



İstanbul Yaklaşımı Kapsamındaki Firmaların Finansman Politikaları Üzerine Ampirik Bir Çalışma

Yrd. Doç. Dr. Ömür Süer ÖZTEK
Galatasaray Üniversitesi, İİBF

Özet

Türkiye'nin finansal serbestleşme sürecinde, finansal kırılganlık düzeyleri yüksek olan şirketleri, güçlü şirketlerden ayırdeden finansal stratejilerin belirlenmesi bu çalışmanın ana amacını oluşturmaktadır. Araştırmanın cevap aradığı sorular şunlardır: (1) Türk firmalarının finansal kırılganlık düzeyleri ve finansman stratejileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmakta mıdır? (2) Türkiye'de faaliyet gösteren finansal açıdan kırılgan firmalar ile güçlü firmaların finansman stratejilerindeki farklılık istatistiksel olarak anlamlı mıdır? Araştırmada kullanılan veriler, Türkiye'de 2001 döviz krizini yaşayan firmalara aittir. Örneklem iki gruptan oluşmaktadır. Birinci grup, borçlarını "İstanbul Yaklaşımı" kapsamında yeniden yapılandırmış finansal açıdan kırılgan firmalardan oluşmaktadır. İkinci grup ise, birinci gruptaki firmalarla aynı sektörde faaliyet gösteren ama borçlarını yeniden yapılandırmamış, göreceli olarak güçlü firmaları kapsamaktadır. Bu araştırma kapsamında ulaşılan verilerin değerlendirilmesinde, tek değişkenli analiz yöntemleri dışında, çok değişkenli analiz yöntemlerinden lojistik regresyon ve çoklu regresyon yöntemleri kullanılmıştır. Araştırma sonuçları, şirketlerin finansal kırılganlık düzeyini artıran en önemli unsurların, yüksek düzeyde borçlanma ve yabancı para cinsinden açık pozisyon düzeyi olduğunu göstermiştir.

Anahtar Sözcükler: Finansal kırılganlık, kur riski, İstanbul yaklaşımı.

Abstract (An Analysis of the firms, which restructured their debts within the context of Istanbul Approach, in terms of their financial policies)

The objective of this study is to investigate the factors, in terms of financing strategies in the era of financial liberalization, that discriminate the financially fragile firms from financially safer ones, in Turkish context. The research questions of this study are structured as follows: (1) Is there a statistically significant relationship between corporate financing strategies and financial fragility of Turkish firms? (2) Are the corporate financing strategies of financially fragile firms significantly different from the financially safer ones in Turkey? The data set contains the firms that have experienced currency crises in 2001. While the first subsample composes of the financially fragile firms, which restructured their debts within the "Istanbul Approach", the second subsample composes of the firms, which operate in the same sectors as the first group's firms but which did not restructure their debts. While searching answers to our research questions, we refer not only to case summaries' reporting and univariate tests such as t-tests and Mann-Whitney test, but also to multivariate data analysis techniques such as logistic regression and multiple regression. The results show that high leverage and high level of short position in terms of foreign currency are the major factors, which increase financial fragility of the firms.

Key Words: Financial fragility, currency risk, İstanbul approach.

Giriş

Son yıllarda “uluslararası finans” alanındaki yazın ivme kazanmıştır. Finansal serbestleşme ve finansal krizler arasındaki ilişkiyi inceleyen pekçok araştırma bulunmaktadır. Ancak sözkonusu yazın incelenmesinde finansal serbestleşme, finansal kırılma ve kurumsal finansman stratejileri arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmaların oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Literatürdeki bu boşluğun sebebi olarak, ekonomistlerin krizleri makroekonomik parametrelerle açıklama eğilimi içinde olmaları gösterilebilir. Ancak 1997 yılında Asya ülkelerinde başgösteren finansal kriz, makroekonomik göstergeler dışında birtakım faktörlerle krizler arasındaki ilişkilerin incelenmesi gereğini gündeme getirmiştir. Bu noktadan yola çıkarak yapılan bu çalışmanın amacı, 80’li yılların sonlarından bu yana finansal liberalleşme sürecini yaşayan ülkemizde 2001 krizinden etkilenerek İstanbul yaklaşımı kapsamına alınan firmalarla, aynı sektörde faaliyet gösteren ve kriz sonrasında borçlarını ödeme kapasitesini yitirmeyen firmalar arasında kurumsal finansman stratejileri açısından ne gibi farklılıklar olduğunu ortaya koymaktır.

Birinci bölümde literatür araştırmasına yer verilmektedir. Araştırma, Türkiye’de faaliyet gösteren ve İMKB’ye kote olan şirketleri kapsadığı için ülkemizde son yıllarda yaşanan finansal krizlere bakış ikinci bölümde yer almaktadır. Araştırmanın yöntemi, kapsamı ve kullanılan değişkenler üçüncü bölümde anlatılmaktadır. Dördüncü bölümde ise araştırmanın sonuçlarına yer verilmektedir.

I. Literatür Araştırması

I.a. Finansal Krizler

Finansal krizlerin geçmişi çok eskilere dayanmakta olsa bile söz konusu krizler, 90’lı yıllarda pekçok farklı ülkede yaşanmıştır. Dolayısıyla bu konu üzerine yapılan araştırmalar da 90’lı yıllarda ivme kazanmıştır. Krugman’ın 1979 yılında yapmış olduğu çalışmadan bu yana, finansal krizlerin nedenlerini açıklamaya yönelik olarak çeşitli modeller geliştirilmiştir. Bu modellerden bir bölümü, 1990’lı yıllarda

gerçekleşen krizlerin sebepleri olarak yalnızca ülkelerin yaşadıkları makroekonomik dengesizliklerin gösterilemeyeceğini ve yerli-yabancı yatırımcıların yaşadıkları panik sonucu davranışlarındaki değişimin de sözkonusu krizlerin patlak vermesinde önemli rol oynadıklarını savunmaktadır (Stiglitz, Sachs, Geddes, 1998).

