

Türkiye’de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı

Ocak 2015

Bengü ALP
Cihan YALÇIN

© Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2015

Adres:
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İdare Merkezi
Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü
İstiklal Caddesi No: 10
Ulus, 06100 Ankara, Türkiye

Telefon:
+90 312 507 54 02

Faks:
+90 312 507 57 33

Burada yer alan görüşler yazarlarına ait olup Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının görüşlerini yansıtmamaktadır. Tebliğler hakem değerlendirmesi sürecinden geçmektedir. Hakemlik süreci Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü tarafından yönetilmektedir.

Türkiye’de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı

Bengü Alp^a

Cihan Yalçın^b

Özet

2001 yılında yaşanan kriz sonrasında uygulanmaya konan esnek döviz kuru rejiminin de etkisiyle özellikle yabancı para (YP) cinsinden geliri sınırlı olan şirketler kur riskinden kaçınmak için YP cinsi borçlarının toplam borçları içindeki paylarını (borç dolarizasyon oranı) düşürmüşlerdir. Buna karşın, uluslararası karşılaştırma yapıldığında, Türkiye’deki reel sektör firmalarının, borç dolarizasyon oranları halen oldukça yüksek düzeylerde seyretmektedir. Kriz sonrası dönemde, genel olarak firmaların YP cinsinden borçlanma oranları düşerken, söz konusu borçlanmaların vadesi uzamaya devam etmiştir. Bu gelişmeler sonucu, şirket bilançolarının taşıdığı kırılabilirlik belirli ölçülerde azalma kaydetmiştir. Dolayısıyla iç ve dış talepteki belirgin daralmaya karşın, 2008-2009 küresel krizinin şirketler üzerindeki etkileri dış talebin güçlü seyrettiği 2001 krizine oranla daha sınırlı olmuştur. 1996-2010 dönemine ait TCMB Şirket Bilançoları verileri ve dinamik panel yöntemi (GMM) kullanılarak yapılan tahminler, borç dolarizasyonunun genel olarak şirketlerin satış ve istihdam büyümelerini olumlu yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Bu bulgu, Türkiye’deki şirketlerin genel olarak Türk lirası cinsinden borçlanma kısıtı altında olduklarını, söz konusu kısıtın YP cinsinden borçlanarak aşılabilirliklerine işaret etmektedir. Diğer taraftan, özellikle düşük ihracat ve yüksek borç dolarizasyon oranlarına sahip şirketlerde borç dolarizasyonunun şirketlerin büyümesini olumsuz yönde etkilediği de tahmin edilmiştir. Sonuç olarak, yapılan analiz, şirketlerin ihracatlarını artırmaları yoluyla karşı karşıya kaldıkları finansal kısıtlarını sınırlayabildiklerini ve dolayısıyla büyüme performanslarını artırdıklarını ortaya koymaktadır. Buna karşın, özellikle kriz dönemlerinde yüksek borç dolarizasyonuna sahip şirketlerin net kar marjlarında belirgin düşüşlerin olduğu, dolayısıyla “bilanço kanalı” kaynaklı olarak şirketlerin faaliyetlerini olumsuz yönde etkilediği de gözlenmiştir.

Anahtar kelimeler: borç dolarizasyonu, şirket büyümesi, finansal kısıt, kriz, panel veri

JEL Kodları: L11,D21, G32,E32, C23

1. Giriş

Türkiye’de finansal olmayan şirketlerin (reel sektörün) kaynak yaratması (retained earnings) ve söz konusu kaynakları yatırımlara yönlendirmeleri gerek şirketlerin büyümesi gerekse de ulusal gelirin büyümesi açısından ekonominin temel önceliklerinden birisidir. Türkiye’de ortalama şirket karlılığı (iç kaynak yaratma potansiyeli) benzer birçok ülkedeki şirketlere

Yazarlar, 25-26 Nisan 2013 tarihlerinde ODTÜ Kuzey Kıbrıs Kampüs’ünde düzenlenen Türkiye Ekonomisi Çalıştayı’nda ve Econ-Anadolu 2013 Konferansı’nda soru soran katılımcılara teşekkür eder. Ayrıca, borç dolarizasyonunun belirleyicileri bölümüne yaptığı katkılardan dolayı Prof.Dr. Erdal Özmen’e teşekkürü borç biliriz.

Bu çalışmada yer alan görüş ve değerlendirmeler yazarlara ait olup, doğrudan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve/veya çalışanlarının görüşlerini yansıtmaz.

^aTürkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İstatistik Genel Müdürlüğü.

^bTürkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü. İletişim kurulacak yazar: Cihan Yalçın, TCMB İdare Merkezi, İstiklal Caddesi, No.10, Ulus / Ankara.

E-posta: cihan.yalcin@tcmb.gov.tr.

oranla daha düşüktür (Saygın, Özmen ve Yalçın; 2012). Bu durum, Türkiye’de şirket içi kaynakları kullanmak suretiyle şirketlerin yatırım yapmalarını ve büyüyebilmelerini sınırlandırmakta, dolayısıyla büyüyebilmek için dış kaynak (external finance) gereksinimi ortaya çıkartmaktadır.

Bu çerçevede, başta bankalar olmak üzere finansal sistemin şirketlerin büyümesini destekleyici yönde finansman seçenekleri sunabilmesi şirket büyümeleri açısından hayati önemdedir. Ancak, yurt içi tasarrufların düşük olduğu ve büyümeyi destekleyici yatırımları finanse edebilecek yerli para cinsinden alternatif finansal araçların yeterince mevcut olmadığı Türkiye’de, özellikle KOBİ’ler finansal kısıtlarla karşı karşıya kalmakta ve büyüme performansları sınırlı olmaktadır. Ekonomi literatürü finansal kısıt altında olan şirketlerin daha az yatırım yaptıklarına ilişkin zengin teorik ve ampirik bulgular sunmaktadır (Fazzari, Hubbard ve Peterson, 1988 ve 2000).

Türkiye’de yurt içinde finansal sistemin yerli para cinsinden sunduğu kaynakların sınırlı olması ve “dış kaynak priminin” yüksek seyretmesi güvenilirliği yüksek olan ve/veya büyük şirketleri yabancı para (YP) cinsinden borçlanmaya yöneltmiştir.² Diğer yandan, kaynak ihtiyacına en fazla ihtiyaç duyan şirketler (daha ziyade küçük ve orta ölçekli şirketler) ise bu imkândan (YP cinsinden borçlanma) yeterince yararlanamamış ve bankacılık sisteminin yüksek dış kaynak primleriyle karşı karşıya kalmışlardır. Nitekim YP cinsi borçların toplam borçlar içindeki payı (söz konusu pay çalışmanın geri kalanında **borç dolarizasyon oranı** olarak ifade edilmiştir), Türkiye’de küçük ve orta ölçekli işletmelerde (KOBİ) büyük şirketlere oranla düşük kalmış ve bu işletmelere uygulanan kredi faiz oranları (gerek YP gerek yerli para cinsi kredilerde) büyük şirketlere uygulanan kredi faiz oranlarının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir (TCMB RESİM Projesi, 2013-2014).³

Türkiye’deki finansal sistemin şirketlerin ihtiyaç duyduğu kaynakları yeterince sağlayamaması iki önemli sorunu gündeme getirmiştir. Birinci olarak, yenileşmenin motoru olan KOBİ’lerin yeterli finansman kaynaklarına erişememeleri ve yeterince istihdam yaratamamaları dolayısıyla ülkenin büyüme potansiyelinin etkili olarak kullanılamamasıdır

² Yabancı ortaklığı olan, ihracatçı, teminat gösterilebilecek varlıklara sahip olan ve kurumsal olarak bu imkânları kullanma kapasitesi olan şirketler YP cinsi kredilere düşük maliyetlerde ulaşabildiği şirketlerle yapılan yüz yüze görüşmelerle ortaya konmuştur (Saygılı, Cihan, Yalçın ve Hamsici (2010) çalışmasına temel teşkil eden anket bu konuda ayrıntılı bilgiler sunmaktadır).

³ Şirketlere uygulanan kredi faiz oranlarına ilişkin bilgiler iki kaynaktan elde edilmiştir. Birinci olarak, TCMB Reel Sektöre İktisadi Mercek (RESİM) Projesi çerçevesinde finansal olmayan şirketlerle yapılan yüz yüze görüşmelerde Türk lirası ve YP cinsinden kredi faiz oranlarına ilişkin derlenen bilgidir. İkinci olarak, TCMB Ödemeler Dengesi İstatistikleri çerçevesinde YP cinsinden yurt dışından borçlanan şirketlerin kredi faiz oranları bilgisidir.

(Dünya Bankası, 2010). İkinci olarak, yerli para cinsinden sınırlı finansman kaynaklarının olması ve dolayısıyla başta büyük şirketler olmak üzere YP cinsinden yüksek düzeylerde borçlanmaları sonucunda ekonominin sermaye akımlarındaki ani duruşlarında oluşabilecek kur şoklarına karşı olan duyarlılığının artmasıdır.

Bu makale, öncelikle TCMB Sektör Bilançoları Çalışması içinde yer alan finansal olmayan şirketlerin borç dolarizasyonunun (YP cinsindeki borçların toplam borçlara oranı) şirketlerin satış ve istihdam büyümeleriyle olan etkileşimini analiz etmektedir. Ayrıca, şirketlerin borç dolarizasyon oranının belirleyicilerine ilişkin de deneysel (ampirik) analize makalede yer verilmektedir. Yukarıda yapılan tartışma temel alındığında, YP cinsinden borçlanma imkânına sahip şirketlerin normal zamanlarda finansal kısıtlarının ortadan kalkması suretiyle daha yüksek oranda büyümeleri beklenebilir. Buna karşın, dışsal şoklara bağlı olarak dış sermaye girişlerinde ortaya çıkabilecek bir duraksama ve sermaye çıkışı (sudden stop ve capital reversal) bilanço kanalıyla net YP pozisyon açığı olan şirketlerin faaliyetlerini olumsuz etkileme olasılığı da bulunmaktadır.

Literatürde borç dolarizasyonu ile ilgili olarak şirketlerin büyüme performansını etkileyen iki faktör öne çıkmaktadır. Birinci olarak, yurt içi kaynakların sınırlı olduğu bir ortamda, şirketlerin YP cinsi kaynaklara erişimine sahip olmaları şirketlerin büyümesini olumlu yönde etkilemektedir. Söz konusu erişimin daha ziyade büyük, yabancı ortaklığı olan şirketler için geçerli olduğu gözlenmektedir. Bazı şirketlerin YP cinsinden borçlanmaları ve yurt içi bankalardan daha az kaynak talep etmeleri kaynak ihtiyacı içinde olan diğer ekonomik birimlere veya şirketlere kullandırılacak kaynak arzını da artırmaktadır. Nitekim Türkiye’de son yıllarda KOBİ’lerin ve tüketici kesiminin bankacılık sisteminden kullandıkları kaynak miktarı hızla büyümüştür.⁴ İkinci olarak ekonomik birimlerin YP cinsi borç stoklarının büyümesi ve yüksek ithal girdi kullanmaları özellikle bilanço kanalıyla ekonominin kırılganlığını artırmakta, bağımsız bir para ve kur politikasının oluşturulmasını sınırlandırmaktadır.⁵ Bir birine zıt yönde hareket eden bu iki kanalın etkisini test etmek açısından yüksek borç dolarizasyonunun şirketlerin büyüme dinamiklerine etkisi deneysel olarak araştırılmaya değer bir konudur.

⁴ BDDK, bankacılık kesiminin şirketlere verdiği kredileri şirket ölçeği bazında yayınlamaktadır.

⁵ Borç dolarizasyonunun gelişmekte olan ülke ekonomilerinin, küresel finansal şoklara ve ülke parasının ani ve yüksek reel değer kayıplarına karşı temel kırılganlık kaynaklarından biri olduğu ekonomi yazınında sıklıkla vurgulanmaktadır. Ülke parasının yüksek oranda değer yitirmesi, özellikle yurt içi üretime yönelik ve/veya yüksek oranda ithal girdi kullanan sektörlerde faaliyet gösteren kur riskine karşı korunmamış YP cinsinden borçlu şirketlerin bilançolarını olumsuz etkilemekte ve sektörler arası etkileşimler nedeniyle de tüm ekonomi daha kırılgan hale gelebilmektedir (Campa ve Goldberg, 1999).

Bu çerçevede, TCMB Sektör Bilançoları şirket verileri ve dinamik panel yöntemi kullanılarak yapılan tahminler, şirketlerdeki borç dolarizasyonun şirketlerin satış ve istihdam büyümelerini genel olarak olumlu yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Ancak, özellikle düşük ihracat oranına sahip şirketlerde borç dolarizasyonun şirketlerin satış ve istihdam büyümelerini olumsuz yönde etkilediği tahmin edilmiştir. Söz konusu etkinin kriz dönemlerinde daha da belirgin olduğu gözlenmiştir. Bulgular, şirketlerin ihracatlarını artırmaları yoluyla karşı karşıya kaldıkları finansal kısıtlarını sınırlayabildiklerini ve dolayısıyla büyüme performanslarını artırabildiklerini ima etmektedir.⁶ Buna karşın, yüksek borç dolarizasyona bağlı olarak şirketlerin net kar marjlarında önemli oranda dalgalanmaların ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Şirketlerin kur riskinden korunmak (hedging) için gerekli finansal araçları yaygın olarak kullanmamaları bu gelişmede etkili olmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde kısa bir yazın taraması verilmiştir. Türkiye’de finansal olmayan şirketlerin borç dolarizasyon oranındaki gelişim ve dolarizasyonun taşıdığı muhtemel riskler betimleyici istatistikler çerçevesinde üçüncü bölümde ortaya konulmuştur. Çalışmanın dördüncü bölümünde, finansal olmayan şirketlerin borç dolarizasyon oranlarının belirleyicileri ile borç dolarizasyonun şirketlerin satış ve istihdam büyümelerine olan etkisi ekonometrik yöntemler kullanılarak test edilmektedir. Burada şirketlerin ihracatçı olup olmamasına bağlı olarak borç dolarizasyonun şirket büyümesini önemli ölçüde etkileyebileceği hipotezi sınanmıştır. Çalışmanın son bölümünde temel bulgular değerlendirilmiştir.

2. Borç Dolarizasyonu: Kısa Literatür Taraması

Uluslararası ekonomi yazınının temel yaklaşımlarından olan Mundell-Fleming modelinde reel döviz kuru dışsal şoklar karşısında net ihracatı etkilemek suretiyle ekonomiyi denge noktasına getiren değişken olarak ele alınmaktadır. Bu yaklaşıma göre, reel döviz kuru endeksindeki düşüş (yerli paranın değer kaybetmesi) ekonomik ajanların finansal durumlarını etkilemeksizin net ihracatı artırmak suretiyle büyümeyi olumlu (genişletici yönde) etkileyebilmektedir.⁷ Ekonomideki sektörlerin borç dolarizasyonunu, YP açık pozisyonlarını ve ithal girdi bileşimini dikkate almayan bu yaklaşım, yerli paradaki belirgin değer

⁶ Bu çalışmada ihracat payının artmasının borç dolarizasyonunun attığı ve şirket büyümesinin bu kanaldan desteklendiği görüşü test edilmiştir. Literatürde yapılmış çalışma tespit edilmemekle birlikte nedensellik tersi yönde de olabilir: şirketler büyüyebildikleri için ihracata yöneldiği ve YP cinsi kaynaklara ulaşabildiği ileri sürülebilir. Nedenselliğin yönü araştırılmaya değer bir konu olup mevcut çalışmada ele alınmamıştır.

⁷ Yerli paradaki değer kayıplarının dış ticareti ve üretimi olumlu etkileyebilmesi için, sırasıyla Marshall-Lerner koşulunun geçerli olması ve ihracatçı sektörlerdeki üretim artışının diğer sektörlerdeki daralmadan fazla olması gerekmektedir. Mundell-Fleming modelinde, yerli paradaki değer kayıplarının, ihracatçı şirketlerin rekabet gücünü artırarak genişleyici olabildiği öngörülmektedir.

kayıplarının daraltıcı olabileceğini öngörememektedir. Özellikle borç dolarizasyonunun yaygın olduğu durumlarda, yerli paradaki değer kayıpları şirketlerin bilançolarını kur ve vade uyumsuzluğuna maruz bırakmak ve finansal harcamalarını artırmak (karlılıklarını düşürmek) suretiyle daraltıcı bir etkide bulunabilir. Devalüasyonlar, gelişmekte olan birçok ülkede, yüksek oranda reel gelir daralmasına ve borç miktarı ve servis maliyetinin reel olarak artmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda ekonomik istikrar bozulmuş dolayısıyla söz konusu standart yaklaşımın sorgulanması gündeme gelmiştir (Frankel, 2005, Bebcuk, 2006 ve Özmen ve Yalçın, 2007).⁸

Şirket düzeyinde borç dolarizasyonu, kur ve vade uyumsuzluğunun boyutunu, belirleyicilerini ve etkilerini anlamak, olası kırılganlıkların değerlendirilmesi açısından akademisyenlerin, politika yapıcılarının ve uluslararası finansal kuruluşların öncelikli inceleme konusu olmuştur. Sermaye piyasalarındaki aksaklıklar ile zayıf bilançoların bileşiminin dışsal şokların etkisini güçlendirdiği görüşü akademik çevrelerde genel kabul görmektedir.⁹ Özellikle, YP cinsinden pozisyon açığına sahip ekonomilerde döviz kurundaki oynaklık ve yerli paranın değer kaybı ekonomik faaliyetlerin olumsuz gidişatında belirleyici rol oynayabilmektedir. Mishkin (1999), Meksika ve Doğu Asya'daki YP cinsinden kısa vadeli borçlanmaların "kur krizinin bir finansal kriz haline gelmesinde etkili" olduğunu öne sürmektedir. Krugman (1999a) şirketlerin YP cinsinden aşırı olarak borçlanmalarını iki ekseninde değerlendirmektedir. Birincisi, dış sermaye girişlerindeki duruşun döviz kurunda sert düşüşe yol açması ve bunun bilanço kanalı yoluyla yurt içi yatırımları olumsuz etkilemesidir. İkincisi ise, ekonomik faaliyetlerdeki gerilemeye tepki olarak genişlemeci para politikasının uygulanması ve söz konusu politikanın yerli paranın değer kayıplarını daha da hızlandırması dolayısıyla bilanço krizini daha da derinleştirmesidir.

