



EKONOMİ NOTLARI

Reel Sektör Döviz Pozisyonu ve Risklerin Dağılımı

Fatih Yılmaz

Mehmet Selman Çolak

Abstract: In this study, developments on the foreign currency indebtedness of non-financial (real sector) Turkish firms over the last decade and the distribution of potential financial risks have been examined in detail. In the analysis, Banking Association of Turkey- Risk Center data, covering the population of corporate credits, as well as the Borsa İstanbul reel sector company data, where asset and liability currency denomination can be separated out, are used. According to the Risk Center database, foreign currency loans mainly concentrated in a small number of firms with high credit balance, and in long maturities. Despite the fact that FX credits are heavily concentrated in the manufacturing sector, the FX credit shares of energy, transportation, communication and construction sectors have increased considerably following the recent large scale infrastructure and construction projects. Similarly, Borsa İstanbul firms' FX open positions are concentrated among the ones with large asset size, high export revenues, and holding relatively larger hedge positions against to currency risks. While the post-2013 exchange rate shocks seem to have caused a considerable deterioration in the BİST firm's balance sheets, this deterioration has not occurred at the levels that can result in financial stresses for most of the firms. Although this finding is considered positively, it is important to strengthen effective currency risk management and foreign currency risk surveillance infrastructure in order to reduce the effects of more severe exchange rate shocks.

Özet: Bu çalışmada, Türkiye'de finansal olmayan (reel sektör) firmaların yabancı para borçluluğunun son on senedeki gelişimi ve potansiyel finansal risklerin dağılımı detaylı olarak incelenmiştir. Analizde firma kredileri popülasyonunu oluşturan Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi verisi ile firmaların yükümlülük bilgileri yanında, varlıklarının da yabancı para – Türk Lirası ayırımı yapılabilen Borsa İstanbul reel sektör firma verileri kullanılmıştır. Risk Merkezi verilerine göre yabancı para kredileri genel olarak yüksek miktarda kredi bakiyesine sahip az sayıda firmada ve uzun vadelerde yoğunlaşmaktadır. Döviz cinsi krediler ağırlıklı olarak ihracat geliri olan imalat sanayi sektöründe yoğunlaşmasına karşın enerji, ulaştırma, haberleşme ve inşaat sektörleri döviz kredi payları, son dönemdeki büyük alt ve üst yapı projelerinin etkisiyle, önemli ölçüde artmıştır. Benzer şekilde, Borsa İstanbul firmaları döviz açık pozisyonu, aktifleri bakımından büyük ölçekli, yüksek ihracat gelirleri olan ve türev işlemleriyle kur risklerine karşı daha fazla koruma sağlayan firmalarda yoğunlaşmaktadır. 2013 ve sonrasındaki kur şokları Borsa İstanbul firma bilançolarında bir miktar bozulmaya yol açtığı gözlemlense de bu bozulma birçok firma için finansal strese düşecek seviyelerde gerçekleşmemiştir. Kur risklerinin yönetimi açısından bu bulgu olumlu değerlendirilse de daha şiddetli kur şoklarının etkilerini azaltmak için etkin kur riski yönetimi ve döviz riskine yönelik gözetim altyapısının güçlendirilmesi önem arz etmektedir.

Ekonomi Notları, TCMB bünyesinde Türkiye ekonomisi ve para politikası üzerine yapılan çalışmaların sonuçlarını kamuoyuyla paylaşmak ve ekonomik gelişmelere dair tartışmalara zamanlı bir katkıda bulunmak amacıyla hazırlanan bir yayındır. Burada sunulan görüşler tamamıyla yazarlara aittir ve doğrudan TCMB'nin ya da çalışanlarının görüşlerini temsil etmeyebilir. Metnin tamamının başka bir yerde yayımlanabilmesi için TCMB'den yazılı izin alınması gerekmektedir.

1. Giriş

Türkiye’de yerleşik finansal olmayan (reel sektör) firmaların yabancı para (YP) borçluluğu ve döviz açık pozisyonunun finansal sistem üzerindeki etkisi süregelen bir tartışma konusudur. 2016 yılı Eylül ayı itibarıyla 200 milyar ABD doları üzerine ulaşan reel sektör toplam döviz açık pozisyonunun, bilhassa kur hareketliliğinin arttığı dönemlerde, firma bilançolarını nasıl etkileyebileceği sorusunu gündeme getirmektedir (Grafik 1).¹ Bu çalışmada, söz konusu tartışmalara katkı sağlamak amacıyla Türkiye reel sektör firmalarının YP borçluluğunun son on yıldaki gelişimi makro ve mikro veriler ışığında incelenmiştir.

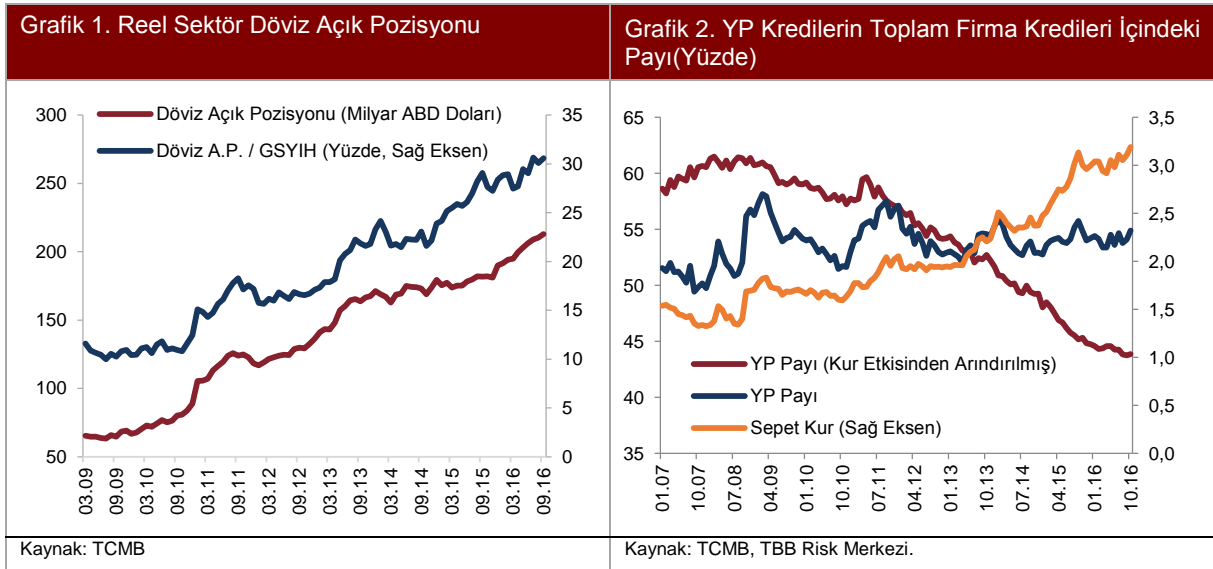
Türkiye’de yerleşik firma kredilerinin tümünü kapsayan, Türkiye Bankalar Birliği Risk Merkezi (TBB RM) verileri toplulaştırılıp, kur etkisinden arındırılarak bakıldığında firma YP kredilerinin toplamdaki payının son on yılda önemli ölçüde azaldığı görülmektedir. Buna karşın, kur etkisi arındırılmamış YP borç stokundaki artışın ise TL’deki değer kayıplarından kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır. Genel eğilimden farklı olarak, sadece büyük ölçekli firmaların YP kredi payında göreceli bir artış olduğu ve bu artışta da Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) projelerinin katkısının olduğu değerlendirilmektedir. Bu bulguyu, sektörel bazdaki YP kredi dağılımının eğilimi de desteklemektedir. Nitekim ihracatçı firmaların yoğunlaştığı imalat sanayinin YP krediler içerisindeki payı azalırken, KÖİ projelerinin yoğun olduğu enerji, ulaştırma ve inşaat sektörlerinin payı hatırı sayılır oranda artmıştır. Toplam YP kredi bakiyesi 100 milyon TL üzerinde olan az sayıdaki firmanın toplam YP kredilerdeki payını arttırması ve YP borçlanmada orijinal vadelerin uzaması yukarıda bahsedilen yoğunlaşmayı desteklemektedir.

