

DÖVİZ KRİZLERİNDE İŞLETME SERMAYESİ DAVRANIŞI

Erhan BİRGİLİ*

Hakan TUNAHAN**

ABSTRACT

This paper aims to find out how working capital elements of firms responses to financial crisis. Istanbul Stock Exchange Market Durable Goods - Machinery and Equipment Sector financial statement analysis shows that firms increased their foreign exchange dominated cash elements, receivables, trade credits and short term loans in real terms during February 2001 Turkey crisis. While the increase in receivables, trade credits and loans is because of unpaid or postponed obligations, the inventory composition changed in a different way. Decreasing sales increased the finished goods inventory and input inventories of analysed companies reduced sharply, just because of easy adjustment cost of these inventory element and decreased import of input.

GİRİŞ

Globalleşme sürecinin beraberinde getirdiği uluslararası sermaye akımlarının özellikle 80'li yılların ikinci yarısından itibaren önemli miktarlara ulaşması ile ortaya çıkan kendi kendini meşrulaştıran çağdaş spekülâtif döviz krizleri, sonuçta bir bankacılık krizine dönüşmekte ve bankacılık sisteminin tekrar yapılandırılmasının maliyeti ülkelerin yatırımlara dönüştürülebilir kaynaklarını tüketmektedir. Bunalım sonucunda büyüme hızları önemli oranda düşmekte, işsizlik hızla artmakta, reel ücretlerde önemli bir aşınma yaşanmakta ve sermaye akımlarında ani azalmanın sonucunda ülke kaynakları yurtdışına aktarılmaktadır.

Krizde 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.

Döviz krizleri finansal piyasalar vasıtası ile reel sektör olarak adlandırılan, finansal olmayan kuruluşlara aktarılmaktadır. Krizde, işletmelerin hem döviz cinsinden sabit yükümlülüklerinin yerel para değerinde hem de kullanmış oldukları kredilerin faiz oranlarında meydana gelen

* Yrd. Doç Dr. Sakarya Üniversitesi İ.İ.B.F. Öğretim Üyesi; birgili@sau.edu.tr

** Öğretim Görevlisi; Sakarya Üniversitesi; htunahan@sau.edu.tr

artış bilançolarını olumsuz etkilemektedir. Tüketicilerin taleplerini ertelemeleri sebebiyle satışlarda meydana gelen düşme de işletmelerde önemli sıkıntılara sebep olmaktadır.

Firmaların krizlerden etkilenmelerinin anlaşılabilmesi için, öncelikle genel ekonomik dalgalanmalar sebebiyle ortaya çıkabilecek risklerin ve bu risklerin işletmeler üzerindeki etkilerinin analizi gerekmektedir.

1. İşletmelerin Genel Ekonomik Riskten Etkilenme Kanalları

İşletmeler açısından; genel ekonomik dalgalanmalar en önemli 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 politikasındaki değişikliklere 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 döviz kuru kanalı, faiz kanalı, banka kredisi ve bilanço kanallarıdır.

1.1. 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 olması bu durumun en açık kanıtıdır [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. İç piyasaya yapılan satışlar ve yerel 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 yüzden, kur riskinin doğabilmesi için, işletmenin önce kur etkisine açık olması gerekmektedir. Sanıldığı 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.

Döviz kurunun muhasebe etkisi, uluslararası faaliyette bulunan işletmelerin finansal tablolarını ana ülke parasına çevirdiklerinde ortaya çıkan kayıp ve kazançları ifade ederken [Shapiro, 1998: 170], döviz kurunun vergi etkisi, işletmelerde döviz kuru dalgalanmaları sebebiyle oluşan kazanç ve kayıplarda değişiklik yapan (vergi yükümlülüğünü değiştiren) etkiyi ifade eden bir terimdir [Khambata ve Ajami, 1992: 134]. Döviz kurunun hisse senedi etkisi ise, döviz kurunda beklenmeyen değişikliklere karşı, firmanın hisse senedinin duyarlılığı olarak tanımlanmaktadır [Huang ve Stoll, 1997: 1].

Döviz kurunun ekonomik etkisi, işletmeler üzerinde en önemli ve yaygın etki oluşturan unsurdur. Bu nedenle söz konusu etki ayrıntılı bir şekilde ele alınacaktır.

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 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 / borçlanması veya yabancı para ağırlıklı varlıkların edinilmesi ya da yükümlülüklerin üstlenilmesini kapsamaktadır [Horne, 1995: 72].

İşlem etkisi; ister dış ticaret, isterse dövize 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 taşımaktadır.

Döviz kurunun ekonomik etkisinin işletmeler üzerindeki yansımalarının belirlenmesi, firmanın tarihi nakit akımlarına bakma ve bu nakit akışları ile döviz kuru arasındaki istatistiki 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]:

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

Regresyon Katsayısı β , t zamandaki döviz kurunda, firmanın t dönemindeki nakit akımı etkilenmesini belirlemektedir. β 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

1.1.2. İşletmelerin Özelliklerine Göre Döviz Kurundan Etkilenme Dereceleri

Döviz kurlarında meydana gelen değişim, firmanın rekabetini ve dolayısı ile kazançlarını 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 gerçekleştirilmeyen 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].

1.2. Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarma mekanizmasının varsayımlarına göre, reel faiz oranlarında meydana gelen artış, tüm yatırımları azaltırken, tüketicilerin beklentilerini olumsuzlaştırmakta 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.

1.3. 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*: Bunalım dönemlerinde 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 firmalar üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olmaktadır. [Mishkin, 1996: 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].

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, 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 [Haimowitz, 1996].