Birçok gelişmekte olan ülkede ekonomik birimler yerli para üzerinden uzun vadeli olarak borçlanamamakta ve dolayısıyla YP cinsinden borçlanmak durumunda kalmaktadır. Finansal olmayan şirketlerde borç dolarizasyonu, gelişmekte olan ekonomilerin küresel finansal şoklara, sermaye akımlarındaki ani duruşlara veya çıkışlara ve bunların sonucundaki ülke

⁸ Bleakley ve Cowan (2008) Latin Amerika ve Asya ülkelerinde yaptıkları çalışmalarında yerli paradaki değer kayıplarının daraltıcı olmasının, YP borcunun olumsuz net değer etkilerinin geleneksel rekabetçi yararlarından yüksek olmasıyla ilgili olduğunu göstermektedirler.

⁹ Modigliani-Miller teoreminin öngörüsünün aksine, finansal şoklar şirketlerin, bankaların, hane halkının bilançolarını etkileyebilmektedir. Finansal krizlere bilanço yaklaşımı ekonominin temel sektörlerinin bilanço yapılarına özellikle dikkati çekmekte, bu çerçevede bir ekonomideki kamu, reel sektör, finans, hane halkı sektörlerindeki kırılganlıkların birbirinden bağımsız olmadığını ileri sürmektedir (Krugman, 1999a; Cespedes, Chang ve Velasco, 2000; Gertler, Gilchrist ve Natalucci, 2007; Aghion, Bacchetta ve Banerjee, 2001; Allen ve diğerleri, 2002).

parasının yüksek oranda değer yitirmesine karşı temel kırılabilirlik kaynaklarından biri olarak değerlendirilmektedir (Calvo ve Reinhart, 2002; Calvo ve diğerleri, 2004; Obstfeld, 2008). Ülke parasının yüksek oranda değer yitirmesi sonucunda, özellikle yurt içi pazar payı yüksek olan veya üretimde ağırlıklı olarak ithal girdi kullanan sektörlerdeki YP borçluslu şirketlerin kur riskine karşı korunmamış bilançoları olumsuz etkilenmekte ve sektörler arası etkileşimler nedeniyle de tüm ekonomi kırılabilir hale gelebilmektedir.

Son dönemlerde, olumlu küresel likidite koşullarının da etkisiyle, dış borçlanma, Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkede, yurt içi tasarruf oranıyla mümkün olandan daha yüksek düzeyde yatırımların finanse edilmesini sağlamış ve büyümenin sürdürülmesine katkıda bulunmuştur. Ancak, özel sermaye akımlarının piyasa koşullarına, algılanan politika zayıflıklarına ve negatif dışsal şoklara oldukça hassas olduğu ülke deneyimlerinden gözlenmiştir. Özel sermaye akımlarındaki yüksek dalgalanma birçok gelişmekte olan ülkedeki şiddetli finansal krizlerin nedenleri arasındadır. Allen ve diğerleri, (2002) ve Calvo ve diğerleri, (2004) finansal krizlerde, geleneksel bütçe açıkları ya da cari işlemler açıklarının yanı sıra uluslararası sermaye akımlarındaki ani duruş ve/veya sermaye girişlerinin tersine dönmesinin belirleyici olduğunu ileri sürmektedirler. Aghion ve diğerleri (2001), özellikle Asya krizinde olduğu gibi kur krizlerinin ana kaynağının hükümetlerin kontrol edilemeyen bütçe açıklarından ziyade yerli özel şirketlerin ve ticari bankaların bilançolarındaki bozulmaya bağlamaktadır.

Galindo ve diğerleri (2003) yerli paradaki değer kayıplarının geniş kapsamlı etkisinin ne yönde olacağı sorusuna cevabının deneysel olduğunu ileri sürmektedir. Makroekonomik istikrar ve döviz kuru rejimi, şirketin içinde bulunduğu sektör, şirketin özellikleri ve bilançonun döviz kompozisyonu yerli paradaki değer değişimlerinin etkilerini belirleyen temel faktörler olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede YP cinsinden borçlanmanın bilançolar üzerindeki etkilerinin ölçülmesi özellikle gelişmekte olan piyasalarda para ve döviz kuru politikalarına yön vermesi açısından oldukça önemlidir (Kesriyeli ve diğerleri, 2005).

Bu alt başlığın geri kalan bölümünde, şirketlerin borç dolarizasyon oranının belirleyicileri ve borç dolarizasyonunun şirketlerin reel faaliyetlerine etkilerini ayrı ayrı özetleyen kısa bir yazın taramasına yer verilmiştir. Krizlerin incelenmesi açısından oldukça önemli rolü olmasına rağmen, ilgili yazında YP cinsinden borçlanmanın belirleyicileri ve şirket büyüme performansına etkileri üzerine yapılan mikro ekonomik çalışmalar sınırlıdır. Buna karşın, başta Latin Amerika ekonomilerindeki durumu inceleyen çalışmalar mevcuttur. Aşağıda bu alanda yapılan çalışmaların bazıları ve sonuçları sırasıyla irdelenmiştir.

Finansal piyasaların sıg olduğu ÷lkelerde, Şirketlerin finansman gereksinimlerini karŐılayabilecekleri uzun vadeli yerli para cinsinden kredi piyasalarının yeterince geliŐmemesinin borç dolarizasyonunun artmasında önemli rol oynadığı sıklıkla gözlenmiştir. Şirketler kısa vadeli yükümlölüklerinden doğan faiz yükünden kaçınmak üzere döviz kuru riskini almayı genellikle tercih etmektedirler. Eichengreen ve Hausmann (1999) uluslararası piyasalarda kendi paraları cinsinden ve uzun vadeli borçlanamaması durumunu “temel günah” olarak tanımlamaktadır. Temel günah ve dolarizasyon, merkez bankalarının son borç verme mercii olma kapasitelerini sınırlandırmakta ve bunun sonucunda bağımsız bir para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Bu sonuçla tutarlı olarak, Levy-Yeyati (2006) finansal olarak dolarize olmuŐ ÷lkelerin daha istikrarsız para talebine sahip oldukları, yerli paranın değer yitirmesinden kaynaklı olarak bankacılık krizlerinden daha fazla oranda etkilendikleri ve yerli para cinsinden finansal derinlik kazanımları olmadan daha düşük ve dalgalı bir büyümeye sahip olduklarını göstermiştir.

Borç dolarizasyonu ile birlikte reel döviz kurundaki belirgin dalgalanmalar ve beraberinde gelen sermaye girişlerindeki ani duruŐlar gelişmekte olan ÷lkelerin kırılganlığını artırdığı yukarıda vurgulanmıŐtı. Söz konusu kırılganlığın derecesini belirleyen faktörlerin başında güven gelmektedir (Calvo ve Reinhart, 2000). Uluslararası sermaye hareketlerine açık ÷lkelerde güven eksikliği, normal dönemlerde bile borç dolarizasyonunu yükseltmekte, dalgalanma korkusunu artırabilmekte ve merkez bankalarının etkin son borç verme mercii olma kabiliyetini sınırlandırabilmektedir. Bu süreçte borç dolarizasyonun olumsuz etkilerinden korunmak için döviz kuru dalgalanmalarının azaltılmasının yanında, borç dolarizasyonu eğilimini dizginleyici ve dalgalanma beklentisini azaltıcı güven artırıcı önlemler gerekmektedir.

Zettelmeyer ve diğerleri (2010) eski Sovyet Bloku ÷lkelerinin hane halkı ve Şirketlerinin YP cinsinden borçlanmalarını değerlendiren kapsamlı bir çalışma yapmıŐlardır. Buna göre, YP cinsinden borçlanmanın ana belirleyicileri arasında makroekonomik oynaklık, yetersiz kurumsal kapasite, ekonomik politikalardaki belirsizlik, düzenlemelerdeki yetersizlikler sayılmıŐtır.

Borç dolarizasyonunun belirleyicileri yazınına en temel katkılardan birini 2003 yılında Inter-American Development Bank’ın Boston’da düzenlediği ‘Latin Amerika’da Borç Kompozisyonu ve Kur Dalgalanmalarının Bilanço Etkileri: Şirket Düzeyinde Analiz” konulu

konferans sonrasında yayımlanan makaleler oluşturmaktadır.¹⁰ Bu makalelerde, YP cinsinden borçlanmanın, şirketlerin ihracat yapımlarıyla ilişkili olup olmadığı ampirik olarak incelenmiştir. Şirketin ihracatçı olmasıyla YP cinsinden borçlanma oranı arasında doğrudan bir ilişki olduğu bulgusu tüm makalelerin ortak sonuçlarından birini oluşturmaktadır. Ayrıca, YP cinsinden borçlanma oranı ile şirketin büyüklüğü ve borç oranı arasında pozitif bir korelasyon tespit edilmiştir. Bleakley ve Cowan (2002) ihracatçı şirketlerin ihracatçı olmayan şirketlere oranla daha yüksek oranda YP cinsinden borçlandıkları dolayısıyla borç dolarizasyonun temel belirleyicilerinden birinin ihracat gelirine sahip olmak olduğu ileri sürülmüştür.

Döviz kuru rejiminin de borç dolarizasyonu üzerinde etkili olduğunu ileri süren birçok çalışma mevcuttur. Esnek döviz kuru rejimine sahip ülkelerde şirketler döviz kuru riskinden kaçınmak üzere korunmuş bilançolara sahip olmayı tercih edebildikleri ileri sürülmektedir (Kamil, 2012). Martinez ve Werner (2002) Tekila krizi sonrasında Meksika'da benimsenen esnek kur rejiminin, şirketlerin riskten korunmak amacıyla bilançolarındaki kur risklerini azaltmalarını sağladığını ve dolayısıyla kur şoklarının etkisinin korunmuş şirketler üzerinde sınırlı olduğunu ileri sürmüştür. Cowan ve diğerleri (2005) Şili'de, 1999 yılında dalgalı döviz kuru rejimi uygulanmaya başlamasıyla birlikte şirketlerin açık pozisyonlarını azalttıkları yönünde bulgular ortaya koymaktadır.¹¹

Yapılan birçok çalışmada YP cinsinden borçlanmaların şirketlerin finansal kısıtlarını hafiflettiği vurgulanmış dolayısıyla söz konusu borçların şirketlerin yatırımlarına ve büyümelerine özellikle kriz dışı zamanlarda olumlu etkide bulunduğu dile getirilmiştir. Bununla birlikte, YP cinsi borcu olan şirketlerin aynı zamanda ihracatçı oldukları bu nedenle döviz kurundaki dalgalanmalara karşı korunak sağladıkları ve söz konusu dalgalanmaların reel faaliyetlere etkilerinin sınırlı olabileceği görüşünü destekleyen çalışmalar da mevcuttur. Bleakley ve Cowan (2002) kur şoku sonrasında YP borcu olan şirketlerin YP borcu olmayanlara oranla daha az oranda yatırım yapmadıklarını ileri sürmüştür.¹² Benzer şekilde,

¹⁰ Birbirinden bağımsız 6 tane araştırma grubu, Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Peru ülkeleri için toplam 8.500 şirketin bilanço verilerini incelemiştir. Araştırmalar altı makale olarak *Emerging Markets Review* dergisinin özel sayısında, 2003 yılında yayımlanmıştır.

¹¹ Yerli paradaki belirgin değer kayıplarının yükümlülüklerin dolarize olduğu bir ortamda şirketlerin net değerleri üzerindeki tahrip edici etkisinin sabit kur rejiminde, esnek kur rejimine oranla daha büyük ve kalıcı olduğu sıklıkla vurgulanmaktadır (Cespedes ve diğerleri, 2000). Buna karşın, Aghion ve diğerleri (2001) kur krizlerinin özel şirketlerin bilançolarındaki bozulmadan kaynaklandığını ileri sürerek kur rejimlerinin bu süreçte önemli bir etkisinin olmayabileceğini savunmuştur.

¹² Bleakley ve Cowan (2002) beş Latin Amerika ülkesindeki (Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya ve Meksika) 480 halka açık şirketin 1991-1999 dönemine ait panel verileri üzerinde çalışmışlardır. Bu çalışmaya göre YP borcunun bilanço üzerinde daraltıcı bir etkide olduğunu destekleyen herhangi bir kanıt sunmamıştır. Aksine, YP

Agular (2002) ihracatçı şirketlerin çoğunun YP cinsinden borçlandığını, devalüasyon sonrasında şirketlerin karlarında ve satışlarında genellikle artış olduğunu ileri sürmüştür. Diğer yandan, Echeverry ve diğerlerinin (2003a) Kolombiya, Bonomo ve diğerlerinin (2003) Brezilya şirketleri için yaptıkları çalışmalarda devalüasyon sonrasında yüksek YP borcu olan şirketlerin karlılığında azalma olurken, döviz kurunun bilanço etkilerinin yatırımları önemli ölçüde etkilediğine dair bir bulgu elde edememişlerdir.

Ranciere ve diğerleri (2009) Doğu ve Orta Avrupa'daki gelişmekte olan ülkeler için yaptıkları çalışmalarında, borç dolarizasyonunun, ekonomiyi sistematik riske maruz bırakmak ve ekonomideki büyümeyi desteklemek şeklindeki çift yönlü rolünü analiz etmişlerdir. Buna göre, borç dolarizasyonunun, borçlanma koşullarının iyileşmesine ve şirketlerin büyümesine katkıda bulunabileceği ileri sürülmüştür. Söz konusu durum borç kısıtı altında olan özellikle küçük ölçekli ve ihracatçı olmayan sektördeki şirketlerde daha kuvvetli olduğu değerlendirilmiştir. Ayrıca, borç dolarizasyonunun normal zamanlarda yüksek büyümeyle ilişkisi olmasına rağmen krizlerde tersi yönde bir etkisi olduğu bulgusu elde edilmiştir. Başka bir ifadeyle, kriz yılı tahminlere katılmadığı durumda borç dolarizasyonu ile şirket büyümesi arasında pozitif bir ilişki gözlenmiştir.

Kaleli-Özcan ve diğerleri (2009), 1990-2005 yılları için altı Latin Amerika ülkesini kapsayan bir panel veri seti kullanarak, gelişmekte olan ülke krizlerinin şirketlerin performansı üzerine etkilerini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, kriz ortamında daha ziyade kısa vadeli YP borcu olan şirketlerin performansının kötüleştiği gözlenmiştir. Yabancı ortaklı şirketlerin, kriz sonrası dönemde satışlar ve yatırımlar açısından, küresel finans kaynaklarına erişimleri daha kolay olduğu için yerel ortaklı şirketlere oranla daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bougheas ve diğerleri (2012) Güney Kore şirketlerini kullanarak yaptıkları panel çalışmada, YP cinsinden borçlanabilmenin ve ihracatçı olmanın Güney Kore'de şirketlerin 1997 krizinin daha hafif atlattıklarına yardımcı olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Yerli paradaki değer kayıplarının etkileriyle ilgili olarak Carranza ve diğerleri (2011), söz konusu değer kayıplarının yeterli derecede yüksek olması durumunda ancak şirket bilançolarını derinden etkileyebileceği görüşünü ileri sürmüştür. Bu sonuç, daraltıcı bilanço etkileri üzerine kuvvetli deneysel kanıt bulunmasının zorluğunu doğrularken, deneysel

borcu olan şirketlerin, yerli paranın değerinin düşmesinden diğer şirketlere oranla daha fazla yarar sağladıkları görüşünü destekleyen bulgulara rastlanmıştır.

analizlere reel döviz kurundaki yüksek orandaki artışların dikkate alınması gerektiğini ima etmektedir.

Yukarıda belirtilen çalışmalardan elde edilen sonuçlardan farklı olarak, yüksek oranda ithal girdi kullanan sektörlerdeki şirketler, yerli parada değer kaybı olduğunda daha az yatırım yaptıkları bulgusuna yer veren çalışmalar da mevcuttur. Pratap ve diğerlerinin (2003) ve Agular (2005), Meksika'da devalüasyon dönemleri sırasında YP cinsinden borca sahip olan şirketlerin yatırımlarının belirgin olarak azaldığını tespit etmişlerdir. Carranza ve diğerleri (2003) Peru için yaptıkları çalışmada, YP cinsinden borcu olan şirketlerin yatırım kararlarının reel döviz kurundaki değer kayıplarından olumsuz etkilendiklerini tespit edilmiştir. Cowan ve diğerleri (2005) Şili'de kur uyumsuzluğunun doğru bir şekilde ölçüldüğünde çok güçlü bilanço etkilerinin olabildiğini ileri sürmüşlerdir. Türev ürünlerin, şirket düzeyi yatırımları döviz kuru şoklarından korumakta önemli bir rol oynayabildiği ve bilanço etkilerinin kredi kısıtı az olan şirketler için daha düşük olduğu tespit edilmiştir.

Literatür, borç dolarizasyonun ve ithal girdi kullanımının yüksek olduğu durumlarda yeterince büyük kur şoklarının şirketlerin reel faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebileceğini ima etmesine karşın bu etkinin ülkeden ülkeye ve dönemden döneme farklılık gösterebileceğini ima etmektedir. Türkiye'deki şirketlerin gerek yüksek ithal girdi kullanımına gerekse de yüksek borç dolarizasyon oranlarına sahip olması ile incelenen dönemde döviz kurunun oldukça oynak bir seyir izlemesinden kaynaklı olarak ilk bakışta şirketlerin büyüme performansının bu durumdan olumsuz etkilenebileceğini düşündürmektedir. Bu makale, Türkiye'de şirketlerin yüksek kur riski taşımlarına karşın YP cinsi borçlanmanın şirketlerin finansal kısıtını hafifletmesi yoluyla büyümeyi desteklediğine ilişkin deneysel bulgular sunması yönüyle ilgili yazına bir katkı sunmaktadır.

3. Türkiye'de Borç Dolarizasyonu: Temel Eğilimler

3.1. Verinin Kapsamı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Sektör Bilançoları Çalışması Türkiye'deki reel sektör şirketlerine ait en kapsamlı veri setidir. Bu çalışmada şirketlere ait bilanço, gelir tablosu gibi muhasebe bilgileri ile birlikte, şirketlerin faaliyette buldukları ana sektör, alt sektör gibi sektör bilgileri, kuruluş tarihi, ortalama çalışan sayısı, faaliyette bulunulan il, hukuki durum gibi bilgiler de bulunmaktadır.