Çalışmada ayrıca, varlık ve yükümlülük bilgilerinin para cinsi ayrımı yapılabilen, mevcut durumdaki tek veri seti, Borsa İstanbul’a (BİST) kayıtlı reel sektör firmalarının bilançoları ve gelir tabloları da analiz edilmiştir. Bu analiz ile BİST firmaları mali durumları kur riski açısından incelenerek döviz borcu olan firmaların genel eğilimleri ve mevcut durumdaki mali yapıları hakkında fikir sağlamak amaçlanmaktadır. Her ne kadar bu örneklemin temsil kabiliyeti sınırlı olsa da, YP kredilerin yoğunlaştığı nispeten daha büyük firmaların genel eğilimleri hakkında fikir sunabileceği değerlendirilmektedir. Yukarıda bahsedilen kredi dağılımlarına benzer şekilde BİST firmaları döviz açık pozisyonları da aktif olarak en büyük firmalarında yoğunlaşmaktadır. Genel anlamda, büyük firmaların kârlılık göstergeleri ve ihracat gelirleri nispeten daha küçük ölçekli firmalara göre yüksek seyretmektedir. Benzer şekilde, türev kullanımı da büyük ölçekli firmalar arasında daha yaygındır. Kısaca büyük

¹ Döviz açık pozisyonu yükümlülük tarafında; yurt içi banka ve banka dışı finansal kuruluşlardan alınan YP krediler, yurt içi bankaların yurt dışı şubelerinden alınan krediler, yabancı bankalardan alınan krediler ve ithalat borçları yer almakta, varlık tarafında ise yurt içi ve yurt dışı YP banka mevduatları, menkul kıymetler ve ihracat alacakları bulunmaktadır.

firmaların YP borç çevirme ve yönetme kapasitelerinin küçüklere nazaran daha güçlü olduğu söylenebilir. Bununla beraber, döviz açık pozisyonuna sahip firmaların borç ödeme kabiliyetleri (ör. faiz karşılama oranı) son dönemde bir miktar düşme gösterse de riskli kabul edilen seviyenin üzerindedir. Nitekim riskli kabul edilen kritik değerlerin altında kalan firmaların toplam açık pozisyondaki payı 2016 3. çeyreği itibarıyla sadece yüzde 20 olarak gerçekleşmiştir. Buna ek olarak, farklı mali yapı göstergelerinin özetlendiği Altman Z-skor yöntemi kullanılarak BİST firmalarının finansal sağlamlığı incelenmiştir. Yapılan analizde, 2016 yılı ve öncesinde TL'de gerçekleşen değer kayıplarının firma bilançolarını olumsuz etkilediği, fakat bu durumun firmaları finansal strese düşürecek seviyede olmadığı görülmektedir.

Takip eden kısımda TBB RM verileri ile yapılan makro ve mikro analizler sunulmaktadır. Üçüncü kısımda BİST firmaları bilanço ve gelir tablosu verileriyle yapılan mali tablo analizleri tartışılmaktadır. Son kısımda genel değerlendirmeler yer almaktadır.



2. Kredi Dolarizasyonu Gelişimi ve Alt Bileşenleri

TBB Risk Merkezi verileri, tüm yerleşik firmaların yurt içindeki bankalardan ve yurt içi bankalar aracılığı ile yurt dışı finansal kuruluşlardan kullandığı tüm TL ve YP kredileri içeren en kapsamlı (veya popülasyon) veri setidir. Söz konusu veriye bakıldığında, firma YP kredilerinin toplam firma kredilerindeki payı son on yılda yüzde 50 ile 60 arası değişmektedir. YP kredilerin TL karşılığının payı yatay seyrederken, kur etkisinden arındırıldığında bu payın

düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir (Grafik 2).² Kur etkisinden arındırılmış YP kredi payı 2007'nin ilk aylarında yüzde 60'ın biraz altında iken, 2016 Ekim ayı itibarıyla yüzde 44'e kadar gerilemiştir. Bu düşüşte, döviz kurunda dönem dönem artan oynaklığın ve yukarı yönlü ivmelenmenin rolü büyüktür. İlgili yazında, kurdaki dalgalanmaların ve belirsizliklerin yüksek olduğu dönemlerde, firmaların kredi geri ödemelerinde kurdan dolayı muhtemel ek maliyetleri almamak için YP kredi talebini azalttığı ve yerel para birimlerine yöneldiği vurgulanmaktadır (Kamil, 2012).³ Ek olarak, faiz ve enflasyon oynaklıklarının da kredi dolarizasyonunu artırdığı değerlendirilmiştir.⁴ Ülkemiz açısından bakıldığında özellikle 2013 ve sonrasında FED'in varlık alım sürecini durdurması ile jeopolitik gelişmelerin kurda oluşturduğu baskıyla TL'nin değer kaybetmesi, firma kredilerinde TL kredi kullanımını artırırken YP kredilere olan talebi düşürmüştür.⁵ Bu bağlamda, kur etkisinden arındırılmış YP krediler son yıllarda nispeten daha yavaş büyümekle beraber bazı dönemlerde firmaların YP kredilerden TL kredilere geçiş yaptığı da gözlenmiştir (TCMB, 2015).

2.1 Kredi türü ve Vade Dağılımı

YP krediler daha çok Türkiye'de yerleşik bankalardan sağlanırken, bazı dönemlerde yurt dışı finansal kuruluşlardan yurt içi bankalar aracılığıyla kullanılan YP kredilerin payı artış göstermiştir (Grafik 3). 2009 öncesi payı yüzde 33'lere yaklaşan yurt dışı kaynaklı krediler, 2009'un Haziran ayında yapılan düzenlemelerin etkisiyle yüzde 23'lere kadar gerilemiştir.⁶ Dövizde endeksli kredilerin (DEK) payı tarihsel olarak yüzde 8 ile 12 arası oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir. DEK'lerin daha çok ihracat geliri olmayan küçük ve orta ölçekli firmalar tarafından kullanılması, bu kredileri diğer YP kredi türlerine göre daha riskli yapmaktadır. Bu bağlamda, özellikle son dönemde DEK'lerin payının tarihsel olarak düşük seviyelere gerilemesi kur riski yönetimi açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir.

² Kur etkisinden arındırma işlemi; kredi bakiyelerinin TL karşılığı, euro için 0.30 ve ABD doları için 0.70 ağırlığı kullanılarak sepet cinsine çevrildikten sonra ilgili dönem ortalama sepet kuru olan 2.05 ile tekrardan TL'ye çevrilmesi ile yapılmıştır. Ağırlıklar Euro ve ABD doları cinsinden kredi stokları baz alınarak hesaplanmıştır. Bu oranlar genel olarak TCMB Finansal İstikrar Raporu, Reel Sektör Gelişmeleri kısmında da uygulanmıştır.