Diğer bir görüşe göre ülkelerin yaşadıkları krizler, yaşanan yapısal ve politik çarpıklıkların bir yansımasıdır. Bu görüşü savunanlar, 1997 yılında Asya ülkelerinde başgösteren finansal krizleri her ne kadar makroekonomik dengesizlikler tetiklemiş olsa da, piyasalarda oluşan aşırı reaksiyonun ulusal paraların devalüasyonuna, hisse senedi fiyatlarının düşüşüne ve ülkelerin genel ekonomik durumunun çöküşüne sebep olduğunu düşünmektedirler (Corsetti, Pesenti, Roubini, 1999a; Krugman, 1997).

Bu görüşlerin dışında, finansal krizlerin nedenlerini anlamak adına, krizlerde sermaye hareketlerinin rolü üzerinde çalışmak gerekmektedir. Her ne kadar uluslararası sermaye hareketliliği kapitalizmin birincil hedeflerinden de olsa, özellikle gelişmekte olan ülkeler için birtakım tehditleri de beraberinde getirmektedir. Ani sermaye giriş ve çıkışları, ülkelerin para politikaları ve enflasyon ve döviz kurları üzerindeki kontrollerini olumsuz yönde etkileyebilirler. 70’li yılların ortalarında ticari serbestleşme, özelleştirme ve ulusal sanyinin deregülasyonu politikalarını benimseyen Şili, 1981’e kadar yoğun sermaye girişi sağlamış olsa da 1982-1983 yıllarında ani bir finansal krizle karşı karşıya kalmıştır.

Benzer bir şekilde, 1988 yılında sermaye girişini çekici kılan politikalar benimseyen Meksika, 1995 yılında finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu noktada, sermaye hareketlerinin tehdit unsuru teşkil edip etmediğini söyleyebilmek için vade yapısı üzerinde durmak gerekmektedir. Ghose’un (2004) çalışmasında da belirtildiği gibi, 90’lı yıllarda pekçok ülkede yaşanan krizler, kısa vadeli ve spekülatif özellikteki sermaye akımları üzerinde incelemeyi gerektirmektedir.

I.b. Kurumsal Finansman Politikalarının Finansal Krizlerdeki Rolü

Literatürde, kurumsal finansman stratejileri ve sermaye yapısı üzerine yapılmış pek çok araştırma olmasına rağmen, kriz dönemlerinde firmaların finansman politikalarının finansal kırılganlıkları üzerine etkisi göreceli olarak daha az incelenmiştir (örneğin, bkz: Bris ve Koskinen, 2002; Bris, Koskinen ve PonsSanz, 2002; Aghion ve diğ., 2001; Krugman, 1999). Adı geçen yazarlara ait çalışmalarda, firmaların borçlanma düzeyleri ve finanslar krizler arasında ilişki kurulmaya çalışılmıştır. Krugman (1999) ve Aghion ve diğ. (2001), çıktı fiyatları sabit olup, kendilerini kısmi de olsa yabancı para birimi cinsinden borçlarla finanse eden firmalar üzerinde incelemeler yapmışlardır. Bu çalışmaların sonucunda, ulusal paranın devalüasyonu ile şirketlerin finansal kırılganlığı arasında nedensel bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan, Bris ve Koskinen'in (2002) çalışmasında, eğer bir firmanın nakit girişleri yabancı para birimi ve harcamaları ulusal para birimi cinsindense, sözkonusu firmanın yabancı para birimi üzerinden borcu dahi olsa, olası bir devalüasyonun firmanın zor duruma düşmesini engelleyeceği ifade edilmektedir. Bu araştırmaların sentezinde varılan nokta şudur ki, devalüasyon, bir firma için avantajlı veya dezavantajlı bir durum yaratabilir. Bris, Koskinen ve Pons-Sanz'ın çalışmasında (2002), devalüasyonun bir firma için avantajlı veya dezavantajlı bir durum yaratmasının, firmanın "kur riskine maruz olma" durumuyla bağlantılı olduğu ifade edilmektedir. Bu çalışmada firmalar, kur riskine maruz olma durumu açısından iki gruba ayrılmıştır: "negatif maruz olan firmalar"¹ ve "pozitif maruz olan firmalar"². İhracatçı firmalar birinci gruba dahil olurken, ithalatçı ve/veya yabancı para birimi cinsinden borçla kendilerini finanse eden firmalar ikinci gruba dahil olmaktadır. Bris, Koskinen ve PonsSanz'ın (2002) çalışmasında, 20 farklı ülkeden seçilmiş firmaların karlılık ve finansal kırılganlık düzeyleri incelenmiştir.

¹ negative exposure companies

² positive exposure companies

Firmaların kur riskine maruz olma düzeyleri dikkate alınarak yapılan bu çalışmada, devalüasyon öncesinde, özellikle "negatif maruz olan", yani ihracatçı firmaların karlılıklarının düşüş gösterdiği gözlenmiştir. Kur riskine maruz olma durumu, borçlanma düzeyi, karlılık ve devalüasyon arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmalarda elde edilen bulguların bir bölümü aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Sabit kur rejimini benimsemiş olan ülkelerde, devalüasyon sonrası şirketlerin kaldıraç oranı artmaktadır (Bris ve Koskinen, 2002; Bris, Koskinen ve PonsSanz, 2002).

- Firmalar, döviz kuru riskine maruz kalma düzeylerine bağlı olarak devalüasyondan olumlu veya olumsuz olarak etkilenirler (Bris, Koskinen ve PonsSanz, 2002; Aghion ve diğ., 2001; Krugman, 1999).