Bu makalede, 1996-2010 dönemi içerisinde finansal tablolarını peş peşe en az üç yıl süreyle sürekli olarak raporlayan yıllık ortalama olarak 7 binin üzerinde şirketin verileri kullanılmıştır. Bunların yarısından fazlası imalat sanayinde faaliyet göstermektedir.

BACH (The Bank of Harmonised Data on Company Accounts) ölçütleriyle tutarlı olarak şirketler ölçeklerine göre sınıflandırılmıştır. Net satışları veya aktif toplamı 40 milyon Euro'dan yüksek olan şirketler büyük, 7 milyon Euro'dan düşük olan şirketler küçük ve diğerleri ise orta ölçekli olarak tanımlanmıştır. Ortalama çalışan sayısı 50 kişiden az olan şirketler çalışan sayısı ölçeğine göre küçük ölçekli, ortalama çalışan sayısı 500 kişiden fazla olanlar büyük ölçekli ve diğerleri ise orta ölçekli olarak tanımlanmış ve dağılımları Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1: Şirketlerin Ölçek Dağılım (%)

	İmalat Sanayi			İmalat Dışı		
	Küçük	Orta	Büyük	Küçük	Orta	Büyük
Çalışan Sayısı	34,1	45,6	20,3	61,4	28,3	10,3
Net Satışlar	54,0	34,5	11,5	65,2	25,8	9,0
Toplam Aktifler	59,4	30,1	10,5	67,1	22,4	10,5

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları Verisi

Çalışmada borç dolarizasyon oranları dönem ortalaması olarak en yüksek yüzde 75 diliminde olan şirketler yüksek dolarizasyon, en düşük yüzde 50 diliminde olanlar düşük dolarizasyon oranlarına sahip şirketler olarak sınıflandırılmıştır. Ayrıca, şirketlerin ihracat oranları temel alınarak yüksek ve düşük ihracat oranlı şirketler olarak sınıflandırılmıştır. Buna göre ihracat oranları dönem ortalaması olarak en yüksek yüzde 75 diliminde olan şirketler yüksek ihracat oranlı (ihracatçı) ve ihracat oranları yüzde 50 diliminin altında olanlar ise düşük ihracat oranlı (buna ihracat yapmayan şirketler de dâhil) şirketler olarak gruplandırılmıştır. Bu gruplandırmalar deneysel çalışma çerçevesinde şirketlerin büyüme dinamikleri test edilirken ihracat ve dolarizasyon oranlarının rolünü anlamaya yönelik olarak yapılmıştır. Tablo 2, borç dolarizasyonu ve ihracat oranları bazında şirketlerin sayısal dağılımını vermektedir.

Buna göre, incelenen dönemde yüksek ihracat oranına sahip olan şirketlerin, düşük ihracat oranı olan şirketlere göre daha yüksek oranda YP cinsinden borçlandıkları gözlenmektedir. 1996 yılında, düşük ihracat oranlarına sahip şirketlerin yaklaşık olarak yüzde 36'sı YP cinsinden hiç borçlanmazken (dolarizasyon oranı sıfır), söz konusu oranlar belirgin olarak artarak 2001 ve 2010 yıllarında sırasıyla yüzde 53,7 ve 66,4 olmuştur. YP cinsinden borçlanan düşük ihracatçı şirketlerin sayısında oransal olarak azalmanın bir sonucu olarak söz

konusu şirketlerin ortalama dolarizasyon oranında belirgin düşüş olmuştur. Buna karşın, 1996-2001 döneminde ihracatçı şirketlerde dolarizasyon yaygınlaşmış ve şirketlerin dolarizasyon oranı yükselmiştir. 2001-2010 döneminde ihracatçı şirketlerin ortalama dolarizasyon oranında ve YP cinsinden borcu olan şirketlerin sayısında oransal olarak düşüş yaşanmıştır.

Tablo 2. Borç Dolarizasyonu ve İhracat Oranları Bazında Şirketlerin Dağılımı

	1996		2001		2005		2010	
	Yüksek İhracat	Düşük İhracat	Yüksek İhracat	Düşük İhracat	Yüksek İhracat	Düşük İhracat	Yüksek İhracat	Düşük İhracat
Dolarizasyon oranı>0	80,9	64,0	66,8	46,3	69,6	32,0	65,4	33,6
Dolarizasyonu oranı=0	19,1	36,0	33,2	53,7	30,4	68,0	34,6	66,4
Şirket Sayısı	3034	3365	3649	3203	4631	3772	3074	2038

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları Verisi

Veri seti, imalat sanayinde faaliyet gösteren büyük şirketlerin hemen hemen tamamını kapsamaktadır. Ayrıca, söz konusu veri setinde yer alan şirketler 10 ve daha fazla çalışanı olan şirket istihdamının yaklaşık yüzde 75'ini sağlamaktadır. Benzer şekilde, toplam imalat sanayi ihracatının üçte ikisinden fazlasını da bu şirketler gerçekleştirilmektedir. Veri seti Türkiye için örnekleme standartları çerçevesinde bir örnek teşkil etmemekle birlikte, şirketlerin toplam faaliyetler içinde yüksek ağırlık teşkil etmesinden dolayı yapılan analizin temsiliyet gücü yüksektir.

Ampirik analizde toplam aktif tutarı, net satışları ve yükümlülükleri pozitif olan şirketler dikkate alınmıştır. Ayrıca, Ek-Tablo 1’de yer alan şirketlere özgü ilgili değişkenlerin dönem ortalaması baz alınarak bazı şirketler analiz dışı bırakılmıştır. Analize ölçek değişkeni olarak dâhil edilen reel toplam aktifin logaritması ve yıllık satış büyümesi gibi değişkenlerin dönem ortalamaları dikkate alınarak üst ve alt değerleri binde 5’lik dilimde yer alan şirketler analize dâhil edilmemiştir. Buna ek olarak, sınırlı sayıda şirkette gözlenmekle birlikte ihracat-satış oranı, dolarizasyon oranı, maddi duran varlık oranı, kaldıraç oranı gibi değişkenlerin değeri 0 ile 100 arasında yer almayan şirketler analize dahil edilmemiştir.

3.2. Türkiye’de Reel Sektör Borç Dolarizasyonu: Eğilimler

İktisat yazınında “portföy yaklaşımı” çerçevesinde, dolarizasyon, reel döviz kurunda ve enflasyonda beklenen oynaklıklarla ilişkilendirilmektedir. Yüksek ve oynak enflasyonist ortamlarda ekonomik birimler oynaklığı görece olarak düşük paralar cinsinden işlem yapmayı tercih edebilmektedirler. Türkiye’de makroekonomik istikrarsızlık, düzenleyici-denetleyici çerçevedeki aksaklıklar ve piyasa yapısındaki eksikliklerle birlikte ortaya çıkan güven kaybı

dolarizasyon sürecini hızlandırmıştır. Serdengeçti (2005) dolarizasyon eğilimindeki artışı, enflasyon oranındaki oynaklığın (ulusal paranın satın alma gücü düşerken aynı zamanda yabancı paraların satın alma gücüne göre istikrarsız seyretmesi) artmasına ve öngörülebilir kur rejimine bağlamaktadır. Başçı (2011) yüksek ve oynak enflasyonu, finansal piyasalarında mali baskınlığı, basiretli finansal önlemlerin eksikliğini Türkiye’de dolarizasyona yol açan temel nedenler arasında göstermektedir

Türkiye’de 2001 yılında yaşanan kriz sonrasında uygulanmaya konan esnek döviz kuru rejimiyle birlikte özellikle YP cinsi gelirleri sınırlı olan şirketler kur riskinden kaçınmak üzere borç dolarizasyon oranlarını önemli ölçüde düşürmüşlerdir. Buna karşın, ihracat oranı (yurt dışı satışlarının net satışlara oranı) yüksek ve finansal olarak güçlü şirketlerin borç dolarizasyon oranlarında önemli bir değişim gözlenmemiştir. Bu dönemde, YP cinsinden borçlanmaların vadesi de uzamıştır. Başka bir ifadeyle, şirketler daha uzun vadeli YP borcu kullanma imkânı yakalamışlardır. Bu gelişmeler sonucu, şirket bilançolarının taşıdığı kırılganlık belirli ölçülerde azalma kaydetmiş, şirketlerin döviz kuru riskinden doğal koruma (natural hedge) kapasitesinde iyileşme gözlenmiş, dolayısıyla, dış talepte belirgin daralmaya karşın, 2008-2009 küresel krizinin şirketler üzerindeki etkileri 2001 krizine oranla daha sınırlı olmuştur. Hülagü ve Yalçın (2014) güncel veriler kullanarak Türkiye’de şirketlerin YP cinsinden borçlanmalarını kur riski çerçevesinde değerlendiren bulgular sunmuşlardır. Söz konusu çalışmada, Türkiye’de şirketlerin YP para cinsi borçlarından dolayı taşıdıkları kur riskini sınırlandıran bazı gelişmelerin olduğu ileri sürülmüştür.

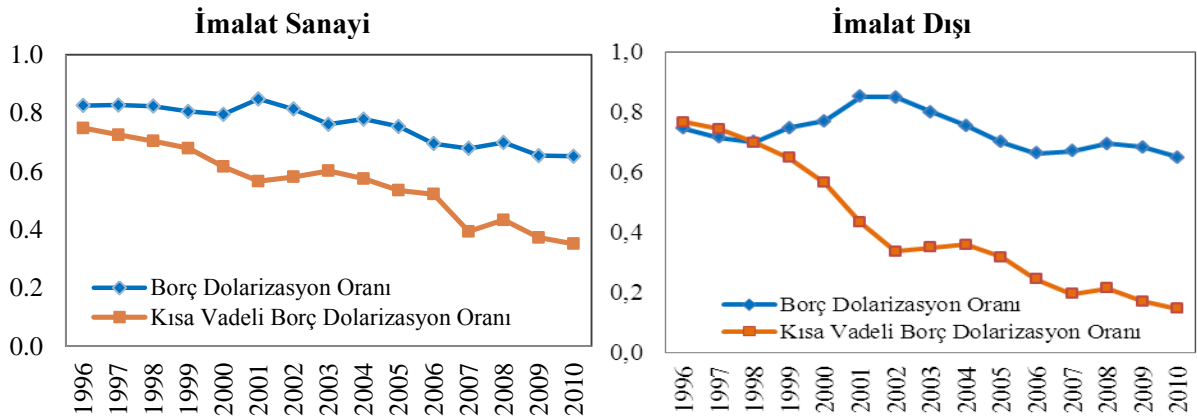
Buna karşın, Türkiye’de reel sektör borç dolarizasyon oranı, uluslararası karşılaştırmalar temel alındığında, açık farkla en yüksektir. 1999-2003 dönemi için hesaplanan reel sektör borç dolarizasyon oranı Latin Amerika ülkelerinde ortalama yüzde 34, Asya ülkelerinde yüzde 23, Avrupa ülkelerinde yüzde 20 ve gelişmekte olan diğer ülkelerde yüzde 26’dır (IMF, 2005). Bu makalede de kullanılan ve Türkiye’de en geniş şirket veri setine dayanılarak hesaplanan aynı dönem ait varlıklar (toplam aktif) ağırlıklı borç dolarizasyon oranı yüzde 70 düzeyindedir (Özmen ve Yalçın, 2007).

Türkiye’de şirketlerin aktif ağırlıklı borç dolarizasyon oranı 2001 yılı krizinden sonra düşüş kaydetmiştir. 2001 krizinde şirketlerin borç dolarizasyon oranı ağırlıklı ortalama olarak yüzde 85 düzeyinden, uygulanan istikrar politikaları sonucunda enflasyondaki düşüşe, yapısal reformlara ve esnek döviz kuru rejimine bağlı olarak 2010 yılında yüzde 65 düzeyine gerilemiştir. Diğer yandan, YP cinsinden nakdi kredilerin 2001 yılına kadar büyük oranda kısa vadeli olduğu gözlenmektedir. 1996 yılında yüzde 76 olan kısa vadeli borç dolarizasyon

oranı, 2001 yılında yüzde 50'ye düşmüştür. 2001 sonrası dönemde belirsizlik ortamının azalmasıyla beraber söz konusu oran yıllar itibariyle azalmış, 2010 yılında yüzde 25 düzeyine gerilemiştir (Grafik 1).¹³ YP cinsinden nakdi kredilerin vade yapısındaki ve düzeyindeki iyileşmelere rağmen, borç dolarizasyon oranı hala yüksek olup Türkiye'de reel sektör şirketlerin dışsal şoklara karşı kırılgan olmalarına zemin sunmaktadır. Nitekim borç dolarizasyonundaki düşüşe karşın makro düzeyde ölçülen finansal olmayan şirketlerin YP açık pozisyonları belirgin artış sergilemiştir. Bu şirketlerin toplam YP pozisyon açığı 2003 yılında 18 milyar ABD doları ve GSYH'nın yüzde 7,8 iken, 2013 yılı sonunda söz konusu açık 178,5 milyar ABD dolarına ve GSYH'nın yüzde 22'sine ulaşmıştır (TCMB, 2014).

2001 krizinden sonra borç dolarizasyonundaki düşüşte ve vadesinin uzamasında birçok yurt içi ve yurt dışı faktörün yanında 2001 krizinden sonra yapılan kapsamlı reformlar etkili olmuştur. Bu reformlar arasında 2001 yılında Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığı ile ilgili düzenlemelerin yapılması, Merkez Bankası'nın Hazine'ye doğrudan finansal destek sağlamasına son verilmesi ve esnek döviz kuru rejimine geçilmesi yer almaktadır. Bu değişiklik, hem enflasyonla mücadele hem de ters dolarizasyon sürecinde etkili olmuştur.¹⁴

Grafik 1 : Borç Dolarizasyonu Oranı ve Vadesi



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Not: Vadesi bir yıldan kısa olan borçlar kısa vadeli borç olarak sınıflandırılmıştır. Orijinal vadeleri üzerinden hesaplamalar yapılmıştır. Vadeye kalan gün dikkate alındığında, kısa vadeli borç dolarizasyon oranı mevcut orandan daha yüksek olabilir.

Kamil (2012) birçok ülke verisi kullanarak yaptığı analizde, sabit ve/veya yönetilen kur rejimlerinden esnek döviz kuru rejimine geçildiğinde, şirketlerin YP cinsinden borçlarının paylarını azalttıkları, ihracat gelirlerini daha sistematik olarak kullandıkları ve daha fazla oranda YP cinsinden varlık bulundurdukları ve böylece şirketlerin döviz açık pozisyonlarını

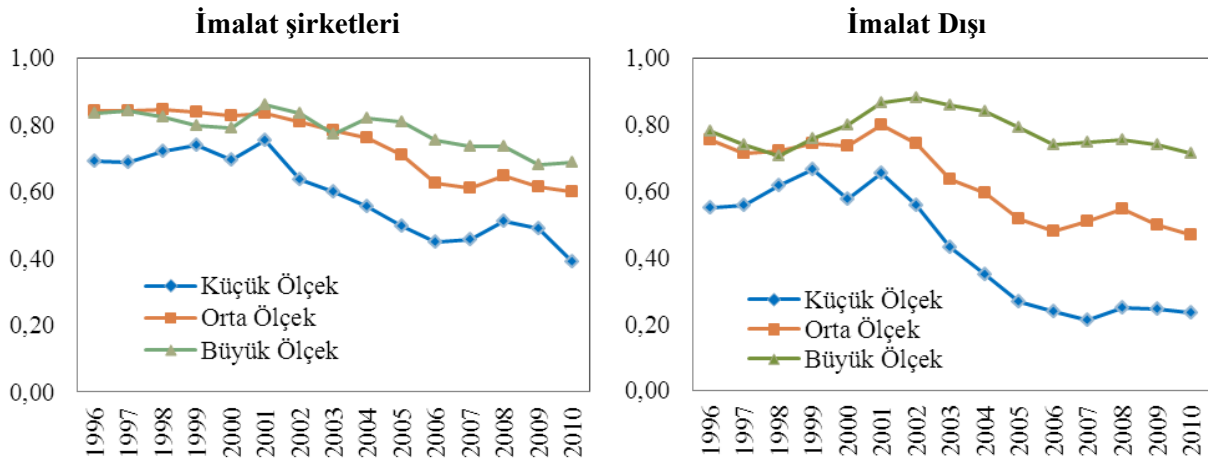
¹³ Kambiyo rejimi, 2009 yılına kadar şirketlerin YP cinsinden borçlanmaları için YP cinsinden gelirlerinin olmasını öngörmekteydi. 2009 yılında kambiyo rejiminde yapılan değişiklikte birlikte YP cinsinden geliri olmayan şirketlere de belirlenmiş düzeylerde YP cinsinden borçlanma olanağı getirilmiştir.

¹⁴ Eichengreen ve Hausmann (1999) dolarizasyondan kurtulabilmenin yolunun politika yapıcı otoritelerin bağımsızlık, şeffaflık, güvenilirlik yetilerini artırıcı reformların yapılmasıyla ilişkilendirmektedir.

azalttıklarını göstermektedir. Benzer bulgular, 2002 yılından itibaren Türkiye’de uygulanmaya konan esnek döviz kuru rejimi sonrasında da gözlenmiştir. Öncelikle 2001 krizi sonrasında yapılan yapısal reformlarla uygulanmaya başlanan esnek kur rejimi, döviz kurundaki dalgalanmalardan etkilenmeyi sınırlandırmak üzere YP cinsinden geliri sınırlı olan şirketleri daha az oranda YP cinsinden yükümlülük tutmaya zorlamış ve böylece şirketlerin kırılabilirliği önemli ölçüde azalma göstermiştir. Başka bir ifadeyle, esnek veya dalgalı kur rejimi, şirketlerin döviz kuru riskinden korunma güdülerini artırmıştır.

Borç dolarizasyonunu şirket ölçeğine göre (net satışlara bazında) oldukça değişkenlik arz etmektedir. Şirket ölçeğine bağlı olarak dolarizasyon oranı artmaktadır. 2001 krizinden sonra özellikle küçük ve orta ölçekli şirketlerin, Türk lirası cinsinden içeride daha fazla kaynağa ulaşma fırsatı bulmaları ve kur riskinden kaçınmaları sonucunda borç dolarizasyon oranlarında belirgin düşüşler olmuştur. Söz konusu düşüşler, YP cinsinden gelirleri sınırlı olan küçük ölçekli imalat dışı şirketlerde daha belirgin olmuştur (Grafik 2). Diğer yandan, yıllar itibarıyla şirketlerin kullandıkları YP cinsi kredilerin vadeleri uzamıştır. Büyük ölçekli şirketlerin kullandıkları YP cinsinden nakdi kredilerin vadesi uzun vadeli olma eğilimi gösterirken, küçük ve orta ölçekli şirketler özellikle 2001-2004 dönemlerinde daha ziyade kısa vadeli YP cinsinden nakdi kredi kullandıkları gözlenmektedir. İmalat şirketlerinin de YP cinsinden nakdi kredilerin vade yapısı, 2001 kriz yılı hariç, şirket ölçek büyüklüğüyle doğru orantılı olarak gelişmiştir.