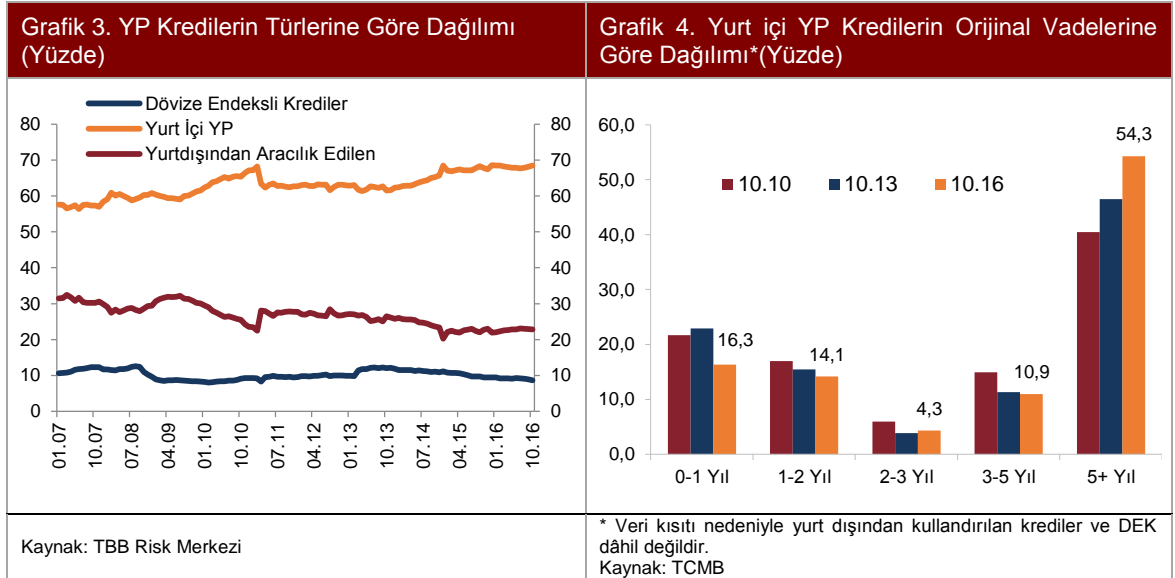
³ Burada bahsedilen talep kur etkisinden arındırılmış YP kredi bakiyesidir. Kur etkisi dahil edildiğinde söz konusu bakiyede yatay seyir veya sınırlı artış gözlenmektedir. Kur oynaklığının TL – YP kredi tercihlerine etkisi daha detaylı olarak FIR Kasım 2015'de "Firma Kredilerinde YP Krediden TL'ye Geçiş" başlıklı kutuda incelenmiştir.

⁴ Hake ve diğerleri (2014) kredi dolarizasyonunun temel sebepleri ve sürükleyicileri ile ilgili son dönemde yapılan çalışmaları ve bulgularını detaylı olarak sunmaktadır.

⁵ Honohan (2006) Türkiye'deki kredi dolarizasyonunun dinamiklerini detaylı olarak tartışmaktadır. Ayrıca, mikro veriler kullanılarak firma bazlı kredi dolarizasyonu ve kur riski ilişkisi Hülagü ve Yalçın (2014)'da incelenirken, kredi dolarizasyonunun firma büyümesine etkisi Alp ve Yalçın (2015)'de tartışılmıştır. Özsöz ve diğerleri (2015) bankaların varlık-yükümlülük eşleştirme davranışlarının firma kredi dolarizasyonunun önemli sürükleyicisi olduğunu ortaya koymuştur. Son olarak, TCMB (2017) Türkiye'de kredi dolarizasyonunun artmasında firma eğilimlerinden çok bankaların YP yükümlülük-varlık eşleme yönelimlerinin etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

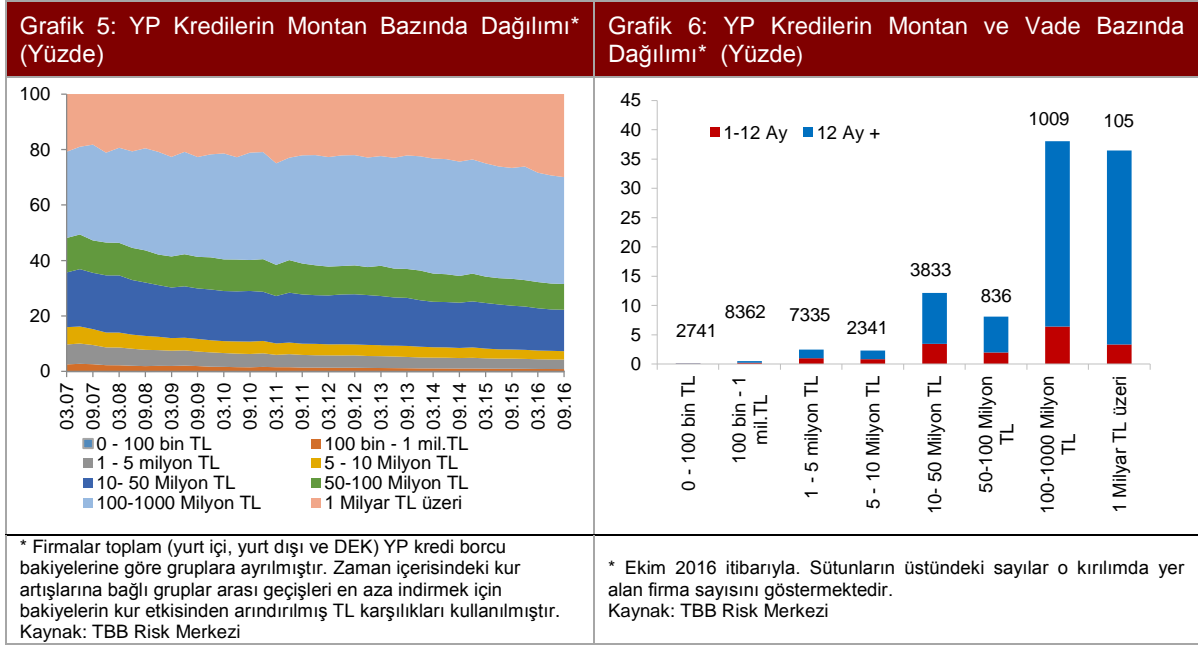
⁶ 27260 sayılı Bakanlar Kurulu kararına göre döviz geliri olmayan firmaların da uzun vadeli ve 5 milyon ABD doları üzeri olmak şartıyla kredi kullanmasına izin verilmiştir.

YP krediler oldukça uzun vadelerde olup orijinal vadesi bir yıldan az olan YP kredilerin payı 2016 Ekim ayı itibarıyla toplamın sadece yüzde 16'sı civarındadır. YP kredilerin çoğunluğu beş yıl ve üzeri vadelidir ve bu vadeye sahip kredilerin payı son dönemde yüzde 50'nin üzerine ulaşmıştır. Bu da firmaların daha uzun vadelerde borçlanabilme kabiliyetlerinin arttığını göstermektedir.



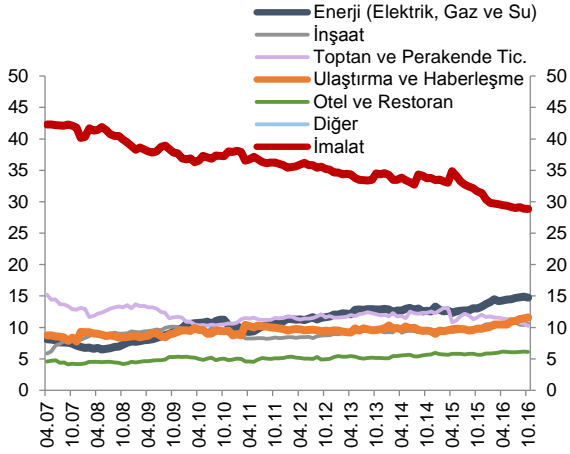
2.2 Montan ve Sektörel Dağılım

Firmalar YP kredi montanlarına (kredi bakiyesine) göre sekiz gruba ayrılarak, her bir grubun toplam YP kredilerden aldıkları paylar 5 ve 6 nolu grafiklerde sunulmuştur. Zaman içerisindeki kur artışlarına bağlı gruplar arası geçişleri en aza indirmek için bakiyelerin kur etkisinden arındırılmış TL karşılıkları kullanılmıştır. En büyük iki grupta yer alan, yüksek montanlı kredi bakiyesine sahip firmaların toplam YP kredilerden aldıkları pay artarken diğer bütün grupların paylarında sürekli bir düşüş göze çarpmaktadır (Grafik 5). Buna göre en büyük iki grubun (100 milyon TL üzeri) toplam YP kredilerinden aldığı pay 2007 başlarında yüzde 52 civarında iken, Ekim 2016 itibarıyla (1114 firma için) yüzde 68,5'e ulaşmıştır.



