



EKONOMİ NOTLARI

Türkiye'de Firmaların Yabancı Para Borçluluğu ve Kur Riskine İlişkin Mikro Değerlendirmeler

Timur Hülagü

Cihan Yalçın

Özet: Türkiye'de finansal olmayan firmaların, makro düzeyde bakıldığında, yüksek miktarda net döviz borcu taşıdıkları ve bunun da özellikle bilanço kanalıyla yüksek döviz kuru riski anlamına geldiği görülmektedir. Bu notta, TCMB Sektör Bilançosu ve TBB Risk Merkezi verileri kullanılarak firmaların YP cinsi borçlarından dolayı taşıdıkları döviz kuru riskliliği mikro düzeyde değerlendirilmiştir. Veri setinde yer alan ve ekonomik faaliyetler içinde önemli bir yere sahip firmaların kur riskinden kaçınmak üzere çeşitli mekanizmalara başvurdukları tespit edilmiştir. Öncelikle, küçük ölçekli ve yüksek kur riski taşıyan firmaların giderek borç dolarizasyon oranlarını düşürdüğü ve daha uzun vadeli borçlandıkları görülmektedir. Ayrıca, ihracat geliri sınırlı olup da yüksek düzeyde YP cinsi borcu olan firmaların daha yüksek net kambiyo karı elde ettikleri ve bunun YP cinsi finansal giderlerin önemli bir kısmını karşıladığı belirlenmiştir. Bununla birlikte, gelirleri mali tablolarda ihracat olarak sınıflandırılmayan ve fiyatlaması döviz cinsinden yapılan birçok sektördeki yurt içi faaliyetin yaygınlığı kur riskinin görünenden daha sınırlı olabileceğini ima etmektedir.

Abstract: Non-financial companies in Turkey have a significant amount of foreign currency (FX) denominated debt on aggregate. Macro figures suggest that corporate sector is in substantial short position in terms FX debt, implying a significant currency risk. This note tends to explore this risk within a micro perspective by using a firm level dataset. We find that firms in the dataset, which account for a significant amount of economic activity, adopt some internal mechanisms to avoid the currency risk. First of all, firms with small size and high currency risk have reduced their liability dollarization ratios and extended the maturity of FX debt in recent years. In addition, findings suggest that firms with limited export revenues and having high FX denominated debt obtain higher FX profits which compensate a significant amount of their FX financial expenditures. Meanwhile, widespread FX pricing of domestic sales, which are not classified under export revenues, implies a lower currency risk of firms than perceived.

1. Giriş

Türkiye’de yurt içindeki finansal sistemin yerli para cinsinden sunduğu kaynakların sınırlı olması ve “dış kaynak priminin” yüksek seyretmesi firmaları yabancı para (YP) cinsinden borçlanmaya yöneltmektedir.¹ Borç dolarizasyon oranı (YP cinsi borçların toplam borçlara oranı) olarak adlandırılan bu durum, Türkiye’de son yıllarda düşmekle birlikte özellikle büyük ve ihracatçı firmalar arasında oldukça yaygın hale gelmiştir. Böylece, Türkiye’deki firmalar benzer ülke firmalarına oranla daha yüksek borç dolarizasyon oranlarına sahip olmuşlardır (Alp, 2013).² 2009 yılında “Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Kararda Değişiklik Yapılmasına Dair Karar”ın yürürlüğe konulmasıyla birlikte YP cinsi geliri olmayan firmaların YP cinsinden borçlanmasına izin verilmesi, YP cinsinden borçlanmanın daha da yaygınlaşmasına katkıda bulunmuştur.

Yüksek borç dolarizasyonunun bir sonucu olarak Türkiye’de finansal olmayan firmaların YP cinsi yükümlülükleri (borçları), YP cinsi varlıklarının oldukça üzerindedir. Söz konusu firmaların makro düzeyde hesaplanan YP net pozisyon açığı (makro pozisyon) 2014 yılı Mayıs ayı itibarıyla 170 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. Yüksek net YP cinsi yükümlülük, firmaların bilançolarını dış sermaye girişlerinde oluşabilecek ani duruş veya sermaye çıkışları karşısında kırılgan hale getirebilmektedir. Böylece, sermaye girişlerinde ortaya çıkabilecek bir aksaklık, döviz kurunda oynaklığı artırmak suretiyle firmaların kârlılığında düşüşe ve yatırım iştahlarında bozulmaya neden olabilmektedir.