Grafik 2 : Ölçek Bazında Borç Dolarizasyonu Oranı



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

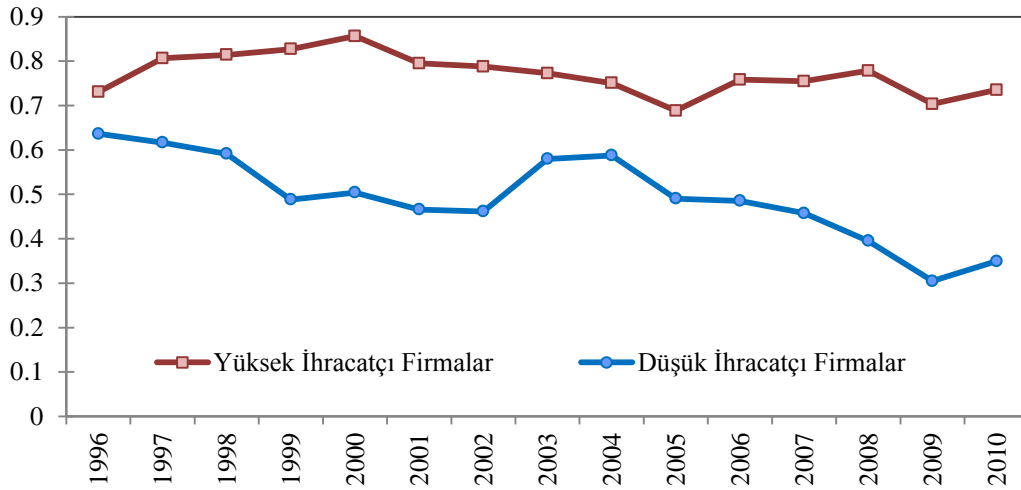
Not: Şirketlerin ölçek sınıflandırması net satışlarına göre yapılmıştır. Net satış ortalaması 40 milyon Euro’dan yüksek olan şirketler büyük, 7 milyon Euro’dan düşük olan şirketler küçük ve diğerleri ise orta ölçekli olarak tanımlanmıştır.

Şirketlerin borç dolarizasyonunun riskliliği değerlendirilirken şirketlerin YP cinsinden gelirleri dikkate alınması gerekir. Başka bir ifadeyle, YP cinsinden nakdi kredi kullanan şirketlerin

döviz kuru hareketlerinden etkilenme dereceleri, bilançodaki varlıklarının ve gelir kaynaklarının döviz kompozisyonuyla yakından ilgilidir. TCMB Sektör Bilançoları veri tabanındaki şirketlerin varlıklarının döviz cinsine göre dağılımına ilişkin bir bilgi bulunmadığından, bu şirketlerin kur uyumsuzluğu riski bu makalede borç dolarizasyon oranları ve ihracat oranları çerçevesinde değerlendirilmiştir. İhracat gelirleri, YP cinsinden nakdi kredi kullanan şirketler için bir tür doğal riskten korunma (natural hedging) aracıdır. İhracat oranı düşük ve borç dolarizasyon oranı yüksek olan şirketlerin finansal kırılganlığı, gelirleri yerli para üzerinden olduğu için daha yüksek düzeyde olmaktadır. Nitekim yapılan incelemede söz konusu şirketlerin büyüme oranlarının daha oynak bir seyir izlediği gözlenmiştir.

Grafik 3'te, şirketlerin ihracat oranlarının düşük ve yüksek olmalarına göre ortalama ağırlıklı borç dolarizasyon oranları verilmiştir. Buna göre, düşük ihracat oranlarına sahip olan şirketlerin borç dolarizasyon oranları son yıllarda belirgin olarak düşerken, ihracat oranları yüksek olan şirketlerin borç dolarizasyon oranları yüksek düzeyini korumuştur. Bu bulgu, yukarıda da vurgulandığı üzere, esnek kur rejimine geçilmesine bağlı olarak YP cinsinden gelirleri düşük olan şirketlerin kur riskinden korunmak üzere borç dolarizasyon oranlarını düşürmeleri durumunu teyit etmektedir.

Grafik 3: İhracat Oranlarına Göre Şirketlerin Borç Dolarizasyon Oranları



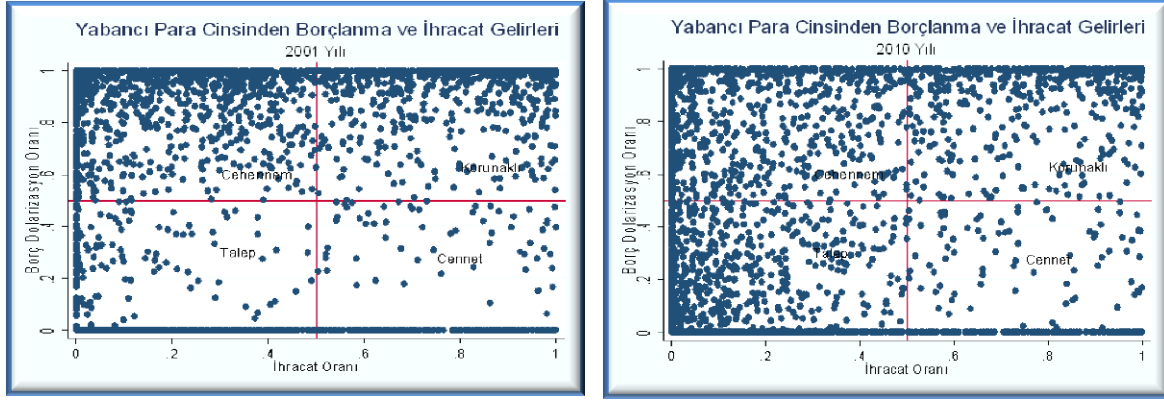
Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Not: Dönem ortalaması olarak aktif ağırlıklı ihracat-net satış oranları en yüksek yüzde 75 diliminde olan şirketler yüksek ihracatçı ve yüzde 50 diliminin altında olanlar ise düşük ihracatçı olarak gruplandırılmıştır.

Grafik 4, 'cennet' olarak adlandırılan dolarizasyon oranının düşük ve ihracat oranının yüksek olduğu bölgede yer alan şirketlerin sayısında 2001-2010 döneminde belirgin artış gözlenmiştir. Benzer şekilde, 2001 yılında dolarizasyon oranı yüksek ve ihracat oranı düşük

olan şirketler cehennem’ olarak adlandırılan bölgede yoğunlaşırken, 2010 yılında bu yoğunluk belirgin olarak ortadan kalkmış ve diğer alanlara yayılmıştır.¹⁵

Grafik 4: Borç Dolarizasyonu ve İhracat Gelirleri: Serpilme Grafikleri



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Grafik 5, borç dolarizasyon ve ihracat oranlarını imalat ve imalat dışı sektörler itibarıyla ve Grafik 6 imalat alt-sektörleri için 2001 yılı ve 2007-2010 dönemi ortalamaları için vermektedir.¹⁶ Buna göre, imalat sektörlerinde cehennem bölgesinde herhangi bir alt-sektör yer almazken, imalat dışı sektörlerde holdingler, otel ve lokanta ve diğer bu bölgede yer almaktadır. İmalat alt sektörlerinin büyük çoğunluğu “talep” bölgesinde faaliyet göstermektedir. Ana metal, tekstil, ulaşım araçları gibi ihracatçı sektörler “korunaklı” alanda faaliyette bulunurken, elektrik ve optik araçlar, makine imalatı “cennet” alanında yer almaktadır.

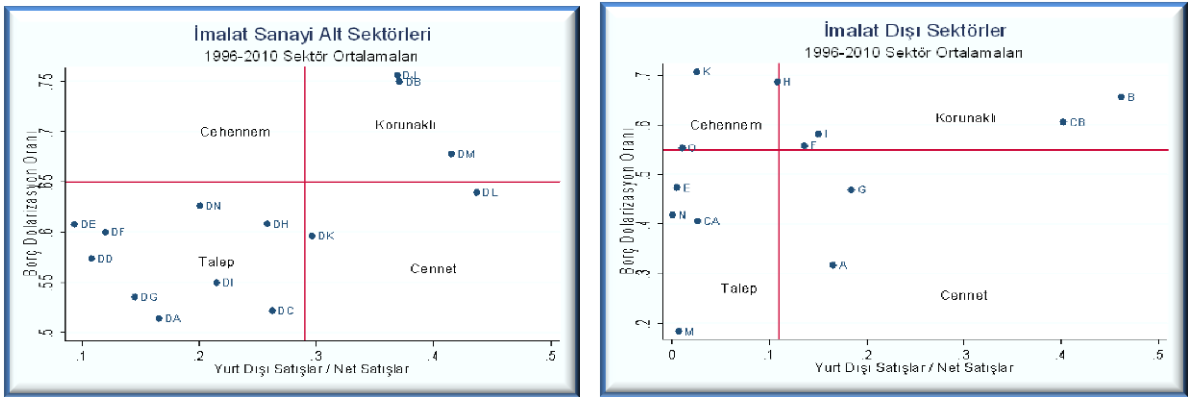
Kur uyumsuzluğunu doğrudan ölçen göstergelerden biri de reel sektör şirketlerinin YP cinsi yükümlülüklerinin ve YP cinsi gelirlerine oranıdır. Söz konusu oranın yüksek olması, şirketlerin sınırlı YP cinsinden varlıklarına sahip olmasıyla birleşerek dış şokların bilançolar üzerindeki olumsuz etkisini artırabilmektedir. Grafik 7 imalat ve imalat dışı şirketler için YP kredileri-ihracat oranları ayrı ayrı verilmiştir. Tüm sektörlerde 1999 yılında yüzde 62 olan söz

¹⁵ Echeverry ve diğerleri (2003b) şirketleri ihracat ve dolarizasyon oranlarına göre “korunaklı”, “cennet”, “cehennem” ve “talep” olmak dört gruba ayırmaktadır. Yüksek borç dolarizasyon oranına ve düşük ihracat oranına sahip olan şirketler “cehennem” grubunda sınıflandırılmıştır. Bu şirketler, yerli paradaki değer kayıplarının bilanço etkilerine diğer şirketlere göre daha fazla derecede maruz kalırlar. “Cennet” alanındaki şirketler ise, yüksek ihracat oranına ve düşük borç dolarizasyon oranına sahip olan şirketlerden oluşmaktadır. “Korunaklı” alanındaki şirketler ise, yüksek borç dolarizasyon oranına ve aynı zamanda yüksek ihracat oranına sahiptir. Düşük ihracat oranına ve düşük borç dolarizasyonuna sahip olan şirketler ise devalüasyonun sadece talep kanalıyla karşı karşıya kalmaktadır.

¹⁶ İmalat sektörleri, DA-Gıda, DB-Tekstil, DC-Deri, DD-Ağaç, DE-Kâğıt, DF-Kök kömürü ve petrol, DG-Kimya, DH-Plastik ve kauçuk, DI-Diğer mineral, DJ-Ana metal, DK-Makine imalatı, DL-Elektrik ve optik, DM-Ulaşım araçları, DN-Diğer imalat ve imalat dışı sektörler, A-Tarım, B-Balıkçılık, CA-Enerji vermeyen madenler, CB-Enerji veren madenler, E-Enerji, F-İnşaat, G-Ticaret, H-Oteller ve lokantalar, I-Ulaştırma, K-Holdingler, M-Eğitim, N-Sağlık ve O-Diğer faaliyetleri olarak göstermektedir.

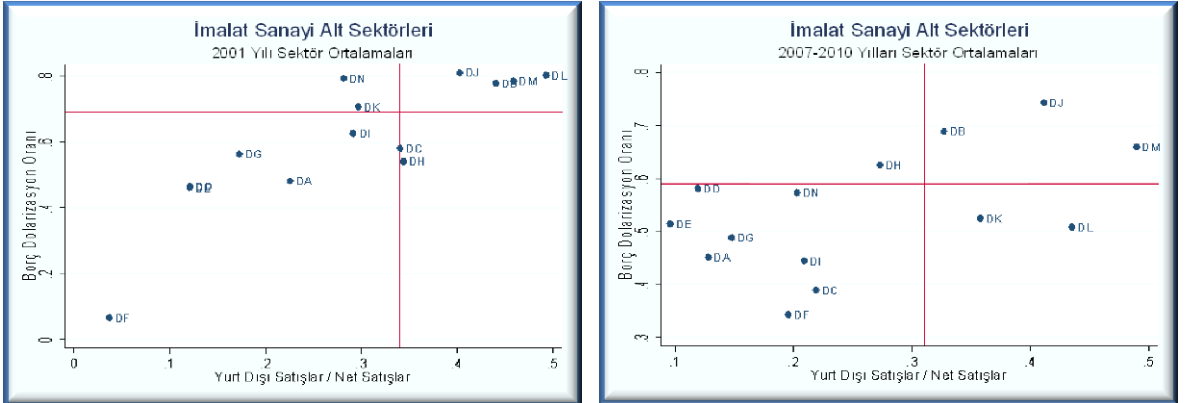
konusu oran 2001-2004 yılları arasında azalmış, 2004 yılında yüzde 31 olmuştur. 2007-2008 döneminde ise oran, yerli paradaki değer artışlarının rekabetçi etkiyi azaltması sebebiyle bir miktar artış göstermiştir. Söz konusu artış toplam ihracatın yüzde 90'ına yakınına gerçekleşiren imalat şirketlerinde sınırlı olurken, imalat dışı şirketlerde daha belirgin olmuştur.¹⁷ Bunda özellikle otel ve lokantacılık, inşaat gibi sektörlerde faaliyet gösteren büyük şirketlerin veya holdinglerin YP yükümlülüklerinin Türkiye'deki yerleşik şirketleri tarafından bilançolaştırılması ve YP gelirlerinin veri setinin içinde yer almayan yurt dışındaki şirketleri tarafından muhasebeleştirilmeleri etkili olmuştur.¹⁸

Grafik 5 : İmalat Dışı Sektörlerde Borç Dolarizasyonu ve İhracat Gelirleri



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Grafik 6 : İmalat Sanayi Alt Sektörlerinde Borç Dolarizasyonu ve İhracat Gelirleri



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

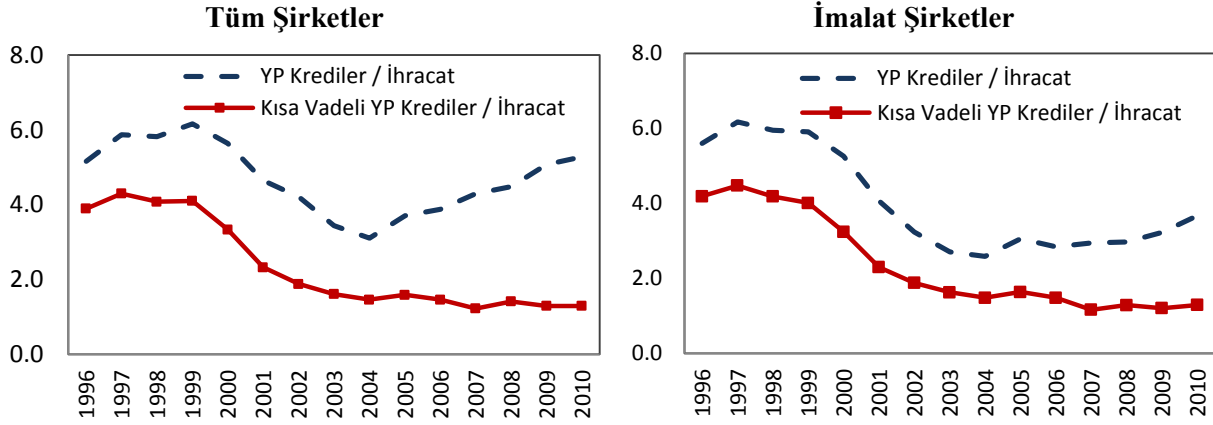
Grafik 7'de, ayrıca, kısa vadeli YP kredileri-ihracat oranları verilmiştir. Buna göre, dönem içinde tüm şirketlerin YP cinsinden nakdi kredilerine ilişkin vade uyumsuzluğu riski tüm

¹⁷ İmalat şirketlerinde 1997 yılında yüzde 62 olan oran, 2000-2004 döneminde şirketlerin dolarizasyon eğilimindeki düşüşle beraber azalma göstermiş ve 2004 yılında yüzde 26 olarak gerçekleşmiştir. 2007-2010 döneminde söz konusu oran uzun vadeli nakdi kredilerdeki artışla beraber yükselmiştir. İmalat sanayi şirketlerinin döviz kuru riskine maruz kalma dereceleri analizinin ilk yıllarında imalat dışı şirketlere göre daha yüksek olmasına karşın zamanla kademeli olarak azalmıştır.

¹⁸ Bu bilgi belirtilen sektörlerde faaliyette bulunan bazı şirketlerle yapılan görüşmelerde teyit edilmiştir.

sektörlerde azalma eğilimi göstermiştir. 1997 yılında yüzde 43 olan oran, toplam YP kredileri-ihracat oranlarına paralel bir seyir izlemiş, 2004 yılında yüzde 15 olarak gerçekleşmiş ve takip eden yıllarda da tedrici olarak düşmüştür. Bu bulgu, dolarizasyon vadesinin uzamasında izlendiği üzere, şirketlerin giderek vade uyumsuzluğundan kaçındığına işaret etmektedir.