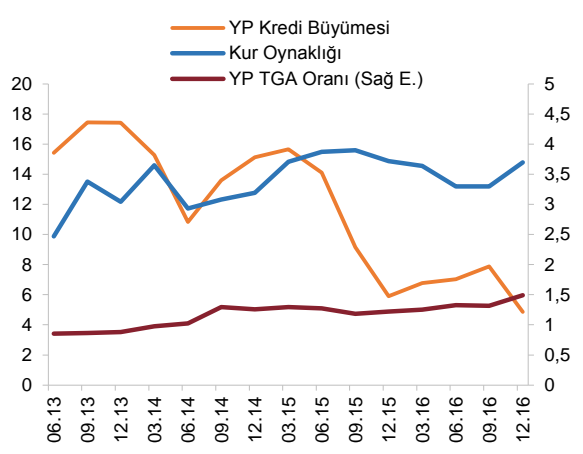
Türkiye ihracatının yüzde 94'ünü elinde bulunduran imalat sanayinin YP kredilerdeki aslan payı son on yılda gerileme eğilimindedir. Buna karşın, enerji (elektrik, gaz ve su), ulaştırma, depo, haberleşme ve inşaat sektörleri YP kredilerdeki paylarını önemli ölçüde artırmıştır (Grafik 7). Söz konusu montan ve sektörel dağılımlardaki değişimlerde son on yılda artarak devam eden KÖİ kapsamındaki altyapı ve şehir hastaneleri projelerinde kullanılan YP kredilerin etkili olduğu değerlendirilmektedir. YP kredilerin doğrudan YP geliri olmayan bu sektörlerde yoğunlaşması kur risklerini gündeme getirirse de projelerin önemli bir kısmının kamu hizmet satın alım garantisine sahip olması ve ürün fiyatlamasının döviz endeksli olarak yapılması, ilgili firmalara talep ve kur risklerine karşı koruma sağlamaktadır. KÖİ yatırımları içerisindeki yenilenebilir elektrik enerjisi üretimi, elektrik dağıtımı, otoyol/köprü ve havaalanı gibi projelerde kamu satın alım garantisi bulunmaktadır. Hizmet/ürün satın alımı, kiralama veya dolaylı yöntemlerle kamu garantisi kapsamına giren KÖİ projelerinde kullanılan YP kredi miktarı en geniş varsayımlarla yaklaşık 31 milyar ABD doları olarak hesaplanmıştır (TCMB, 2016a). Reel sektör döviz borçlanmasının önemli bir bölümünü oluşturan bu tutarın ekonomik açıdan etkin KÖİ projelerinde kullanılması ve bu projelerdeki kamu garantileri finansal risklerin yönetilebilirliği açısından destekleyicidir.

Grafik 7. YP Kredilerin Sektörler Arası Dağılımı* (Yüzde)



* Yurt içi bankaların yurtdışından aracılık ettiği krediler ve DEK'ler dâhil edilmiştir.
Kaynak: TBB Risk Merkezi

Grafik 8. YP Kredilerde TGA Oranı* (Yüzde)



* YP TGA verisi en büyük YP kredi hacmine sahip 10 bankanın üç aylık bağımsız denetim raporlarından kur değerlemesi yapılarak oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB (2016b)

YP kredilerin büyük ölçekli firmalar ve projelerde yoğunlaşmasının genel manada kredi riski üzerindeki etkisi olumlu olarak değerlendirilmektedir. Nitekim orijinal para birimi YP olan kredilerin tahsili gecikmiş alacaklar (YP TGA) oranı TL firma kredilerindeki TGA oranının tarihsel olarak yarısından daha az seyretmiştir (Grafik 8). Daha önemlisi 2013 ve sonrasındaki ani kur artışlarının YP TGA oranına etkisinin sınırlı olduğu gözlenmiştir (TCMB, 2016b).

3. Döviz Açık Pozisyonu ve Firma Mali Yapıları

Buraya kadar YP kredilerin farklı detaylardaki dağılımları ve zaman içerisindeki gelişimi incelendi. Bu kısımda, firmaların döviz varlık - yükümlülük pozisyonları birlikte ele alınarak, nete döviz açık pozisyonu bulunan firmaların finansal yapıları ve mali açıdan sağlıkları incelenecektir. Analiz için firma seviyesinde YP aktif ve pasif bilgisine erişilebilen, tek veri seti, BIST'e kote reel sektör firmalarının bilançoları ve gelir tabloları kullanılmaktadır.⁷ Örneklem 2016 3. çeyrek itibarıyla 216 firmayı kapsamaktadır ve bu firmaların 133 tanesi net döviz açık pozisyonundadır. Örneklemin ilgili popülasyonu temsil kabiliyeti Tablo 1 ve Grafik 9'da sunulmaktadır. Satış ve aktifler yönüyle GSYİH'nin sırasıyla yüzde 14 ve 16'sını oluşturan bu örneklem, ülkedeki toplam açık pozisyonun ise yaklaşık yüzde 8'ini ve toplam canlı YP kredilerin de yüzde 7'sini oluşturmaktadır. Örneklem toplam popülasyon içerisinde

⁷ BIST'te işlem gören firmalar içerisinde finansal şirketler, gelişen piyasalarda ve piyasa öncesi pazarda işlem gören firmalar, holding ve grup şirketleri ile fonksiyonel para birimi YP olan firmalar dışlanmıştır.

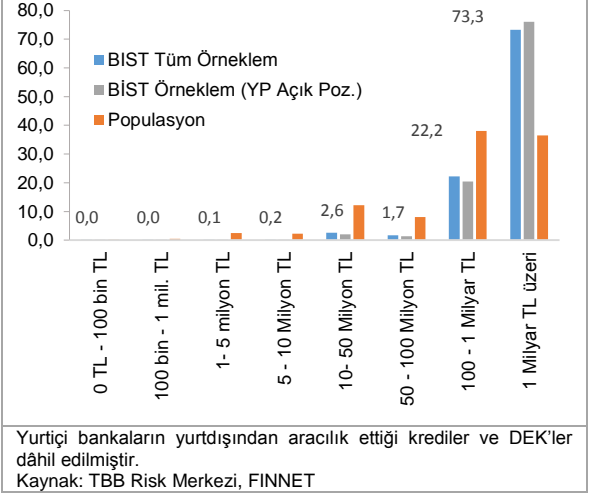
yüksek bir paya sahip olmamasına karşın, örneklem firmalarının YP kredi-montan dağılımı popülasyonun (TBB RM) montan bazlı dağılımıyla benzeşmektedir (Grafik 9). BİST örneklem dağılımı toplam YP kredi dağılımı ile benzeşmesi, BİST firmaları ile yapılan analizin genel eğilimlerin tespiti açısından faydalı olacağını gösterse de başka birçok açıdan temsil kabiliyetinin küçük olması sebebiyle bu kısımda yapılacak analiz sonuçlarının genellenmesi konusunda temkinli olunması gerekmektedir.

Tablo 1: Halka Açık Firma Örnekleminin Temsil Gücü*

Aktif / GSYİH	Satışlar / GSYİH	YP Açık Pozisyon Payı	İhracat Payı
15,8%	14,1%	7,8%	16,6%

*2016 Eylül itibarıyla

Grafik 9: BİST Örneklemini ve Popülasyon, YP Kredileri Montan Dağılımı Karşılaştırması* (2016 Eylül) (Yüzde)



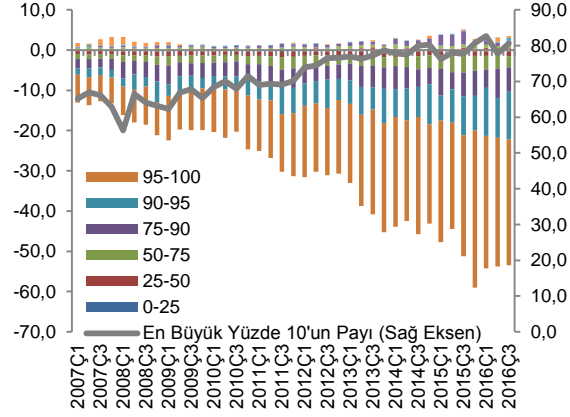
3.1 Döviz Açık Pozisyonu ve Firma Ölçeği

Örneklemdaki firmalar aktif büyüklüğüne göre yüzdelik dilimlere ayrılmış ve dilimlerdeki firmaların net döviz pozisyonu Grafik 10'da gösterilmiştir. Nette döviz pozisyonu eksiye olan firmaların toplam net açık pozisyon miktarı 2016 yılı 3. çeyreği itibarıyla 50 milyar TL'nin üzerinde iken, nette döviz pozisyonu artıda olan firmaların toplam uzun pozisyon miktarı 5 milyar TL'nin altındadır. Açık pozisyonun dağılımı incelendiğinde, toplam açık pozisyonun yaklaşık yüzde 80'inin en büyük yüzde 10'luk dilimdeki 22 firmada toplandığı göze çarpmaktadır. Buna göre, döviz açık pozisyonu büyük ölçekli firmalarda yoğunlaşırken, bu firmaların payı zaman içerisinde artış eğilimindedir. Bu durum açık pozisyondaki son dönemdeki hızlı yükselişin büyük firmalardan kaynaklandığını ve nispeten daha küçük firmaların pozisyonlarını çok değiştirmediklerini göstermektedir.