- Sabit kur rejimini benimsemiş olan ülkelerde, devalüasyon öncesinde, ihracatçı firmaların borçlanma oranları, ithalatçı firmalarınkinden daha yüksek düzeyde tespit edilmektedir (Bris, Koskinen ve Pons-Sanz, 2002).

- Devalüasyon öncesinde ihracatçı firmaların finansal kırılganlık düzeyleri daha yüksek, karlılıkları ise daha düşük düzeyde tespit edilmektedir (Bris, Koskinen ve Pons-Sanz, 2002).

II. Türkiye'de 1990 Sonrasında Yaşanan Finansal Krizler

1994 yılında Türkiye ciddi boyutta bir döviz krizi yaşamıştır. Sözkonusu kriz, o dönemde hükümet tarafından yürütülen, döviz kuruna dayalı stabilizasyon programının çöküşünün bir sonucu olarak değerlendirilebilir. 90'ların ilk yarısında yaşanan en önemli makroekonomik dengesizlik, yüksek faiz oranı (Tablo 1) sayesinde yaratılan kısa vadeli sermaye akımıyla kapatılmaya çalışılan cari işlemler açığı idi. Böylesi sürdürülemez bir politika 1994 yılında yaşanan krizin temelini oluşturmuştur.

1994 krizi, yatırımcıların Türkiye'deki finansal sisteme olan güvenini zedeleyerek Türk Lirası'ndan kaçışa neden olmuştur.

Bu durum, yabancı para cinsinden açık pozisyonları hayli yüksek olan bankaları likidite sorunu ile karşı karşıya bırakmıştır. Döviz talepteki aşırı yükseliş ve TCMB'nin müdahalesi sonucu yaşanan devalüasyon gerek reel, gerekse finansal sektörde olumsuzlukların yaşanmasına sebep olmuştur. Finans sektörüne olan güveni kazanmak adına uygulanan "mevduata %100 devlet güvencesi" uygulaması ise 2000-2001 krizlerinin nedenlerini açıklarken üzerinde durulması gereken bir noktadır. Kasım 2000 ve Şubat 2001'de peşpeşe yaşanan krizler, reel sektörde olduğu gibi finans sektöründe de, 1994 krizinden daha ağır sonuçlar doğurmuştur.

Finansal serbestliğin yaşandığı bir ortamda cereyan eden bu krizlerin makro-ekonomik sebepleri kısmen benzeşse de (bkz: Tablo 2) 2000-2001 yıllarında yaşanan krizlerin reel sektör ve finans sektörü üzerinde yarattığı ağır darbe reform niteliği taşıyan bazı önlemleri gündeme getirmiştir. BDDK, sözkonusu önlemleri almak adına kurulmuştur.

2000-2001 krizinden ağır darbe alan birtakım firmalar bankalara olan borçlarını ödeme güçlüğüne düşmüşlerdir. Bu durum, krizden en çok etkilenen bankacılık sektöründe çözüm arayışlarını gündeme getirmiştir. Türkiye Bankalar Birliği tarafından bulunan çözüm, borçların yeniden yapılandırılması yönünde olup BDDK tarafından onaylanmış ve "İstanbul Yaklaşımı" olarak adlandırılmıştır.

III. Araştırma

Türkiye'de İMKB'ye kote olan şirketlerden, finansal kırılganlık düzeyleri yüksek olanlar ile güçlü olanları birbirinden ayıran finansal stratejilerin belirlenmesi, bu çalışmanın ana amacını oluşturmaktadır. 2001 döviz krizi öncesindeki ve sonrasındaki ikişer yıl, yani toplam dört yıl çalışmanın inceleme dönemini ifade etmektedir. Araştırmanın detaylarına geçmeden önce birkaç noktayı belirtmek gerekmektedir:

- Yapılan literatür araştırmasından varılan sonuç şudur ki, eğer bir firma borçlarını ödeme güçlüğü içinde ise o firma,

finansal açıdan kırılgan bir firma olarak algılanabilir. Dolayısıyla araştırmamızda, Türkiye'de 2001 krizinin ardından borçlarını ödemekte güçlük çektiklerinden dolayı İstanbul Yaklaşımı kapsamına alınan firmalar, finansal açıdan kırılgan firmalar kapsamında inceleneceklerdir.

- Araştırmada, "kurumsal finansman stratejileri"ni ifade eden değişkenler, özellikle yabancı para birimi cinsinden borçlanmalar ve açık pozisyon göstergeleri dikkate alınarak belirlenecektir.

Bu bölüm dört alt başlıktan oluşmaktadır. Araştırmanın kapsamı ve araştırma soruları belirlendikten sonra, analiz tekniği ve araştırmada kullanılan değişkenler açıklanacaktır.

III.a. Araştırmanın Kapsamı

Araştırmanın kapsamını, 2001 döviz krizini yaşamış olan Türk firmaları oluşturmaktadır. Borsaya kote olmayan şirketlere, özellikle KOBİ'lere dair veri toplamanın güçlüğünden ve veri setinin karşılaştırılabilir belgelerden oluşmuş olması kaygısından dolayı yalnızca İMKB'ye kote olan şirketler örneklemde yer almaktadır. Örneklem iki alt gruba ayrılmaktadır:

- Birinci alt grup, İstanbul Yaklaşımı kapsamında borçlarını yeniden yapılandırmış olan, finansal açıdan kırılgan firmaları içermektedir (toplam 21 firma).

- İkinci alt grup, birinci alt grupta yer alan şirketlerle aynı sektörde faaliyet gösteren, ancak kriz sonrası bankalara olan borçlarını ödeme sıkıntısı çekmeyerek İstanbul Yaklaşımı kapsamına alınmayan firmaları kapsamaktadır (toplam 123 firma).