YP cinsinden borçlanma imkanına sahip firmaların normal zamanlarda finansal kısıtlarının ortadan kalkmasıyla birlikte daha yüksek oranda büyümeleri beklenebilir. Buna karşın, dışsal şoklara bağlı olarak dış sermaye girişlerinde ortaya çıkabilecek bir duraksama ve sermaye çıkışının (“sudden stop” ve “capital reversal”) bilanço kanalıyla net YP pozisyon açığı olan firmaların faaliyetlerini olumsuz etkileme potansiyeli de bulunmaktadır (Calvo, Izquierdo, ve Mejia, 2004; Cerra ve Saxena, 2008; Bordo, Meissener ve Stuckler, 2009). Nitekim, yüksek borç dolarizasyonunun, küresel finansal şoklara ve ülke parasının ani ve yüksek reel değer kayıplarına karşı gelişmekte olan ülke ekonomilerinin temel kırılganlık kaynaklarından biri olduğunu ilgili literatür sıklıkla vurgulamaktadır (örneğin, Calvo, 2001; Frankel, 2005). Ülke parasının yüksek oranda değer yitirmesi, özellikle yurt içi üretime yönelik veya yüksek oranda ithal girdi kullanan sektörlerdeki YP cinsinden borçlu firmaların kur riskine karşı korunmamış bilançolarını olumsuz etkilemekte ve sektörler arası etkileşimler nedeniyle de tüm ekonomi daha kırılgan hale gelebilmektedir (Campa ve Goldberg, 1999).

¹ Türkiye’de ortalama firma kârlılığı (iç kaynak yaratma potansiyeli) benzer ülkelere oranla daha düşüktür (Özmen vd. 2012). Bu durum, firmaların iç kaynaklarını kullanmak suretiyle yatırım yapmalarını sınırlandırmakta, dolayısıyla büyümek için borçlanma (dış kaynak) gereksinimini gündeme getirmektedir. Türkiye’de firmaların ortalama borçluluk oranlarının yüksek (toplam borcun toplam yükümlülükler oranı yüzde 50’nin üzerinde) olduğu gözlenmektedir (Özlu ve Yalçın, 2012).

² Türkiye’de hanehalkının da kapsandığı özel sektörün borç dolarizasyon oranı birçok gelişmekte olan ülkedeki oranların (özellikle Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri) gerisindedir (Zettelmeyer vd. 2010). Türkiye’de bireylerin veya hanehalkının YP cinsinden borçlanmalarına izin verilmemesi, toplam özel sektör borç dolarizasyonunun firmalarınkine kıyasla düşük kalmasını sağlamakta ve Türk lirasında ortaya çıkabilecek keskin değer kayıplarına karşı hanehalkı kesimini döviz kuru riskine karşı korunaklı kılmaktadır.

Bu notta, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Sektör Bilançoları ve TBB Risk Merkezi verileri çerçevesinde 9 binden fazla finansal olmayan firmanın bilanço, gelir tablosu ve borç bilgileri kullanılmıştır. Böylece, döviz kurundaki hareketlere duyarlı olan YP cinsi borçlar kaynaklı kırılmalıklar mikro düzeyde 2006-2013 dönemi için değerlendirilmiştir. Firmaların bilanço ve gelir tablosu bilgileri 2012 yılına kadar, YP cinsi borç bilgileri ise 2013 yılına kadar mevcut olup aşağıda sunulan grafik ve değerlendirmeler bu çerçevede oluşturulmuştur.

Notun takip eden bölümünde analizde kullanılan veri seti tanıtılmıştır. Üçüncü bölümde Türkiye'deki firmaların taşıdığı kur riskinin değerlendirilmesine katkıda bulunulabilecek istatistiki bilgiler sunulmaktadır. Bu çerçevede, firmaların doğal korunmaya (natural hedge) sahip olup olmadıklarına ve YP cinsinden borcun büyüklüğüne göre göstergeler üretilmiştir. Özellikle, YP cinsinden geliri olmayıp da (olsa dahi bilançolarına yansımaya) yüksek düzeylerde YP cinsi borcu olan firmalara ilişkin değerlendirmelere ağırlık verilmektedir. Sonuç bölümünde, elde edilen bulgular özetlenmiş ve genel değerlendirmeler sunulmuştur.