Grafik 7: Borç Dolarizasyonu ve İhracat Gelirleri



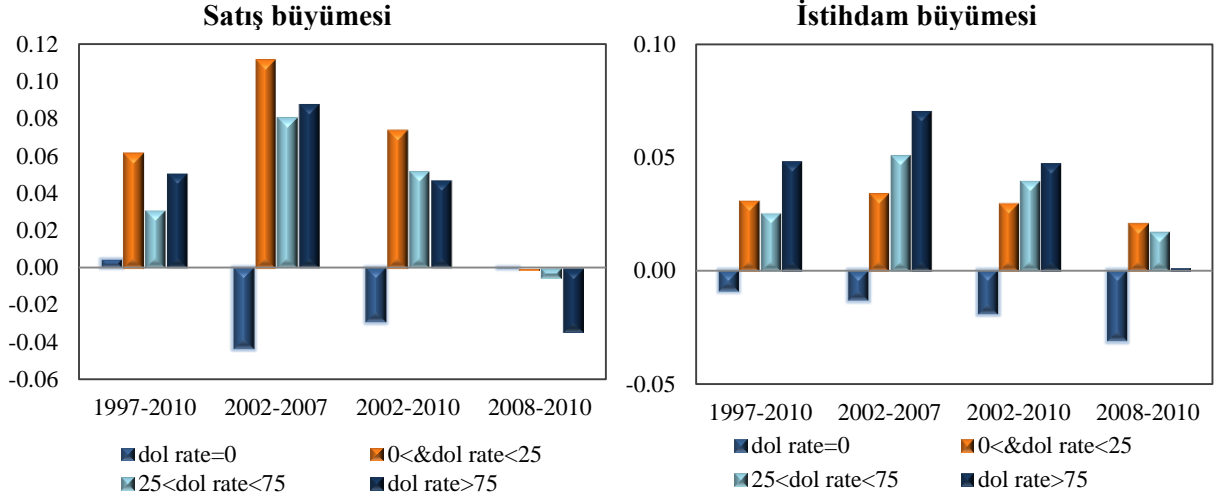
Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Grafik 8'de, imalat şirketleri için dolarizasyon oranlarının büyüklüğüne göre ağırlıklı ortalama olarak satış ve istihdam büyümeleri hesaplanmıştır. Buna göre, YP cinsinden borcu olmayan şirketlerin (dol rate=0) normal zamanlarda oldukça kötü satış ve istihdam büyümesi performansı sergiledikleri görülmektedir. Bu durum, Türkiye'de YP cinsinden kredilere erişimi olmayan şirketlerin finansal kısıt altında olduklarını ima etmektedir. Dolarizasyon oranı sıfır ile yüzde 25 arasında olan şirketlerin diğerlerine oranla oldukça güçlü bir satış büyümesi performansı yakaladığı görülmektedir. Buna karşın, normal zamanlarda, dolarizasyon oranı sıfır olan şirketlerin istihdam artışı negatif olup, çoğu zaman dolarizasyon oranı arttıkça istihdam artış oranının arttığı hesaplanmıştır. Diğer yandan, 2008-2009 krizinin etkilerinin gözlemlendiği 2008-2010 döneminde dolarizasyon oranının yüzde 75'ten yüksek olduğu şirketlerde satışlardaki küçülmenin oldukça belirgin olduğu ve istihdam artışının hemen hemen olmadığı görülmektedir. Bu bulgu, kur oynaklığının arttığı kriz dönemlerinde yüksek dolarizasyonun şirketlerin özellikle satış büyümelerini olumsuz etkilediğini ima etmekte ve takip edilen bölümde verilen ekonometrik çalışmadan elde eden bulgularla paralellik arz etmektedir.

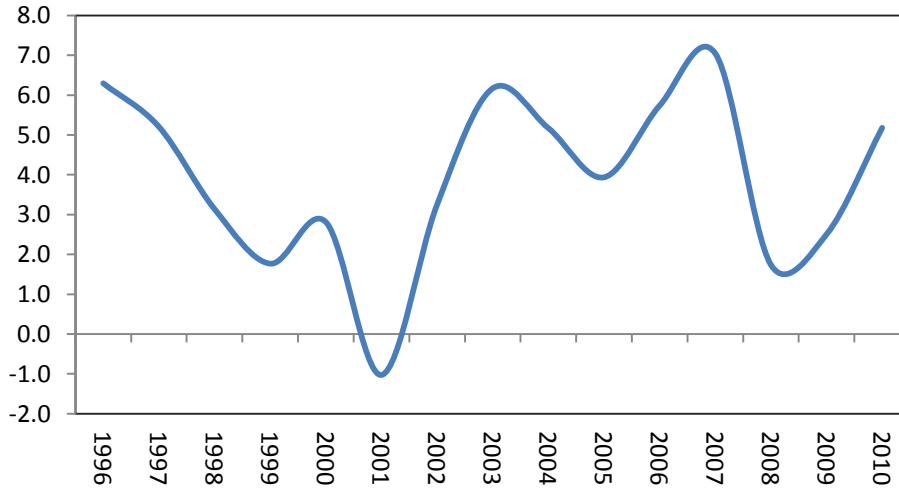
Grafik 9, imalat şirketlerinin ağırlıklı ortalama net kar marjının (net kar ve zarar/ satışlar) 1996-2010 dönemindeki seyrini vermektedir. 2001 ve 2008-2009 krizlerinde kar marjları belirgin olarak gerilemiştir. Bu gerilemede, içinde Türk lirasındaki değer kayıplarının da yer

aldığı finansal harcamalardaki belirgin artış da etkili olmuştur. 2008-2009 krizinden farklı olarak, 2001 krizinde şirketlerin faiz harcamalarındaki keskin artış da kar marjındaki gerilemede etkili olmuştur. Başka bir ifadeyle, 2001 krizinde 2008-2009 krizine oranla daha güçlü dış talep olmasına karşın, 2001 krizinde kar marjlarındaki daralmanın daha keskin olmasında Türk lirasındaki değer kaybının daha belirgin ve kalıcı olması ile yüksek faiz yükünün şirket bilançolarında neden olduğu tahribat etkili olmuştur.

Grafik 8: Dolarizasyon Oranı ve Satış ve İstihdam Büyümesi



Grafik 9 : İmalat Şirketlerinde Net Kar Marjı (%)



Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Not: En az altı yıl gözlemi olan ve net kar marjları %-100 ve %100 arasında olan şirketlerin gözlemleri toplam satışlarıyla ağırlıklandırılarak ortalama marj hesaplanmıştır.

4. Borç Dolarizasyonun Belirleyicileri ve Büyüme Dinamikleri: Ampirik Bulgular¹⁹

4.1. Türkiye’de Finansal Olmayan Şirketlerde Borç Dolarizasyonunun Belirleyicileri²⁰

Bu bölümde, 1996-2010 dönemi için TCMB Sektör Bilançoları çalışmasındaki şirket verileri kullanılarak Türkiye’deki reel sektör şirketlerinin borç dolarizasyonunun belirleyicileri regresyon analizi çerçevesinde test edilmiştir. Açıklayıcı değişkenler arasında gecikmeli bağımlı değişken bulunmasından dolayı dinamik panel veri modelleriyle tahminler yapılmıştır. Ayrıca, şirkete özgü açıklayıcı değişkenler borç dolarizasyonu ve şirket davranışları için içsel olabileceğinden bu yöntem benimsenmiştir. Bunlardan dolayı aşağıdaki borç dolarizasyonu denklemi, Arellano ve Bond (1991) ve Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen Generalised Method of Moments (*GMM*) yöntemi kullanılarak tahmin edilmiştir.

$$BD_{i,t} = \beta_1 BD_{i,t-1} + \beta_2 BD_{i,t-2} + \beta_3 IHR_{i,t} + \beta_4 MDV_{i,t} + \beta_5 KO_{i,t} + \beta_6 ÖLÇEK_{i,t} + \beta_7 KKBG_t + \beta_8 ENF_t + \beta_9 \Delta REER_t + \beta_{10} VIX_t + \alpha_i + u_{i,t} \quad (I)$$

Modelde, *i* şirket olarak yatay kesiti, *t* ise zaman boyutunu göstermektedir. *BD* borç dolarizasyonu oranını (YP nakdi krediler / Toplam nakdi krediler), *IHR* ihracat oranını (Yurt dışı satışlar / net satışlar)²¹, *MDV* net maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranını, *KO* kaldıraç oranını (Toplam borçlar / Toplam yükümlülükler), *ÖLÇEK* şirket ölçek büyüklüğünü (reel toplam varlıkların doğal logaritmasını), *KKBG* kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYH’ye oranını, *ENF* enflasyon oranını (TÜFE endeksinin birincil logaritma farkını), *ΔREER* reel efektif kur değişim oranını (TCMB TÜFE bazlı Reel Kur Endeksi birincil logaritma farkını) ve *VIX* Chicago Borsası oynaklık endeksini göstermektedir. Modelde gecikmeli bağımlı değişkeni (*BD_{i,t-j}*) dolarizasyonun finansal uyum vb. nedenlerle kalıcı olup olmaması durumunu (dinamik etkileri) test etmek üzere kullanılmıştır.

İmalat ve imalat dışı şirketlerin ayrı ayrı kapsandığı tahminler Grafik 10’da ve imalat şirketlerinin ölçeğe göre gruplandırılmış tahminler ise Grafik 11’de verilmiştir. Grafiklerde verilen katsayılara ait ayrıntılı sonuçlar Ek-Tablo 2 ve Ek-Tablo 3’te verilmiştir.

Tahminlerde tüm şirkete özgü değişkenlerin (*IHR*, *MDV*, *KO*, *ÖLÇEK*) potansiyel olarak içsel ve makroekonomik değişkenlerin (*KKBG*, *ENF*, *ΔREER*, *VIX*) ise dışsal olduğu

¹⁹ Ampirik analizde yer alan değişkenlerin tanımları Ek-Tablo 1’de yer almaktadır.

²⁰ Alp (2013) borç dolarizasyonunun belirleyicileri ve şirketlerin yatırımlarına etkisi konusunda ayrıntılı analiz sunmaktadır. Burada verilen borç dolarizasyonunun belirleyicileri söz konusu çalışmadan alınmıştır.

²¹ Borç dolarizasyon oranına temel teşkil eden YP cinsinden borçlar yılsonu döviz kuru kullanılarak Türk lirasına dönüştürülmektedir. Türk lirası cinsinden ihracat hesaplanırken gümrük çıkış belgesinde yer alan tarihteki ilgili TCMB döviz kurları temel alınmaktadır.

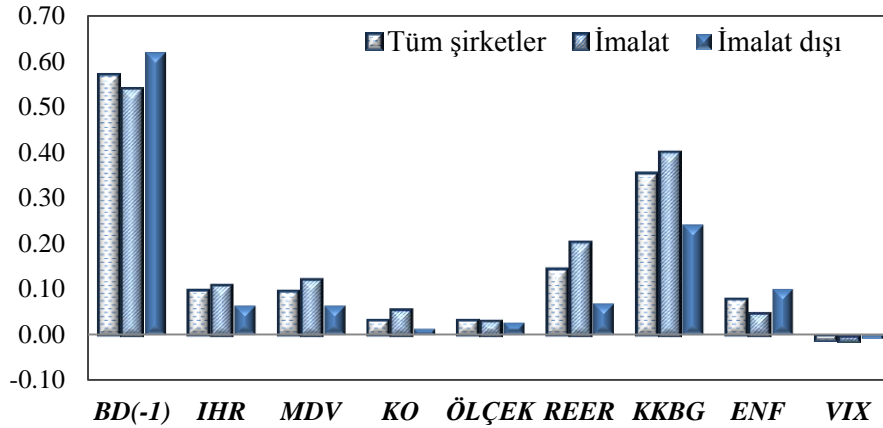
varsayılmıştır. Bu çerçevede, bağımlı değişken hariç tüm içsel değişkenlerin $t-2$ ve $t-3$ dinamik gecikmeleri ile bağımlı değişkenin $t-3$ gecikmeleri araç değişkenleri olarak kullanılmıştır. Araç değişkeni seti aynı zamanda tüm dışsal makroekonomik değişkenleri içermektedir. *GMM* tahmin edicilerin tutarlılığı için modellerde içsel bağıntının (autocorrelation) olmaması ve bunun için modellerin m_2 testini geçebilmeleri gerekmektedir. *GMM* tahmin sonuçlarına göre, tüm şirketler ve imalat dışı şirketler için 0.05 anlamlılık düzeyinde, içsel bağıntı bulunmamaktadır. Ayrıca, tahminlerde kullanılan araç değişkenlerin uygunluğu Hansen-J testiyle yapılmıştır. Ancak, bu teste göre kullanılan araç değişkenlerini geçerli olduğuna dair hipotez birçok modelde ret edilmektedir. Bu sonuç tahmin edilen katsayılar konusunda temkinli olunmayı gerektirmektedir. Diğer yandan, Roodman (2009) potansiyel olarak çok fazla araç değişkenin regresyonda kullanılmasının Hansen-J testinden geçmeyi zorlaştırdığını ileri sürmektedir. Buna göre, fazla sayıda içsel değişken varsayımı yapmak durumunda olmanın söz konusu testten geçmeyi yapısal olarak zorlaştırmaktadır.

Şirkete özgü ve makroekonomik durum değişkenlerinin katsayıları hemen hemen bütün tahminlerde istatistiksel olarak anlamlı ve işaretleri beklenen yönde olduğu görülmektedir. Bağımlı değişkenin gecikmeli değeri tüm şirket grupları için istatistiksel olarak anlamlı olup borç dolarizasyonunda belirgin bir ataletin olduğuna işaret etmektedir. Bu ataletin, imalat dışı şirketlerde, imalat şirketlerine oranla daha belirgin olduğu tahmin edilmiştir. Söz konusu ataletin, ekonomide uzun yıllar yaşanan makroekonomik istikrarsızlık ve Türkiye'deki mali sistemin yeterince gelişmemiş olması (gerek kaynak arzı gerekse maliyet boyutuyla ekonomik faaliyetleri desteklemede yetersiz kalması) dolayısıyla YP cinsinden kaynaklara olan talebin yüksek düzeylerde devam etmesinin etkili olduğu düşünülmektedir.

YP cinsinden kredi kullanmanın bilanço etkisinin yönü kullanılan YP cinsinden kredilerin şirket gelirlerinin döviz kompozisyonuyla uyumlu olup olmamasına bağlıdır. Bu çerçevede, ihracat oranı şirketin borcunun döviz kompozisyonu ile şirket gelirlerinin ne oranda YP cinsinden olduğu arasında bir ilişki olup olmadığını sınınamaya yöneliktir. İhracat oranı için pozitif katsayının tahmin edilmesi şirketlerin borçları ile gelirlerinin döviz kompozisyonu arasında uyum sağlama eğiliminde olduklarını göstermektedir. Yapılan regresyonlarda, ihracat oranı değişkenin katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç şirketlerin borçları ile gelirlerinin döviz kompozisyonu arasında uyum sağlama eğiliminde olduklarını ima etmektedir. Bu uyum, imalat şirketlerinde, imalat dışı şirketlerine oranla daha belirgindir. Ayrıca, imalat şirketlerinde ihracat oranı katsayısının küçük ve orta büyüklükteki şirketlerde, büyük ölçekli şirketlere oranla daha yüksek olduğu

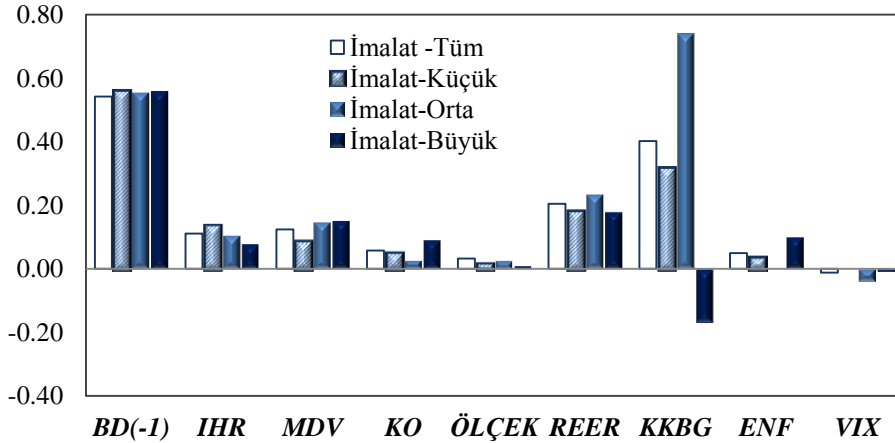
tahmin edilmiştir. Bu bulgu, literatürde sıklıkla finansal kısıt altında oldukları varsayılan küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin daha fazla oranda ihracat yaparak YP cinsinden borçlanabildikleri ve kur riskinden korunabildikleri böylece finansal kısıtlarını hafifletebildiklerini görüşünü desteklemektedir. Latin Amerika'daki şirketler için yaptıkları çalışmalarında, Kalemlı-Özcan ve diğeri (2009 ve 2010) YP cinsinden borcu yüksek olan ihracatçı şirketlerin finansal olarak daha az kısıt altında olduklarını dolayısıyla söz konusu şirketlerin yatırımlarının krediye erişimde sorun yaşandığı kriz dönemlerinden daha az oranda etkilendiğini ileri sürmüşleridir.

Grafik 10. Borç Dolarizasyonunun Belirleyicileri



Not: Bütün değişkenlerin katsayıları %1 seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 11: Ölçekler İtibariyle Dolarizasyonunun Belirleyicileri



Not: Büyük ölçekli şirketlerde VIX, KKBG, ve ÖLÇEK, orta ölçekli şirketlerde ENF ve küçük ölçekli şirketlerde VIX'in katsayıları istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer bütün katsayılar %1 seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Net maddi duran varlıklarının toplam varlıklara oranının yüksek olması asimetrik bilgi problemini azaltarak, şirketlerin daha yüksek düzeyde borçlanabilmesine imkân sağlamaktadır. Meksika örneğinde olduğu gibi, maddi teminatı olan şirketlerin, YP cinsinden borçlanmaya daha eğilimli oldukları görülmüştür (Pratap ve diğeri, 2003). Türkiye'deki

şirketler için yapılan regresyonlarda şirketlerin maddi teminatlarına ilişkin sinyal verme özelliği olan *MDV* arttıkça dolarizasyonun arttığı tahmin edilmiştir. Bu değişkenin katsayısı imalat şirketlerinde iki kat daha yüksektir. Ayrıca, söz konusu katsayı imalat şirketlerinde küçük ölçekten büyük ölçeğe gittikçe büyüdüğü görülmektedir.