Alt gruplarda yer alan firma adetleri arasındaki büyük fark, analiz aşamasında sorun yaratacağı için ikinci alt grubun içinden 38 adet firma seçilmiştir. Seçim yaparken iki farklı kriter göz önünde bulundurulmuş olup, sonuçta iki farklı "ikinci alt grup" oluşturulmuştur.

- Birinci kriter: toplam varlık kriteri (1999, 2000, 2001, 2002 yıllarının toplam varlık ortalaması, birinci grupta (finansal

açından kırılğan firmalar grubunda), aynı sektörde yeralan firmalarınkine yakın olan şirketler seçilmiştir).

- İkinci kriter: toplam satışlar kriteri (1999, 2000, 2001, 2002 yıllarının toplam satışlar ortalaması, birinci grupta (finansal açıdan kırılğan firmalar grubunda), aynı sektörde yeralan firmalarınkine yakın olan şirketler seçilmiştir).

Örneklem oluştururken yapılan gruplandırmanın yanı sıra, analizlerde kolaylık sağlamak adına sektörlerde de gruplandırmaya gidilmiştir:

- Birinci sektörel grup: *ağır sanayi* (metal eşya sektörü, metal endüstrisi ve kimya, petrol, plastik sektörü)
- İkinci sektörel grup: *üretim* (gıda, içecek sektörü, tekstil, deri sektörü, kağıt sektörü)
- Üçüncü sektörel grup: *hizmet* (turizm sektörü)

III.b. Araştırma Soruları

Bu araştırmada, spesifik olarak aşağıdaki sorulara cevap aranmaktadır:

(1) *Türk firmalarının finansal kırılğanlık düzeyleri ve finansman stratejileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmakta mıdır?*

(2) *Türkiye’de faaliyet gösteren finansal açıdan kırılğan firmalar ile güçlü firmaların finansman stratejilerindeki farklılık istatistiksel olarak anlamlı mıdır?*

III.c. Analiz Tekniği

Araştırma sorularına yanıt ararken, sorunun niteliğine bağlı olarak farklı teknikler kullanılmaktadır. Tek değişkenli analiz yöntemlerinden t-test (parametrik) ve Mann-Whitney testinin yanı sıra çok değişkenli analiz yöntemlerinden lojistik regresyon ve çoklu regresyon kullanılan yöntemlerdir.

Veriler İMKB’nin internet sitesinden temin edilmiştir. Örneklemi oluşturan şirketlerin finansal tabloları ve tabloların ekleri kullanılmıştır. Tabloların eklerinden, yabancı para cinsinden borç ve alacakları hesaplarken faydalanılmıştır. Veri-

lerin analizi “SPSS 11.0” paket programının yardımıyla gerçekleştirilmiştir.

III.d. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Araştırmada yer alan değişkenler tablo 3’te yer almaktadır.

IV. Araştırmanın Sonuçları

Çalışmanın bu bölümünde yapılan analizlerin sonuçları tartışılacaktır. Analiz süreci ve sonuçlar tablolarda özetlenmektedir (tablo 4, tablo 5, tablo 6).

Kullanılan değişkenlerin ortalamalarının yıllar itibariyle değişimi izlendiğinde aşağıdaki saptamalar yapılabilir³:

Her iki örneklem için değişken ortalamalarının yıllar itibariyle dağılımı genelde aynı seyretse de, üç değişkende örneklem arası farklılık gözlenmektedir. 1. örneklem incelendiğinde, yabancı para cinsinden toplam varlıkların toplam borçlara oranı ile yabancı para cinsinden toplam borçların toplam borçlara oranında 2000’den 2001’e genel bir artış tespit edilmekte, 2. örneklemde ise sözkonusu oranlarda genel bir artış veya azalış gözlenmemektedir. Öte yandan, 2. örneklemde, finansal giderlerin faiz ve vergi öncesi kara oranında 2000’den 2001’e bir artış sözkonusudur. 1. örneklemdeki firmaların, 2. örneklemdeki firmalardan daha fazla ihracat ağırlıklı çalıştıkları ve yurtdışından ve/veya ülke içinden yabancı para cinsinden borçlandıkları ifade edilebilir. 2000’den 2001’e yabancı para cinsinden toplam varlıkların toplam borçlara oranı ile yabancı para cinsinden toplam borçların toplam borçlara oranındaki artışın o dönemde yaşanan devalüasyondan kaynaklandığı söylenebilir. Devalüasyonun ihracatçı firmaların lehine bir durum yarattığı, ayrıca yabancı para cinsinden alacakların ve borçların bilanço üzerindeki değerle-

³ Bu bölümde, İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmalarla, toplam varlık kriterine göre seçilmiş, İstanbul Yaklaşımı kapsamında olmayan firmaların oluşturduğu örneklem, örneklem 1; İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmalarla, toplam satışlar kriterine göre seçilmiş, İstanbul Yaklaşımı kapsamında olmayan firmaların oluşturduğu örneklem, örneklem 2 olarak ifade edilmektedir.

rinin artışına sebep olduğu Pesenti ve Tille'in (2000) çalışmasında da belirtilmektedir. Öte yandan, 2. örnekleme, finansal giderlerin faiz ve vergi öncesi kara oranında 2000'den 2001'e gözlenen artışın, sözkonusu dönemde bu grupta bulunan firmaların faiz ve vergi öncesi karlarındaki azalıştan kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Dahası, 2000'den 2001'e faiz oranlarındaki artışın da finansal giderlerin faiz ve vergi öncesi kara oranında artışa sebep olabileceği düşünülebilir. Aynı dönemde finansal giderlerin toplam borçlara oranındaki artış da faiz oranlarındaki artışın bir sonucu olarak yorumlanabilir.

