu Isuzu, Bosch Fren, Otokar, Arçelik, Mutlu, ve Beko'dur.

### **5.3.2.3. Yabancı Sermaye Payı**

Analizde kullanılan yabancı sermayeli işletmeler, unvanları ve yabancı sermaye payları Ek Tablo 5.1'de verilen; Alarko Carrier, Anadolu Isuzu, Bosch Fren, Federal Mogul, Ford Otomotiv, Pirelli Kablo, Tofaş Otomobil Fabrikaları ve Vestel firmalarıdır.

### 5.3.3. İşletmelerin İstatistiksel Analizinde Kullanılan Bağımlı Değişkenler

Çalışmada yukarıda belirtilen üç bağımsız değişkene karşılık, bu değişkenlerin etkilediği kabul edilen\* bağımlı değişkenler; üretim miktarları değişimi, likidite oranları, kaldıraç oranları ve karlılık oranları olarak belirlenmiştir.

Bağımlı değişkenler aşağıda açıklanmıştır.

#### 5.3.3.1. Üretim Miktarları Değişimi

Üretim miktarları değişiminin bağımlı değişken olarak seçilmesinin sebebi, işletmelerin döviz pozisyon, dış ticaret oranı ile yabancı sermaye payının kriz döneminde üretim miktarı değişimini etkilediği varsayımına dayanmaktadır.

İstatistiksel analizde kullanılan işletmelerin, kriz öncesi ve kriz sırasındaki üretim miktarları, mali tablo dipnotlarından elde edilen ve Ek Tablo 5.2'de sıralanan değerlerdir.

#### 5.3.3.2. Likidite Oranları

Kriz dönemlerinde çalışma sermayesi sıkıntısının bir göstergesi kabul edilebilecek olan likiditenin ölçüsü olarak, işletmelerin cari oranları ve nakit oranları kullanılmıştır.

Bir firmanın kredi değerliliği kısmen cari ve nakit oran ile belirlenmektedir. Ve bu iki oranın yetersizliği, likit varlık dengelerinden etkilenmekte, kredibilitenin azalmasına sebep olmaktadır. Bu durum firmanın uygun şartlarda kredi elde etme imkanını gittikçe zorlaştırmaktadır. Aynı zamanda eğer firma yetersiz nakit sebebi ile ödemelerini zamanında yapamazsa, kredi değerliliği daha da azalmaktadır. Yetersiz likit varlıklar nakit ihtiyaçlarını karşılamak için firmanın kısa vadeli borçlanmasına sebep olmaktadır. Bu durum sonuçta, firmanın faiz ödemelerinin yükselmesine neden olmaktadır.

\* Dış ticaret Oranı, sadece üretim miktarlarındaki değişimi açıklamada kullanılmıştır. Her ne kadar bu oran, diğer bağımlı değişkenler üzerinde etkili olsa bile, temel olarak üretim miktarını etkileyen bir bağımsız değişken olarak ele alınmıştır.

Dolayısıyla analizde bu oranların seçilmesi, işletmelerin kriz performansında etkili olduğu kabulüne dayanmaktadır.

Analizde kullanılan işletmelerin kriz dönemi cari ve nakit oranları Ek Tablo 5.7'de verilmektedir.

### **5.3.3.3. Kaldıraç Oranları**

İşletmenin borçlarını ödeyememe riski olarak da adlandırılan finansal riski ölçmede; Kaldıraç Oranı (Uzun ve kısa vadeli Borçlar / Toplam Varlık) kullanılmaktadır [Moyer, 1984: 211].

Dolayısıyla işletmelerin kriz performansında, borçlanma yapısının önemli bir ölçütü olan kaldıraç oranının, analizde kullanılan bağımsız değişkenlerden etkilendiği kabul edildiği için bağımlı değişken olarak seçilmiştir.

Analizde kullanılan işletmelerin 2001 kaldıraç oranları Ek Tablo 5.10'da verilmektedir.

### **5.3.3.4. Karlılık Oranları**

Analizde, bağımlı değişken olarak, Ek Tablo 5.12'de sıralanan, kriz dönemi olan 2001 yılının ilk altı ayı aktif ve özsermaye karlılıkları hem Faiz ve Vergi Öncesi hem de Vergi Öncesi olarak alınmıştır.

Varlık karlılığının dikkate alınması; gruplandırılan işletmeler arasında, çalışma sermayesi ve duran varlık unsurlarına yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri karlarında, kriz döneminde anlamlı bir farklılık olup olmadığını ölçmeyi amaçlamaktadır. Başka bir ifade ile bu karlılık oranı, varlıkların, gruplandırılan işletmeler tarafından, kriz döneminde ne ölçüde verimli kullanıldığını göstermektedir.

Özsermaye karlılığı ise, işletme sahip ve sahipleri tarafından sağlanan kaynağın karlılığının, kriterlere göre gruplandırılan işletmeler arasındaki değişimini ölçmek amacıyla kullanılmıştır. Analizde yer alan işletmelerin, halka açık firmalar olduğu gözönüne alındığında, sermayedarlar açısından bu karlılık oranı önemli olmaktadır.

Analizde hem faiz ve vergi öncesi hem de vergi öncesi karlılığın dikkate alınması ise, işletmelerin diğer faaliyetlerden gelirler ve karları ile giderleri ve zararları ve finansman giderlerinin, gruplandırılan firmalar arasında karlılık üzerinde anlamlı bir farklılık oluşturup oluşturmadığını tespit etmek içindir.

Yukarıda ifade edilen bağımlı ve bağımsız değişkenler kullanılarak aşağıdaki hipotezler test edilmiştir.

#### 5.3.4. Analizde Test Edilen Hipotezler

İstatistiksel analizde test edilen; üretim, likidite, kaldıraç ve karlılıkla ilgili hipotezler aşağıda verilmiştir.

##### a) Üretim ile ilgili Hipotezler

**Hipotez 1:** Kriz döneminde, Döviz Pozisyon Oranı diğerlerine göre yüksek olan işletmelerin, kriz öncesi döneme göre, üretim miktarları arasında anlamlı bir farklılık yok iken, Döviz Pozisyon Oranı daha düşük olan işletmelerin üretim miktarları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

**Hipotez 2:** Kriz döneminde, Dış Ticaret Oranı diğerlerine nazaran daha yüksek olan işletmelerin, kriz öncesi döneme göre, üretim miktarları arasında anlamlı bir farklılık yok iken, düşük olan işletmelerin kriz döneminde üretim miktarları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

**Hipotez 3:** Kriz döneminde, yabancı sermayeli işletmelerin üretim miktarları arasında kriz öncesi döneme göre anlamlı bir farklılık yok iken, yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin kriz döneminde üretim miktarları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

##### b) Likidite ile ilgili Hipotezler

**Hipotez 4:** Kriz döneminde, döviz pozisyonu oranı yüksek olan işletmeler ile daha düşük olan işletmelerin nakit oranları arasında anlamlı bir fark vardır.

**Hipotez 5:** Kriz döneminde yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin nakit oranları arasında anlamlı bir fark vardır

**Hipotez 6:** Kriz döneminde, döviz pozisyonu oranı yüksek olan işletmeler ile daha düşük olan işletmelerin cari oranları arasında anlamlı bir fark vardır.

**Hipotez 7:** Kriz döneminde yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin cari oranları arasında anlamlı bir fark vardır

**c) Kaldıraç İle İlgili Hipotezler**

**Hipotez 8:** Kriz döneminde, döviz pozisyonu oranı yüksek olan işletmeler ile daha düşük olan işletmelerin kaldıraç oranları arasında anlamlı bir fark vardır.

**Hipotez 9:** Kriz döneminde yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin kaldıraç oranları arasında anlamlı bir fark vardır.

**d) Karlılık İle İlgili Hipotezler**

**Hipotez 10:** Kriz döneminde, döviz pozisyonu oranı yüksek olan işletmeler ile daha düşük olan işletmelerin faiz ve vergi öncesi ile vergi öncesi toplam aktif ve özsermaye karlılık oranları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

**Hipotez 11:** Kriz döneminde yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin; faiz ve vergi öncesi ile vergi öncesi toplam aktif ve özsermaye karlılık oranları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

**5.3.5. Uygulanan İstatistik Tekniği**

Yukarıdaki hipotezlerin test edilmesi amacıyla, SPSS Paket Programı vasıtasıyla Parametrik Olmayan (Nonparametric) Wilcoxon ve Mann-Whitney U Testleri kullanılmıştır.

Parametrik olmayan testler; gruplarda denek sayısı otuzdan azsa ve/veya nominal, ordinal ya da normal dışı dağılım gösteren sayısal veriler söz konusu ise kullanılmaktadır.

Üretim ile ilgili hipotezlerin test edilmesinde; Wilcoxon Signed Rank Test kullanılmıştır. Bu testin kullanılmasının sebebi, gözlem sayısının otuzun altında olması, gözlemlerin ölçümle belirtilmesi ve iki bağımlı gözlemin dönemler itibari ile değişiminin ölçülüyor olmasıdır.

Likidite, kaldıraç ve karlılık ile ilgili hipotezlerde ise Mann-Whitney Testi kullanılmıştır.

Bu hipotezlerde Mann-Whitney Testi'nin kullanılmasının sebebi ise, yine gözlem sayısının otuzun altında olması ve varyansları birbirlerinden farklı iki bağımsız gözlemin analiz edilmesinden kaynaklanmaktadır.

Her iki testte de anlamlılık seviyesi (Asymp. Sign. 2 tailed) 0.05 olarak alınmıştır.