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 makineleri üreticilerinin negatif; konfeksiyon, gıda, madencilik, petrol işleme ve yapısal metal ürünleri üreticilerin nispeten pozitif üretim tepkisi gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

İşletmelerde, yukarıda bahsedilen makroekonomik risklerin ortaya çıkması sonucunda tüm finansal sistemi ve dolayısı ile finansal olmayan işletmeleri etkileyen krizler ortaya çıkmaktadır.

2. İşletmelerde Kriz ve Türk Firmalarının Krizlere Karşı Kırılganlığını Artıran

Sebepler

Kriz kavramının, işletmecilik ve yönetim literatürüne belirgin bir şekilde, 1929-1933 ekonomik krizinden sonra girdiği söylenebilir. Ancak kriz kavramı ve kriz 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; 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 [a.g.e., s. 228].

Türkiye ekonomisinde son on yılda ortaya çıkan ve hızla yayılan krizlerde, kuşkusuz izlenen makroekonomik politikalar birinci derecede sorumlu olmakla beraber, firmaların zayıf finansal yapıları ve kötü yönetim anlayışları da krizleri şiddetlendirmektedir.

1980'li yıllara kadar, kriz dönemlerinde Türk firmalarını nakit sıkıntısına düşüren iki neden bulunmaktadır [Sarıkamış, 2000: 52]. Bunlardan birincisi, eksi faiz avantajından yararlanmak amacı ile firmaların yetersiz özvarlık ile çalışmaları 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

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

Türk Firmalarının diğer yapısal finansal sorunları aşağıdaki gibi sıralanabilir [a.g.e.,]:

- İşletmelerde kaynak kullanımında etkinlik ölçüsü olan alacak, stok, işletme sermayesi, varlık (aktif) devir hızları genellikle yavaştır. Devir hızlarının yavaşlığı bir yandan kaynak gereksinimi artırırken, diğer yandan 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 ve satış artışını sınırlayıcı bir etki yaratmaktadır. Daha düşük bir kar marjı ile devir hızları artırılabilirdi 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, durgunlukta 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' de sürekli işlem görmekte olan şirketlere bakıldığında, hisse senetlerinin belli ellerde toplanmış olduğu görülmektedir. İMKB' deki 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. de; Tayland firmalarının 1992-1996 yılları arası krizden önceki finansal yapılarını inceledikleri çalışmalarında, yoğunlaşma derecesi arttıkça karlılığın düştüğünü ve kaldırıcının arttığını gözlemlemiştir. [Alba vd, 1998(b): 18] .

Ülkemizde firmaların yabancı sermayeli işletmelerle ortaklık kurma konusunda da yaklaşımları olumsuzdur. Yabancı firmalarla ortaklık firmalara özellikle kriz dönemlerinde

sermaye elde etme veya yurtdışı pazarlama konusunda avantajlar sağlamaktadır. [Dollar ve Driemeier, 2000: 21].

Eren [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.

3. Krizlerde İşletme sermayesi Davranışı

Finansal krizler etkisini öncelikle firmaların işletme sermayesinde göstermekte ve bu sermayenin kompozisyonunda değişikliklere ve ihtiyacında ani artışlara sebep olmaktadır.

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

Banka kredilerinin kısılmasına sebep olan herhangi bir şokta, ekonomide genel kredi düzeyini düşerken, firmaların işletme 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 işletme sermayesi için mevcut fonların azalmasına sebep olmakta, bu da üretim miktarının azaltılarak, üretim planlarının revize edilmese yol açmaktadır

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].

$$\tilde{P}'_x + wL + i_b B^j_{-1} + i_{cr} BCR^j_{-1} \leq \Delta E^j + \Delta B^j + \Delta BCR^j + \Delta TCR^j + \delta_j \pi^j_{-1}$$

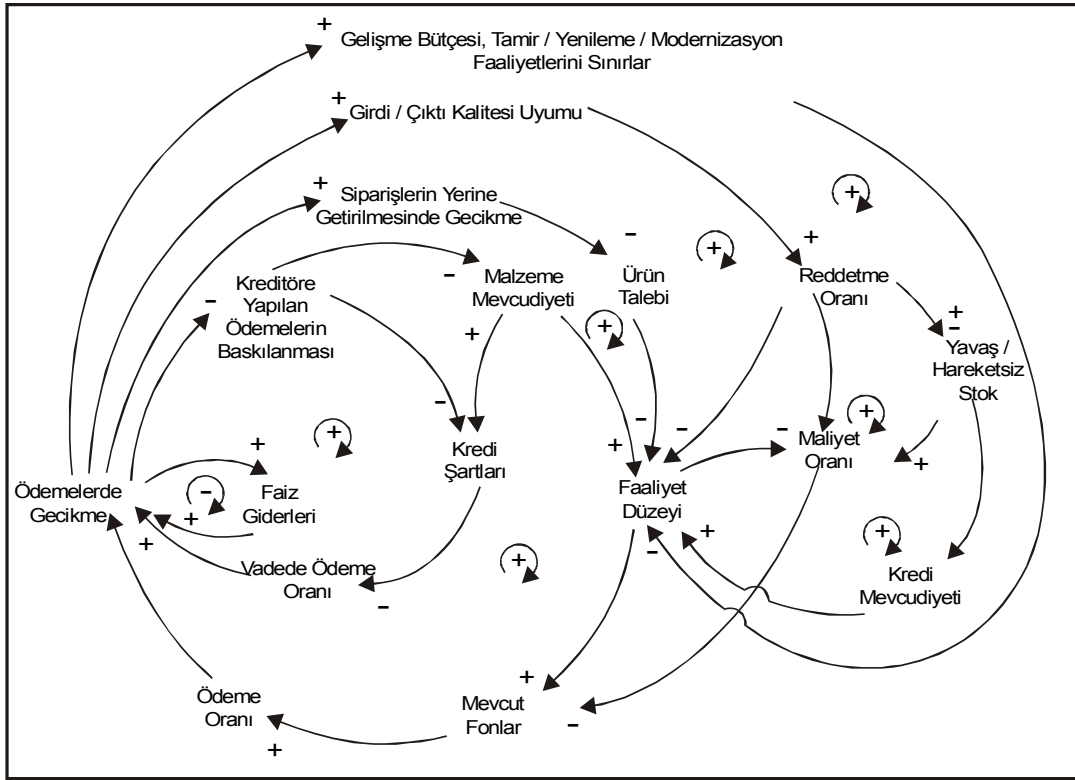
Eşitsizliğin sol tarafı işletme sermayesi ihtiyacını gösterirken, sağ tarafı işletme sermayesinin finansman şeklini vermektedir.