2. örneklem dahilinde, İstanbul yaklaşımı kapsamına alınan firmalarda, kapsama alınmayan firmalara göre kısa vadeli borçların toplam borçlara oranının daha düşük, yurtdışı satışların toplam satışlara oranının ise daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Sözkonusu bulgu, İstanbul yaklaşımı kapsamına alınan firmaların, ihracata yönelik çalışan firmalar olduğunu ve uzun vadeli yatırım yaptıklarını düşündürmektedir.

Yapılan analizlerin sonuçları, Bris ve Koskinen (2002) ve Bris, Koskinen ve Pons-Sanz'ın (2002), "sabit kur rejimi uygulanan ülkelerde devalüasyon sonrasında şirketlerin kaldıraç oranları artmaktadır" savını doğrular niteliktedir. Şubat 2001'de Türk Lirası'nın değer kaybetmesinden dolayı, 2000'den 2001'e şirketlerin toplam borçlarının toplam aktiflere oranında genel bir artış eğilimi olduğu belirlenmiştir. Bu sonuç her iki örneklem için de geçerlidir. Bu durumun devalüasyon sonrasında şirketlerin bilançolarında bulunan yabancı para cinsinden borçlarının Türk Lirası karşılıklarının artmasından kaynaklandığı söylenebilir.

Literatür araştırmalarının sonuçları, genelde şirketlerin kaldıraç etkisinden 10%-20% oranında kazanç sağladıklarını göstermektedir (Copeland ve Weston, 1992, p:536). Ancak, iflas maliyetlerinin, sermaye maliyetini ve borcun risk düzeyini artırdığı da yapılan araştırmalarda ifade edilmektedir. Bu çalışmada yapılan t-test, Mann-Whitney testi, lojistik regresyon ve çoklu regresyon sonuçları literatürdeki çalışma-

ları doğrular niteliktedir. T-test sonuçlarına göre İstanbul yaklaşımı kapsamındaki firmaların toplam borçlarının toplam varlıklarına oranı daha yüksektir. Lojistik regresyon sonuçlarına göre de bu orandaki artış, şirketin başarılı olma düzeyini azaltmaktadır. Son olarak, çoklu regresyon sonuçlarına göre de, bu oranla şirketin aktif karlılığı arasında negatif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bu sonuç her iki örneklem için de geçerlidir.

Finansman giderlerinin toplam borçlara oranı, firmanın risk düzeyi ve özsermaye karlılığını yorumlarken dikkate alınması gereken bir orandır. Firmanın aktifleri borçla finanse etme oranı arttıkça, firmanın risk düzeyi, dolayısıyla risk primi artacaktır. Özsermaye karlılığına gelince, bir firmanın kaldıraç oranı, yani toplam borç / toplam varlık oranı artarken özsermaye karlılığı da artacak, ancak aynı zamanda riski de yükselecektir. 1. örneklem üzerinde yapılan analizler teoriyi doğrular niteliktedir. Finansman giderlerinin toplam borçlara oranı İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmalarda daha yüksektir ve bu oran arttıkça bir firmanın başarılı olma olasılığı azalmaktadır. Bunun yanı sıra, finansman giderlerinin toplam borçlara oranı ile brüt satış karının toplam aktiflere oranı arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Aslında özsermaye karlılığı ile arasında pozitif ilişki olması beklenen finansman giderlerinin toplam borçlara oranının aktif karlılığı ile pozitif yönlü ilişkisini şöyle açıklayabiliriz: Kriz dönemlerinde aşırı borç yükü altında kalan firmalar, varlıklarını sürdürebilme güdüsüyle, kar marjlarını yükseltme yolunu tercih etmektedirler.

Türkiye'de, 1994 krizinin ardından, bankacılık sektöründeki likidite krizini önlemek adına "mevduata 100% devlet güvencesi" uygulaması getirilmişti. Asya ülkelerinde yaşanan kriz öncesinde de pekçok Asya ülkesinde bu uygulama, resmi veya gayriresmi olarak mevcuttu. Asya ülkeleri ile Türkiye'nin bir başka benzer yönü de kriz öncesinde firmalarının yüksek düzeyde kur riskine maruz olmalarıydı. Türk firmalarının pekçoğunun kur riskine maruz kalma durumu, yabancı para cin-

sinden borçlanmadan kaynaklanmaktaydı. Pekçok Asya ülkesinde yaşanan durumun benzeri Türkiye’de de yaşandı. Borçların dolarizasyonu, Şubat 2001 krizi sonrasında şirket bilançolarının bozulmasına sebep oldu. Bu çalışmada yapılan analizler de bu durumu desteklemektedir. Her iki örnekte de yabancı para cinsinden toplam varlıklarla yabancı para cinsinden toplam borçların arasındaki farkın toplam varlıklara oranı İstanbul Yaklaşımı kapsamına alınan firmalarda daha yüksektir. Altıncı ve yedinci değişkenlere ilişkin sonuçlar da bu sonucu destekler niteliktedir. Yabancı para cinsinden toplam varlıkların toplam borçlara oranı İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmalarda daha düşüktür ve bu oran arttıkça firmanın başarılı olma olasılığı yükselmektedir. Öte yandan, yabancı para cinsinden toplam borçların toplam borçlara oranı İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmalarda daha yüksektir ve bu oranın artışı, firmanın başarılı olma olasılığını düşürmektedir. Bu sonuçlar her iki örneklem için de geçerlidir. Her iki örneklem için geçerli olan bir başka bulgu da, yabancı para cinsinden varlıkların toplam borçlara oranındaki artışın net karın toplam varlıklara oranında artışa; yabancı para cinsinden borçların toplam borçlara oranındaki artışın da brüt karın toplam aktiflere oranında azalışa sebep olduğudur.