Üretim ile ilgili hipotezlerin test sonuçlarında; anlamlılık seviyesinin 0.05'den büyük olması; medyanın üstünde yer alan (başka bir ifade ile Döviz Pozisyon Oranı ve Dış Ticaret Oranı yüksek olan) işletmeler ile yabancı sermayeli firmaların, üretim miktarlarında kriz öncesi ve kriz sırasında anlamlı bir değişiklik olmadığını göstermektedir.

Buna karşılık, Döviz Pozisyon Oranı ve Dış Ticaret Oranı medyanın altında yer alan (başka bir ifade ile Döviz Pozisyon Oranı ve Dış Ticaret Oranı düşük olan) işletmeler ile yabancı sermayeli olmayan firmaların, anlamlılık seviyesinin 0.05'den küçük olması; bu işletmelerin üretim miktarlarında kriz öncesi ve sırasında anlamlı bir değişiklik olduğunu ifade etmektedir.

Likidite, kaldıraç ve karlılık oranları üzerinden yapılan testlerde ise, anlamlılık seviyesi 0.05'in altında çıkan sonuçlar hipotezlerin kabul edildiğini, 0.05'in üzerindeki değerler hipotezlerin reddedildiğini göstermektedir.

### 5.3.6. Wilcoxon ve Mann - Whitney Test Sonuçları

Yukarıda belirtilen bağımlı ve bağımsız değişkenleri kullanarak uygulanan, Wilcoxon ve Mann - Whitney testlerinin sonuçları aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

**Tablo 5.7: Hipotez 1 ve Hipotez 2 Wilcoxon Test Sonuçları**

	Döviz pozisyon oranı medyanın * üzerinde olan işletmelerin 2000/6 ve 2001/6 üretim miktarları	Döviz pozisyon oranı medyanın altında olan işletmelerin 2000/6 ve 2001/6 üretim miktarları	Döviz pozisyon oranı medyanın üzerinde olan işletmelerin 2000/6 ve 2001/6 üretim miktarları (Tofaş Otomotiv Hariç )	Dış Ticaret Oranı medyanın** üzerinde olan işletmelerin 2000/6 ve 2001/6 üretim miktarları*	Dış Ticaret Oranı medyanın altında olan işletmelerin 2000/6 ve 2001/6 üretim miktarları
Asymp. Sign. (2 tailed )	0.110 >0.05	0.021 <0.05	0.059 >0.05	0.110 >0.05	0.021 <0.05

Anlamlılık seviyesi 0.05, \* Medyan: -%21.4, \*\* Medyan: 0.5776

**Tablo 5.8: Hipotez 3 Wilcoxon Test Sonuçları**

	Yabancı sermaye payı bulunan İşletmelerin 2000/6 ve 2001/6 üretim miktarları	Yabancı sermaye payı olmayan İşletmelerin 2000/6 ve 2001/6 üretim miktarları
Asymp. Sign. (2 tailed)	0.327 >0.05	0.006 <0.05

Anlamlılık seviyesi 0.05

**Tablo 5.9: Hipotez 4, Hipotez 5, Hipotez 6 ve Hipotez 7 Mann-Whitney Test Sonuçları**

	Döviz Pozisyon Oranı Medyanın Üstünde ve Altında Olan İşletmeler Asymp. Sign. (2 Tailed)	Yabancı Sermayeli İşletmeler ve Yabancı Sermaye Payı Olmayan İşletmeler Asymp. Sign. (2 Tailed)
Nakit Oranları	0.061 >0.05	0.009 <0.05
Cari Oranları	0.224 >0.05	0.152 >0.05

Anlamlılık seviyesi 0.05

**Tablo 5.10: Hipotez 8 ve Hipotez 9  
Mann-Whitney Test Sonuçları**

	Döviz Pozisyon Oranı Medyanın Üstünde Ve Altında Olanlar İşletmeler Asymp. Sign. ( 2 Tailed)	Yabancı Sermayeli İşletmeler ve Yabancı Sermaye Payı Olmayan İşletmeler Asymp. Sign. ( 2 Tailed)
Kaldıraç Oranları	0.007 <0.05	0.412 >0.05

Anlamlılık seviyesi 0.05

**Tablo 5.11: Hipotez 10 ve Hipotez 11  
Mann - Whitney Test Sonuçları**

	Döviz Pozisyon Oranı Medyanın Üstünde Ve Altında Olanlar İşletmeler Asymp. Sign. ( 2 Tailed)	Yabancı Sermayeli İşletmeler ve Yabancı Sermaye Payı Olmayan İşletmeler Asymp. Sign. ( 2 Tailed)
FVÖK/Toplam Aktif oranları	0.087 >0.05	0.494 >0.05
VÖK/Toplam Aktif Oranları	<b>0.016</b> < <b>0.05</b>	0.206 >0.05
FVÖK / Özsermaye Oranları	0.375 >0.05	,838 >0.05
VÖK / Özsermaye Oranları	<b>0.010</b> < <b>0.05</b>	0.172 >0.05

Anlamlılık seviyesi 0.05



### 5.3.7. Test Sonuçlarının Değerlendirmesi

Yapılan testler sonucunda, kurulan hipotezlerden elde edilen sonuçların değerlendirilmesi aşağıda verilmiştir.

#### i) Hipotez 1

Döviz pozisyon oranı medyanın üzerinde olan işletmelerin kriz öncesi dönem ile kriz dönemi üretim miktarları arasında - anlamlılık seviyesi, 0.05'den büyük bir değer olan 0.110 olduğundan- anlamlı bir fark ortaya çıkmamaktadır.

Hipotez 1'de Tofaş Otomobil Fabrikaları işletmesinin, krizden önce yapılan ihracat sözleşmesi ile üretim miktarını önemli miktarda artırmış olması, üretim değişiminin en azından bir kısmının kriz döneminden kaynaklanmadığını gösterebilir. Dolayısıyla bu faktör dikkate alınarak medyanın üzerinde döviz pozisyon oranına sahip olan Tofaş Otomobil Fabrikaları dışlanarak analiz yeniden yapılmıştır. Ancak anlamlılık derecesi, yine 0.05'den büyük bir değer olan 0.059 olduğu için yukarıda verilen sonucu değiştirmemiştir.

Buna karşılık Döviz pozisyon oranı medyanın altında olan işletmelerin kriz öncesi dönem olan 2000/6 ile kriz dönemi olan 2001/6'da üretim miktarları arasında - anlamlılık seviyesi, 0.05'den küçük bir değer olan 0.021 olduğu için- anlamlı bir fark ortaya çıkmaktadır.

Dolayısıyla, İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe faaliyet gösteren ve döviz pozisyon oranı yüksek olan veya başka bir deyişle döviz pozisyon riski düşük olan işletmelerin, kriz öncesi ve kriz dönemindeki üretim miktarları arasında önemli oranda farklılık ortaya çıkmamaktadır.

Buna karşılık, İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe yer alan ve döviz pozisyon oranı düşük, başka bir deyişle; döviz pozisyon riski yüksek olan işletmelerin kriz öncesi ve kriz dönemindeki üretim miktarları önemli oranda farklılık göstermiştir. Bu işletmelerin, diğer firmalara nazaran varlıklarını daha

fazla yabancı para ile finanse etmiş olmaları, döviz kurunun hızlı artışı, sebebiyle, kriz döneminde üretim miktarlarını düşürmüştür.

Dolayısıyla, yukarıdaki sonuçlar ışığında işletmelerin döviz pozisyonları ile üretim miktarları arasında ilişki kuran “Hipotez 1” kabul edilmiştir.

**ii) Hipotez 2**

Dış Ticaret Oranı medyanın üzerinde olan işletmelerin kriz öncesi dönem ile kriz dönemi üretim miktarları arasında - anlamlılık seviyesi 0.05'den büyük bir değer olan 0.110 olduğu için- anlamlı bir fark ortaya çıkmamaktadır.

Buna karşılık Dış Ticaret Oranı medyanın altında olan işletmelerin kriz öncesi dönem ile kriz dönemi üretim miktarları arasında - anlamlılık seviyesi 0.05'den küçük bir değer olan 0.021 olduğu için- anlamlı bir fark ortaya çıkmaktadır.

Bu sonuçlar, dış ticaretlerinde ithalata daha az dayanan ya da ithal maliyetlerini bir anlamda ihracat gelirleri ile uyumlaştıran (matching - hedging) işletmelerin kriz döneminde üretim miktarlarında önemli bir değişiklik olmadığını göstermektedir.

Buna karşın, ithalata dayalı üretim gerçekleştiren ya da ihracat gelirleri ile ithal maliyetlerini karşılamada yetersiz kalan işletmelerin, kriz dönemlerinde önemli miktarda üretim düşüşü yaşadığı ortaya çıkmaktadır.

Yukarıdaki sonuçlar ışığında “Hipotez 2” kabul edilmiştir.

**iii) Hipotez 3**

Yabancı sermaye payı olan işletmelerin kriz öncesi dönem ile kriz dönemi üretim miktarları arasında - anlamlılık seviyesi 0.05'den büyük bir değer olan 0.327 olduğu için- anlamlı bir fark ortaya çıkmamaktadır.

Buna karşılık yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin, kriz öncesi dönem ile kriz dönemi üretim miktarları arasında - anlamlılık seviyesi, 0.05'den küçük bir değer olan 0.006 olduğu için- anlamlı bir fark ortaya çıkmaktadır.

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü'nde, kriz döneminde, üretim miktarı artış gösteren üç firmadan ikisinin, yabancı sermayeli işletmeler olduğu daha önceki kısımda tespit edilmişti. Yabancı sermayeli işletmeler, kriz dönemlerinde yeni finansman kaynaklarına ve ihracat pazarlarına ulaşma ve yabancı ortaklı olmanın kredibilitesi ile üretim miktarlarında önemli kayıplar yaşamamışlardır. Buna karşılık yerli işletmeler bu avantajlara sahip olmadıkları için üretim miktarlarında önemli düşüşler ortaya çıkmıştır.