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

\tilde{P} , işletme sermayesine bağlı olarak mal girdilerinin maliyetidir. Aynı zamanda $P = p + \varepsilon$ 'dır ve "ε" terimi, üretim için gerekli olan sigorta, depolama yeri ile (vadesine göre girdi fiyatlarındaki ayarlamalar şeklinde oluşan) ticari borçların taşıma maliyetini göstermektedir. ΔE^j , ΔB^j , ΔBCR^j ve ΔTCR^j ise sırasıyla özsermayede, ihraç edilen bono ve tahvillerdeki artış ile firma tarafından elde edilen banka kredileri ve ticari borçlardaki değişiklikleri göstermektedir. $\delta j_{\pi}^j_{-1}$ terimi ise, firmanın cari kullanımı için varolan yedek akçelerini göstermektedir

Eğer firmaya işletme sermayesi olarak sağlanan fonlar, tam kapasitede gereksinim duyulan işletme 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 [Sak ve Ersel, 1995: 5].

Aşağıdaki şekilde geri beslemeli döngü olarak işletme sermayesinin kötüleşme süreci verilmiştir.



Şekil 1: Krizlerde İşletme sermayesinin Kötüleşme Süreci

Kaynak: Kolay, 1991: 47

Şekil 1'de görüleceği üzere, fonların eksikliği; organizasyonların faiz harcamalarını karşılayamamaları suretiyle varolan borçlarının düzeyinde, bileşik oranda artışlar oluşmasına sebep olmaktadır. Yetersiz işletme fonları sebebi ile kreditoirlere 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 işletme 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 kalması ile birleşen daha düşük faaliyet düzeyi, işletme 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].

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

Yukarıdaki sebepler, bir taraftan işletme sermayesi ihtiyacını artırırken, diğer taraftan işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek için gerekli olan nakit oluşumunun düzeyini düşürmektedir. Bu da pozitif geri beslemeli döngü şeklinde, üstel olarak işletme 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 işletme 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 işletme sermayesi gereksinimini şiddetlendirmektedir [Akgüç, 1998: 209].

Gerçekten de, krizde bazı işletmelerde cari oranın yüksek çıkmasının sebebi; işletmelerin alacaklarını tahsil edememesi ve stoklarını satamaması nedeni ile dönen varlıkların yüksek hesaplanmasından kaynaklanmaktadır [MUFAD, 2001: 66]

Bris tarafından, 1985-2000 yılları arasında Türkiye'nin de dahil olduğu kriz yaşayan 17 ülkenin 3617 firması üzerine yapılan çalışmada, 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[Bris, 2001: 11]. Bu da finansal krizlerden önce firmaların net işletme sermayelerinde zafiyet olduğunu ortaya koymakta ve bu zafiyet, kriz sürecine katkıda bulunmaktadır. Krizlerden önceki dönemde, işletme sermayesinde meydana gelen bu gerileme, bu dönemde kısa vadeli borçlanmanın gittikçe artmasından kaynaklanmaktadır.

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

2.1. 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 işletme sermayesinde meydana gelen bozulma, işletmenin finansal yapısında önce nakit varlıklarda kendini göstermekte ve aşağıdaki formülde belirtilen nakit dönüşüm çevriminin süresi uzamaktadır.

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

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, satışların para mevcuduna oranı olarak ifade edilen para dönüşüm hızını yavaşlatmaktadır [Akgüç, 1998: 255]. 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].

İşletmelerde nakit varlıkların azalması ile önemli maliyetler ortaya çıkmaktadır. Nakit sıkıntısına giren işletmeler, satıcı kredilerinde 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 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 olmakta ve 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 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[Sak ve Ersel, 1995: 20].

1971-1994 döneminde halka açık Amerikan şirketlerini inceleyen Opler vd. de, söz konusu firmaların nakit akımlarının planlanan yatırımlara göre daha az olduğunda veya dış fon kaynakları tükendiği zaman, daha fazla likit varlık tuttıklarını tespit etmiştir[Opler vd. 1999].

2.2. Kısa Vadeli 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 işletme sermayesi yatırımlarının kompozisyonunu inceleyen Fazzari ve Petersen, bu dönemde (özellikle 1982 resesyonunda) işletme sermayesini oluşturan kalemlerde en büyük düşüşün alacaklar kaleminde olduğunu tespit etmiştir[Fazzari ve Petersen, 1993: 332]. Resesyon döneminde alacakların satışlara oranı, 1975'de %9 ve 1982'de %11 oranında 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., 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[Fazzari ve Petersen, 1993: 332].

Meltzer de parasal koşullar sıkılaştığında, nispeten büyük nakit varlıklarına sahip firmaların verdikleri kredilerde ortalama süreyi artırdıklarını gözlemlemiştir[Meltzer, 1960: 429].

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 sağlamakta, 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 vadeli satışların firmalara göre durumu Tablo 1'de gösterilmiştir.