Analiz sonuçlarından bir diğeri de yurtdışı satışların toplam satışlara oranı arttıkça, firmanın başarılı olma olasılığının azaldığıdır. Teorik olarak devalüasyonun ihracatçı firmaları olumlu yönde etkiliyor olması gerekse de, bizim örneklemimizdeki başarısız firmalar, yani İstanbul Yaklaşımı kapsamına alınan firmalar, ihracat ağırlıklı çalışmalarına rağmen yüksek düzeyde yabancı para cinsinden borç yükü altında daydılar (Sarıkamış, Kalkan, Memiş & Yolalan, 2003). Dahası, bu firmaların kullanmış oldukları yabancı para cinsinden borçları genelde kısa vadeli olmakla beraber, bu borçlar genelde uzun vadeli yatırımlarda kullanılmaktaydı. Borçların vadelerinin kısa olmasında, araştırmanın içerdiği dönemdeki ülkenin makroekonomik durumu rol oynamaktaydı (The Banks Association of Turkey, 2001). Bankaların

fonlama vadelerinin kısa olması, uzun vadeli kredi vermelerini zorlaştırmaktaydı. Sonuçta, İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmaları, kur riskine maruz olma durumu açısından “negatif” veya “pozitif” olarak değerlendirmemiz mümkün olmamaktadır. Sözkonusu firmalar ihracat ağırlıklı çalışmakla beraber, yabancı para cinsinden borç yükü altında olmalarından dolayı, kur riskine maruz olma durumları hem “negatif”, hem de “pozitif” olarak değerlendirilebilir.

Sonuç

Bu çalışmada, İstanbul Yaklaşımı kapsamına alınan firmalarla, aynı sektörlerde faaliyet gösterip kapsama alınmayan firmalar arasında “finansman stratejileri” açısından bir karşılaştırma yapılmıştır. Araştırmanın sonuçları incelendiğinde, çalışmanın başında ifade edildiği gibi, makroekonomik göstergeler dışında birtakım mikro faktörlerin, bir başka deyişle, şirket içi politikaların finansal krizlerle bağlantısı olduğu görülmektedir. Kriz öncesinde izlenen farklı finansal politikalar, krizle birlikte bazı firmaların zor duruma düşmelerine sebep olurken, diğerlerinin krizin etkilerini daha az hissetmelerini sağlamaktadır.

Araştırma sonuçları, şirketlerin finansal kırılganlık düzeyini artıran en önemli unsurların, yüksek düzeyde borçlanma, yüksek faiz oranları ile borçlanma ve yüksek düzeyde yabancı para cinsinden açık pozisyon olduğunu göstermiştir. Bu bulgulardan ilk ikisi, finans teorisinin en temel önermelerinden olan, “kaldıraç oranının çok yüksek olması kredi verenlerin emniyet payını daraltıp daha yüksek faizler istemelerine yol açar” (Bolak, 2000) önermesini doğrular niteliktedir. Yabancı para cinsinden açık pozisyonun, firmaların finansal krizlerden etkilenme düzeylerinde rol oynaması ise, tamamen maruz kalınan krizin niteliği, firmanın açık pozisyonunun düzeyi ve firmanın alış ve satışlarının niteliği ile bağlantılıdır. Araştırma kapsamında ele alınan İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmaların genelde ihracat ağırlıklı çalışıyor olmaları 2001 Şubat krizinde yaşanan devalüasyondan olumlu etkilen-

miş olmaları gerektiğini düşündürürken, sözkonusu firmaların aynı zamanda aşırı düzeyde yabancı para cinsinden borç yükü altında olmaları devalüasyonun muhtemel olumlu etkisini olumsuzla çevirmiştir. Özetle, sık sık krizlere maruz kalan ülkelerde gerek reel, gerekse finansal sektörde faaliyet gösteren firmaların aldıkları riskleri nasıl yönettikleri, karşılaştıkları krizlerden ne ölçüde etkileneceklerini de belirleyecektir.

Kaynakça

Aghion, P., Bachetta, P., Banerjee, A. (2001). Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints. *European Economic Review*, 45. 1121-1150.

Bolak, M. (2000). *İşletme Finansı*. Birsen Yayınevi, İstanbul.

Bris, A. & Koskinen, Y. (2002). Corporate Leverage and Currency Crises. *Journal of Financial Economics*, 63. 275-310.

Bris, A., Koskinen, Y. & Pons-Sanz, V. (2002). Corporate Financial Policies and Performance Around Currency Crises. Yale ICF Working Paper 00-61, http://ssrn.com/abstract_id=288430.

Copeland, T. E. & Weston, J. F. (1992). *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley, Third Edition.

Corsetti, G., Pesenti, P. & Roubini, N. (1999a). What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Japan and the World Economy. 11(3), 305-373.

Ertuna, Ö. (2001), "Short-term Capital Mobility and Crises: Asymmetric Risk and Return", *Boğaziçi Journal*, Vol:15, No:2, pp:49-58

Ghose, A. K. (2004). Capital Inflows and Investment in Developing Countries. *Employment Strategy Papers*. 2004/11.

Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11(3). 311-325.

Pesenti, P. & Tille, C. (2000). The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, September.

Sarıkamış, C., Kalkan, S., Memiş, A. & Yolalan, R. (2003). İstanbul Yaklaşımı ve Bankacılık Uygulamaları. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 19. (MUFAD Yuvarlak Masa Toplantısı), 92-107.