Yukarıdaki sonuçların ışığı altında “Hipotez 3” kabul edilmiştir.

**iv) Hipotez 4**

Döviz Pozisyon Oranı medyanın üzerinde olan işletmeler ile altında olan işletmelerin nakit oranları arasında -anamlılık seviyesi, 0.05'den daha büyük bir oran olan 0.061 çıktığı için- anlamlı bir farklılık ortaya çıkmamaktadır.

Bu sonuç, kriz döneminde, döviz pozisyon riski düşük olan işletmeler ile yüksek olan işletmelerin nakit oranları arasında anlamlı bir farklılık bulunmadığını ortaya koymaktadır. Ya da başka bir ifade ile; sektörde, kriz döneminde döviz pozisyonu, nakit oranını etkilememektedir.

Döviz pozisyonu daha olumlu olan işletmeler, döviz kurlarında meydana gelen artıştan daha az etkilendiği için, çalışma sermayesi sıkıntısını fazla hissetmemeleri, nakit oranlarının diğer firmalar ile aynı olmasına sebep olmuştur.

Söz konusu verilere bağlı olarak “Hipotez 4” reddedilmiştir.

**v) Hipotez 5**

Kriz döneminde, sektörde yer alan yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin nakit oranları arasında -anamlılık seviyesi, 0.05'den daha küçük bir oran olan 0.009 çıktığı için- anlamlı bir fark vardır

Mali analiz kısmında da, yabancı sermayeli işletmelerin daha yüksek nakit oranı ile çalıştıkları ortaya çıkmaktadır. Örneğin kriz döneminde, bu işletmelerden, Bosch Fren %157, Federal Mogul %81 ve Ford Otomotiv %51 nakit oranına sahipken, yerli işletmelerden en yüksek nakit oranına sahip olan %79 ile Ditaş Doğan firmasıdır ve sektörde üç yerli işletme krizde hemen hemen %0 nakit oranına sahip olmuşlardır.

Dolayısı ile “Hipotez 5” kabul edilmiştir.

**vi) Hipotez 6**

Kriz döneminde, sektörde yer alan, döviz pozisyonu oranı medyanın üzerinde olan işletmeler ile altında olan işletmelerin cari oranları arasında -anamlılık oranı 0.05'den büyük bir oran olan 0.224 çıktığı için -anamlı bir fark yoktur.

Yukarıdaki sonucun en önemli sebebi; kriz döneminde bazı işletmelerin cari oranlarının aldatici şekilde yüksek çıkması olabilir. Bu da, daha önceki bölümlerde belirtildiği üzere, işletmelerin alacaklarını tahsil edememesi ve aşırı stok birikimi nedeni ile dönen varlıkların yüksek hesaplanmasından kaynaklanmaktadır. Bu yüzden incelenen sektörde, gruplandırılan işletmelerin döviz pozisyonları ile cari oranları arasında anlamlı fark ortaya çıkmamaktadır

Yukarıdaki gerekçeler sebebi ile “Hipotez 6” Reddedilmiştir.

**vii) Hipotez 7**

Kriz döneminde yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin cari oranları arasında- anlamlılık seviyesi 0.05'den büyük bir oran olan 0.152 çıktığı için- bir fark yoktur.

Nakit oranları açısından aralarında anlamlı fark ortaya çıkan yabancı sermayeli işletmeler ile yerli işletmelerin cari oranları arasında anlamlı farklılık çıkmamasının en önemli sebebi, nakit oranından farklı olarak cari oranda stokların ve kısa vadeli alacakların da orana katılmasından kaynaklanmaktadır. Yukarıdaki açıklamada olduğu gibi, işletmelerin kriz döneminde aşırı stok

birikmesi ve tahsil edilemeyen alacaklarının artması, cari oranı fiktif olarak yükseltmektedir. Bu da reel cari oranlara sahip yabancı sermayeli işletmeler ile fiktif cari orana sahip yerli işletmelerin aralarında anlamlı bir fark olmasını engellemiş olabilir.

Elde edilen sonuçlara bağlı olarak, “Hipotez 7” reddedilmiştir.

**viii) Hipotez 8**

Kriz döneminde, döviz pozisyonu oranı medyanın üzerinde olan işletmeler ile altında olan işletmelerin kaldıraç oranları arasında -anamlılık seviyesi 0.05'den daha düşük bir oran olan 0.007 çıktığı için - anlamlı bir fark vardır.

Doğal olarak ortaya çıkan bu güçlü farklılık, döviz pozisyon oranı yüksek olan işletmelerin, varlıklarını (özellikle döviz üzerinden) daha az borçlanma yoluyla finanse etmemeleri sebebiyle, kaldıraç oranlarının daha düşük olduğunu göstermektedir.

Bu sebeplerden dolayı “Hipotez 8” kabul edilmiştir.

**ix) Hipotez 9**

Kriz döneminde yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin kaldıraç oranları arasında -anamlılık seviyesi 0.05'den büyük bir oran olan 0.412 çıktığı için anlamlı bir fark yoktur.

Yabancı sermayeli işletmeler ile yerli işletmelerin kaldıraç oranları arasında anlamlı bir fark olmamasına rağmen, daha önce belirtildiği üzere yabancı sermayeli işletmelerin daha uygun koşullarla yabancı kaynak edebilmesinin, bu durumu ortaya çıkardığını ifade etmek mümkündür.

Yukarıdaki sebepten dolayı “Hipotez 9” reddedilmiştir.

**x) Hipotez 10**

Döviz pozisyon oranı medyanın üzerinde olan işletmeler ile medyanın altında kalan işletmelerin, kriz dönemi Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Aktif ve Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Özsermaye oranları arasında -anamlılık seviyeleri, 0.05'in üzerinde olması sebebiyle-anamlı bir farklılık yoktur.

Döviz pozisyon oranı medyanın üzerinde olan işletmeler ile medyanın altında olan işletmelerin, kriz dönemi Vergi öncesi Kar / Toplam aktif oranları arasında - anamlılık seviyesi 0.05'den küçük bir değer olan 0.016 olduğu için- anlamlı bir fark vardır.

Döviz pozisyon oranı medyanın üstünde kalan işletmeler ile altında kalan işletmelerin kriz dönemi Vergi öncesi Kar / Özsermaye oranları arasında - anamlılık seviyesi 0.05'den küçük bir değer olan 0.010 olduğu için- anlamlı bir fark ortaya çıkmaktadır.

Yukarıdaki sonuçlara göre, kriz dönemlerinde işletmelerin döviz pozisyonları, faiz ve vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılıklarında etkili olmamaktadır. Gerçekten de, daha önceki bölümlerde ortaya konduğu üzere, kriz döneminde sektörün faiz ve vergi öncesi öncesi karları reel olarak artış göstermiştir. Bu da sektördeki işletmelerin, kriz öncesi döneme göre daha fazla faiz ve vergi öncesi aktif karlılığına ulaştıklarını göstermektedir. İşletmelerin, satışlarında meydana gelen hızlı düşüşü ve maliyetlerinde meydana gelen artışı; piyasaya hakim olma avantajını kullanarak, satış fiyatlarına yansıtmak sureti ile faiz ve vergi öncesi karlılıklarını artırdıkları ortaya çıkmaktadır.

Buna karşılık, işletmelerinin döviz pozisyonu, vergi öncesi karda kendini göstermektedir. Çünkü işletmelerin faaliyet dışı karları ve zararları, kambiyo karları ve zararlarında meydana gelen artış sebebiyle önemli farklılıklar göstermektedir.

Dolayısı ile döviz pozisyonu iyi olan işletmelerin, kambiyo zararları düşük kalmakta hatta bu işletmeler kriz döneminde kambiyo karları elde etmektedirler.

Döviz pozisyonu yüksek olan işletmeler ile düşük olan işletmeler arasında aynı zamanda kaldıraç oranları arasında anlamlı bir farklılık olduğu Hipotez 8 'de doğrulanmıştır. Dolayısı ile yüksek döviz pozisyon oranına sahip işletmelerin aynı zamanda, kaldıraç oranları da düşük olduğu için finansman giderleri yüksek olmamaktadır.

Buna karşılık döviz pozisyonu kötü durumda olan işletmeler, krizde hem kambiyo zararları ile karşılaşmakta hem de kaldıraç oranlarında meydana gelen artış sebebiyle finansman giderleri yükselmektedir.

Dolayısı ile “Hipotez 10”, sadece Vergi Öncesi Kar /Aktif Oranı ve Vergi Öncesi Kar / Özsermaye Oranları için kabul edilmiş, faiz ve vergi öncesi kar / aktif oranı ve faiz ve vergi öncesi kar / özsermaye oranı için reddedilmiştir.

**xi) Hipotez 11**

Kriz döneminde yabancı sermayeli işletmeler ile yabancı sermaye payı olmayan işletmelerin faiz ve vergi öncesi ile vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılık oranları arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

Bununla birlikte kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü'nde net kar elde eden dokuz işletmenin beşi yabancı sermayeli firmadır.

Ancak sektörde aktifleri ve özsermayeleri önemli yer tutan Anadolu Isuzu, Ford ve Tofaş firmalarının kar elde edememesi bu durumu ortaya çıkarmaktadır. Bununla birlikte, daha önceki kısımda da ortaya çıktığı üzere; özellikle, Ford ve Anadolu Isuzu firmalarının, kriz döneminde önemli miktarda yapılmakta olan yatırımlarının bulunması karlılıklarını çok düşük düzeyde kalmasına sebep olmuştur.

Dolayısı ile “Hipotez 12” reddedilmiştir.