2. Veri ve Oluşturulan Göstergeler

TCMB Sektör Bilançoları Çalışması Türkiye'deki reel sektör firmalarına ilişkin en kapsamlı veri setidir. Bu çalışmada firmalara ait bilanço, gelir tablosu gibi muhasebe bilgileri yanında, firmaların faaliyette buldukları ana sektör, alt sektör gibi sektör bilgileri, kuruluş tarihi, çalışan sayısı, faaliyette bulunulan il, hukuki durum gibi bilgiler de yer almaktadır. Veri setinde yer alan firmaların yarısından fazlası imalat sanayinde faaliyet göstermektedir. Yaptığımız hesaplamalara göre, 2011 yılı verileri baz alındığında söz konusu firmalar, ekonomideki toplam satışların yüzde 58,2'sine, ihracatın yüzde 72,5'ine ve 2013 yılı sonu itibarıyla YP cinsi borçların yüzde 40'ına sahip olup toplam ekonomik faaliyet açısından oldukça önemli bir yer tutmaktadırlar. İmalat sanayinde faaliyet gösteren on ve daha fazla işçiye sahip firma istihdamının yaklaşık yüzde 75'i bu veri setinde yer alan firmalar tarafından yapılmaktadır. Veri seti örnekleme standartları çerçevesinde bir örnek teşkil etmemekle birlikte veri setinde yer alan firmaların toplam faaliyetler içinde yüksek ağırlık teşkil etmesinden dolayı yapılan analizin temsiliyet gücü yüksektir.

BACH (The Bank of Harmonised Data on Company Accounts) tarafından önerilen ölçekle ilgili ölçütler baz alındığında, veri seti ağırlıklı olarak küçük ve orta büyüklükteki firmaları içermekle birlikte Türkiye'de faaliyet gösteren büyük firmaların oldukça önemli bir kısmı kapsamaktadır. Veri setinde yer alan firmaların ölçek ile imalat ve imalat dışı ayırımında dağılımları Tablo 1'de sunulmuştur.³

³ Firmalar ölçeklendirilirken, net satışları yıllar itibarıyla büyük farklılıklar gösteren inşaat ve holding firmalarında "aktif büyüklük" kriteri, diğer sektör firmalarda ise "net satış" kriteri kullanılmıştır. Net satış kriterinde; 2012 yılında net satışları 10 milyon Euro'nun altında olan firmalar küçük ölçekte, 10 milyon Euro ile 50 milyon Euro arasında olanlar orta ölçekte, 50 milyon Euro'nun üzerinde olanlar ise büyük ölçekte yer almaktadır. Aktif büyüklük kriterine göre incelenen sektörlerde ise; 2012 yılı aktif toplamı 10 milyon Euro'dan az olan firmalar küçük ölçek, 10 milyon Euro ile 43 milyon Euro arasında olan firmalar orta ölçek, 43 milyon Euro'dan büyük olan firmalar ise büyük ölçek grubunda sınıflandırılmıştır.

Tablo 2’de, YP cinsinden borca sahip olup olmamalarına göre ve ihracat oranı (ihracat/satışlar) dilimleri bazında firmaların sayısal dağılım oranları verilmektedir. Firmaların yaklaşık yüzde 45’lik diliminin ihracat geliri bulunmadığından, firmalar yüzde 50’den itibaren yüzde 10’luk ihracat oranı dilimlerine bölünerek Tablo 2 oluşturulmuştur. İncelenen dönemde, YP cinsi borca sahip olmanın, ihracat oranına göre yüksek dilimlerde yer alan firmalar arasında yaygın olduğu gözlenmiştir. Ancak, 2002-2013 döneminde söz konusu yaygınlıkta bir gerileme olmuştur. Örneğin, 2002 yılında ihracat oranı en yüksek yüzde 10’luk dilimde yer alan firmaların yüzde 85’i YP cinsi borca sahipken 2013 yılında yüzde 76’ya gerilemiştir. Diğer yandan, düşük ihracat oranı dilimlerinde yer alan firmalarda YP cinsi borca sahip olma oranının daha düşük olduğu gözlenmiştir. Söz konusu oran, 2002-2013 döneminde bu firmalarda yüksek ihracat oranı diliminde yer alan firmalara göre daha hızlı düşüş kaydetmiştir. Ancak, ihracatı olmayan firmaların YP cinsi borcuna sahip olma oranında aynı dönemde sınırlı bir artış olmuştur.