Kaldıraç oranı (*KO*) şirketlerin borçlanabilme kapasitelerini yansıtmaktadır. Yapılan tahminlerde kaldıraç oranı ile borç dolarizasyonu oranı arasında istatistiki olarak anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur. İmalat şirketlerinde *KO*'nin dolarizasyonu artırıcı etkisi daha da güçlü olduğu gözlenmiştir. Ayrıca, *KO*'nin katsayıları küçük ölçekten büyük ölçeğe geçildikçe artmaktadır. Şirketin YP cinsinden borçlanabilme kapasitesinde önemli olabilecek bir başka değişken de ölçek büyüklüğüdür. Büyük ölçekli şirketlerin, uluslararası finansal piyasalara girişleri daha kolay olabileceği için daha fazla YP cinsinden borçlanmaları beklenir.²² Tahminler, literatürdeki bulgulara paralel olarak, borç dolarizasyonunun şirket ölçeği ile arttığını dolayısıyla şirket ölçeğindeki büyümenin uluslararası finansal fonlara erişimi olumlu yönde etkilediğini ima etmektedir.

Modelde makroekonomik değişkenlerin (*VIX*, *KKBG*, *ENF*, *ΔREER*) tümünün katsayıları istatistiksel olarak anlamlı ve beklenen işaretlere sahiptir. Küresel risk iştahı ve likiditenin önemli göstergelerinden olan *VIX* Endeksindeki (Rozada ve Levy-Yeyati, 2008; Bloom, 2009 ve Özatay, Özmen ve Şahinbeyoğlu, 2009) artış küresel risk iştahındaki ve likiditedeki azalmayı göstermektedir. *VIX* arttıkça, finansal olarak açık olan gelişmekte olan ülke şirketlerinin ve bankalarının uluslararası piyasalardan borçlanabilme olanakları sınırlanmakta dolayısıyla borç dolarizasyonunun azalması beklenmektedir. Küresel likiditenin daralmasıyla gelebilecek yerli paradaki değer kaybı YP cinsinden borçlanmanın maliyetini artırabilmekte ve borçlanma imkânlarını sınırlandırmaktadır (Önder, 2007). Yapılan tahminde *VIX* değişkeninin katsayısı ilgili yazındaki bulgulara paralel olarak negatif ve anlamlıdır. Buna göre, küresel likidite koşullarındaki iyileşmeler (*VIX* endeksinin azalması) şirketlerin YP cinsinden borçlanabilmelerine olanak sağlamaktadır.

Reel kur endeksindeki artışların (Türk lirasının reel olarak değer kazanması), YP cinsinden borçlanmanın ve borç servisi maliyetinin reel olarak düşmesine neden olarak, borç dolarizasyonunu teşvik etmesi beklenebilir. Nitekim yerli paranın reel olarak değer

²² Birçok akademik çalışmada, örneğin Kolombiya (Echeverry ve diğerleri, 2003) ve Şili örneğinde (Benavente ve diğerleri, 2003) aktifinin logaritması olarak tanımlanan şirketin ölçeği ile YP cinsinden borç arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Peru örneğinde (Carranza ve diğerleri, 2003) şirketin ölçeği ile uzun vadeli borçlanması arasında güçlü bir ilişki bulunmuştur.

kazanması, 1990'lı yılların sonunda yaşanan krizden önce Doğu Asya ülkelerinde olduğu gibi yurt dışı piyasalardan aşırı derecede borçlanmayı teşvik etmiştir. Tahminler, $\Delta REER$ katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymakta dolayısıyla Türk lirasındaki reel değerlemenin hızlanması borç dolarizasyonunu teşvik ettiği sonucu elde edilmektedir. Tahminlerden elde edilen bulgulardan bir diğeri de imalat şirketlerinin küresel likidite koşulları ve reel kur değişmelerinden, diğer şirketlere oranla daha fazla etkilenmeleridir. Ayrıca, reel kur artışlarının borç dolarizasyonunu tüm şirket ölçekleri için teşvik edici olduğu ve söz konusu etkinin şirket ölçeği ile doğru orantılı olarak arttığı tahmin edilmiştir.

Kamu kesiminin yüksek bütçe açıkları finansal dışlama etkisi nedeniyle reel sektör şirketlerinin fonlara ulaşabilmelerini sınırlandırabileceği düşünülmektedir. *KKBG*'deki artışın (bütçe açığındaki artış) kamu borçlanmasını artırdığı ve bankacılık sisteminin finansal olarak kısıtlı olan özel sektöre olan kredi arzını sınırlandırdığı ölçüde şirketlerin YP cinsinden borçlanma eğilimini teşvik edebilir. Nitekim regresyon sonuçları da, imalat sanayinin tamamında, küçük ve orta ölçekli şirketlerde *KKBG* ile borç dolarizasyonu arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, özellikle 2001 krizi sonrası dönemde *KKBG*'deki azalışın makroekonomik güveni artırmasının yanında finansal sistemin reel sektöre tahsis edebileceği fon arzını artırması ve maliyetini (faiz oranını) düşürmesi sonucunda dolarizasyon eğiliminin zayıflamasını teyit etmektedir. *KKBG*'deki azalışın en çok orta ölçekli imalat şirketlerinin yerli para cinsinden borçlanabilmesine imkân sağladığı tahmin sonuçlarından görülmektedir.

Dolarizasyonun belli başlı nedenlerinden biri de yüksek ve sürekli enflasyonun yaşanmasıdır. Nitekim ilgili yazında dolarizasyonunun enflasyonist ortamın getirdiği belirsizliklere karşı geliştirilen bir korunma yöntemi olarak sıklıkla vurgulanmaktadır (Ize ve Levy-Yeyati, 2002).²³ Başka bir ifadeyle, enflasyon oranındaki artış ve oynaklık şirketlerin Türk lirası cinsinden borçlanma olanaklarını kısımlarına zemin hazırlamaktadır. Yapılan tahminler de bu yöndeki görüşleri desteklemektedir. Özellikle imalat dışı ve büyük imalat şirketlerinin enflasyon oranına bağlı olarak daha fazla oranda dolarizasyon eğilimi sergiledikleri tahmin edilmiştir.

²³ Carranza ve diğerleri (2009) farklı dolarizasyon düzeyindeki yüzü aşkın ülke verisini kullanarak, kurdaki değer kayıplarının enflasyon etkilerini ampirik olarak incelemiştir. Sonuçlar, yüksek dolarizasyona sahip ülkelerde yüksek enflasyon geçişleri yaşandığı yaygın görüşünü desteklemektedir.

3.2. Türkiye’de İmalat Şirketlerinde Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Dinamikleri

Ranciere, Tornell ve Vamvakidis (2009) kur uyumsuzluğunun veya YP cinsinden borçlanmanın, bir yandan ekonomileri sistemik riske maruz bırakırken, özellikle kredi imkânları sınırlı olan gelişmekte olan ekonomilerde şirketlerin büyümesine katkıda bulunabileceğini ileri sürmektedir. Çalışmanın bu bölümünde imalat şirketlerinde borç dolarizasyonunun şirket satış ve istihdam büyümesine etkisi *GMM* yöntemiyle test edilmiştir. Şirketlerin satış büyümesi (*SB*) Model (2)’deki verilen değişkenlerle açıklanmaktadır.

$$SB_{it} = \beta_1 SB_{i,t-1} + \beta_2 KO_{it} + \beta_3 IHR_{it} + \beta_4 VERIM_{it} + \beta_5 BD_{it} + \beta_6 VIX_t + \beta_7 \Delta REER_t + \alpha_i + u_{i,t} \quad (2)$$

Modelde, *i* şirket olarak yatay kesiti, *t* ise zaman boyutunu göstermektedir. Yukarıda tanımları verilen değişkenlere ek olarak *VERIM* işgücü verimliliğini (reel satışlar/istihdam) göstermektedir. Bu denkleme aşağıda özetlendiği üzere etkileşim değişkenleri eklenerek regresyonlar çeşitlendirilmiştir.

Şirket büyüme oranlarının şirketlerin ihracat ve dolarizasyon oranlarının derecesi ile 2001 ve 2008-2009 krizlerine duyarlı olup olmadığı test edilmiştir. Bu çerçevede yukarıda veri bölümünde ayrıntıları açıklandığı üzere borç dolarizasyon ve ihracat oranlarına bakılarak şirketler yüksek ve düşük borç dolarizasyon ($BD_{d=Y}$ ve $BD_{d=D}$) ile düşük ve yüksek ihracat oranlı ($IHR_{d=D}$ ve $IHR_{d=Y}$) olarak sınıflandırılmış ve bu doğrultuda kukla değişkenler oluşturulmuştur. Ayrıca, iki kriz kukla değişkeni üretilmiştir. Birinci kriz kukla değişkeni 2001 krizini kontrol etmek üzere 2000-2002 dönemine ‘bir’ geri kalan yıllara ‘sıfır’ ($POST_{j=2001}$); ikinci kriz kukla değişkeni ise 2008-2009 krizini kontrol etmek üzere 2008-2010 dönemine ‘bir’ geri kalan yıllara ‘sıfır’ ($POST_{j=2009}$) değerleri verilerek oluşturulmuştur. Borç dolarizasyonu oranı (*BD*), Model (3) ve (4)’te verildiği üzere yukarıda tanımlanan ($BD_{d=D}$, $BD_{d=Y}$, $IHR_{d=D}$, $IHR_{d=Y}$, $POST_{j=2001}$ ve $POST_{j=2009}$) kukla değişkenleriyle etkileşimleri denkleme eklenerek regresyonlar tekrarlanmıştır.²⁴

$$SB_{it} = \beta_1 SB_{i,t-1} + \beta_2 KO_{it} + \beta_3 IHR_{it} + \beta_4 VERIM_{it} + \beta_5 BD_{it} + \gamma_1 (BD_{it} * BD_d) + \gamma_2 (BD_{it} * POST_j) + \beta_6 VIX_t + \beta_7 \Delta REER_t + \alpha_i + u_{i,t} \quad (3)$$

$$SB_{it} = \beta_1 SB_{i,t-1} + \beta_2 KO_{it} + \beta_3 IHR_{it} + \beta_4 VERIM_{it} + \beta_5 BD_{it} + \gamma_1 (BD_{it} * IHR_d) + \gamma_2 (BD_{it} * IHR_d * POST_j) + \gamma_3 (IHR_d * POST_j) + \beta_6 VIX_t + \beta_7 \Delta REER_t + \alpha_i + u_{i,t} \quad (4)$$

Burada *d* ve *j*’nin her bir alt bileşeni için ayrı ayrı değişkenler eklenerek tahminler yapılmış ve aşağıdaki tablolarda regresyon sonuçları verilmiştir. Buna göre, Tablo 3’te görüldüğü

²⁴ Değişkenlerle ilgili ayrıntılı tanımlar Ek-Tablo-1’de verilmiştir.

üzere, hemen hemen bütün regresyonlarda satış büyümesinin birinci gecikmesinin ve *VIX* endeksinin katsayılarının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tahmin edilmiştir. Bu sonuçlar, satış büyümesinde negatif yönde sınırlı bir ataletin olduğunu ve uluslararası risk iştahındaki azalışın satış büyümesini olumsuz yönde etkilediğini ima etmektedir. Diğer yandan, satış büyümesinin kaldıraç oranı, ihracat oranı, işgücü verimliliği, borç dolarizasyon oranı ve reel döviz kur endeksindeki değişimle arttığı tahmin edilmiştir. Buna karşın, düşük dolarizasyon oranına sahip şirketlerin ($BD_D=I$) büyümesi borç dolarizasyonu ile düşerken, yüksek dolarizasyon oranına sahip şirketlerin ($BD_Y=I$) büyümesinin borç dolarizasyonu ile belirgin olarak arttığı tahmin edilmiştir. Ayrıca, borç dolarizasyonunun 2001 krizinde şirketlerin satış büyümesini artırıcı, 2008-2009 krizinde ise azaltıcı etkide bulunduğu gözlenmiştir. Bu bulgular, Türkiye’de borç dolarizasyonunun, 2008-2009 krizi hariç, genel olarak satış büyümesini desteklediğini ima etmektedir. Sonuç olarak, şirketlerin borçlanma kısıtlarını YP cinsinden borçlanarak hafiflettikleri ve büyüme performanslarını artırdıkları görülmektedir.

Tablo 3: Borç Dolarizasyon Oranı, Krizler ve Satış Büyümesi (SB)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$SB_{i,t-1}$	-0.106 (7.29)***	-0.106 (6.60)***	-0.104 (6.42)***	-0.104 (6.41)***	-0.107 (6.53)***
KO_{it}	0.389 (5.77)***	0.513 (5.65)***	0.509 (5.51)***	0.512 (5.42)***	0.510 (5.48)***
IHR_{it}	0.179 (2.28)**	0.164 (2.22)**	0.198 (2.76)***	0.191 (2.61)***	0.179 (2.48)**
$VERİM_{it}$	0.434 (8.58)***	0.412 (8.28)***	0.391 (7.78)***	0.385 (7.30)***	0.381 (7.37)***
BD_{it}	0.126 (3.52)***	0.018 (0.57)	0.154 (2.90)***	0.102 (2.64)***	0.075 (1.92)*
$BD_{it} * BD_Y$		0.254 (1.97)**			
$BD_{it} * BD_D$			-0.185 (2.24)**		
$BD_{it} * POST_{2001}$				0.020 (1.71)*	
$BD_{it} * POST_{2009}$					-0.056 2.99)***
VIX_t	-0.191 (21.59)***	-0.192 (20.97)***	-0.190 (20.74)***	-0.194 (21.29)***	-0.186 (20.35)***
$\Delta(REER)_t$	0.242 (8.27)***	0.239 (7.69)***	0.238 (7.64)***	0.247 (7.70)***	0.225 (7.17)***
<i>N</i>	30,198	26,493	26,493	26,493	26,493
m_1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
m_2	0.28	0.73	0.80	0.81	0.72
$P(Hansen)$	0.07	0.12	0.13	0.11	0.12

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler z değerleridir. Şirket spesifik değişkenlerinin *t-2* ve *t-3* gecikmeleri araç değişken olarak kullanılmıştır. m_1 ve m_2 , Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağıntı istatistikleridir. $P[Hansen]$ araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir.

Tablo 4’da verilen, kaldıraç oranı, ihracat oranı, işgücü verimliliği, borç dolarizasyon oranı, VIX endeksi ve reel döviz kuru endeki değişkenlerine ait katsayılar Tablo 3’teki katsayılarla paralellik arz etmektedir. Tablo 4’da, Tablo 3’ten farklı olarak düşük ihracatçı şirketlerin kukla değişkeninin, borç dolarizasyon oranı ve kriz kukla değişkenleriyle etkileşimi kullanılarak regresyonlar tekrarlanmıştır. Buna göre, ihracat oranları düşük olan şirketlerde ($IHR_D=1$), dolarizasyon oranındaki artışın şirketlerin satış büyümelerini olumsuz yönde etkilediği tahmin edilmiştir. Söz konusu etkinin normal zamanlarda daha belirgin olduğu gözlenmiştir. Buna karşın, dolarizasyon oranındaki artışın şirketlerin satış büyümelerine etkisi 2001 krizinde sınırlı olurken, 2008-2009 krizinde daha belirgin olduğu tahmin edilmiştir. Bu bulgu, 2008-2009 krizinde dış talepte yaşanan keskin daralmanın ihracat üzerinde yarattığı olumsuz etkinin, Türk lirasındaki değer kaybının neden olduğu rekabet kazancından daha güçlü olduğunu ima etmektedir. Buna karşın, 2001 krizinde Türk lirasındaki aşınmanın neden olduğu rekabet gücü kazancının dolarizasyonun neden olduğu negatif bilanço etkisini telafi ettiği gözlenmektedir. Regresyonlar düşük ihracatçı kuklası yerine yüksek ihracatçı şirket kuklası kullanılarak Tablo 5’de tekrarlanmış burada vurgulanan bulgular teyit edilmiştir.

**Tablo 4: Satış Büyümesi, Dolarizasyon, İhracat Oranları ve Krizler
(Düşük İhracatçı Firmalar)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$SB_{i,t-1}$	-0.106 (7.28)***	-0.107 (7.31)***	-0.108 (7.42)***	-0.107 (7.35)***	-0.106 (7.30)***
KO_{it}	0.385 (5.81)***	0.394 (5.78)***	0.375 (5.64)***	0.408 (5.91)***	0.316 (4.83)***
IHR_{it}	0.159 (2.09)**	0.153 (1.93)*	0.286 (3.44)***	0.155 (2.07)**	0.380 (4.49)***
$VERİM_{it}$	0.426 (8.74)***	0.438 (8.69)***	0.421 (8.23)***	0.434 (8.81)***	0.384 (7.50)***
BD_{it}	0.178 (3.70)***	0.138 (3.90)***	0.092 (2.57)**	0.118 (3.34)***	0.139 (3.93)***
$BD_{it} * IHR_D$	-0.133 (1.79)*				
$BD_{it} * IHR_D * POST_{2001}$		-0.068 (2.29)**			
$BD_{it} * IHR_D * POST_{2009}$			-0.264 (3.77)***		
$IHR_D * POST_{2001}$				-0.017 (1.75)*	
$IHR_D * POST_{2009}$					-0.112 (6.44)***
VIX_t	-0.190 (21.64)***	-0.189 (21.31)***	-0.173 (17.26)***	-0.189 (21.14)***	-0.148 (13.50)***
$\Delta(REER)_t$	0.239 (8.18)***	0.235 (8.03)***	0.253 (8.61)***	0.239 (8.15)***	0.245 (8.29)***
N	30,198	30,198	30,198	30,198	30,198
m_1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
m_2	0.28	0.73	0.80	0.81	0.72
$P(Hansen\ test)$	0.07	0.12	0.13	0.11	0.12

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler z değerleridir. Şirket spesifik değişkenlerinin t-2 ve t-3 gecikmeleri araç değişken olarak kullanılmıştır. m_1 ve m_2 , Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağıntı istatistikleridir. $P[Hansen]$ araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir.