Tablo 1: 2001 Yılı İlk Yarısında Vadeli Satışların Firmalara Göre Durumu (%)

	Küçük Ölçekli İşyerleri	Orta Ölçekli İşyerleri	Büyük Ölçekli İşyerleri	Toplam İşyerleri
Vadeli Satışlarını 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.

2.3. Krizlerin Stok Bileşenleri zerindeki Etkisi

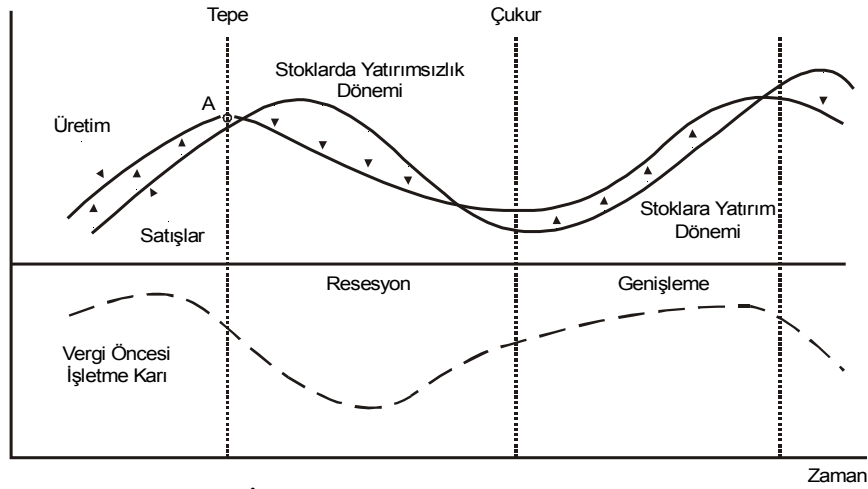
Stok yatırımları ve GSYH değişimleri arasında yüksek bir korelasyon bulunmaktadır. Savaş sonrası depresyon dönemlerinde ABD'de stok yatırımlarının GSYH'nın %101'i oranında dş kaydetmesi bu durumun önemli bir kanıtıdır [Ramey, 1989: 338]

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, 1990'ların başlarındaki resesyonda c büyük Avrupa lkesi (Fransa, İngiltere ve İtalya) firmalarının stoklarını önemli oranda düşürdüklerini ve araştırmaya konu olan bütün ülkelerde kaldıracın negatif etkisinin stoklar üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuştur[Bagliano ve Sembenelli, 2001].

Bu durum, i 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 işletme sermayesinde, ticari alacaklardan sonra en fazla düşen kalemi stoklar olmaktadır. ABD'deki 1975 ve 1982 resesyonunda da işletme sermayesinde, en büyük dş alacaklardan sonra hammadde stoklarında olmuştur. Bu dş satışlardaki dş geçmektedir. Bu dönemde, bitmiş mamullerin satışlara oranı sırası ile %5 ve %9 nispetinde azalmıştır [Fazzari ve Petersen, 1993: 332].

İş evrimleri modeli etrafında stok yatırımlarında meydana gelen değişim aşağıdaki şekil yardımı ile açıklanabilir.



Şekil 2: İş Çevrimlerinde Stok Davranışı

Kaynak: Silver, 1997: 6

Yukarıdaki şekilde de görüldüğü üzere; resesyon döneminde, üretim düşerken satışlardaki trend halen artış yönündedir. Stoklar ise üretimdeki düşüşe bağlı olarak 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. Tablo 2 ABD'de ortaya çıkan çeşitli dönemlerdeki resesyonlarda stok davranışlarını içermektedir.

Tablo 2: 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' ye 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; şoklarda, yüksek stok/satışlar oranı olan firmaların daha düşük olanlara nazaran daha küçük fiyat ve üretim tepkisi verdiklerini tespit etmiştir[Haimowitz, 1996]. 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 önem arz eden, 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].

2.4. Krizlerin Kısa Vadeli Banka Kredilerine Etkisi

Kriz dönemleri ile ilgili yapılan çalışmalarda kriz öncesi firmaların kaldıraç oranlarını önemli derecede artırdıkları görülmektedir.

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 işletme 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].

Finansal kurumları etkileyen finansal şoklar; işletme sermayesi ihtiyacı olan ve değerli ticaret ve yatırım fırsatları bulunan borçlancuların 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 işletme sermayesi için varolan finansman imkanını ortadan kaldırarak, firmaların performansını düşürmektedir. [Classens vd, 2000: 33].

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].

Banka kredisi ile işletme 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 zaafi olan kuruluşlardır [Kang ve Stultz, 2000: 13].

Kriz dönemlerinde, ülkemizdeki firmalar tarafından en çok başvurulan kredi türü olan açık krediler de, kriz dönemlerinde önemli miktarda azalmaktadır. Aynı zamanda, faiz ödemelerinin gerçekleştiği üçer aylık dönemler itibariyle, kullanılan açık kredinin faizinin değişken olması işletmeleri sıkıntıya sokmaktadır. 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

2.5. Krizlerin Kısa Vadeli Ticari Borçlara Etkisi

Krizlerde firma değerinde meydana gelen önemli oranda azalma, işletmelerin elde edebilecekleri ticari borçların miktarını azaltmakta ve vadesini kısaltmaktadır. 1994 Krizinde de Sak ve Ersel yılın ilk yarısında, ticari borçlarda meydana gelen düşüşün %20.5 düzeyinde olduğunu tespit etmişlerdir[Sak ve Ersel, 1995: 20].