Sonuç olarak, kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe döviz pozisyonu; üretim miktarı değişimi, kaldıraç ve vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılığında işletmeler arasında anlamlı farklılıklara sebep olmaktadır. Bununla birlikte, söz konusu sektörde, döviz pozisyonu; nakit ve cari oranı içeren işletme likiditesinde ve faiz ve vergi öncesi aktif ile özsermaye karlılığında firmalar arasında anlamlı bir farklılık oluşturmamaktadır.

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin, net satışları içerisinde ihracatın payının, toplam maliyetler içerisinde ithalatın payına bölünmesi ile elde edilen dış ticaret riskinin üretim miktarındaki değişimi açıklamada önemli bir değişken olduğu ortaya çıkmaktadır.

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe faaliyet gösteren yabancı sermayeli işletmeler ile yerli işletmelerin kriz döneminde; üretim miktarları değişimi ve nakit oranları arasında anlamlı farklılık ortaya çıkmaktadır. Buna karşılık, yabancı sermayeli işletmeler ile yerli işletmelerin cari ve kaldıraç oranları ile, hem faiz ve vergi öncesi hem de vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılık oranları arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.



## SONUÇ VE ÖNERİLER

İşletmelerin sağlıklı bir ortamda faaliyetlerini sürdürmesini engelleyen finansal krizler, ülkemizde gittikçe sıklaşan aralıklarla ortaya çıkmaktadır. Finansal krizler, parasal aktarma kanalları vasıtasıyla, hem hane halkının satın alma güdülerini hem de işletmelerin bilançolarını olumsuz yönde etkilemektedir. Kriz dönemlerinde döviz kurlarında ve faiz oranlarında meydana gelen hızlı artışlar, hane halkının satın alma gücünün azalmasını takiben ortaya çıkan talep daralması ve artan maliyetler sebebiyle işletmelerin bilançolarının yapısı bozulmaktadır.

Özellikle, sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ile birlikte döviz üzerinden borçlanmanın, işletmeler tarafından tercih edilmeye başlanması, firmaları döviz krizlerine karşı kırılgan hale getirmektedir. Bunun yanında dışa açılma ile birlikte işletmelerin faaliyetlerinde ihracat ve ithalatın öneminin artması ile döviz krizlerinin etkileri farklılaşmaya başlamıştır.

Bu çalışmada, finansal krizlerin işletmelere etkisi, teorik, mali ve istatistik analiz yöntemiyle incelenmiş bulunmaktadır. Çalışmanın teorik kısmının ilk iki bölümünde; “Finansal İstikrarsızlık” ve “Önemli Finansal Krizlerin Sebepleri, Süreçleri ve Etkileri” incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise, “Finansal Krizin İşletmelere Etkisi” ele alınmış ve krizlerde işletmelerin bilançolarında meydana gelen değişim analiz edilmiştir. “İşletmelerde Kriz Yönetimi ” başlıklı bölümde, kriz dönemlerinde çalışma sermayesi, sabit sermaye, borç ve özsermaye yönetimi ele alınmıştır. Beşinci bölümde ise, 2001 Şubat Krizi'nin İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü üzerindeki etkilerinin belirlenmesine ilişkin mali tablo ve istatistiksel analiz çalışmasına yer verilmiştir. Analizler, döviz krizlerinin, özellikle dayanıklı mallar üreten işletmeleri etkilemesi, ithalat ve ihracat paylarının önemli miktarlara ulaşması, bazı işletmelerde yabancı sermaye ortaklığının oldukça yüksek oranlarda olması ve önemli yan sanayi bağlantılarının bulunması sebebiyle Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü üzerinde uygulanmıştır.

Analizler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe faaliyet gösteren yirmi iki şirkete ait, İMKB tarafından yayınlanan

ve “30.06.2000”, “31.12.2000”, “30.06.2001” ve “31.12.2001” tarihli mali tablo değerleri ve dipnotları ile aynı kurumun 2000 ve 2001 Şirketler Yıllığı verileri kullanılarak yapılmıştır.

2001 Şubat Krizi'nin sektör üzerindeki etkisi incelenirken yapılan mali analizde; sektörün konsolide mali tablosu ve sektörde yer alan işletmelerin her birinin mali tablo kalemlerinde kriz döneminde meydana gelen değişim, nedenleri ile birlikte açıklanmıştır. Bu analizde aynı zamanda, kriz dönemi olan 2001 yılının ilk yarısı itibari ile aktif ve özsermaye karlılığı açısından, en iyi performans gösteren işletmeler ve en kötü performans gösteren işletmelerin finansal yapıları incelenmiştir.

İstatiksel analizde ise, İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe yer alan ve döviz krizlerinde belirleyici olduğu farzedilen; döviz pozisyon riski, dış ticaret riski ve yabancı sermaye payı olmak üzere üç kritere göre işletmeler medyan kullanılarak gruplandırılmıştır.

İstatiksel analizde yapılan bu gruplandırma, döviz krizlerinde döviz pozisyon riski, dış ticaret riski ve yabancı sermaye ortaklığının kriz performansı üzerinde etkili olup olmadığını kanıtlamaya yöneliktir.

Döviz pozisyon riskini belirlemede, işletmelerin 31.12.2000 tarihli bilançosunda yer alan yabancı para cinsinden varlıkları ile borçları farkının aktif toplamına bölünmesi ile elde edilen döviz pozisyon oranı kullanılmıştır.

İşletmelerin dış ticaret riskinin belirlenmesinde ise, sektörde yer alan işletmelerin 2000 yılı net satışlar içerisindeki yurtdışı satışlarının, maliyetler içerisinde ithalatın oranına bölünmesi ile elde edilen dış ticaret oranı kullanılmıştır. Buradaki amaç, döviz krizlerinin beklenen sonuçlarından olan, ihracat artışı ile birlikte ithal maliyetlerinde meydana gelen yükselmeyi tek bir oran ile ifade etmektir.

İşletmelerin yabancı sermaye payları ise firmaların mali tablo dipnotlarından elde edilen verilerden üretilmiştir.

Daha sonra gruplandırılan işletmelerin; üretim miktarları değişimi, likidite, kaldıraç ve karlılık oranları arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek amacıyla SPSS Paket Programı vasıtasıyla, Parametrik olmayan Wilcoxon ve Mann - Whitney testleri kullanılmıştır.

Sektörün ve sektörde yer alan işletmelerin mali tablo ve istatistiksel analizi sonucunda aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

**i) Mali Tablolar Analizleri Sonucunda Ulaşılan Sonuçlar**

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü ve sektörde yer alan işletmelerin, kriz öncesi ve kriz dönemi mali tabloları ve mali tablo dipnotları analizleri sonucunda elde edilen sonuçlar aşağıda sıralanmıştır.

- Yurtiçi talepte meydana gelen daralmanın, Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü işletmelerinin üretim miktarı üzerindeki azaltıcı etkisi, en çok motorlu taşıtlar üreten işletmeler üzerinde olmuştur. Sektörde kriz döneminde üretim miktarı en fazla düşen üç firma, motorlu kara taşıtı ve römorkları üreten işletmelerdir. Bu durum, hane halkının likidite tercihlerini dayanıklı tüketim malları aleyhine değiştirdiğini ve öncelikle motorlu taşıt satın alımından vazgeçtiğini göstermektedir.
- Sektörde üretim miktarı artış gösteren üç işletmeden ikisi yabancı sermayeli işletmeler olmuştur.
- Krizde peşin satışı teşvik etmek ve likidite sağlamak amacıyla, önemli oranda artması beklenen sektörün satış iskontoları kalemi, hem reel olarak hem de satışlara oranı itibariyle azalmıştır. Kriz döneminde sadece motorlu taşıt üreten işletmelerin satış iskontoları artış göstermiştir. Bu durum kriz dönemlerinde işletmelerin iskontolarını artırdıkları savını doğrulamamaktadır. Bunun sebebi ise, ülkemizde sektörlerdeki yoğunlaşma nedeni ile oluşan, işletmelerin tekelci gücünün, kriz dönemlerinde satış iskontosu yapmayı teşvik etmemesidir.

- Kriz döneminde sektörün ihracatı reel olarak %73 oranında artış kaydetmiştir. Bu durum, finansal krizlerde oluşan rekabetçi kurun, işletmelerin ihracat gelirlerini artırdığını göstermektedir.
- Kriz döneminde çalışan sayısını en fazla azaltan, beş firmadan üçünde işçi sendikası bulunmamaktadır.
- Kriz döneminde, işletmelerin dönen varlıklarının aktif içerisindeki payı azalırken, duran varlıkların payı artmıştır.
- Kriz döneminde, işletmelerin kasa hesabında önemli miktarda düşüş ortaya çıkmıştır. Bunun temeli; işletmelerin yüksek enflasyonda atıl fonların maliyetinden kurtulmak amacıyla mevcut paranın bir bölümünü repo yoluyla değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Açık kredilerin vaktinden önce ve yüksek faizle geri çağırılması sonucunda yüksek borç ödemeleri de kasa hesabının azalmasında etkili olmuştur.

Buna karşılık işletmelerin banka hesabı reel olarak yaklaşık %12 oranında artış kaydetmiştir. Banka hesabında en büyük artış ise yabancı para cinsinden tutulan varlıklarda ortaya çıkmaktadır.

Kasa ve banka hesabında tutulan döviz varlıkları açısından bakıldığında, işletmelerin toplam döviz varlıklarının kriz öncesi döneme göre %178 artış kaydettiği görülmektedir. Bunun en önemli sebebi ise, kriz döneminde yabancı para borcu bulunan ya da döviz kurunun yükselişinden korunmayı veya kambiyo karı elde etmeyi amaçlayan işletmelerin, nakit yabancı para tutmasıdır.