**Tablo 5: Satış Büyümesi, Dolarizasyon İhracat Oranları ve Krizler
(Yüksek İhracatçı Firmalar)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$SB_{i,t-1}$	-0.106 (7.29)***	-0.106 (7.18)***	-0.106 (7.26)***	-0.107 (7.20)***	-0.107 (7.29)***
KO_{it}	0.368 (5.61)***	0.374 (5.62)***	0.388 (5.77)***	0.375 (5.61)***	0.386 (5.74)***
IHR_{it}	0.081 (1.18)	0.086 (1.20)	0.177 (2.16)**	0.031 (0.47)	0.148 (1.80)*
$VERİM_{it}$	0.419 (8.88)***	0.392 (7.59)***	0.434 (8.51)***	0.385 (7.30)***	0.431 (8.45)***
BD_{it}	0.068 (1.64)	0.121 (3.55)***	0.125 (3.49)***	0.131 (3.77)***	0.122 (3.45)***
$BD_{it} * IHR_Y$	0.235 (2.81)***				
$BD_{it} * IHR_Y * POST_{2001}$		0.080 (4.82)***			
$BD_{it} * IHR_Y * POST_{2009}$			-0.002 (0.05)		
$IHR_Y * POST_{2001}$				0.075 (5.63)***	
$IHR_Y * POST_{2009}$					-0.017 (0.81)
VIX_t	-0.190 (21.63)***	-0.195 (22.37)***	-0.191 (20.29)***	-0.197 (22.63)***	-0.188 (19.75)***
$D(REER)_t$	0.228 (7.86)***	0.239 (8.14)***	0.242 (8.22)***	0.239 (8.13)***	0.239 (8.09)***
N	30,198	30,198	30,198	30,198	30,198
m_1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
m_2	0.38	0.54	0.28	0.56	0.29
$P(Hansen\ test)$	0.13	0.15	0.12	0.13	0.14

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler katsayı z istatistikleridir. Şirket spesifik değişkenlerinin t-2 ve t-3 gecikmeleri araç değişkenler olarak kullanılmıştır. m_1 ve m_2 , Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağımlı istatistikleridir. $P[Hansen]$ araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir.

Satış büyümesi için yapılan tüm regresyonlar istihdam büyümesi ($ISTB$) için de tekrarlanmış ve sonuçlar Ek-Tablo 4-6’te verilmiştir. Satış büyüme modelinden farklı olarak, istihdam büyümesi modeline, yatırım büyümesini kontrol üzere reel maddi duran varlıklardaki artış oranı (YO) denkleme eklenmiştir. Zira, istihdamın yatırımlara eşlik etmesi beklenmektedir. İstihdam büyümesi için yapılan tahminler, büyük ölçüde satış büyümesi tahminleriyle paralellik arz etmekle birlikte bazı farklılıklar dikkat çekmektedir. Bunların başında, satış büyümesi modelinde ihracat oranı katsayıları pozitif ve istatistiki olarak anlamlıyken, istihdam büyümesi modelinde söz konusu katsayılar anlamlı değildir. Bu bulgu, uluslararası rekabetin, başta istihdam olmak maliyet girdileri üzerinde baskı yaratması ve işgücünü tasarruf eden teknolojilerin benimsemesi görüşünü desteklemektedir. Nitekim son yıllarda istihdam artışının uluslararası rekabete daha az maruz kalan imalat dışı şirketlerinde gözlenmesi bu bulguyu teyit etmektedir. Diğer bir fark da, etkileşim değişkenleri eklenmeden yapılan tahminlerde dolarizasyon oranının katsayılar istatistiki olarak anlamlı bulunamamıştır. Buna karşın, düşük ve yüksek dolarizasyon kukla değişkenleri modele eklendiğinde, satış

büyümesi modelinde olduğu gibi, yüksek dolarizasyon grubunda yer alan şirketlerin daha iyi istihdam büyüme performansı yakalayabildikleri gözlenmiştir. Ayrıca, istihdam modelinde kullanılan değişkenlerin hemen hemen tamamının katsayıları (mutlak değer olarak) daha düşük tahmin edilmiştir. Bu bulgu, istihdam büyümesinin, satış büyümesinden farklı olarak yatırım büyüme oranı (YO) gibi daha yapısal değişkenlerle ilişkilendirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Nitekim YO'nun katsayısı oldukça yüksek (0,60 düzeyinde) tahmin edilmiştir.

5. Sonuç ve Değerlendirmeler

Türkiye'de finansal olmayan şirketler, geçmişte yaşanan makroekonomik istikrarsızlığın yanı sıra finansal sistemin ekonomik birimlerin finansal ihtiyaçlarını karşılayacak düzeyde derinliğe sahip olmaması sonucunda yoğun olarak YP cinsinden borçlanma yoluna gitmişlerdir. Nitekim şirketlerin YP cinsinden borçları toplam borçlarına oranı (borç dolarizasyonu) uluslararası karşılaştırmalara göre yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. 2001 krizinden sonra yapılan reformlarla birlikte esnek döviz kuru rejimi çerçevesinde enflasyon oranı ve kamu açıkları düşürülmüş dolayısıyla makroekonomik istikrar önemli ölçüde tesis edilmiştir. Söz konusu gelişmelere karşın, özellikle büyük ve ihracatçı şirketler YP cinsinden borçlanmalarını sürdürmüşler ve bunların şirketlerin dolarizasyon oranında ancak sınırlı bir düşüş gözlenmiştir. Bahsedilen dönemde özel sektöre açılan Türk lirası cinsinden kredi hacmindeki hızlı artışa karşın, Türkiye'de yurt içi tasarruflardaki düşüşün de etkisiyle bankacılık sektörü şirketlerin ihtiyacını karşılayacak düzeyde Türk lirası cinsinden düşük maliyetlerde yeterince kaynak üretememiştir. Sonuç olarak, şirketlerin YP cinsinden borç stoku belirgin olarak artmış ve YP cinsi pozisyon açığı 2013 yılı sonunda 178,5 milyar ABD dolarına çıkmıştır.

Türkiye'de reel sektörün artan YP cinsinden borç stokunun ekonominin temel kırılma noktalarından biri olduğu uluslararası kuruluşlar, akademisyenler ve politika yapımcılar tarafından sıklıkla dile getirilmektedir. Bu makale, söz konusu görüşün eskiye oranla daha az vurguya değer olabileceğine dair bulguları sunmaktadır. Bu makale, ayrıca, beklenenin aksine ve ilgili yazından farklı olarak, Türkiye'de şirketlerin yüksek kur riski taşımlarına karşın, YP cinsinden borçlanmanın şirketlerin finansal kısıtlarını hafifletmesi yoluyla şirketlerin büyümesini desteklediğine ilişkin deneysel bulgular sunması yönüyle literatüre bir katkı sunmaktadır. Bunun yanı sıra, makale, geniş bir veri seti kullanarak Latin Amerika ülkeleri için yapılan benzer çalışmalarından farklı olarak iki kriz dönemini dikkate alan bir analize yer vermiştir. Diğer yandan, makalede yer verilen borç dolarizasyonunun belirleyicileri analizi ilgili yazındaki çalışmalarla paralellik arz etmektedir.

Makalede elde edilen bulgulardan öne çıkanların bazıları aşağıda özetlenmiştir.

Birinci olarak, özellikle esnek döviz kuru rejimine geçilmesiyle birlikte, YP geliri sınırlı olan küçük ve orta ölçekli şirketler giderek daha az oranda YP cinsinden kredi kullanmaları şirket bilançolarını döviz kuru şoklarına karşı eskiye oranla daha az duyarlı hale getirmiştir. Nitekim 2008-2009 krizinde reel sektörün kar marjlarındaki daralma 2001 krizine oranla daha sınırlı olmuştur. Ayrıca, şirketlerin ortalama borçluluk oranları ve finansal harcamaların satışlar içindeki payları 2001 krizinden sonra belirgin olarak düşmüştür. Bu durum, şirketlerin 2008 yılında, 2001 yılına oranla daha sağlıklı bir bilanço yapısına sahip oldukları görüşünü desteklemektedir.

İkinci olarak, ekonometrik bulgular, borç dolarizasyonun şirket büyümesini artırıcı yönde etkilediğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, düşük maliyetli YP cinsinden kaynağa erişime sahip olmanın borçlanma kısıtlarını hafifleterek şirketlerin büyümesini desteklediği görülmektedir. Bu etki ihracatçı ve yüksek dolarizasyon oranına sahip şirketlerde daha belirgindir. Buna karşın, düşük ihracat oranına sahip olup da yüksek borç dolarizasyonu olan şirketlerde dolarizasyonun etkisi olumsuz yönde olduğu tahmin edilmiştir. Başka bir ifadeyle, korunmamış bilançolarda dolarizasyonun büyümeyi negatif yönde etkilediği tahmin edilmiştir. Bu çerçevede, söz konusu şirketlerin döviz kuru riskinden kaçınmak üzere kısa vadede türev ürünlerini kullanmaları ve uzun dönemde ise YP cinsinden gelirlerini artırmaları önerilmektedir.

Üçüncü olarak, yukarıda bulguları paylaşılan deneysel analiz, 2001 krizinde borç dolarizasyonunun şirket büyümesini olumlu, 2008-2009 krizinde ise olumsuz yönde etkilediğini göstermekte dolayısıyla kur riskinden kaçınmak için şirketlerin uluslararası piyasalarda talepleri döngüsel hareketlere daha az duyarlı olan ihraç ürünlerinde rekabetçi olabilmelerinin önemini teyit etmektedir. 2001 yılında Türk lirasındaki değer kaybının neden olduğu rekabet kazancı ve güçlü dış talepten dolayı dolarizasyon şirket büyümesini olumlu yönde etkilerken, 2008-2009 krizinde zayıf dış talepten kaynaklı olarak, negatif bilanço etkisi 2001 krizine oranla daha sınırlı olmasına karşın, dolarizasyonun şirket büyümesi üzerindeki etkisi daraltıcı olmuştur.

Yukarıda yapılan analiz, şirketler YP cinsinden borçları ile YP cinsinden gelirleri arasında bir denge sağlamaları (doğal koruma) durumunda negatif bilanço etkilerini sınırlayabildiklerini ve dolayısıyla sürdürülebilir bir büyümeyi yakalayabildiklerini göstermektedir. Ayrıca, özellikle küçük ve orta ölçekli şirketlerin ihracat performanslarını artırmaları yoluyla

borçlanma kısıtlarını YP cinsinden borçlanarak giderebildikleri ve yüksek bir büyüme performansı yakalayabildikleri görülmektedir. Kısaca, şirketlerin dış pazarlarda rekabet etme güçlerini artırıcı politikaların hayata geçirilmesi, bir yandan düşük maliyetli YP cinsinden borçlanmalarına imkân tanırken diğer yandan söz konusu borçların olumsuz bilanço etkilerinden kaçınılmaktadır. Bu çerçevede, daha istikrarlı kar marjları ve büyüme oranları ancak ihracat oranlarındaki artışla sağlanabileceği düşünülmektedir.

Referanslar

- Aghion, P., Bacchetta, P. ve Banerjee, A. (2001) “Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints” *European Economic Review* 45 (2001), 1121-1150.
- Aguiar, M. (2005) “Investment, Devaluation, and Foreign Currency Exposure: The Case of Mexico”. *Journal of Development Economics* 78 (2005), 95-113.
- Allen, M., Rosenberg, C., Keller, C., Setser B. ve Roubini N. (2002) “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis” *IMF Working Paper WP/02/210*.
- Alp, B (2013) Türkiye’deki Reel Sektör Firmalarında Borç Dolarizasyonu ve Reel Kur Değişimlerinin Bilanço Etkisi, TCMB Uzmanlık Tezi.
- Arellano, M. ve S.R. Bond. (1991) “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and Application to Employment Equations” *The Review of Economic Studies* 58 (2), 277-297.
- Arellano, M. ve O. Bover. (1995) “Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models”. *Journal of Econometrics* 68 (1), 27-51.
- Başçı, E. (2011) “Türkiye’de Ters Dolarizasyon”. Yerel Para Birimi Yoluyla Finansmanın ve Yerel Sermaye Piyasalarının Geliştirilmesi Konferansı.
- Bebczuk, R. , Galindo, A. ve Panizza U. (2006) “An Evaluation of the Contractionary Devaluation Hypothesis”. *Inter-American Development Bank Research Department Working Paper No: 582*.
- Benavente, J. M., Johnson, C. A. ve Morande F. G. (2003) “Debt Composition and Balance Sheet Effects of Exchange Rate Depreciations: A Firm Level Analysis for Chile”. *Emerging Markets Review* 4 (2003), 397-416.
- Bleakley, H. ve Cowan K. (2005) “Corporate Dollar Debt and Depreciations: Much Ado About Nothing?” *Inter-American Development Bank Research Department Working Paper No: 532*.
- Bleakley, H. ve Cowan K. (2008) “Mismash on Mismatch? Balance-Sheet Effects and Emerging-Markets Crises”, Chicago University web page http://home.uchicago.edu/~bleakley/Bleakley_Cowan_Mishmash.pdf
- Bloom, N. (2009) “The Impact of Uncertainty Shocks”. NBER No: 13385.

- Bonomo, M., Martins, B. ve Pinto R. (2003) "Debt Composition and Exchange Rate Balance Sheet in Brazil: A Firm Level Analysis". *Emerging Markets Review* 4, 368-396.
- Bougheas, S., H. Lim, S. Mateut, P. Mizen ve C.Yalçın (2012) "Lessons from the Asian Crisis: An Open Economy Credit Channel Model where Export Status Matter" University of Nottingham, Centre for Finance, Credit and Macroeconomics (CFCM) Discussion Papers No: 12/16.
- Calvo, G. A. ve Reinhart, C. M. (2000) "Fear of Floating" NBER No: 7993.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A., ve Mejia, L. (2004) "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects" NBER No: 10520.
- Campa, J.M., and L.S. Goldberg (1999) "Investment, Pass-through and Exchange Rates: A Cross-Country Comparison" *International Economic Review* 40 (2), 287–314.
- Carranza, L. J., Cayo, J. M. ve Galdon-Sanchez J. E. (2003) "Exchange Rate Volatility and Economic Performance in Peru: a Firm Level Analysis" *Emerging Markets Review* 4 (2003), 472-496.
- Carranza, L. J., Galdon-Sanchez J. E ve Biscarri J. G. (2009) "Exchange Rate and Inflation Dynamics in Dollarized Economies" *Journal of Development Economics* 89, 98-108.
- Carranza, L., J., Galdon-Sanchez J. E ve Biscarri J. G. (2011) "The Relationship between Investment and Large Exchange Rate Depreciations in Dollarized Economies" *Journal of International Money and Finance* 30, 1265-1279.
- Céspedes, L. F., Chang, R. ve Velasco, A. (2000) "Balance Sheets and Exchange Rate Policy" NBER Çalışma Tebliği Serisi No: 7840.
- Cowan, K., Hansen, E. ve Herrera L. O. (2005) "Currency Mismatches, Balance Sheet Effects and Hedging in Chilean Non-Financial Corporations" Central Bank of Chile Çalışma Tebliği No: 346.
- Dünya Bankası (2010) Türkiye – Yatırım Ortamı Değerlendirmesi: Krizden Özel Sector Öncülüğünde Büyümeye. Washington DC.
- Eichengreen, B. ve Hausmann, R. (1999) "Exchange Rates and Financial Fragility". Federal Reserve Bank of Kansas City's Conference on Issues in Monetary Policy.
- Echeverry, J C., Fergusson, L., Steiner, R. ve Aguilar C. (2003) " 'Dollar' Debt in Columbian firms: are sinners punished during devaluations?". *Emerging Markets Review* 4 (2003), 417-449.
- Fazzari, S.M., R.G. Hubbard and B.C. Petersen (1988) "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brooking Papers on Economic Activity* 1, 141-195.
- _____ (2000) "Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales", *Quarterly Journal of Economics*, 695-705.
- Frankel J. A. (2005) "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries" *IMF Staff Papers* 52 (2), 149-192.

- Galindo, A., Panizza, U. ve Schiantarelli F. (2003) “Debt Composition and Balance Sheet Effects of Currency Depreciation: A Summary of The Micro Evidence”. *Emerging Markets Review* 4 (2003), 330-339.
- Gertler, M., Gilchrist, S. ve Natalucci F. M. (2007) “External Constraints on Monetary Policy and The Financial Accelerator”. *Journal of Money, Credit and Banking* 39(2-3).
- Hülagü, T. ve C. Yalçın (2014) “Türkiye’de Firmaların Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riskine İlişkin Mikro Değerlendirmeler” TCMB Ekonomi Notları No: 13/14.
- IMF. (2005) “Global Stability Report: Market Developments and Issues”. Chapter IV Corporate Finance in Emerging Markets, 92-133.
- Ize, A. ve Levy-Yeyati, E. (2003) “Financial Dollarization” *Journal of International Economics* 59 (2003), 323-347.
- Kalemli-Özcan, Ş., Kamil H. ve Villegas-Sanchez C. (2009) “What Hinders Investment in the Aftermath of Financial Crises: Balance-Sheet Mismatches or Access to Finance?” <http://www.ieo-imf.org/external/np/res/seminars/2009/arc/pdf/kalemli.pdf>
- Kalemli-Özcan, Ş., Kamil H. ve Villegas-Sanchez C. (2010) “What Hinders Investment in the Aftermath of Financial Crises: Insolvent Firms or Illiquid Banks?” NBER Working Paper No. 6528.
- Kamil, H. (2012) “How Do Exchange Rate Regimes Affect Firms’ Incentives to Hedge Currency Risk? Micro Evidence for Latin America”. IMF Çalışma Tebliği WP/12/69.
- Kesriyeli M., Özmen E. ve Yiğit S. (2005) “Corporate Sector Debt Composition and Exchange Rate Balance Sheet Effect in Turkey”. TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 05/16.
- Krugman, P. (1999a) “Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises” *International Tax and Public Finance*, 6, 459-472 (1999)
- Krugman, P. (1999b) “Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis” <http://web.mit.edu/krugman/www/MINICRIS.htm>
- Levy Yeyati, E. (2006) “Financial Dollarization: Evaluating the Consequences”. *Economic Policy*, Ocak 2006, CEPR, CES, MSH, 2006, 61-113.
- Levy Yeyati, E. ve Gonzalez Rozada M. (2008) “Global Factors and Emerging Market Spreads”. *The Economic Journal* vol 188 (533), 1917-1936.
- Martinez L. ve Werner A. (2002). “The Exchange Rate Regime and The Currency Composition of Corporate Debt: The Mexican Experience”. *Journal of Development Economics* 69 (2), 315-334.
- Mishkin F. (1999). “Global financial Instability: Framework, Events, Issues”. *Journal of Economic Perspectives* 13 (4), 3-20.
- Obstfeld M. (2008). “International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? The World Bank Çalışma Tebliği No: 34.