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 kullandıkları 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 işletmelerin kullandığı ticari borçlarda hızlı bir düşme yaşanmaktadır. Brenchling ve Lipsey mali piyasalara daha kolay girebilen 73 İngiliz firmasını örneklem olarak yaptıkları çalışmada, parasal sıkılaşma zamanlarında, bu firmaların ticari borçlarında artış eğilimi olduğunu tespit etmişlerdir[Brenchling ve Lipsey, 1963]. Ülkemizde de mali sisteme girme imkanı daha fazla olan şirketlerin, bu imkanı daha kısıtlı olan firmalara göre, faaliyetlerini daha yüksek oranda ticari borçlarla fonladıkları, TÜSİAD' ın yapmış olduğu araştırmada ortaya çıkmaktadır [TÜSİAD, 1996: 20].

Ülkemizde yaşanan krizlerde, firma boyutlarına göre kullanılan ticari borçlardaki değişimi anlamak amacıyla, Tablo 4'de daha önce bahsedilen İstanbul Sanayi Odası 2001 ilk yarı Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışmasının sonuçları verilmiştir.

Tablo 3: 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 seviyesinde çıkmaktadır. Aynı şekilde küçük işletmelerin %17.4'ü ticaret borçlarını kapatırken, bu oran büyük işletmelerde %14.4'de kalmaktadır.

Tabloda 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.

Tablo 4'den de anlaşılacağı üzere ülkemizde ticari borçlarda en fazla kullanılan en önemli 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.

Tablo4: 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: 71

4. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sanayi

Sektörünün Kriz Dönemi İşletme sermayesi Davranışı

Bu bölümde, 2001 Şubat Krizi'nin işletme sermayesi üzerindeki etkisinin incelenmesi amacıyla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sanayi Sektörünün 2000 yılının ilk altı ayı ile kriz dönemi olan 2001 yılının ilk altı ayı bilançoları analiz edilecektir.

Böyle bir analiz için, Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörü'nün seçilmesi aşağıdaki sebeplere dayanmaktadır.

Birincisi, daha önceki bölümler de 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. Aynı zamanda döviz krizlerinde kambiyo zararları ve karları sebebiyle, işletmelerin finansal yapısını önemli oranda değiştiren ve performanslarını etkileyen en önemli unsurlardan biri döviz pozisyonlarıdır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Metal Eşya - Makine ve Teçhizat işletmelerinin 31.12.2000 tarihli bilanço dipnotlarında yer alan döviz varlıkları ve döviz borçları kullanılarak döviz risklerini analiz etmek için aşağıdaki döviz pozisyonu oranı kullanılmıştır.

Döviz Pozisyon Oranı = $\frac{\text{Yabancı Para Cinsinden Varlıklar} - \text{Yabancı Para Cinsinden Borçlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$

Söz konusu oranın hesaplanması sonucunda elde edilen sonuçlar şunlardır:

- Döviz pozisyon oranı tüm sektör için yaklaşık -%24'dir. Bu da işletmelerin krizden önce varlıklarının %24'ünü döviz üzerinden borçlanma ile finanse ettiğini ortaya çıkarmaktadır.
- Yabancı sermayeli işletmelerin döviz pozisyonu, yaklaşık -%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 bir firma dışlandığı takdirde yabancı sermayeli işletmelerin döviz pozisyon açığı; sadece binde 9 olmaktadır.

- Döviz pozisyon oranı en olumlu olan dört firmadan üçü yabancı sermayeli işletmelerdir.

Analizde bu sektörün seçilmesinin üçüncü sebebi, sektörde yabancı sermaye payı önemli miktarlara ulaşan işletmelerin mevcut olmasıdır.

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.

Kriz döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün işletme sermayesinde meydana gelen değişim, Tablo 5'de verilmektedir.

Tablo 5: Kriz Döneminde İMKB Metal Eşya - Makine ve Teçhizat Sektörünün Net İşletme 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	<u>1.013.783.989</u>	<u>1.959.804.958</u>	<u>93</u>	<u>17</u>
Net İşletme sermayesi	527.708.216	616.089.276	16.75	-29

Tablodan da anlaşılacağı üzere sektörün net işletme sermayesi kriz döneminde 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 işletme sermayesinde ve cari oranda düşüş meydana getirmiştir.

* İşletme sermayesindeki kalemlerinin 2000 yılı verilerinin 2001 verileri ile ifadesini sağlamak amacıyla, Özel Sektör İmalat Sanayi TÜFE (1994 = 100) endeksi kullanılmıştır
2000 Haziran endeksi: 2082; 2001 Haziran endeksi: 3453'dür [<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi,2002>] .Dolayısı ile reel değişim katsayısı: $3453 / 2082 = 1.65$ olarak belirlenmiştir.

Aynı zamanda net işletme sermayesi devir hızı 2000 yılında 3.35'den 2001'de 3.04'e gerilemiştir. Bu düşüşün sebebi ise net işletme sermayesindeki düşüş oranının, stok devir hızının yavaşlaması sebebiyle, satışlardaki düşüşü geçmesidir.

4.1. Sektörün Hazır Değerlerinde Meydana Gelen Değişim

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 yaklaşık %11 artarken, hem toplam hem de dönen varlıklar içerisindeki payı yükselmiştir.

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 incelenen işletmeler 31.12.2000 tarihli bilançolarında, yaklaşık 68 Trilyon TL Karşılığı döviz 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 artışın olduğu görülmektedir. Bu da literatürde işletmelerin resesyon kriz dönemlerinde hazır değerlerini artırdıkları tespitini doğrulamaktadır.

Daha öncede açıklandığı üzere Sak ve Ersel de [Sak ve Ersel, 1995: 20] 1994 Krizi döneminde, İMKB firmalarının nakit bileşenlerinin arttığını gözlemlemişlerdir. Bunun sebebinin ise, döviz mevduatının hedge fonksiyonu olduğunu belirtmişlerdir.