- Kriz döneminde, ülkemizde özellikle büyük işletmelerin faaliyet dışı gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturan kamu kesimi menkul kıymetleri reel olarak düşmüştür. Bunun en önemli sebebi, kriz dönemi bilançosunun hazırlandığı dönemde faiz oranlarının normalleşmeye doğru gitmesi, işletmelerin kamu kesimi menkul kıymet edinimi güdüsünü azaltmasıdır.

Bununla birlikte, buradan çıkan başka bir sonuç da, kamu kesimi menkul kıymetlerinin kriz dönemindeki yüksek faiz getirisine rağmen, ekonomik belirsizlik sebebiyle, işletmelerin nakit yabancı para varlıkları tutmaya devam ettikleridir.

- Kriz döneminde satışlarda meydana gelen büyük düşüşe rağmen, kısa vadeli alacaklar artış göstermiştir. Alacakların artışına, kriz sebebiyle kredili satışlarda vadenin uzaması; alacaklar içerisinde süresi geçmiş, süresinde tahsil edilememiş veya vadeleri uzatılmış alacakların bulunması, bozulan ekonomik durum sebebiyle müşterilerin borç ödeme alışkanlıklarının olumsuz etkilenmesi sebep olmuştur. Ayrıca, ticari borcu olan firmaların, vadesi gelen yükümlülüklerini yerine getirmek yerine, kriz dolayısı ile yükselen finansal getirilerden faydalanmak amacıyla, fonlarını repo gibi yatırımlara kaydırıldığını ifade etmek mümkündür.

İşletmelerin kısa vadeli alacakları içerisinde alıcılar kaleminde ortaya çıkan önemli artış ise, sürüm güçlüğü içerisinde bulunan işletmelerin, satış için müşterilerine ödün verdiklerini göstermektedir.

- Kriz döneminde, işletmelerin girdi stokları olarak adlandırılan hammadde, malzeme ve yarımamul kalemleri reel olarak düşerken, mamül stokları artış kaydetmiştir. Dünyada ortaya çıkan bütün krizlerde olduğu gibi girdi stoklarında meydana gelen bu düşüşün sebebi, bu stok kalemlerini ayarlama maliyetinin düşük olması, başka bir ifade ile mamul stoklarından farklı olarak sipariş vermemek suretiyle azaltılabilesidir. Bir başka sebebi ise, Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü'nün girdi kalemlerinin önemli bir bölümünü ithalat yoluyla elde etmesine bağlı olarak döviz kurunda meydana gelen önemli artışın firmaların ithal maliyetlerini yükseltmesi sonucu, girdi ithalatının miktar olarak azaltılmasıdır.
- Kriz döneminde sektör ortalamasının üzerinde üretim düşüşü yaşayan firmalar, iştiraklerini azaltmakta ve bağlı ortaklıklara sermaye katılımını artırmaktadırlar. Bu durum, firmaların, finansal sıkıntı ve üretim kaybı sebebi ile kendinde veya

gruba bağılı işletmelerde oluşan likidite sıkıntısını aşmak için, iştirakler kalemini azaltırken, bağılı ortaklıklara ilgilerini artırdıklarını göstermektedir. Daha açık bir ifade ile, kriz döneminde işletmelerin menfaat bağı daha az olan sermaye ortaklıklarından kurtulup, bağılı ortaklıklara yatırım yaptığı ortaya çıkmaktadır.

- Kriz döneminde işletmelerin maddi duran varlıkları artış kaydetmiştir. Ancak bu artışın önemli bir kısmı, döviz üzerinden kredilendirilmiş yatırımlar sebebiyle oluşan kur farklarından kaynaklanmıştır.
- Kriz döneminde işletmelerin kısa ve uzun vadeli borçları reel olarak önemli miktarda artış göstermiştir. Bununla birlikte, kısa vadeli borçların tüm borçlar içerisindeki payı gerilemiş, uzun vadeli borçların payı ise artmıştır. Borçlarda meydana gelen yükselişin en önemli sebebi, kur farkları ve faiz oranlarında meydana gelen artıştır. Buna karşılık normal dönemlerde bile elde edilmesi güç olan uzun vadeli borçlarda meydana gelen artışın bir kısmı, döviz kuru artışından kaynaklanırken, bir kısmı da; sektörde yer alan işletmelerin yüksek kredibiliteleri sebebiyle, kriz döneminde bankalarla kredi anlaşmalarının yenilenmesi sonucunda kısa vadeli banka kredilerinin uzun vadeye dönüştürülmesinden ortaya çıkmıştır.
- Kriz döneminde işletmelerin ticari borçları reel olarak artış göstermiştir. Bunun sebebi ise, sektördeki firmaların alım koşullarını kendi lehlerine belirleme güçleri ve yan sanayi firmalarının ana firmaya bağımlılığı sebebiyle ticari borç ödemelerinin geciktirilmesidir.
- Sektör kriz öncesi, varlıklarının yaklaşık %24'ünü yabancı para ile finanse etmektedir. Yabancı sermayeli işletmelerin oranı %26 iken, yerli işletmelerde bu oran, %21 seviyesindedir. Ancak çok büyük oranda döviz cinsinden borçları bulunan ve toplam sektör aktifinin önemli bir kısmını oluşturan Vestel firması dışlandığı takdirde, yabancı sermayeli işletmelerin oranı sadece binde 9 olmaktadır. Bu durum yabancı sermayeli işletmelerinin varlıklarının önemli bir kısmını yerel para ile finanse ettiğini ortaya koymaktadır. Sektörde döviz

pozisyonu en olumlu olan dört firmadan üçünün yabancı sermayeli işletmeler olması bunu kanıtlamaktadır.

- Kriz döneminde net kar elde eden dokuz işletmenin beşi yabancı sermayeli işletme iken, net kar elde eden işletmelerin dördü motorlu taşıtlar yan sanayi firmasıdır. Sektörde yer alan motorlu taşıtlar yan sanayi işletmelerinin tümü, kriz döneminde net kar elde etmişlerdir. Bu durum, kriz döneminde ihracata yönelik olan firmalarından ziyade, ihracat yapan firmalara tedarikçi olarak çalışan işletmelerin net kar elde ettiklerini göstermektedir. Gerçekten de kriz döneminde motorlu taşıt ihracatı önemli oranda yükselmiş, bu da yan sanayi işletmelerinin ana firmaya satışlarını artırmıştır.

Sektörde beyaz ve kahverengi eşya üreten yedi firmadan net kar elde eden iki firma da yabancı sermayeli işletmelerdir.

- Kriz döneminde sektörün faiz ve vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılıkları kriz öncesi döneme göre artmıştır. Şirketlerin aktif devir hızlarının düşmesi, özsermaye devir hızının ise hemen hemen aynı kalmasına rağmen, aktif ve özsermaye karlılıklarının artması, fiyatların maliyetlerden daha hızlı artması ile elde edilmiştir. Söz konusu şirketler, talebin ve sürümün azaldığı ve maliyetlerin arttığı durumlarda aktif karlılığını koruyabilmek için kar marjlarını yükseltmektedir.
- Krizde altı aylık karlar dikkate alındığında, vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılığı en düşük olan işletmeler; önemli oranda yabancı kaynağa, özellikle kısa vadeli banka kredilerine dayanan, düşük nakit oranı ve cari oran ile çalışan, kriz dönemine döviz nakit varlığı olmadan giren, kaynakları içerisinde döviz borçlarına dayanan, ihracatı düşük olan ve kötü alacak politikası izleyen firmalardır.
- Buna karşılık, kısa vadeli borçları tüm borçları içerisinde düşük olan, özellikle kısa vadeli banka kredilerine daha az dayanan, yabancı para cinsinden hazır değerleri güvence sağlayacak düzeyde olan, yüksek nakit ile çalışan, yabancı

para cinsinden varlıkları borçlarından daha fazla olan, yabancı sermayeli olan ya da büyük bir grubun bağlı ortaklığı olan firmalar vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılığı en iyi durumdaki firmalar olmuşlardır. Özellikle, çalışan sayısının 250'nin altında kalması sebebiyle Avrupa Birliği tanımlamasına göre bir KOBİ olan Bosch Fren'in, vergi öncesi aktif karlılığında en iyi ikinci durumda olması, kriz dönemlerinde orta boy işletmelerin esnek üretim yöntemleri sebebiyle daha avantajlı olduğunu ortaya koymaktadır

## ii) İstatistik Analiz Sonucunda Elde Edilen Sonuçlar

İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektöründe faaliyet gösteren işletme gruplarının kriz performansına yönelik olarak yapılan istatistik analiz sonucunda, aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

- İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin döviz varlıkları ile döviz borçları arasındaki farkın aktif toplamına bölünmesi ile elde edilen döviz pozisyonu, kriz öncesi ile kriz dönemi üretim miktarları arasında anlamlı farklılığa sebep olmuştur. Başka bir ifade ile, döviz pozisyonu daha olumlu olan firmaların kriz sebebiyle, üretim miktarlarında önemli miktarda değişiklik olmazken, varlıklarını daha fazla döviz üzerinden borçla finanse eden işletmelerin üretim miktarları kriz öncesi döneme göre, büyük farklılık göstermiştir.
- Sektörde yer alan işletmelerin döviz pozisyonları aynı zamanda, hem kaldıraç hem de vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılığında, işletmeler arasında anlamlı farklılıklar ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Bu sonuç, döviz pozisyon oranı yüksek olan işletmelerin, varlıklarını (özellikle döviz üzerinden) borçlanma yoluyla daha az finanse etmeleri sebebiyle, kaldıraç oranlarının daha düşük olduğunu göstermektedir. Döviz pozisyonu yüksek olan işletmelerin kambiyo zararlarının az olması, hatta kambiyo karı elde etmeleri ve kaldıraç oranlarının düşük olması; vergi öncesi karı yükseltirken, döviz pozisyonu kötü olan işletmelerin hem kambiyo zararları hem de finansman giderlerinde meydana gelen artış sebebiyle, vergi öncesi karları düşük kalmaktadır.