TABLOLAR

Tablo 1: Döviz Kurları ve Faiz Oranları (1991-1994)

	1991	1992	1993	1994
Faiz Oranları (yıllık basit ortalama, %)				
Devlet tahvili	72,1	75,4	85,0	137,0
Hazine bonusu (3 ay vadeli)	87,0	96,0	86,0	170,0
Döviz Kurları				
Amerikan Doları (yıllık ortalama)	4170	6888	10986	29670
Amerikan Doları (aralık ayı itibariyle yıllık ortalama değişim, %)	73	68	63	170
Alman Markı (yıllık ortalama)	2509	4418	6627	18474
Alman Markı (aralık ayı itibariyle yıllık ortalama değişim, %)	55	74	52	192
(* Yabancı sermayenin reel getirisi (%))	20,65	12,64	22,37	-7,53

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği (1998), "Banks in Turkey", p:vii

(*): "Hazine bonusu faiz oranları" ve "TL/Alman Markı'ndaki yükseliş" arasındaki ilişki kullanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 2: Sürdürülemez Politika

Yüksek düzeyde enflasyon	Sürdürülemez politika
↓	
Enflasyonla mücadelede kurun gizli çapa olarak kullanımı	
↓	
Ulusal paranın aşırı değerlenmesi	
↓	
İthalatta artış, ihracatta azalış	
↓	
Dış ticaret açığında artış	
↓	
Kamu kesiminin borçlanma düzeyinde artış	
↓	
Yurtiçinde faiz oranlarında artış	
↓	

Kaynak: Ertuna (2001)

Tablo 3: Araştırmada Kullanılan Değişkenler

FİNANSAL KIRILGANLIĞI İFADE EDEN DEĞİŞKENLER	
NİTELİK	DEĞİŞKENLER
Finansal kırılma	Y: (kukla değişken) 0= İstanbul yaklaşımı kapsamında değil 1= İstanbul yaklaşımı kapsamında Y': aktif karlılığı (yalnızca çoklu regresyon yöntemini kullanırken) Özsermaye karlılığı (yalnızca çoklu regresyon yöntemini kullanırken)
FİNANSAL KIRILGANLIĞI AÇIKLAYAN DEĞİŞKENLER	
NİTELİK	DEĞİŞKENLER
Standart borçlanma oranları	X1 : (Kısa vadeli borçlar) / (Toplam borçlar)
	X2 : (Toplam borçlar) / (Toplam varlıklar)
	X3 : (Finansal giderler) / (Toplam borçlar)
	X4 : (Finansal giderler) / (Faiz ve vergi öncesi kar)
"Kur riski" değişkenleri	X5: (Yabancı para cinsinden toplam varlıklar - Yabancı para cinsinden toplam borçlar) / (Toplam varlıklar)
	X6 : (Yabancı para cinsinden toplam varlıklar) / (Toplam borçlar)
	X7 : (Yabancı para cinsinden toplam borçlar) / (Toplam borçlar)
	X8: (Yurtdışı satışlar) / (Toplam satışlar)
Kontrol değişkenler (çoklu regresyon kullanırken "yıl" etkisini ölçmek için)	YIL 1999: 1999 yılı için "1", diğer yıllar için "0"
	YIL 2000: 2000 yılı için "1", diğer yıllar için "0"
	YIL 2001: 2001 yılı için "1", diğer yıllar için "0"
	YIL 2002: 2002 yılı için "1", diğer yıllar için "0"

Tablo 4: Analiz Süreci

ARAŞTIRMA SORUSU	<i>Türkiye'de faaliyet gösteren finansal açıdan kırılma firmalar ile güçlü firmaların finansman stratejilerindeki farklılık istatistiksel olarak anlamlı mıdır?</i>	<i>Türk firmalarının finansal kırılma düzeyleri ve finansman stratejileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmakta mıdır?</i>			
ÖRNEKLEM	<i>Birinci alt grup: İstanbul yaklaşımı kapsamındaki firmalar İkinci alt grup: İstanbul yaklaşımı kapsamında olmayan firmalar</i>				
KULLANILAN ANALİZ YÖNTEMİ	<i>t-test ve Mann-Whitney test</i> birinci ve ikinci alt grupların ortalamalarını karşılaştırabilmek için	<i>Lojistik regresyon</i>		<i>Çoklu doğrusal regresyon</i>	
KULLANILAN DEĞİŞKENLER	X1, X2, X3, X4, X5, X6, X7, X8	<u>bağımlı değişken</u> Y: (kukla değişken)	<u>bağımsız değişkenler</u> X1, X2, X3, X4, X5, X6, X7, X8	<u>bağımlı değişkenler</u> ROE1 ⁴ , ROE2 ⁵ , ROA1 ⁶ , ROA2 ⁷	<u>Bağımsız değişkenler</u> X1, X2, X3, X4, X5, X6, X7, X8, "YIL" kontrol değişkeni

Tablo 5: İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmalarla, toplam varlık kriterine göre seçilmiş,

⁴ "özsermaye karlılığı" (brüt karın özsermayeye oranı)

⁵ "özsermaye karlılığı" (net karın özsermayeye oranı)

⁶ "aktif karlılığı" (brüt karın toplam aktiflere oranı)

⁷ "aktif karlılığı" (net karın toplam aktiflere oranı)

İstanbul Yaklaşımı kapsamında olmayan firmaların karşılaştırmalı analiz sonuçları