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, döviz kuru riskinden korunmak amacıyla uygulayabilecekleri finansal tekniklerden olan forward sözleşmelerinin, sektörde yer alan yirmi iki şirket içerisinde sadece biri tarafından uygulandığı mali tablo dipnotlarından anlaşılmaktadır. Bu durum, yerel bankaların, dövizin volatilitesinin 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 kalabalıklaşma (crowding out) 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 bekleşlerinin olumsuz dönmeye başlamesi 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.

4.2. Sektörün Kısa Vadeli Ticari Alacaklarında 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 ve bozulan ekonomik durum sebebiyle müşterilerin borç ödeme alışkanlıklarının olumsuz etkilenmesi sebep olduğu düşünülebilir.

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 gücü içerisinde bulunan işletmelerin, satış için müşterilerine ödün verdikleri anlamına gelebilir.

Alacak senetlerinde meydana gelen %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.

4.3. Krizin Sektörün 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 kriz döneminin 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), aktive oranı %15'den %14'e düşmüştür. Stok devir hızının 3.60'dan kriz yılında 2.85'e düşmesi ve stokların ortalama tüketilme süresinin 74 günden 95 güne çıkması; kriz dolayısı ile ortaya çıkan sürüm gücü nedeniyle, yönetimin isteği dışında stok birikmesi olduğunu ifade etmektedir.

Stokların bir bütün olarak alınması, analizde yanlış sonuçlara sebep verebileceğinden, stok kalemlerinin bileşenlerini de incelemek gerekmektedir.

Girdi stokları olarak adlandırılan hammadde, malzeme ve yarımamul kalemlerinde reel bazda meydana gelen düşüş sonucu, bu kalemlerin hem dönen varlıktaki 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. 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 azaltılması olabilir. Gerçekten de kriz döneminde tüm maliyetleri içerisinde en yüksek ithalat maliyetine sahip olan firma, aynı zamanda sektörde girdi stoklarını bir önceki döneme göre en hızlı düşüren işletme olmuştur.

Dünyada ve Türkiye'de yaşanan krizlerde, girdi stokları (özellikle yarımamul stokları) hızla düşerken, mamul stokları daha az dalgalanmakta veya artış kaydetmektedir. Daha önce de bahsedildiği üzere, krizlerde incelenen sektörün dahil olduğu dayanıklı tüketim malı üreten işletmelerde, girdi stoklarındaki dalgalanma daha yüksek olmaktadır [Ramey, 1989: 339].

İncelenen sektörde de analiz edilen dönemler itibari ile, girdi stokları / mamul stoklarına oranı 2.60'dan 1.75'e düşmüştür. Bu dönemde girdi stokları sadece %39 artarken, mamul stokları %107 oranında yükselmiştir. Aynı zamanda mamul stoklarının dönen varlıkların içerisindeki payı %3.96'dan % 4.90'a çıkmıştır.

Yukarıda görüldüğü üzere kriz dönemlerinde bitmiş ürün stoğunun girdi stoklarına 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].

4.4. Krizin Sektörün Kısa Vadeli Banka Kredilerine Etkisi

Sektörün kriz öncesi 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.

Sektörün kriz öncesinde kısa vadeli banka kredilerine bağımlılığı ise %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 döneminde ise, sektörün kısa vadeli banka kredilerinde meydana gelen değişim, reel olarak %53'dür.

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 söz konusu kalemin, kısa vadeli borçlar içerisindeki payı %24'den yaklaşık %32'ye; pasif içerisindeki payı ise, %11'den %26'ya çıkmıştır.

Kısa vadeli banka kredisini reel olarak en çok artıran firmalar, aynı zamanda cari oranlarındaki düşüklükle ifadesini bulan, işletme sermayesi sıkıntısını en fazla hisseden işletmelerdir.

4.5. Kısa Vadeli 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 alanı olan girdi stoklarında, reel olarak %15.5'lik düşüş meydana gelmesine rağmen ticari borçlar kaleminin artması, işletmelerin temel olarak daha önce ticari borç ile alınan duran varlıklarının maliyetindeki artıştan 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. İkinci bir sebep ise ticari borçların ödememelerinin geciktirilmesidir.

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 satış koşullarını kendi lehlerine belirleme güçleri ve yan sanayi firmalarının ana firmaya bağımlılığı sebebiyle ticari borç ödemelerinin geciktirilmesi olabilir. Gerçekten de 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.

SONUÇ

Ülkemizde gittikçe sıklaşan aralıklarla ortaya çıkan makroekonomik spekülâtif krizler firmaların finansal yapısını bozmakta ve firmaların verimli ve karlı yatırım fırsatlarını ortadan kaldırmaktadır.

Döviz krizleri işletmelerde ilk etkisini, işletme sermayesi üzerinde göstermekte bu dönemlerde, firmaların nakit dönüşüm çevrimi uzamakta ve para dönüşüm hızı azalmaktadır. Özellikle ülkemizde, firmalar bu dönemde belirsizlik ile oluşan riskleri ortadan kaldırmak için, kamu menkul kıymetlerinin sunduğu yüksek faiz oranlarına rağmen döviz cinsinden nakit değerlerini artırmaktadır.

İşletme sermayesinde kısa vadeli ticari alacaklar ise, mümkün olduğu kadar peşin satışı teşvik etmek amacıyla azaltılmaktadır. Buna karşılık incelenen sektörde satışlardaki düşüşe rağmen ticari alacaklarda reel olarak ortaya çıkan artış, tahsil edilemeyen veya vadesi uzatılan alacaklardan kaynaklanmaktadır. Buna karşılık dünyada ortaya çıkan resesyon ve krizlerde sermaye piyasalarına ulaşma imkanı daha fazla olan firmalar da, ticari alacaklarını artırmaktadırlar.