Öz sermaye büyüklüğüne oranla açık pozisyonlar değerlendirildiğinde, aktife göre en yüksek yüzde 10'luk bölümde yer alan firmaların toplam öz sermaye miktarları açık pozisyonlarının neredeyse yarısı iken daha alt dilimlerde iki katından fazladır (Grafik 11). Tarihsel olarak da bakıldığında Öz sermaye / YP açık pozisyon oranı görece küçük ölçekli

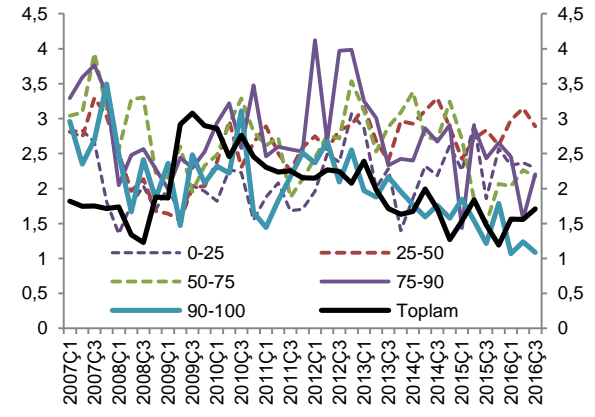
firmalarda genelde ortalamanın üstünde seyretmektedir. Diğer yandan firmaların faaliyet kârına ilişkin bir gösterge olan faiz, amortisman ve vergi öncesi kârın (FAVÖK) net açık pozisyona oranı tüm firmalar için 2009 krizi sonrası dönemde düşüş eğiliminde olsa da son dönemde kısmi bir artış göstermiştir (Grafik 12).

Grafik 10: Net Döviz Pozisyonunun Aktif Büyüklüğüne Göre Yüzelik Dilimlerde Dağılımı*
(Milyar TL, Yüzde)



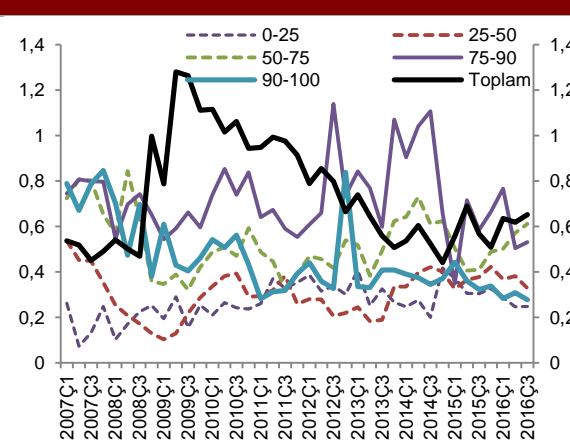
* Eylül 2016 itibarıyla. Açık pozisyonda olan firmaların aktif büyüklüğüne göre dağılımı sıfır çizgisinin altında ve uzun pozisyonda olanların dağılımı sıfır çizgisinin üstündedir.
Kaynak: TCMB.

Grafik 11: Yüzelik Dilimlerde Yer Alan Açık Pozisyondaki Firmaların Öz Sermaye / Net Açık Pozisyon Oranları*



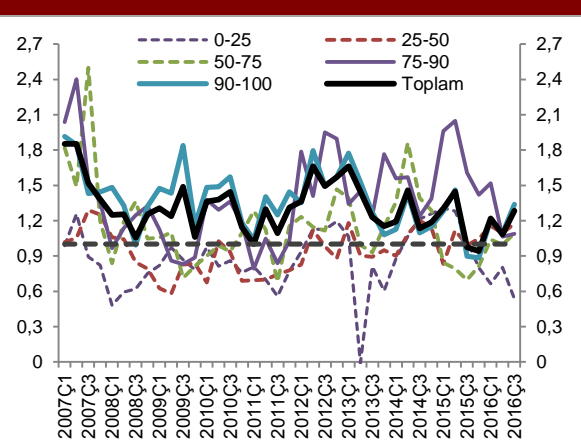
* Eylül 2016 itibarıyla. Öz sermayenin sıfırın altına düştüğü 160 gözlem ve son veri itibarıyla 3 firma dışlanmıştır.
Kaynak: TCMB.

Grafik 12. Yüzelik Dilimlerde Yer Alan Firmaların FAVÖK / Net Açık Pozisyon Oranları*



* Eylül 2016 itibarıyla.
Kaynak: FINNET.

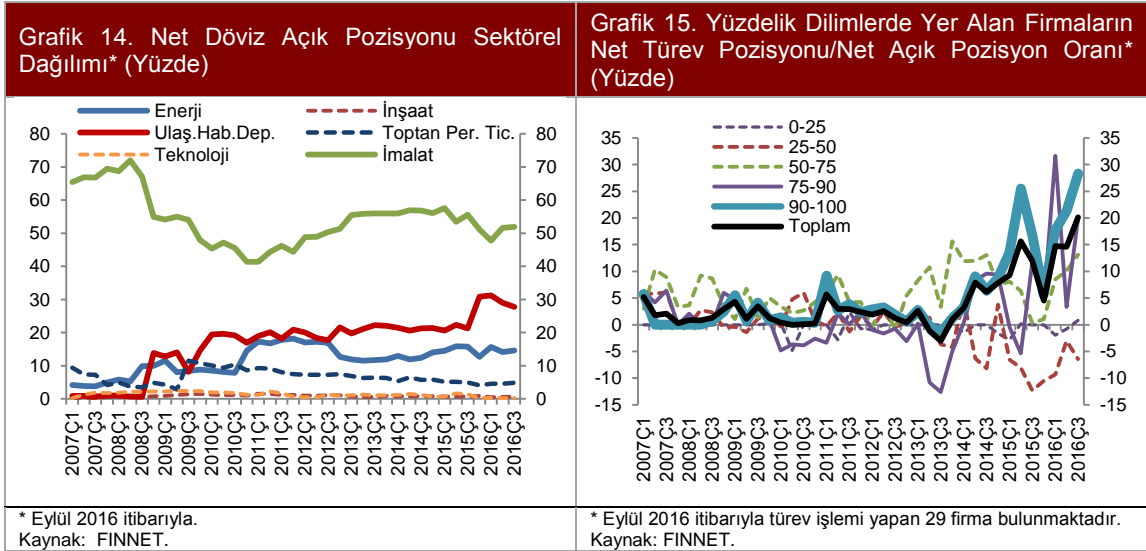
Grafik 13. Yüzelik Dilimlerde Yer Alan Firmaların İhracat Gelirleri / Net Açık Pozisyon Değeri*



* Eylül 2016 itibarıyla.
Kaynak: FINNET.