Tablo 1: Veri Setindeki Firmaların Ölçek Dağılımı (2012, Yüzde)

	Küçük	Orta	Büyük
İmalat Sanayi	43,7	36,8	19,4
İmalat Dışı	52,2	13,8	34,1

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Tablo 2. Borç Dolarizasyonu ve İhracat Oranları Bazında Firmaların Dağılımı (Yüzde)

		2002					
	İhracatı Olmayan	İhracat Oranı Dilimleri					
		(0, 50]	(50, 60]	(60, 70]	(70, 80]	(80, 90]	(90,100]
Dolarizasyon > 0	27,5	50,1	63,7	71,6	80,4	84,1	85,3
Dolarizasyon = 0	72,5	49,9	36,3	28,4	19,6	15,9	14,7
Firma Sayısı	2133	2055	838	838	838	838	837
		2013					
Dolarizasyon > 0	29,8	35,0	36,2	49,5	62,8	73,5	76,3
Dolarizasyon = 0	70,2	65,0	63,8	50,5	37,2	26,5	23,7
Firma Sayısı	4055	571	925	925	925	925	925
		Fark (2013-2002)					
Dolarizasyon > 0	2.3	-15.1	-27.5	-22.1	-17.6	-10.6	-9.0

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Yapılan analizde kullanılan değişkenlerin takibini kolaylaştırmak üzere söz konusu değişkenlere ilişkin tanım ve açıklamalar Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları		
Değişken	Tanım	Kaynak
Borç Dolarizasyon Oranı	YP Nakit Borç/Toplam Nakit Borç (%)	Risk Merkezi
YP Borç-İhracat Oranı (Kur Riski Oranı)	YP Nakit Borç/İhracat	Risk Merkezi ve TCMB Sektör Bilançoları
YP Cinsi Borcun Vade Yapısı	Uzun Vadeli YP Nakit Borç/Toplam YP Nakit Borç (%)	Risk Merkezi
Net Kâr Marjı	Vergi Sonrası Net Kar-Zarar/ Satışlar (%)	TCMB Sektör Bilançoları
Net Kambiyo Kâr Marjı	Net Kambiyo Kârı / Satışlar (%)	TCMB Sektör Bilançoları
YP Cinsi Finansal Gider Marjı	Dolarizasyon Oranı*Finansal Giderler/ Satışlar (%)	Risk Merkezi ve TCMB Sektör Bilançoları
Net kambiyo Kârı-YP Cinsi Finansal Giderler Oranı (Karşılama Oranı)	Net Kambiyo Kârı /(Dolarizasyon Oranı*Finansal Giderler) (%)	Risk Merkezi ve TCMB Sektör Bilançoları
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar (%)	TCMB Sektör Bilançoları
Nakit Oranı	(Hazır Değerler + Menkul Kıymetler) / Kısa Vadeli Borçlar (%)	TCMB Sektör Bilançoları
Varlık Kârlılığı	Net Dönem Kârı / Toplam Aktifler (%)	TCMB Sektör Bilançoları

3. Firmalarda Borç Dolarizasyonu ve Döviz Kuru Riski: İstatistikî Gözlemler

3.1. Kur Riski Göstergeleri ve Zaman Serilerine İlişkin Değerlendirmeler

Giriş bölümünde de vurgulandığı üzere, Türkiye'de finansal olmayan firmaların borç dolarizasyon oranları yüksek olmakla birlikte, 2001 krizinden sonra belirgin düşüşler göstermiştir. Bu dönemde YP cinsi borçların vadesinde de artış olmuştur. 2001 krizinden sonra borç dolarizasyonundaki düşüşte ve YP cinsi borçların vadesinin uzamasında 2001 krizinden sonra yapılan kapsamlı reformlar etkili olmuştur. Bu reformlar arasında, esnek döviz kuru rejimine geçilmesi, Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığı ile ilgili düzenlemelerin yapılması, kamu maliyesinde disiplinin sağlanması ve bankacılık kesiminin güçlü bir sermaye yapısına kavuşturulması sayılabilir. Söz konusu reformlar, hem enflasyonla mücadelede hem de ters dolarizasyon sürecinin yaşanmasında etkili olmuştur.⁴