FINANSAL KIRILGANLIĞI AÇIKLAYAN DEĞİŞKENLER	TANIMLAYICI İSTATİSTİK (ortalama) SONUÇLARI 1999'dan 2002'ye değişim	<i>t-test ve Mann-Whitney testinin ortak sonuçları</i>	"LOJİSTİK REGRESYON" SONUÇLARI	"ÇOKLU REGRESYON" SONUÇLARI			
				ROE1 üzerine etkisi	ROE2 üzerine etkisi	ROA1 üzerine etkisi	ROA2 üzerine etkisi
X1 : (Kısa vadeli borçlar) / (Toplam borçlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	anlamlılık düzeyi açısından çelişkili sonuçlar saptandı	ilişki saptanamadı	etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
X2 : (Toplam borçlar) / (Toplam varlıklar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	finansal açıdan kırılgan firmalarda daha yüksek	X2 nin artmasıyla başarılı olma olasılığı düşüyor -6,719 <0,01	etkisiz	etkisiz	negatif -7,354E-02 <0,01	negatif -0,684 <0,01
X3 : (Finansal giderler) / (Toplam borçlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 1999'dan 2000'e ve 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	finansal açıdan kırılgan firmalarda daha yüksek	X3 ün artmasıyla başarılı olma olasılığı düşüyor -2,130 <0,10	etkisiz	etkisiz	pozitif 0,320 <0,01	etkisiz
X4 : (Finansal giderler) / (Faiz ve vergi öncesi kar)	genel bir eğilim saptanamadı	finansal açıdan kırılgan firmalarda daha yüksek	ilişki saptanamadı	etkisiz	etkisiz	etkisiz	negatif -3,927E-04 <0,01
X5 : (Yabancı para cinsinden toplam varlıklar - Yabancı para cinsinden toplam borçlar) / (Toplam varlıklar)	genel bir eğilim saptanamadı	finansal açıdan kırılgan firmalarda daha yüksek	X5 in artmasıyla başarılı olma olasılığı düşüyor -4,786 <0,05	etkisiz	etkisiz	etkisiz	negatif -0,222 <0,01
X6 : (Yabancı para cinsinden toplam varlıklar) / (Toplam borçlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu	finansal açıdan kırılgan firmalarda daha düşük	X6 in artmasıyla başarılı olma olasılığı artıyor 5,226 <0,01	etkisiz	etkisiz	etkisiz	pozitif 0,132 <0,01
X7 : (Yabancı para cinsinden toplam borçlar) / (Toplam borçlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu	finansal açıdan kırılgan firmalarda daha yüksek	X7 nin artmasıyla başarılı olma olasılığı düşüyor -4,699 <0,05	etkisiz	etkisiz	negatif -0,277 <0,01	etkisiz
X8 : (Yurtdışı satışlar) / (Toplam satışlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 1999'dan 2000'e ve 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	anlamlı farklılık gözlenmedi	ilişki saptanamadı	pozitif 4,254 <0,05	etkisiz	etkisiz	etkisiz
YIL 1999				etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
YIL 2000				etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
YIL 2001				etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
YIL 2002				etkisiz	etkisiz	etkisiz	pozitif

Tablo 6: İstanbul Yaklaşımı kapsamındaki firmalarla, toplam satışlar kriterine göre seçilmiş,

İstanbul Yaklaşımı kapsamında olmayan firmaların karşılaştırmalı analiz sonuçları

FİNANSAL KIRILGANLIĞI AÇIKLAYAN DEĞİŞKENLER	TANIMLAYICI İSTATİSTİK (ortalama) SONUÇLARI 1999'dan 2002'ye değişim	<i>t-test ve Mann-Whitney testinin ortak sonuçları</i>	"LOJİSTİK REGRESYON" SONUÇLARI	"ÇOKLU REGRESYON" SONUÇLARI			
				ROE1 üzerine etkisi	ROE2 üzerine etkisi	ROA1 üzerine etkisi	ROA2 üzerine etkisi
X1 : (Kısa vadeli borçlar) / (Toplam borçlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	finansal açıdan kırılğan firmalarda daha düşük	ilişki saptanamadı	etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
X2 : (Toplam borçlar) / (Toplam varlıklar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	finansal açıdan kırılğan firmalarda daha yüksek	X2 nin artmasıyla başarılı olma olasılığı düşüyor -2,998 <0,01	etkisiz	etkisiz	etkisiz	negatif -0,659 <0,01
X3 : (Finansal giderler) / (Toplam borçlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 1999'dan 2000'e ve 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	anlamlılık düzeyi açısından çelişkili sonuçlar saptandı	ilişki saptanamadı	etkisiz	etkisiz	pozitif 0,163 <0,05	etkisiz
X4 : (Finansal giderler) / (Faiz ve vergi öncesi kar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu	finansal açıdan kırılğan firmalarda daha yüksek	ilişki saptanamadı	etkisiz	etkisiz	etkisiz	negatif -3,812E-04 <0,01
X5 : (Yabancı para cinsinden toplam varlıklar - Yabancı para cinsinden toplam borçlar) / (Toplam varlıklar)	genel bir eğilim saptanamadı	finansal açıdan kırılğan firmalarda daha yüksek	ilişki saptanamadı	etkisiz	etkisiz	pozitif 6,590E-02 <0,01	negatif -0,211 <0,01
X6 : (Yabancı para cinsinden toplam varlıklar) / (Toplam borçlar)	genel bir eğilim saptanamadı	finansal açıdan kırılğan firmalarda daha düşük	X6 in artmasıyla başarılı olma olasılığı artıyor 3,060 <0,01	etkisiz	etkisiz	etkisiz	pozitif 0,137 <0,05
X7 : (Yabancı para cinsinden toplam borçlar) / (Toplam borçlar)	genel bir eğilim saptanamadı	finansal açıdan kırılğan firmalarda daha yüksek	X7 nin artmasıyla başarılı olma olasılığı düşüyor -3,168 <0,01	etkisiz	etkisiz	negatif -0,208 <0,01	etkisiz
X8 : (Yurtdışı satışlar) / (Toplam satışlar)	2000'den 2001'e genel bir artış sözkonusu 1999'dan 2000'e ve 2001'den 2002'ye genel bir azalış sözkonusu	finansal açıdan kırılğan firmalarda daha yüksek	X8 in artmasıyla başarılı olma olasılığı düşüyor -1,235 <0,10	etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
YIL 1999				etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
YIL 2000				etkisiz	etkisiz	etkisiz	pozitif
YIL 2001				etkisiz	etkisiz	etkisiz	etkisiz
YIL 2002				etkisiz	etkisiz	etkisiz	pozitif