3.2 Kur Riski Yönetimi

Firmaların kur riskine karşı döviz gelirleri (ör. ihracat ve turizm) doğal koruma sağlarken, firmalar risk yönetiminde türev enstrümanlarla da ek koruma sağlayabilirler.⁸ Aktif büyüklüğüne göre yüzdeler dilimlerde yer alan firmaların yıllık ihracat gelirlerinin açık pozisyona oranının yüzde 100'ün üzerinde olduğu görülmektedir (Grafik 13). Ayrıca açık pozisyonun yüzde 80'ini açıklayan en büyük yüzde 10'luk dilimde yer alan firmalar için de bu oran yüzde 100'ün üzerindedir. Açık pozisyonun sektörel dağılımına bakıldığında, imalat sanayinin en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir (Grafik 14). Son dönemde KÖİ projelerinin etkisiyle enerji (elektrik, gaz ve su kaynakları) ve ulaştırma, depo ve haberleşme sektörlerinin açık pozisyon payının bir miktar arttığı değerlendirilmektedir.



Firmalar incelendiğinde, özellikle 2013 ve sonrasında artan kur oynaklığı ile birlikte türev uzun pozisyonunun net bilanço içi açık pozisyona oranı önemli ölçüde artmıştır (Grafik 15). 2013 öncesinde sifıra yakın olan söz konusu oran 2016 3. çeyrek itibarıyla yüzde 20'ye kadar çıkmıştır. Bu artışta en önemli rol ise aktif büyüklüğü olarak en yüksek dilimde yer alan firmalara aittir. Düşük gruptaki firmalarda açık pozisyonun türev işlemler ile korunma oranı sifıra yakın iken en yüksek dilimdeki firmalarda bu oran yaklaşık yüzde 30'dur. Bilhassa 2013

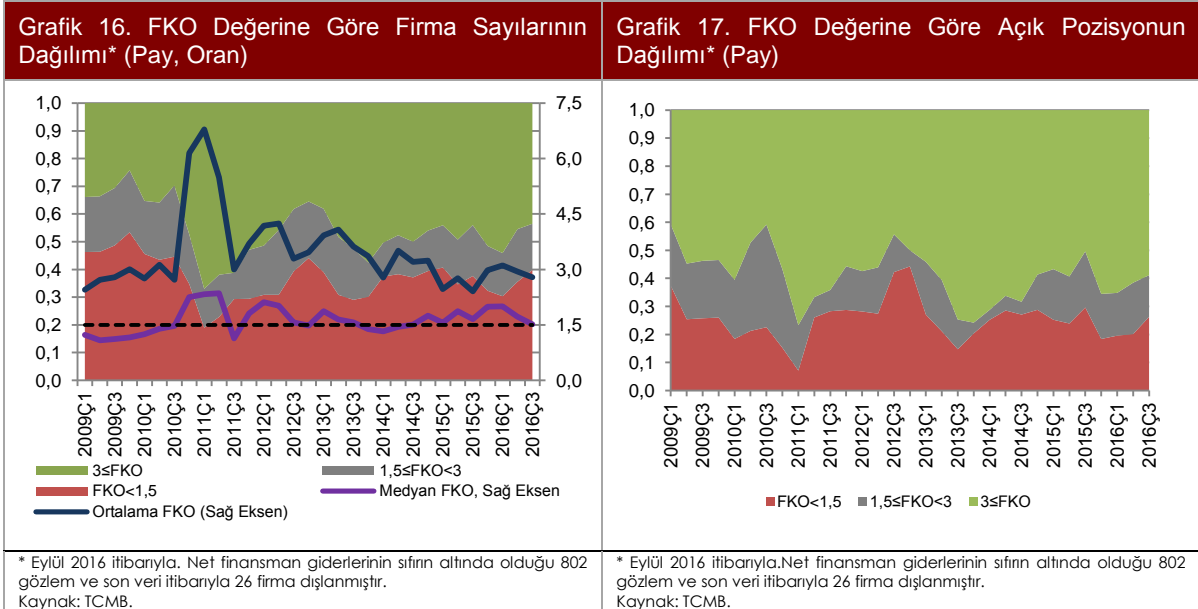
⁸ Bu yaklaşım, türev kullanımının "riskleri dengelemek amacıyla" yapıldığı varsayımı altında geçerlidir. Nitekim, firmalar spekülasyon amaçlı da türev enstrümanlar kullanabilmektedir. Bunun dışında, firmalar türev pozisyonlarını vadelerine gelmeden de değiştirebilir veya kapatabilir. Dolayısıyla, firmaların anlık net türev pozisyonlarına bakarak, bu pozisyonların amacı ve sürekliliği hakkında kesin bir yargıya varmak güçtür. Bu çalışmada kullanılan BİST firmaları için hazırlanan bağımsız denetim raporları yapılan türev işlemlerin detayını ve amacını genel olarak ortaya koymaktadır. Denetim raporlarının çoğunda türev enstrümanlarının "kur ve faiz risklerine" karşı kullanıldığı vurgulanmaktadır.

ve sonrası dönemde türev kullanımındaki artışın döviz açık pozisyonu yüksek olan büyük firmalarda yoğunlaşması, bu enstrümanların daha çok kur riskini dengelemek amaçlı kullanıldığı görüşünü desteklemektedir.

3.3 Firmaların Borç Ödeme Kabiliyetleri

Firmaların esas faaliyetlerinden elde ettiği kârların (FAVÖK) borçlarındaki faiz ve kur kaynaklı giderlerine oranı olarak tanımlanan faiz karşılama oranı (FKO) şirketlerin kredi geri ödemelerindeki risk durumunu ölçen en yaygın göstergelerdendir. Söz konusu oran için ilgili yazında farklı ülkeler için farklı alt limitler tanımlanmaktadır. IMF (2016) bu oranın 1'in altında olduğu firmaları riskli kabul etmiş, Chivakul ve Lam (2015) alt limit olarak 1,5'i ve IMF (2015) de 2,0 değerini kullanmıştır. Bu çalışmada, firmalar FKO değerlerine göre 3 gruba ayrılmış, 1,5'in altında kalan firmaları borçlarını ödeme zorluğu yaşayan, 1,5-3,0 değeri arasında kalan firmaları az riskli ve 3,0'ın üzerindeki firmalar ise borç ödeme kabiliyetleri oldukça yüksek olan firmalar olarak tanımlanmıştır.

Örneklemedeki açık pozisyona sahip firmaların ağırlıklı ortalama ve medyan FKO değerinin genellikle 1,5 değerinin üzerinde hareket ettiği gözlenmektedir (Grafik 16).⁹ Gruplardaki firmaların son veri itibarıyla yaklaşık yüzde 50'sinin FKO değeri 3'ün üzerinde olan firmalar olduğu gözlenmektedir. Borç geri ödeme kabiliyetlerinin oldukça yüksek olduğu değerlendirilen bu grupta yer alan firma sayısı ise 2009 krizi dışında nispeten daha riskli olan diğer gruplara oranla oldukça yüksek seyretmiştir.



⁹ Ağırlıklandırılma döviz açık pozisyon büyüklüğüne göre yapılmıştır.