- Buna karşılık, söz konusu sektörde, döviz pozisyonu; nakit ve cari oranı içeren işletme likiditesinde farklılık oluşturmazken, hem faiz ve vergi öncesi aktif hem de faiz ve vergi öncesi özsermaye karlılığında firmalar arasında anlamlı farklılığa sebep olmamaktadır.

Döviz pozisyonu daha olumlu olan işletmeler, döviz kurlarında meydana gelen artıştan daha az etkilendiği için, çalışma sermayesi sıkıntısını fazla hissetmemeleri, nakit oranlarının diğer firmalar ile aynı olmasına sebep olmuştur.

Kriz dönemlerinde hesaplanan cari oranlar ise, stoklardaki ve ticari alacaklardaki fiktif artış sebebiyle, olması gerekenden farklı sonuçlar vermektedir. Dolayısı ile kriz döneminde cari oranın gerçek sonuçlar üretmemesi, bu sonucu ortaya çıkarmıştır.

Faiz ve vergi öncesi karlılık oranlarında anlamlı bir farklılık çıkmaması ise, kriz döneminde işletmelerin büyük çoğunluğunun, azalan talep ve artan maliyetler karşısında fiyat artışı yoluyla karlarını arttırmalarından kaynaklanmaktadır.

- Sektörde faaliyet gösteren işletmelerin, net satışları içerisinde ihracatın payının toplam maliyetler içerisinde ithalatın payına bölünmesi ile elde edilen dış ticaret riskinin kriz öncesi ile kriz dönemi arasındaki üretim miktarı değişimini açıklamada önemli bir değişken olduğu ortaya çıkmaktadır.

Ulaşılan bu sonuç, dış ticaretlerinde ihracata dayanan ya da ithal maliyetlerini bir anlamda ihracat gelirleri ile uyumlaştıran işletmelerin, kriz döneminde üretim miktarlarında önemli bir değişiklik olmadığını ortaya koymaktadır.

Buna karşın, ithalata dayalı üretim gerçekleştiren ya da ihracat gelirleri ile ithal maliyetlerini karşılamada yetersiz kalan işletmelerin, kriz döneminde önemli üretim düşüşü yaşadığı ortaya çıkmaktadır.

- İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat sektöründe faaliyet gösteren yabancı sermayeli işletmeler ile yerli işletmelerin kriz döneminde, üretim miktarları

değişimi ve nakit oranları arasında anlamlı farklılık ortaya çıkmaktadır. Ancak, yabancı sermayeli işletmelerin cari ve kaldıraç oranları arasında farklılık yoktur. Aynı şekilde, işletmelerin hem faiz ve vergi öncesi hem de vergi öncesi aktif ve özsermaye karlılık oranları arasında da anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.

Yabancı sermayeli işletmeler, kriz dönemlerinde yeni finansman kaynaklarına, pazarlara ulaşma ve yabancı ortaklı olmanın kredibilitesi ile üretim miktarlarında önemli kayıplar yaşamamıştır. Buna karşılık yerli işletmeler, bu avantajlara sahip olmadıkları için üretim miktarlarında önemli düşüşler ortaya çıkmıştır.

İncelenen sektörde yabancı sermayeli işletmelerin nakit oranlarının yerli işletmelere nazaran daha yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca, yerli işletmelerde yaklaşık %0 nakit oranına sahip işletmelerin bulunması, bu farklılığı ortaya çıkarmıştır.

Yabancı sermayeli işletmelerin yabancı kaynağa daha uygun şartlarla ulaşması; kaldıraç oranlarını yükseltirken, bu avantaja sahip olmayan işletmelerin borçları, daha çok kısa vadeli banka kredilerinde artış sebebiyle yükselmiştir.

Yukarıda sonuçlar ışığında, finansal kuruluşların ve reel sektörün tümünü etkileyen finansal krizler, döviz pozisyonu olumlu olan, yüksek nakit ile çalışan, yabancı sermaye payı bulunan, ihracatı yüksek olan / veya ihracat yapan sektörlere tedarikçi olarak faaliyet gösteren veya ihracat gelirleri ile ithalat maliyetlerini karşılayabilen işletmeleri nispeten daha az etkilemektedir.

Bu sebeple, ülkemizde belli bir dönem döviz üzerinden borçlanmanın avantajı olmasına rağmen, işletmeler bu borçlanmayı gerçekleştirirken her zaman krizin ortaya çıkma riski olabileceğini gözönünde bulundurmaları gerekmektedir.

Yüksek nakit oranı ile çalışmak işletmelere, normal zamanlarda bir alternatif maliyet yüklemektedir. Çünkü işletme nakit ve nakit benzeri varlıkları atıl olarak tuttuğunda, bu varlığı daha yüksek getiri elde edebileceği yerlere yatıramamaktadır. Bununla birlikte kriz dönemlerinde yüksek nakit işletmelere

önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu sebeple işletmeler, kriz sinyalleri aldığıında nakit ve nakit benzeri varlıklarını artırmalıdır. Ülkemizde, yabancı para cinsinden tutulan varlıkların, işletmelere bir getiri sağlamamasına rağmen vergi yükünü arttırması, dövizin belirsizliklere karşı bir hedging aracı olarak kullanılmasını engellemektedir. Bu sebepten devletin döviz cinsinden tutulan varlıklar üzerinden almış olduğu vergi dilimini aşağıya çekmesi gerekmektedir.

Ayrıca, ülkemizde yabancı sermayeli işletmeler ile ortaklık yaygın kabul görmemesine rağmen, kriz döneminde yabancı sermayeli işletmelerin daha iyi performans gösterdiği açıktır. Bu sebeple globalleşme ve Avrupa Birliği'ne üyelik sürecinde, ülkemizdeki firmaların çok uluslu işletmeler ile ortaklık yapması özellikle devlet tarafından teşvik edilmelidir.

Kriz döneminde ihracatın veya ihracat yapan sektörlere üretim yapmanın, performans üzerindeki önemi dikkate alındığında, ülkemizdeki işletmelerin, daha dışa dönük bir pazarlama ve satış stratejisi izlemesi gereği ortaya çıkmaktadır. Çünkü yurtdışı pazarlara yönelmek; hem iç piyasada meydana gelen talep değişkenliğini aşmada, hem de döviz kuru riskinden korunmayı sağlamada etkili bir strateji olmaktadır.

**KAYNAKLAR****KİTAPLAR**

- ACAR, Yalçın.**, Büyüme Teorileri, 3. Baskı.: Vipaş A.Ş Yayınları, Bursa - 1990
- AKDOĞAN, Nalan, Nejat TENKER.**, Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri,  
6. Baskı.: Gazi Kitabevi, Ankara - 1998
- AKGÜÇ, Öztin.**, Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, 7. Baskı.: İstanbul - 1998
- AKGÜÇ, Öztin.**, Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi, 5.Basım.: Avcıol Basım Yayın,  
İstanbul-1991
- AKSOY, Ahmet.**, İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Büro Kitabevi, Ankara - 1993
- AKTAŞ, Ramazan.**, Mali Başarısızlık (İşletme Riski) Tahmin Modelleri, 2. Baskı.:  
Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara - 1997
- APAĞ, Sudi.**, Uluslar arası Finansal Teknikler, 2. Baskı.: Bilim Teknik Yayınevi,  
İstanbul - 1995
- ARMAN, Tefik T.**, Risk Analizine Giriş, 1.Baskı.: Alfa Basım Yayım Dağıtım,  
İstanbul -1997
- ATAMAN, Göksel.**, İşletme Yönetimi -Temel Kavramlar ve Yeni Yaklaşımlar,  
Türkmen Kitabevi, İstanbul - 2001
- BOLAK, Mehmet.**, İşletme Finansı, Gözden Geçirilmiş İlaveli Yeni Baskı.: Birsen  
Yayınevi, İstanbul - 2000
- BOONE, Louis E, David L. KURTZ.**, Contemporary Business, 8<sup>th</sup> Edition, The  
Dryden Press, Forth Worth, Texas - 1996
- BREALEY, Richard A. ve diğerleri.**, İşletme Finansının Temelleri, Çev. Ünal  
Bozkurt ve diğerleri, Literatür Yayınevi, İstanbul - 1997

- BRIGHAM, Eugene F., Louis C. GAPERSKI.** Financial Management-Theory and Practice, 6<sup>th</sup> Edition, Dryden Press, New York - 1991
- BRIGHAM, Eugene F., Joel F. HOUSTON.** Fundamentals of Financial Management, The Concise Edition, The Dreyden Press, Forth Worth Texas - 1996
- BUCKLEY, Adrian.** Multinational Finance, , Philip Allan Publications, Deddington -1986
- CANGÖZ, M. Coşkun.** Company Risk Management Under International Uncertainties, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Yayınları, Ankara - 1997
- CEYLAN Ali.** İşletmelerde Finansal Yönetim, 7. Basım.: Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa -2001(a)
- CEYLAN, Ali.** Finansal Teknikler, 4. Baskı.: Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa - 2002
- DİNÇER, Ömer.** Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası, 2. Basım.: Timaş Basım Ticaret Sanayi AŞ, İstanbul-1992
- DİNÇER, Ömer.** Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası, Beta Basın Yayın Dağıtım, 5. Baskı.: İstanbul - 1998
- EREN, Ercan ve diğerleri.** Türkiye'de 1998-1999 Krizinde Yönetici Davranışları, ISO Yayın No: 2000/2, Avcıol Basım Yayın, İstanbul - 2000
- EREN, Erol.** İşletmelerde Stratejik Planlama ve Yönetim, Cilt 1, Yenilenmiş 3. Baskı, İşletme Fakültesi Yayın No: 234, İstanbul - 1990
- ERSAN, İhsan.** Finansal Türevler, Literatür Yayıncılık, 2. Basım.: İstanbul - 1997
- GOLDSTEIN, Morris, Philip TURNER.** Yükselen Ekonomilerde Bankacılık Krizleri, Çev., Ali İhsan Karacan, Dünya Yayınları Başvuru Dizisi: 9, İstanbul-1999