İşletme sermayesinin başka bir unsuru mamul stokları kalemi aşırı stok birikmesinden dolayı artış kaydederken, girdi stokları hızla düşmektedir. Bunun sebebi ise, girdi mamullerinin sipariş vermemek suretiyle ayarlama maliyetinin daha kolay olması, buna karşılık mamul stoklarının hızla azalan satışlar sebebiyle azaltılamamasıdır. Böylece firmalarda girdi stoklarının mamul stoklarına oranı düşmektedir. Ayrıca girdi stoklarında meydana gelen azalışın bir sebebi de firmaların ithal maliyetlerinin devalüasyon sonrasında ani ve hızlı artışı olmaktadır.

Kriz döneminde kısa vadeli banka kredileri önemli miktarda artmaktadır. Özellikle ülkemizde açık kredilere uygulanan faiz oranının geçmişe dönük olarak artırılması ve vaktinden önce geri çağırılması kısa vadeli kredilerin hacminde artışa sebep olurken, kısa vadeli banka kredileri en fazla artan işletmeler, aynı zamanda en fazla işletme sermayesi sıkıntısı çeken firmalar olmaktadır. Kriz dönemlerinde özellikle büyük ölçekli firmalar satın alma faaliyetlerini en az durduran firma grubu olmakta, böylece ticari borçları artmaktadır. Ayrıca bu firmalar piyasadaki güçleri sebebiyle ticari borçlarını da kapsayan tüm ödemelerini önemli oranda ertelemektedirler.

KAYNAKLAR

AKGÜÇ, Öztin., Finansal Yönetim, Avcıol Basım Yayın, 7. Baskı.: İstanbul - 1998

AKGÜÇ, Öztin; “Krizin Aşılması İçin Firma Yönetiminde Reformun Yapılması”, Milliyet, Ağustos, 1994

ALBA, Pedro ve diğerleri; “Thailand's Corporate Financing and Corporate Structures: Impact on Firms' competitiveness”, Conference on Thailand's Dynamic Economic Recovery and Competitiveness, UNCC, Bangkok 20-21 May 1998

ATAMAN, Göksel., İşletme Yönetimi -Temel Kavramlar ve Yeni Yaklaşımlar, Türkmen Kitabevi, İstanbul - 2001

BAGLIANO, Fabio C., Alessandro SEMBENELLI; “The Cyclical Behaviour of Short Term Debt and Inventories: European Cross-Country Evidence from the Early 1990s Recession”, 2001,

http://www.banque-france.fr/gb/fondatio/telechar/papers_d/cycl_old.pdf

BOLAK, Mehmet., İşletme Finansı, Gözden Geçirilmiş İlaveli Yeni Baskı.: Birsen Yayınevi, İstanbul - 2000

BOLTON, Patrick, Xavier FREXIAS; “Corporate Finance and Monetary Transmisson Mechanism”, 2000, <http://www.econ.upf.es/deehome/what/wpapers/postscripts/511.pdf>

BRENCHLING, Frank P., Richard George LIPSEY; “Trade Credit and Monetary Policy”, Economic Journal 73, 1963, ss: 618-641

BRIGHAM, Eugene F., Louis C. GAPERSKI., Financial Management-Theory and Practice, 6th Edition, Dryden Press, New York - 1991

BRIS, Arturo ve diğerleri; “Corporate Financial Policies Prior to Currency Crisis”, William Davidson Working Paper, No: 386, 2001

CARPENTER, Robert A., ve diğerleri; “Inventory (Dis)investment, Internal Finance and the Business Cycles”, 1993, <http://econwpa.wustl.edu:8089/eps/mac/papers/9401/9401001.pdf>

CLAESSEN, Stijin ve diğerleri; “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

DAHLQUIST, Magnus, Göran ROBERTSSON; “Exchange Rate Exposure, Risk Premia, and Firm Characteristics”, 2001, <http://www.sifr.org/PDFs/drfx010419.pdf>

DOMAÇ, İlker, Giovanni FERRI; “The Real Impact of Financial Shocks: Evidence from Korea”, 1998, World Bank Working Paper

DOMINQUEZ, Kathryn M. E., Linda L. TESAR; “Trade and Exposure”, NBER Working Papers Series, No:8129, 2001

“**Ekonomik Kriz, Enflasyon ve Finansal Tablolar**” Mufad Eylül Ayı Yuvarlak Masa Toplantısı, MUFAD Dergisi, Sayı: 12, Ekim 2001, ss: 62-70

EREN, Ercan ve diğerleri., Türkiye'de 1998-1999 Krizinde Yönetici Davranışları, ISO Yayın No: 2000/2, Avcıol Basım Yayın, İstanbul - 2000