Firma döviz açık pozisyonu ve borç ödeme kabiliyetleri arasındaki ilişki de döviz riskinin ne tür firmalarda yoğunlaştığını anlamak açısından önem arz etmektedir. Düşük FKO'ya sahip firmaların (FKO<1.5) açık pozisyonunun örneklemdeki toplam açık pozisyona oranının (riskteki açık pozisyon) gelişimini takip etmek, açık pozisyonun ne kadarının borç ödeme kabiliyetleri zayıf olan firmalarla ilintili olduğunu anlamak açısından fikir verebilir. Bu oranın zaman içinde gelişimine bakıldığında, firmaların 2009 krizi ve 2013 FED tahvil alımını düşürme kararı döneminde yüzde 40'a yaklaştığı ve diğer dönemlerde yüzde 20 etrafında seyrettiği görülmektedir (Grafik 17). Son veri itibarıyla, toplam açık pozisyonun yaklaşık yüzde 60'ı ise FKO değeri 3,0'ün üzerinde olan firmalarda toplanmaktadır. Diğer bir ifadeyle açık pozisyonun önemli ölçüde borç ödeme kabiliyeti yüksek olan firmalarda yoğunlaşması potansiyel finansal riskleri azaltıcı bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

3.4 Finansal Stres

FKO genel olarak firmaların finansal yükümlülüklerini karşılama kabiliyetlerini gösterse de firmaların finansal sağlamlığının ölçümünde likidite, kaldıraç, öz sermaye ve kârlılık gibi farklı temel göstergelerin de incelenmesi yerinde olacaktır. Buna yönelik, firmaların takip eden bir yıl içerisinde finansal strese düşme riski, döviz açık pozisyonu olan firmalar için analiz edilmiştir. İlgili yazında farklı finansal stres ölçme modelleri (Altman,1968; Beaver,1966; Deakin,1972; Ohlson,1980 ve Zmijewski,1984) mevcut olmakla birlikte en çok kabul gören gösterge Altman Z-skorudur. İlk olarak Altman (1968) tarafından geliştirilen bu ölçüt; likidite, kârlılık ve kaldıraç gibi temel mali yapı oranlarının belirli ağırlıklarla tek bir endeks skoruna dönüştürülmesi ile hesaplanmakta ve birçok ülke örneğinde yüksek tahmin performansı göstermektedir.¹⁰ BIST firmaları için geliştirilen performans değerlendirmesine göre Altman Z-skoru, firmaların takip eden bir yıl içerisinde finansal strese düşmelerini yüzde 70 oranında doğru tahmin etmektedir.¹¹

¹⁰ Altman(1968)'daki katsayılar New York Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı ABD firmaları verisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Farklı ülkeler için yapılan uygulamalarda model başarılı denebilecek performans oranları göstermiştir (İtalyan firmaları için ör. Celli, 2015). Orijinal Altman (1968) modelinin firma finansal stres tahmin başarısı ABD firmaları için yüzde 90 ve üzeri iken ülkemiz için geliştirilen modellerin performansı daha düşük gerçekleşmiştir. BIST firma verileri kullanılarak yapılan farklı çalışmalarda orijinal Altman modeli (katsayı ve kritik eşik değerleri) ile Türkiye için geliştirilen yeni modellerin tahmin performansları karşılaştırılmıştır. Türkiye için geliştirilen modellerin tahmin kabiliyeti yüzde 80 ve altı olarak gerçekleşmiştir (ör. Zeytinoğlu ve Akarım (2013), Muzır ve Çağlar (2009) ve Okay (2015)). Bu oran Altman'ının orijinal katsayı ve kritik değerlerinin Türkiye verisi ile yapılan performans değerlerinin pekte üzerinde değildir. Nitekim, bu çalışma için yapılan performans değerlemesinde, orijinal Altman modelinin performansı BIST firmaları için yüzde 70 civarında gerçekleşmiştir. Her ne kadar Edward Altman farklı makalelerinde Z-skor metodolojisini geliştirmiş (Altman(1978, 2000) ve Altman et al. (2014) gibi) ise de literatürde en yaygın olarak kullanılan model ilkidir. Dolayısıyla, bu çalışmada orijinal Altman modeli kullanılmıştır.

¹¹ Finansal stresin göstergesi olarak BIST firmalarının (1) yakın izleme pazarına düşmesi, (2) borsadan çıkış yapması veya (3) firmanın uzun dönem zarar etmesiyle ortaya çıkan) negatif öz sermayeye sahip olması kullanılmıştır. Bu kriterlere göre kriz sonrası dönemde aynı yıl içerisinde finansal strese düşen firmalar ile varlıklarının büyüklüğü ve sektör açısından benzerlik gösteren, strese düşmemiş firmalar eşleştirilerek, firmaların Altman Z-skoru hesaplandıktan sonra yukarıda bahsedilen eşik noktalarına göre takip eden yıl içerisinde finansal strese durumu hesaplanmıştır. Altman Z-skor tahmini ile gerçek finansal stres statüsü karşılaştırılarak performans değerlendirilmesi yapılmıştır. Sonuç olarak, Altman modelinin (katsayı ve kritik eşik değerlerinin) kriz sonrası dönemde BIST firmalarının takip eden bir yıl içerisinde finansal strese düşüp düşmeyeceğini yüzde 70 oranında doğru tahmin performansı göstermiştir. Daha ileri bir yaklaşımla, Z-skor veya benzeri finansal stres modelleri incelenerek Türk firmaları için güçlü bir model ortaya koymak her ne kadar faydalı ve önemli görülse de bu ekonomi notunun kapsamı ve amacının ötesinde olduğu düşünülmektedir.

Z-skor hesaplamasında kullanılan göstergeler ve katsayıları aşağıdaki gibidir (Denklem 1). Bu hesap sonrası oluşan z-skor değerinin 1,81'in altında olması firmaların bir sene içerisinde finansal stres yaşayabileceği anlamına gelmektedir (Hassas bölge). Skoru 1,81 ile 3,0 arasında olan firmalar gri bölgededir ve finansal stres yaşama olasılığı düşüktür. Z-skoru 3'den büyük olan firmaların ise güçlü bilançolarının olduğu ve finansal strese düşme ihtimallerinin sıfıra yakın olduğu değerlendirilmektedir (Sağlam bölge).

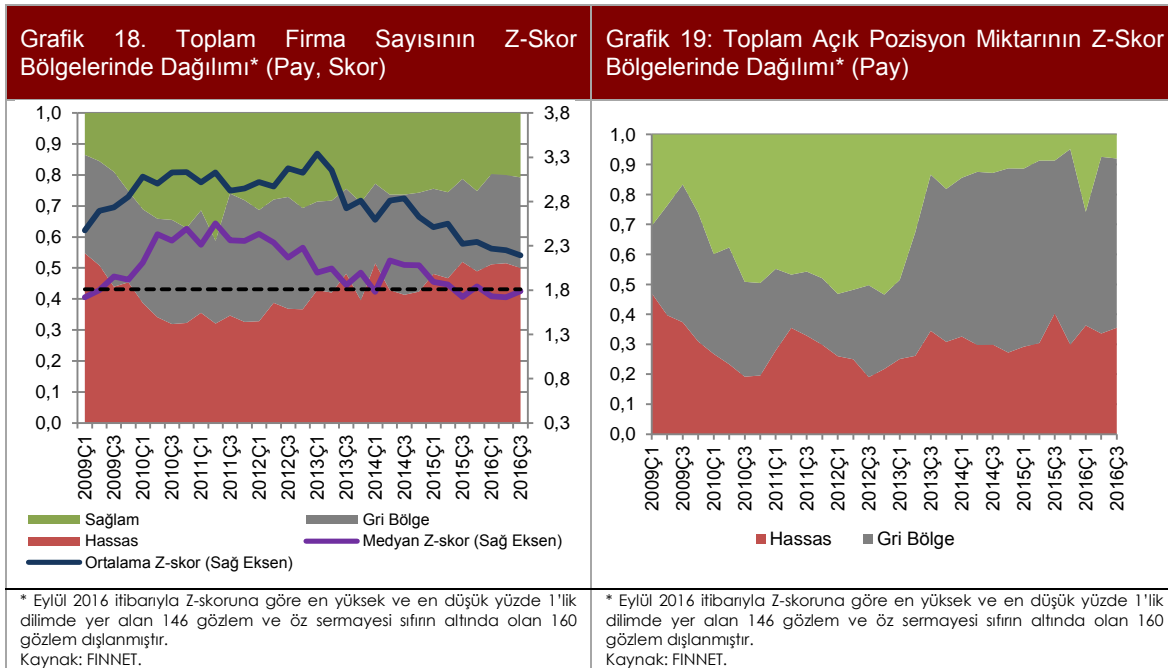
$$\text{Z-skor} = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5 \quad (1)$$

- X_1 : İşletme Sermayesi / Toplam Yükümlülükler: Likidite göstergesi
- X_2 : Dağıtılmamış Kârlar / Toplam Varlıklar: Kârlılık göstergesi
- X_3 : FAVÖK / Toplam Varlıklar: Gerçek verimlilik göstergesi
- X_4 : Piyasa Değeri / Toplam Yükümlülükler: Firmanın piyasa değerlemesi
- X_5 : Satışlar / Toplam Varlıklar: Satışların varlıklara etkisi