- GÖNENLİ, Atilla.**, İşletmelerde Finansal Yönetim, 4. Basım.: Formül Matbaası,  
1983 - İstanbul
- GÖKTAŞ, Abdulkadir.**, Küresel Kriz ve Türkiye, 1. Basım.: Özen Yayımcılık,  
Ankara-2000
- GÜNAL, Mehmet.**, Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları,  
İMKB Yayınları, Lebib Yalkın Matbaası, Ankara-2001
- HACCE, Graham.**, The Theory of Economic Growth, The Macmillan Press,  
London -1979
- HORNE, James C. Van.**, Financial Management and Policy, Tenth Edition, Prentice  
Hall, New Jersey -1995
- HATİPOĞLU, Zeyyat.**, Ayrıntılı İşletme Finansmanı, Lebib Yalkın Basımı,  
İstanbul -1995
- KARACAN, Ali İhsan.**, Bankacılık ve Kriz, Tütünbank Finans Dünyası Yayınları,  
No: 1, İstanbul- 1996
- KARLUK, S. Rıdvan.**, Avrupa Birliği ve Türkiye, 5. Baskı, Beta Basım Yayım  
Dağıtım, İstanbul - 1998
- KEYDER, Nur.**, Para Teori-Politika, Bizim Büro Basımevi, Ankara - 1990
- KHAMBATA, Dana, Riad AJAMI.**, International Business Theory and Practise,  
Macmillan Publishing Company, New York - 1992
- KOÇ, Özlem.**, Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK Yayın No: 118,  
Nurol Matbaacılık, Ankara-1998
- KOLB, Burton A, Richard F. DeMONG.**, Principles of Financial Management,  
Business Publication, INC., Texas - 1988

- KOLB, Robert W., Ricardo J. RODRIQUEZ.**, Finansal Yönetim, Çev., Ali İhsan Karacan, SPK Yayın No:35, Pelin Ofset, Ankara - 1996
- KORKMAZ, Turhan.**, Hisse Senedi Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa-1999
- KRUGMAN, Paul.**, “External Shocks and Domestic Policy Responses”, R, Dornbush ve L. Helmers (İçinde). Open Economy, WB, Oxford University Press, Washington DC- 1988
- KRUGMAN, Paul.**, Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü, Çev. Neşenur Domaniç, Literatür Yayıncılık, 1. Basım.: İstanbul - 2001
- LIPSEY, Richard G. ve diğerleri.**, Economics, 8<sup>th</sup> Edition.: Harper and Row, New York-1986
- LIPSEY, Richard G.**, An Introduction to Positive Economics, 6<sup>th</sup> Edition, Weidenfeld and Nicolson, London - 1983
- MORTAN, Kenan.**, Uluslararası Kaos mu? Türkiye'de Kriz mi?, Dünya Yayıncılık, İstanbul- 2001
- MOYER, R. Charles ve diğerleri.**, Contemporary Financial Management, 2<sup>nd</sup> Edition.: West Publishing Company, St Paul -1984
- ÖNAL, Yıldırım B.**, Türkiye'de Endüstri İşletmelerinin Müşteri Finansmanında Kullandıkları Tekniklerin Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi, SPK Yayın No:112, Tisamat Basın Sanayi, Ankara - 1998
- ÖZDEMİR, Muharrem.**, Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi , 1. Baskı.: Ankara - 1997
- ÖZEL, Saruhan.**, Türkiye'de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz, 1.Baskı.: Alkım Yayıncılık, İstanbul-2000

**PAMUK, Gündüz, Haluk ERKUT, Füsun ÜLENGİN, Öztin AKGÜÇ, Yurdakul ALPAY, Hamza Koşma.**, Stratejik Yönetim ve Senaryo Tekniği, İrfan Yayımcılık,

1. Baskı.: İstanbul - 1997

**PINCHES, George E.**, Essentials of Financial Management, Third Edition, Harper and Row, New York - 1990

**ROSİER, Bernard.**, İktisadi Kriz Kuramları, Çev., Nurhan Yentürk, İletişim Yayınları, İstanbul -1994

**RUGMAN, Alan M. ve diğerleri.**, International Business - Firm and Environment, McGrawhill, New York - 1985

**SARIKAMIŞ, Cevat.**, Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul -1995

**SEYİDOĞLU, Halil.**, Uluslararası Finans, 2. Baskı.: Güzem Yayınları, İstanbul-1997

**SHAPIRO, Alan C. P.**, Foundations of Multinational Financial Management, 3 rd Edition, Prentice Hall, New Jersey -1998

**SHERMAN, Howard J., David X. KOLK.**, Business Cycles and Forecasting, Harper Collins College Publishers, New York - 1996

**SILVER, A. Edward ve diğerleri.**, Inventory Management and Production Planning and Scheduling, 3<sup>th</sup> Edition.: John Wiley and Sons, New York - 1998

**ŞAHİN, Hüseyin.**, Türkiye Ekonomisi, 5. Baskı.: Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa -1998

**TAKAN, Mehmet.**, Bankacılık Teori-Uygulama ve Yönetim, 1. Baskı.: Nobel Yayın Dağıtım, Ankara- 2001

**TAŞLICA, A. Osman.**, İşletmelerde Nakit Yönetimi, Türk Dünyası Araştırmaları Vakfı, Etam A.Ş., Eskişehir - 1994

**TUTAR, Hasan.**, Küreselleşme Sürecinde İşletme Yönetimi, Hayat Yayıncılık, İstanbul - 2000 (a)



**TUTAR, Hasan.**, Kriz ve Stres Ortamında Yönetim, Hayat Yayıncılık,  
İstanbul- 2000 (b)

**TÜSİAD.**, Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman  
Kaynakları, Yayın No:Tusiad-T/96 - 1/192, Ocak, İstanbul - 1996

**TÜZ, Melek Vergiliel.**, Kriz Döneminde İşletme Yönetimi, Ekin Kitabevi Yayınları,  
Bursa - 1996

**ULUDAĞ, İlhan, Erişah ARICAN.**, Finansal Hizmetler Ekonomisi, Beta Basım  
Yayın Dağıtım, İstanbul-1999

**UNAY, Cafer.**, Ekonomik Konjonktür, 5.Baskı.: Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa-1996

**UZUNOĞLU, Sadi.**, Yeni Finansman Teknikleri, 2. Baskı.: Strata, İstanbul - 1998

#### **MAKALELER**

**“Faiz Yüğü Tartışmasında Herkes Haklı”**, Forum,; Yıl 8, sayı :4, 15 Nisan 2001,  
ss: 23-24

**“Küresel Ekonomik Beklentiler ve Gelişmekte Olan Ülkeler”**, İşletme ve Finans  
Dergisi, Yıl:13, Sayı:153, Aralık 1998, ss: 29-36

**“Para Krizleri ve Euro’nun Başarı Şansı ”**; Dış Ticaret Müsteşarlığı Dünya  
Ekonomileri Bülteni, Sayı :15, Ekim 1998, ss:1-24

**“Piyasalardaki Dolar Kuru Bir Milyonu Geçmiyor”**, Ekonomist, Yıl: 11, Sayı: 14,  
8-14 Nisan 2001, ss: 26-31

**“Sanayicinin Tekelci Yapısında Bir Değişiklik Yok”**, Capital, Yıl: 9, No:5, Mayıs  
2001 ( c ), s:42

**“Talep Faktörü”**, Capital, yıl:9, No: 6, Haziran 2001(b), ss: 56-60

**“Vadeli Düşüş”**, Capital, Yıl:9, Sayı :6, Haziran 2001, ss: 70-72

**“Yeni Rating Haritası”**, Capital , yıl:9, Sayı: 4, 9 Nisan 2001(a), ss: 52-54

**AKAT, Asaf Savaş**; “1994 Bunalımı Üstüne Çeşitlemeler”, Görüş Dergisi, Sayı :15, Haziran 1994, ss:16-34

**ALP, Ali**; “Bankacılık Krizleri ve Krize Karşı Politika Önerileri”, Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:38, Sayı:6, Haziran 2001, ss: 43-66

**ALTINTAŞ, Halil**; “Global Ekonomilerde Finansal İstikrarsızlığın Ekonomik Analizi: Güneydoğu Asya Krizinin Ekonomik Yansımaları”, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:14, Sayı:163, Ekim 1999, ss: 37-54

**ALTMAN, E. I.**; “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, The Journal of Finance, vol: XXIII, No. 4, September, 1968, ss: 589-609

**AROLAT, Osman S**; “Krizi Konuştuk, Konuşacağız”, Mercek - Türkiye Metal Sanayicileri Sendikası Yayın Organı, Sayı:13, Ocak 1999, ss: 24-26

**ASCHINGER, Gerhard**; “The Nature of Financial Crisis”, Economic and Financial Prospects, A Publication of Swiss Bank Corp, 3/96, ss:12-19

**BEAVER, W. H.**; “Financial Ratios as Predictors of Failure”, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, 1966, Journal of Accounting Research, 1967, ss: 71-111

**BRENCHLING, Frank P., Richard George LIPSEY**; “Trade Credit and Monetary Policy”, Economic Journal 73, 1963, ss: 618-641

**BUCHS, Thierry D**; “Financial Crisis in Russian Federation”, Economics of Transition, Vol:7, Issue 3, November 1999, ss: 687-715