- ERTUNA, Özer**; “Yaşadığımız Krizin Şirketlere Etkisi”, Mufad Dergisi, Sayı:13, Ocak 2002, ss:21-37
- “Faiz Yükü Tartışmasında Herkes Hakkı”**, Forum,; Yıl 8, sayı :4, 15 Nisan 2001
- 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
- GENLEY, Joe, Chris SALMON**; “The Industrial Impact of Monetary Policy Shocks: Some Stylised Facts”, Bank of England Working Paper No: 68, 1997
- GLEN, Jack D.**; “How Firms in Developing Countries Manage Risk”, IFC Discussion Paper:17, The World Bank, Washington D.C., June 1993
- 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
- HAIMOWITZ, Joseph H.**; “Monetary Policy Shocks and Price Stickness: An Analysis of Price and Output Responses to Policy in Manufacturing Industries”, Federal Reserve Bank of Kansas City Working Paper No: 96-07
- HAYO, Bernd, Birgit UHLENBROCK**; “The Industry Effects of Monetary Policy in Germany”, Zei Working Paper, No: B14, 1999
- HORNE, James C. Van.**, Financial Management and Policy, Tenth Edition, Prentice Hall, New Jersey -1995
- HUANG, Roger D., Hans R. STOLL**; “Exchange Rates and Firm's liquidity: Evidence From ADR's”, Owen Graduate School of Management, Working Paper, No: 97-04, 1997
- İstanbul Sanayi Odası** Ekonomik Durum Tespiti Anket Çalışması Sonuçları 2001-1, Yayın No: 2001/18, İstanbul - Ağustos 2001
- 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
- KHAMBATA, Dana, Riad AJAMI.**, International Business Theory and Practise, Macmillan Publishing Company, New York - 1992
- KOLAY, M. K.**; “Managing Working Capital Crises: A System Dynamic Approach”, Management Decision, Vol. 29, No:5, 1991, ss: 46-52
- KOHLER, Marion ve diğerleri**; “Trade Credit and Monetary Transmission Mechanism”, Bank of England Working Paper, No: 115, 2000
- KOLB, Burton A, Richard F. DeMONG.**, Principles of Financial Management, Business Publication, INC., Texas - 1988
- LIPSEY, Richard G.**, An Introduction to Positive Economics, 6th Edition, Weidenfeld and Nicolson, London - 1983
- MELTZER, Alan**; “Merchantile Credits, Monetary Policy, and Size of Firms” Review of Economics and Statistics, 42(4), 1960, ss: 429-437

MISHKIN, Frederick S.; “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, NBER Working Papers, No: 5464, 1996

MOYER, R. Charles ve diğ erleri., Contemporary Financial Management, 2nd Edition.: West Publishing Company, St Paul -1984

OPLER, Tim ve diğ erleri; “The Determinants of Corporate Cash Holdings”, Journal of Financial Economics, Vol: 52, No:1, April 1999, ss: 3-46

TAYLOR, John B.; “The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules”, Paper Prepared for the Third Annual International Conference of the Central Bank of Chile on "Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanism", September, 20-21 -1999

PAMUK, Gündüz, Haluk ERKUT, Füsün ÜLENGİN, Öztin AKGÜÇ, Yurdakul ALPAY, Hamza Koşma., Stratejik Yönetim ve Senaryo Tekniğ i, İrfan Yayımcılık, 1. Baskı.: İstanbul - 1997

PAN, Ming-Shiun ve diğ erleri; “Dynamic Linkages Between Exchange Rates and Stock Prices: Evidence From Pacific Rim Countries”, 2000
http://www.ship.edu/~mspan0/my_working_paper/Asia-pfj.pdf

PINCHES, George E., Essentials of Financial Management, Third Edition, Harper and Row, New York - 1990

RAMASAMY, Bala; “Foreign Exchange Exposure During a Financial Crisis: The Case of Malaysian Multinationals”, The University of Nottingham in Malaysia -Division of Business and Management Research Paper series, 2000-01, <http://www.unim.nottingham.ac.uk/dbm/papers/2000-1.pdf>

RAMEY Valerie.A.; “Inventories As Factors of Production and Economic Fluctuations” , American Economic Review, Cilt 79, No:3, June 1989, ss: 338-354

RUGMAN, Alan M. ve diğ erleri., International Business - Firm and Environment, McGrawhill, New York - 1985

SAK, Güven; “Corporate Governance-Hukuk Artık Sermaye Birikimi Demektir”, Tusiad Görüş, Sayı: 45, Ekim-Kasım 2000, ss: 56-59

SAK, Güven, Hasan ERSEL; “Working Capital Needs, Credit Dependence and, Corporate Sector Response to the Crisis (The Link Between Finance and Production in the Turkish Economy” , Paper Prepared for Eastern Economic Association Conference, New York, March 17-19, 1995

SARIKAMIŞ, Cevat; “Ekonomik Kriz dönemlerinde İşletmelerde Nakit Planlaması”, MUFAD-İstanbul YMM Odası İşbirliğ i İle Düzenlenen Panele Sunulan Tebliğ, MUFAD, Sayı:5, Ocak 2000, ss:51-53

SEYİDOĞLU, Halil., Uluslararası Finans, 2. Baskı.: Güzem Yayınları, İstanbul-1997

SHAPIRO, Alan C. P., Foundations of Multinational Financial Management, 3rd Edition, Prentice Hall, New Jersey -1998

SILVER, A. Edward ve diğ erleri., Inventory Management and Production Planning and Scheduling, 3th Edition.: John Wiley and Sons, New York - 1998

SMALL, Ian; “Inventory Investment and Cash Flow”, Bank of England Working Paper No: 112, 2000

Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ekonomik Krizin Reel Sektör Üzerindeki Etkilerinin Araştırılması Anketi Değerlendirme Sonuçları, Ankara - Haziran 2001

TÜSİAD., Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları, Yayın No:Tusiad-T/96 - 1/192, Ocak, İstanbul - 1996

WILNER, Benjamin S.;"The Exploitation of Relationships in Financial Distress: The Case of Trade Credit" The Journal of Finance, Vol. LV., No:1, February 2000, ss: 153-178

"Vadeli Düşüş", Capital, Yıl:9, Sayı :6, Haziran 2001, ss:70-72

YÜKÇÜ, Süleyman; "Dalgalı Kur Sistemine Geçişin Bilanço ve Gelir Tablosu Üzerine Etkileri ve 2 Nolu TMS", Yaklaşım, Yıl: 9, Sayı:102, Haziran 2001, ss: 29-32