1.81 > Z-skor => 1-2 yıl içinde yüksek Finansal Stres olasılığı

3 > Z-skor > 1.81 => Gri bölge

Z-skor >= 3 => Finansal Stres olasılığı sıfıra yakın



Açık pozisyondaki BİST firmalarının ortalama ve medyan z-skor değerleri genel olarak eşik noktası 1,81'in üzerinde seyrederek son veri itibarıyla sırasıyla 2,2 ve 1,81 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 18). Bu değerlerin 2013 sonrasında azalma eğiliminde olması da

dikkat çekmektedir. Firma sayısı olarak bakıldığında son yıllarda hassas ve gri bölge firma sayılarında artış gözlenmektedir. Daha önemlisi, aynı tarihlerde bu bölgelere düşen açık pozisyonun toplam açık pozisyon içindeki payı da artmaktadır (Grafik 19). Nitekim sağlam bölge firmalarının açık pozisyondan aldığı pay yüzde 10'lara kadar gerilemiştir.

Detaylı incelendiğinde 2013 sonrası Z-skordaki düşüşe, firmaların işletme sermayesi, piyasa değeri ve satışlar göstergelerindeki bozulmanın sebep olduğu görülmektedir. Bu da kısaca kurdaki artışla, faiz ve kur giderlerinin net kârı düşürerek işletme sermayesini baskılaması ve firma satışlarının ve piyasa değerinin oluşa belirsizlik ile düşmesiyle açıklanabilir. Sonuç olarak, son yıllarda TL'de yaşanan belirgin değer kayıpları döviz açık pozisyonu olan firma bilançolarını olumsuz etkilemiştir. Bilançolardaki bu bozulma firmaların finansal stres yaşama olasılığını arttırmış olsa da bu bozulma örneklem firmalarını yakın zamanda finansal strese düşürecek boyutta gerçekleşmemiştir.

4. Genel Değerlendirme

Yapılan analizde YP borçlanmanın uzun vadelerde ve büyük firmalarda (montanlarda) yoğunlaştığı gözlenmekle beraber enerji, ulaştırma ve inşaat sektörlerinin YP kredilerdeki payının son on yılda önemli ölçüde arttığı görülmektedir. Bu artışın, KÖİ projeleri kapsamında kullanılan YP kredilerin etkisiyle gerçekleştiği düşünülmektedir. KÖİ projelerindeki kamu hizmet ve ürün satın alma garantileri ve bu projelerdeki ürün fiyatlamasının büyük ölçüde döviz endeksli olması, yüklenici firmalara önemli korumalar sağlamaktadır. Bunun yanında, BİST firmalarına yönelik yapılan analize göre döviz açık pozisyonunun da büyük firmalarda yoğunlaştığı kaydedilmiştir. BİST veri setine göre açık pozisyonun neredeyse tamamını elinde tutan büyük firmaların aynı zamanda yüksek ihracat gelirlerine ve bilanço dışı türev pozisyonları ile ek korumaya sahip firmalar olması riskleri sınırlamaktadır. Yapılan finansal sağlamlık analizine göre, son dönem kur gelişmeleri firma bilançoları üzerinde bir miktar bozulmaya yol açsa da bu etkinin firmaları finansal strese düşürecek seviyede olmadığı gözlenmektedir. Bu bağlamda, ani kur değişimlerinin firma bilançoları üzerindeki olumsuz etkilerini en aza indirmek için etkin kur riski yönetimi ve döviz riskine yönelik gözetim altyapısının güçlendirilmesi önem arz etmektedir.

Kaynakça

- Alp, B. ve Yalçın, C. (2015) "Türkiye'de Şirketlerin Borç Dolarizasyonu ve Büyüme Performansı" TCMB Çalışma Tebliği, 15 (1).
- Altman, E. I. (1968) "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy" The Journal of Finance, 23(4): 589-609.
- Altman, E. I., Haldeman, R. G. & Narayanan, P. (1978) "A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations" Journal of Banking and Finance, 29-54

- Altman, E. I. (2000) "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-score and ZETA Models" Stern School of Business, New York University, 9-12.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2014) "Distressed Firm and Bankruptcy Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model" https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2536340
- Beaver, W. H. (1966) "Financial Ratios as Predictors of Failure" Journal of Accounting Research, 71-111.
- Celili, M. (2015) "Can Z-Score Model Predict Listed Companies' Failures in Italy?" International Journal of Business and Management, Vol. 10, No. 3
- Chivakul, M. ve Lam, M.R.W. (2015) "Assessing China's Corporate Sector Vulnerabilities" International Monetary Fund Çalışma Tebliği, 15(72), Washington.
- Deakin, B.E. (1972) "A Discriminant Analysis of Predictors of Business Failure" Journal of Accounting Research, 10, 167 – 179.
- Herman, K. (2012) "How Do Exchange Rate Regimes Affect Firms' Incentives to Hedge Currency Risk?" Micro Evidence for Latin America", IMF Çalışma Tebliği 12(69), Washington.
- Honohan, P (2006) "Dollarization: Consequences and Policy Options" Prepared for the Central Bank of Turkey 75th Anniversary Conference, <http://www3.tcmb.gov.tr/dollarization/sunumlar/Honohan1.pdf>
- Hülagü, T. ve Yalçın, C. (2014) "Türkiye'de Firmaların Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riskine İlişkin Mikro Değerlendirmeler" TCMB Ekonomi Notu13(25)
- IMF. (2016) "Global Financial Stability Report: Potential Policies for a Successful Normalizations" International Monetary Fund Report, Washington
- IMF. (2015) "Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets" International Monetary Fund Report, Washington
- Mariya, H. & Fernando, L.V. & Molina, L. (2014) "Do the Drivers of Loan Dollarization Differ between CESEE and Latin America? A Meta-Analysis" Focus on European Economic Integration, Avusturya Merkez Bankası, 1: 8-35.
- Muzır, E., & Çağlar, N. (2009) "The Accuracy of Financial Distress Prediction Models in Turkey: A Comparative Investigation with Simple Model Proposals" Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 9(2).
- Ohlson, J. A. (1980) "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy" Journal of Accounting Research, 18: 109 – 131
- Okay, K. (2015) "Predicting Business Failures in Non-financial Turkish Companies" Doktora Tezi, Bilkent Üniversitesi.
- Özsöz, E., Rengifo, E. W., & Kutan, A. M. (2015) "Foreign Currency Lending and Banking System Stability: New Evidence from Turkey" Central Bank Review, 15(2), 1.
- TCMB. (2017) "Kredi Dolarizasyonun Sürükleyicileri" Özel Konu. IV.3., Finansal İstikrar Raporu, Sayı 24
- TCMB. (2016a) "Reel Sektör Döviz Açık Pozisyonu ve KÖİ Projeleri" Kutu.II.2.II. Finansal İstikrar Raporu, Sayı 23
- TCMB. (2016b) "Yabancı Para Kredilerde TGA Oranı" Kutu.II.2.I. Finansal İstikrar Raporu, Sayı 23
- TCMB. (2015) "Firma Kredilerinde YP Krediden TL'ye Geçiş" Kutu.II.2.2. Finansal İstikrar Raporu, Sayı 21
- Zeytinoglu, E., & Akarim, Y. D. (2013) "Financial Failure Prediction using Financial Ratios: An Empirical Application on Istanbul Stock Exchange" Journal of Applied Finance and Banking, 3(3), 107.
- Zmijewski, M. E. (1984) "Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models" Journal of Accounting Research, 22: 59 – 82

Görüş ve öneriler için:

Editör, Ekonomi Notları, TCMB İdare Merkezi, Anafartalar Mah. İstiklal Cad, No: 10, Kat:15, 06050, Ulus/Ankara/Türkiye. E-mail: ekonomi.notlari@tcmb.gov.tr