**BUSTELO, Pablo;** “Novalties of Financial Crisis in the 1990s and The Search for New Indicators”, Preprint Version of Article in Emerging Market Review (Elsevier) Vol:1, No:3, 2000, ss: 221-251

**CABALAU, Helen;** “A Review of Asian Crisis: Causes, Consequences and Policy Responses”, Australian Economic Review, Vol:32, Issue 3, September 1999, ss: 304-313

**CAPRIO, Gerard, Daniela KLINGEBEL;** “ Bank insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking”, Annual Worldbank Conference on Development Economics, The Worldbank, Washington D.C - 1996, ss: 79-104

**CARSTENS, Augustin, Moises J. SCHWARTZ;** “Capital Flows and Financial Crisis in Mexico”, Journal of Asian Economies, Vol:9, Issue 2, Summer 1998, ss: 207- 226

**CEBENOYAN A. Sinan ve diğ erleri;** “Corporate Financial Structure Under Inflation and Financial Repression . A Comparative Study of North American And Emerging Market Firms”, Global Finance Journal, Vol. 61, Issue: 9, 1995, ss: 25-45

**CEYLAN, Ali;** “Ekonomik Kriz Dönemlerinde İşletmelerde Finansal Yönetim”, MUFAD Dergisi, Sayı: 12, Ekim 2001(b)

**CHANG, Roberta;** “Understanding Recent Financial Crisis in Emerging Markets” Economic Review ( Federal Reserve Bank of Atlanta), 2<sup>nd</sup> Quarter, Vol.84, Issue 2, 1999, ss:6-17

**CHATTERJEE, Satyajit;** “From Cycles to Shocks: Progress in Business Cycle Theory”, Business Review, Mar/Apr 2000, ss: 27-37

**CLAESSEN, Stijin ve diğ erleri;** “Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis,” A Symposium on Firm and Industry Performance in the East Asian Crisis, The World Bank Research Observer, Volume:15, Number 1, February 2000, ss:23-46

- CORBETT, Jenny ve David VINES;** “Asian Currency and Financial Crises: Lessons From Vulnerability, Crisis and Collapse”, *World Economy*, Vol:22, issue: 2, March 1999, ss: 155- 177
- COWLING, Keith;** “Excess Capacity and Degree of Collusion: Oligopoly Behaviour in the Slump”, *Manchester School of Economics and Social Studies*”, December, 51-4, 1983, ss: 341-59
- CROCKET, Andrew;** “Why is Financial Stability A Goal of Public Policy”, *Economic Review*, Fourth Quarter, The Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, ss:5-22
- DAVIS, E.Philips;** “Financial Fragility, and Systemic Risk”, Oxford University Press, 1992, Reviewed by Guttentag , Jack., *Journal of Economic Literature* 32(3), September, 1994, ss: 1238-1240
- DOLLAR, David, Mary Hallward-DRIEMEIER;** “Crisis, Adjustment and Reform in Thailand's Industrial Firms”, A Symposium on Firm and Industry Performance in the East Asian Crisis, *The World Bank Research Observer*, Volume:15, Number 1, February 2000, ss: 1-22
- DORNBUSH, Rudiger;** “Küresel İktisadi Kriz ve Türkiye” *İşletme ve Finans Dergisi*, Ocak 1999, Sayı :154, ss:11-23
- EĞİLMEZ, Mahfi;** “Global Finansal Kriz ve Türkiye’ye Etkileri”, *Mercek-Türkiye Metal Sanayicileri Sendikası Yayın Organı*, Sayı :13, Ocak 1999, ss:33-43
- EKİNCİ, M. Nazım;** “Kriz ve Para Politikası Üzerine”, *Görüş Dergisi*, Sayı: 15, Haziran 1994, ss: 36-43
- EKİNCİ, İbrahim ve diğerleri;** “Asya Krizi”, *Power Dergisi*, Mart 1998, ss: 66-77
- “Ekonomik Kriz, Enflasyon ve Finansal Tablolar”** MUFAD Eylül Ayı Yuvarlak Masa Toplantısı, *MUFAD Dergisi*, Sayı: 12, Ekim 2001, ss: 62-70

- ERÇEL, Gazi**; “Global Kriz ve Türkiye’ye Etkileri”, Mercek-Türkiye Metal Sanayicileri Sendikası Yayın Organı, Sayı: 13, Ocak 1999, ss: 4-6
- ERGÜR, Hasan**; “Dalgalı Kur Sistemine Geçişin Şirket Özkaynaklarına Etkisi”, Vergi Dünyası, Sayı: 37, Mayıs 2001, ss:13-21
- ERTUĞRUL, Murat**; “Finansal Yeniden Yapılandırma Uygulamaları”, Active Finans, Yıl:4, Sayı:21, Kasım-Aralık 2001, ss: 6-11
- ERTUNA, Özer**; “Yaşadığımız Krizin Şirketlere Etkisi”, MUFAD Dergisi, Sayı:13, Ocak 2002, ss:21-37
- FAZZARI, Steven M., Bruce C. PETERSEN**; “Working Capital And Fixed Investment. New Evidence On Financing Constraints”, Rand Journal of Economics, Vol:24, Issue 3, 1993, ss: 328-342
- GÜCENME, Ümit**; “İşletmelerin Finansal Krizden Korunması İçin Bir Önlem: Enflasyon Muhasebesi”, Mufad Dergisi, Sayı:13, Ocak 2002, ss.48-53
- GÜCENME, Ümit**; “Otofinansman ve Ekonomik Kriz Dönemlerinde İşletme Finansındaki Önemi”, MUFAD Dergisi, Sayı:12, Ekim 2001, ss:42-46
- GÜNSEL, Erol Erkan**; “Parasal Ekonomi-Reel Ekonomi İlişkileri ve Parasal Aktarım Mekanizması”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 14, sayı:158, Mayıs 1999, ss: 62-73
- GÜRBÜZ, Burak**;“1988-95 Yılları Arasında Türkiye'nin Birikim Sürecinde Devlet Finansal Kurumlar ve Çalışanlar”, İşletme ve Finans, Yıl 13, Sayı:152, Kasım 1998, ss:56-69
- GÜVEL, Enver Alper**; “Türkiye Ekonomisinin Kısa Dönem Analizi (1987-1997): Makro Politikalar ve Ekonomik Dalgalanmalar Üzerine Ekonometrik Bir İnceleme”, Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt :8, Sayı :1, Yıl 1998, ss:17-41

- HATTORI, Masazumi;** “A Survey on Recent Theories and Empirical Analyses Regarding Currency Crisis-The Role of Liquidity Provision as a Policy Measure in Currency Crisis Management” Bank of Japan, International Working Paper Series 01-E-7, 2001
- JOHN, Teresa A.;** “Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Cost of Financial Distress”, Financial Management, Autumn 93, Vol:22, Issue:3, ss:91-100
- KANG, Jun-Koo, Rene M. STULTZ;** “Do Banking Shocks Affect Borrowing Firm Performance? An Analysis of The Japanese Experience”, Journal of Business, Vol.73, No .1, 2000, ss: 1-23
- KARAKIŞ, Şerafettin, Suat TAŞ;** “Konkordato Müessesesi ve Vergi Hukuku Bakımından Sonuçları”, Vergi Dünyası, Sayı:234, Şubat 2001, ss: 89-101
- KARSAK, Ertuğrul;** “Meksika’da Yaşanan Ekonomik Gelişmeler” Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:32, Sayı: 6, Haziran 1995, ss: 33-40
- KAUFMAN, George G.;** “Preventing Banking Crises in the Future”, Independent Review, Vol: 2, Summer 97, ss: 55-57
- KAUFMAN, Henry;** “Protecting Against the Next Financial Crisis”, Business Economics, Vol: 34, Issue 3, July 99, ss: 56-64
- KAVAKLI, Ahmet;** “Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Firmalarla Bankalar Arasında İmzalanmış Protokollerin 488 Sayılı Damga Vergisi Kanunu Karşısındaki Durumu”, Vergi Dünyası, Yıl: X, Nisan 1991, Sayı:116, s: 63-66
- KAYACAN, Murad, Osman GÜRBÜZ;** “Finansal pazarlarda ve Özellikle Türev Ürün Piyasalarında Risk ve Krize Karşı Yeni Bir Yaklaşım: Sistemik Risk ve Sistemik Kriz”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı :16, Ocak/Şubat 2001, ss: 6-13
- KAZGAN, Gülten;** “Küreselleşmiş Dünyada Küreselleşen Türkiye'nin Krizleri”, İktisat Dergisi, Sayı: 410-411, Şubat-Mart 2000, ss: 26-31

## ÖZGEÇMİŞ

1969 yılında Sakarya'da doğan Hakan Tunahan, ilk ve orta öğrenimini bu kentte tamamlamıştır. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, İngilizce İktisat Bölümünden 1992 yılında mezun olmuş, 1993 yılında aynı üniversitenin Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans eğitimine başlamıştır. 1995 yılında "Türkiye'de ve Gelişmiş Ülkelerde Sermaye Piyasalarını Düzenleyici ve Denetleyici Kuruluşlar" adlı yüksek lisans tez çalışmasıyla bilim uzmanı ünvanını almıştır. Aynı yıl Sakarya Üniversitesi Akyazı Meslek Yüksekokulu'na öğretim görevlisi olarak atanmış ve aynı Üniversitesi'nin Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme ABD, Muhasebe - Finansman Bilim Dalında doktora öğrenimine başlamıştır.

Hakan Tunahan'ın çeşitli dergi ve gazetelerde yayımlanmış, finans ve dış ticaret konularında çalışmaları bulunmaktadır.

Hakan Tunahan evlidir ve askerlik görevini tamamlamıştır.