- Önder Y. (2007). “Dalgalanma Korkusu ve Türkiye Örneği” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Özatatay F., Özmen E. ve Şahinbeyoğlu G. (2009) “Emerging Market Sovereign Spreads, Global Financial Conditions and U.S. Macroeconomic News” *Economic Modelling* 26(2), 526-53.
- Özmen E. ve Yalçın C. (2007) “Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye’de Reel Sektör Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu”. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 07/06.
- Özmen E., Şahinöz S. ve Yalçın C. (2012) “Profitability, Savings and Investment of Non-Financial Firms in Turkey”. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No: 12/14.
- Pratap, S., Lobato, I. ve Somuano A. (2003) “Debt Composition and Balance Sheet Effects of Exchange Rate Volatility in Mexico: A Firm Level Analysis”. *Emerging Markets Review* 4 (2003) 450-471.
- Ranciere, R., Tornell, A. ve Vamvakidis A. (2009) “Currency Mismatch and Systemic Risk in Emerging Europe”. *Economic Policy CEPS & CES & MSH* 25, 597-658.
- Roodman, D. (2009b) “A Note on the Theme of Too Many Instruments”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 71 (1), 135-158.
- Saygılı, S., C. Cihan, C. Yalçın ve T. Hamsici (2010) “Türkiye İmalat Sanayiinin İthalat Yapısı” TCMB Çalışma Tebliği No: 10/02.
- Serdengeçti, S. (2005) “Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon”. Dolarizasyon / Ters Dolarizasyon konulu Eskişehir Sunumu.
- TCMB RESİM Projesi (2013) “TCMB Reel Sektöre İktisadi Mercek Projesi”, Finansal Olmayan Şirketlere Uygulanan Saha Çalışması.
- TCMB (2014) “Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri” Aylık İstatistikî Yayın.
- Zettelmeyer, J., P.M. Nagy, ve S. Jeffrey (2010) “Addressing private sector currency mismatches in Emerging Europe,” Avrupa İmar ve Yatırım Bankası (EBRD) Çalışma Tebliği, No: 115.

Ek-Tablo 1: Ampirik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

<i>Değişken Adı</i>	<i>Değişken Tanımı</i>	<i>Kaynak</i>
<i>Firmaya Özgü Değişkenler</i>		
<i>BD</i>	Borç (yükümlülük) dolarizasyon oranı (YP cinsi nakdi krediler /Toplam nakdi krediler*100). YP cinsi borçlar TL cinsinden elde etmek için yılsonu döviz kurları kullanılmıştır.	TCMB Sektör Bilançoları ve TCMB Risk Merkezi Verileri
<i>IHR</i>	İhracat oranı (Yurt dışı satışlar/Toplam net satışlar*100. İhracat rakamları TL cinsinden elde etmek için ortalama döviz kurları kullanılmıştır.	TCMB Sektör Bilançoları
<i>MDV</i>	Net maddi duran varlıklar/ Toplam varlıklar*100	TCMB Sektör Bilançoları
<i>KO</i>	Kaldıraç oranı (Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Kaynaklar*100)	TCMB Sektör Bilançoları
<i>ÖLÇEK</i>	Şirket ölçek büyüklüğünü (reel toplam aktiflerinin doğal logaritması)	TCMB Sektör Bilançoları
<i>SB</i>	Yıllık satış büyümesi (yüzde)	TCMB Sektör Bilançoları
<i>VERİM</i>	İşgücü verimliliği (reel satışlar/istihdam)	TCMB Sektör Bilançoları
<i>BD_{d=Y}</i>	Dolarizasyon oranları en yüksek yüzde 75 diliminde olan şirketler	Kendi hesaplamalarımız
<i>BD_{d=D}</i>	Dolarizasyon oranları en düşük yüzde 50 diliminde olanlar şirketler	Kendi hesaplamalarımız
<i>IHR_{d=Y}</i>	İhracat oranları en yüksek yüzde 75 diliminde olan şirketler için kuklası değişkeni	Kendi hesaplamalarımız
<i>IHR_{d=D}</i>	İhracat oranları yüzde 50 diliminin altında olan şirketler için kukla değişkeni	Kendi hesaplamalarımız
<i>POST_{j=2001}</i>	2001 krizini kontrol etmek üzere kullanılan kukla değişkeni: 2000-2002 dönemi için '1', geri kalan yıllar için '0'	Kendi hesaplamalarımız
<i>POST_{j=2009}</i>	2008-2009 krizini kontrol etmek üzere kullanılan kukla değişkeni: 2008-2010 dönemi için '1', geri kalan yıllar için '0'	Kendi hesaplamalarımız
<i>Makro Değişkenler</i>		
<i>KKBG</i>	Kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYH'ye oranı (%)	Yıllık Program, Kalkınma Bakanlığı
<i>ENF</i>	Enflasyon oranı (TÜFE endeksinin birincil logaritma farkını)	TÜİK
<i>ΔREER</i>	Reel efektif kur değişim oranı (TCMB TÜFE bazlı Reel Kur Endeksi birincil logaritma farkı)	TCMB
<i>VIX</i>	Chicago Borsası oynaklık endeksi	Bloomberg

**Ek-Tablo 2: Borç Dolarizasyon Oranının Belirleyicileri:
Dinamik Panel Sonuçları**

	Tüm Firmalar	İmalat Sanayi	İmalat Dışı
$BD_{i,t-1}$	0.570 *** (71.25)	0.542 *** (49.27)	0.619 *** (51.58)
$BD_{i,t-2}$	0.127 *** (15.88)	0.126 *** (12.60)	0.134 *** (12.18)
IHR_{it}	0.099 *** (7.62)	0.111 *** (6.53)	0.065 *** (3.10)
MDV_{it}	0.097 *** (6.06)	0.124 *** (5.64)	0.065 *** (3.25)
KO_{it}	0.033 *** (3.67)	0.058 *** (5.80)	0.014 ** (2.33)
$ÖLÇEK_{it}$	0.033 *** (16.50)	0.033 *** (8.25)	0.028 *** (9.33)
$\Delta REER_t$	0.146 *** (11.23)	0.205 *** (9.76)	0.070 *** (4.38)
$KKBG_t$	0.355 *** (7.72)	0.402 *** (5.91)	0.242 *** (4.03)
ENF_t	0.079 *** (7.18)	0.05 *** (3.33)	0.102 *** (-7.29)
VIX_t	-0.011 ** (2.75)	-0.012 ** (-2.00)	-0.008 * (1.60)
Sabit Terim	-0.349 *** (12.46)	-0.328 *** (7.45)	-0.307 *** (9.59)
N	56670	30029	26641
$m1$	0.00	0.00	0.00
$m2$	0.01	0.01	0.29
$P(Hansen)$	0.00	0.00	0.00

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler katsayı standart hatalarıdır. $m1$ ve $m2$, Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağıntı istatistikleridir. $P(Hansen)$ araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir. 190 araç değişkeni kullanılmıştır.

Ek-Tablo 3: Şirket Ölçeği İtibarıyla İmalat Sanayinde Borç Dolarizasyon Oranının Belirleyicileri: Dinamik Panel Sonuçları

	İmalat Sanayi Tüm Firmalar	İmalat Sanayi Küçük Ölçekli	İmalat Sanayi Orta Ölçekli	İmalat Sanayi Büyük Ölçekli
$BD_{i,t-1}$	0.542 *** (49.27)	0.561 *** (35.06)	0.554 *** (26.38)	0.559 *** (19.96)
$BD_{i,t-2}$	0.126 *** (12.60)	0.118 *** (8.43)	0.142 *** (7.10)	0.158 *** (6.32)
IHR_{it}	0.111 *** (11.10)	0.142 *** (10.14)	0.106 *** (5.30)	0.079 ** (3.16)
MDV_{it}	0.124 *** (5.64)	0.092 *** (3.29)	0.147 *** (3.97)	0.153 ** (2.51)
KO_{it}	0.058 *** (5.80)	0.056 *** (4.67)	0.027 ** (2.25)	0.091 *** (3.64)
$ÖLÇEK_{it}$	0.033 *** (8.25)	0.022 *** (2.75)	0.025 * (1.67)	0.01 (0.67)
$\Delta REER_t$	0.205 *** (20.50)	0.186 *** (7.75)	0.235 *** (11.75)	0.181 *** (7.24)
$KKBG_t$	0.402 *** (5.91)	0.321 *** (3.57)	0.740 *** (5.44)	-0.167 (1.04)
ENF_t	0.050 *** (3.33)	0.042 ** (2.10)	-0.003 (0.12)	0.101 *** (3.06)
VIX_t	-0.012 ** (2.00)	0.000 (0.00)	-0.039 *** (3.25)	-0.007 (0.44)
Sabit Terim	-0.328 *** (7.45)	-0.256 *** (3.32)	-0.139 (0.79)	-0.086 (0.41)
N	30029	16963	8266	4800
$m1$	0.00	0.00	0.00	0.00
$m2$	0.01	0.01	0.34	0.39
$P(Hansen)$	0.00	0.00	0.00	0.04

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler katsayı standart hatalarıdır. $m1$ ve $m2$, Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağıntı istatistikleridir. P(Hansen) araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir. 190 araç değişkeni kullanılmıştır.

Ek-Tablo 4: Dolarizasyon Oranı, Krizler ve İstihdam Büyümesi (İSTB)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\dot{I}STB_{i,t-1}$	-0.148 (10.09)***	-0.163 (10.56)***	-0.165 (10.70)***	-0.163 (10.48)***	-0.167 (10.73)***
KO_{it}	0.255 (4.93)***	0.298 (4.57)***	0.312 (4.77)***	0.292 (4.46)***	0.297 (4.54)***
IHR_{it}	-0.016 (0.21)	-0.025 (0.34)	0.030 (0.43)	-0.019 (0.25)	-0.029 (0.39)
$VERİM_{it}$	0.180 (3.58)***	0.089 (1.71)*	0.067 (1.33)	0.096 (1.72)*	0.082 (1.48)
YO_{it}	0.596 (7.33)***	0.631 (7.43)***	0.628 (7.60)***	0.629 (7.26)***	0.628 (7.30)***
BD_{it}	-0.005 (0.14)	-0.084 (2.66)***	0.009 (0.18)	-0.060 (1.48)	-0.103 (2.54)**
$BD_{it} * BD_Y$		0.443 (3.10)***			
$BD_{it} * BD_D$			-0.137 (1.82)*		
$BD_{it} * POST_{2001}$				0.047 (2.88)***	
$BD_{it} * POST_{2009}$					-0.103 (4.98)***
VIX_t	-0.087 (8.87)***	-0.083 (8.47)***	-0.086 (8.85)***	-0.092 (9.10)***	-0.076 (7.74)***
$\Delta(REER)_t$	0.232 (6.69)***	0.247 (6.96)***	0.254 (7.28)***	0.284 (7.57)***	0.239 (6.73)***
N	29,346	25,727	25,727	25,727	25,727
n_1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
n_2	0.29	0.37	0.31	0.41	0.30
$P(Hansen)$	0.07	0.08	0.10	0.09	0.10

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler z değerleridir. Şirket spesifik değişkenlerinin t-2 ve t-3 gecikmeleri araç değişken olarak kullanılmıştır. m_1 ve m_2 , Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağıntı istatistikleridir. $P[Hansen]$ araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir.

**Ek-Tablo 5: İstihdam Büyümesi, Dolarizasyon, İhracat Oranları ve Krizler
(Düşük İhracatçı Firmalar)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\dot{I}STB_{i,t-1}$	-0.150 (10.31)***	-0.149 (10.14)***	-0.152 (10.43)***	-0.148 (9.98)***	-0.151 (10.40)***
KO_{it}	0.255 (5.02)***	0.254 (4.92)***	0.236 (4.67)***	0.244 (4.78)***	0.192 (3.78)***
IHR_{it}	-0.024 (0.34)	-0.006 (0.08)	0.139 (1.69)*	-0.021 (0.29)	0.158 (1.86)*
$VERİM_{it}$	0.156 (3.23)***	0.174 (3.48)***	0.155 (3.10)***	0.188 (3.77)***	0.133 (2.59)***
YO_{it}	0.580 (7.27)***	0.595 (7.36)***	0.577 (7.16)***	0.595 (7.32)***	0.538 (6.54)***
BD_{it}	0.037 (0.82)	-0.006 (0.16)	-0.045 (1.24)	-0.006 (0.18)	0.014 (0.39)
$BD_{it} * IHR_D$	-0.097 (1.37)				
$BD_{it} * IHR_D * POST_{2001}$		0.012 (0.37)			
$BD_{it} * IHR_D * POST_{2009}$			-0.362 (4.65)***		
$IHR_D * POST_{2001}$				0.018 (1.70)*	
$IHR_D * POST_{2009}$					-0.089 (4.62)***
VIX_t	-0.088 (9.02)***	-0.088 (8.88)***	-0.064 (6.11)***	-0.090 (8.95)***	-0.056 (5.18)***
$\Delta(REER)_t$	0.229 (6.71)***	0.233 (6.71)***	0.249 (7.24)***	0.239 (6.74)***	0.236 (6.99)***
N	29,346	29,346	29,346	29,346	29,346
m_1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
m_2	0.25	0.28	0.22	0.32	0.20
$P(Hansen\ test)$	0.10	0.13	0.11	0.14	0.12

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler z değerleridir. Şirket spesifik değişkenlerinin t-2 ve t-3 gecikmeleri araç değişken olarak kullanılmıştır. m_1 ve m_2 , Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağıntı istatistikleridir. $P[Hansen]$ araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir.

**Ek-Tablo 6: Satış Büyümesi, Dolarizasyon, İhracat Oranları ve Krizler
(Yüksek İhracatçı Firmalar)**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\dot{I}STB_{i,t-1}$	-0.150 (10.36)***	-0.152 (10.49)***	-0.154 (10.53)***	-0.152 (10.49)***	-0.154 (10.52)***
KO_{it}	0.245 (4.87)***	0.242 (4.80)***	0.247 (4.78)***	0.236 (4.71)***	0.237 (4.62)***
IHR_{it}	-0.015 (0.24)	-0.030 (0.44)	-0.212 (2.65)***	-0.034 (0.54)	-0.227 (2.85)***
$VERİM_{it}$	0.147 (3.12)***	0.130 (2.64)***	0.158 (3.14)***	0.129 (2.58)***	0.152 (3.02)***
YO_{it}	0.562 (7.17)***	0.574 (7.28)***	0.600 (7.42)***	0.575 (7.39)***	0.590 (7.34)***
BD_{it}	-0.016 (0.40)	-0.004 (0.12)	-0.044 (1.22)	0.010 (0.27)	-0.026 (0.74)
$BD_{it} * IHR_Y$	0.087 (1.15)				
$BD_{it} * IHR_Y * POST_{2001}$		0.086 (4.84)***			
$BD_{it} * IHR_Y * POST_{2009}$			-0.187 (5.31)***		
$IHR_Y * POST_{2001}$				0.070 (5.27)***	
$IHR_Y * POST_{2009}$					-0.122 (5.44)***
VIX_t	-0.088 (9.08)***	-0.093 (9.57)***	-0.067 (6.48)***	-0.093 (9.60)***	-0.065 (6.33)***
$\Delta(REER)_t$	0.228 (6.75)***	0.236 (7.02)***	0.214 (6.21)***	0.239 (7.11)***	0.209 (6.06)***
N	29,346	29,346	29,346	29,346	29,346
m_1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
m_2	0.23	0.21	0.20	0.20	0.20
$P(Hansen\ test)$	0.08	0.10	0.11	0.09	0.12

Not: ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve % 10 seviyelerinde istatistiksel anlamlılık düzeyini göstermektedir. Parantez içindeki değerler z değerleridir. Şirket spesifik değişkenlerinin $t-2$ ve $t-3$ gecikmeleri araç değişken olarak kullanılmıştır. m_1 ve m_2 , Arellano ve Bond (1991) tarafından sunulan birinci ve ikinci dereceden içsel bağıntı istatistikleridir. $P[Hansen]$ araç değişkeni geçerliliğine ilişkin Hansen J testinin olasılık değeridir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Son Dönemde Yayınlanan Çalışma Tebliğleri
Çalışma Tebliğlerinin tamamına Banka İnternet sitesinden (<http://www.tcmb.gov.tr>) ulaşılabilir.

Joint Dynamics of House Prices and Foreclosures

(Yavuz Arslan, Bülent Güler, Temel Taşkın Working Paper No. 14/40, December 2014)

On the Uncertainty-Investment Relationship: An Overview with an Application to the Power Plant Investments in Turkish Electricity Sector

(Erdal Yılmaz, Working Paper No. 14/39, November 2014)

Rezerv Opsiyon Mekanizması Otomatik Dengeleyici İşlevi Görüyor Mu?

(Oğuz Aslaner, Uğur Çıplak, Hakan Kara, Doruk Küçükseraç, Working Paper No. 14/38, October 2014)

Türkiye’de Enflasyonun İş Çevrimlerine Duyarlılığı: Çıktı Açığına Duyarlı TÜFE Alt Gruplarının Saptanması

(Oğuz Atuk, Cem Aysoy, Mustafa Utku Özmen, Çağrı Sarıkaya Çalışma Tebliği No. 14/37, Eylül 2014)

On International Consumption Risk Sharing, Financial Integration and Financial Development

(Yasin Mimir Working Paper No. 14/36, September 2014)

Unemployment Flows, Participation and the Natural Rate for Turkey

(Gönül Şengül, Murat Taşçı Working Paper No. 14/35, September 2014)

Firm-Size Wage Gaps along the Formal-Informal Divide: Theory and Evidence

(Binnur Balkan, Semih Tümen Working Paper No. 14/34, September 2014)

Sectoral Asymmetries in a Small Open Economy

(S. Tolga Tiryaki Working Paper No. 14/33, September 2014)

Consumer Tendency Survey of Turkey: A Disaggregated Analysis

(Ece Oral, Türknur Brand Working Paper No. 14/32, September 2014)

Asymmetric Exchange Rate and Oil Price Pass-Through in Turkish Fuel Oil Market

(Fatih Akçelik, Mustafa Utku Özmen Working Paper No. 14/31, September 2014)

Turkish Middle Income Trap and Less Skilled Human Capital

(Gökhan Yılmaz Working Paper No. 14/30, September 2014)

The Structure of the Turkish Banking Sector Before and After the Global Crisis

(Aytül Ganioglu, Vuslat Us Working Paper No. 14/29, August 2014)

Determinants of Bond Flows to Emerging Markets: How Do They Change Over Time?

(Yasemin Erduman, Neslihan Kaya Working Paper No. 14/28, August 2014)

Firm Leverage and the Financial Crisis

(Fatih Altunok, Arif Oduncu Working Paper No. 14/27, August 2014)