2002 yılından itibaren Türkiye'de uygulanmaya konan esnek döviz kuru rejimi sonrasında döviz kurundaki dalgalanmalardan korunmak amacıyla YP cinsinden geliri sınırlı olan firmalar daha düşük

⁴ Eichengreen ve Hausmann (1999), dolarizasyondan kurtulabilmenin yolunun politika yapıcı otoritelerin bağımsızlık, şeffaflık, güvenilirlik yetilerini artırıcı reformların yapılmasıyla ilişkilendirmektedir.

oranda YP cinsinden yükümlülük tutmaya başlamış ve firmaların kur riskiyle ilgili kırılğanlıklarında bir miktar azalma olmuştur (Özmen ve Yalçın, 2007; Alp ve Yalçın, 2014). Başka bir ifadeyle, esnek veya dalgalı kur rejiminin firmaların döviz kuru riskinden korunma güdülerini uyardığı düşünülmektedir.⁵ Alp ve Yalçın (2014), firmaların kur riskinden kaçınmanın da bir sonucu olarak, dış talepte belirgin bir düşüş olmasına karşın, 2008 yılında yaşanan kur şokunun firmaların bilançoları ve büyüme performansları üzerindeki olumsuz etkisinin 2001 krizine göre daha sınırlı olduğunu tahmin etmiştir.

Bu notta firmaların döviz kuru riskliliğini değerlendirmek üzere YP cinsi borçların ihracata oranı temel ölçüt olarak kullanılmıştır. Literatürde ihracatçı firmaların finansal kısıtlarını gidermek üzere YP cinsinden borçlanabildiklerine, dolayısıyla aşırı borçlanma olmadığı sürece kur şoklarının olumsuz etkilerini telafi edebildiklerine ilişkin bulgular sunan çalışmalar mevcuttur (Claessens vd. 2000; Claessens vd. 2012; Bougheas vd. 2012). Bu değişken, söz konusu literatürden hareketle firmaların operasyonel olarak kur riskine karşı korunma kapasitesini yansıtmaya açısından analize dahil edilmiştir. Söz konusu oranın yüksek olması, firmanın YP cinsi gelirlerinin YP cinsi borçlarını dengelemede yetersiz kaldığını ve dolayısıyla “doğal bir korunma” mekanizmasına sahip olmadığını ima etmektedir. Başka bir ifadeyle, YP cinsinden gelirleri (ihracat) sınırlı olan firmalar için YP cinsinden borçlar kur riskini artırıcı bir etken olarak değerlendirilmiştir. Bu çerçevede, 2006-2013 dönemi için YP cinsi borcun ihracata oranının ortalaması kur riski göstergesi olarak ele alınmış ve firmalar bu oran baz alınarak üç grupta (risk grupları) sınıflandırılmıştır.⁶ Birinci grupta ihracatı olmayıp YP cinsi borcu brüt satışlarının yüzde 5’inden fazla olan firmalar ‘yüksek riskli’, ikinci grupta ihracat gelirleri olup da YP borçları ihracatlarının üç katından yüksek olanlar ‘orta riskli’ ve üçüncü grupta YP borçları ihracatlarının üç katından az olanlar ile ihracatı olmayıp da YP cinsi borçları satışların yüzde 5 ve altı olanlar ‘düşük riskli’ olarak adlandırılmıştır.⁷

Firmaların YP cinsi borçlarının taşıdığı muhtemel riskleri değerlendirmek üzere 2006 yılı sonrası için çeşitli istatistiki analizler sunulmuştur. İlk olarak, 2013 yılında veri setinde yer alan firmaların risk grupları ve ölçek bazında firma sayısı ile borç dağılımları sırasıyla Grafik 1 ve Grafik 2’de verilmiştir. Yüksek riskli olarak adlandırılan firmalar, sayı olarak toplam içinde sınırlı paya sahip olmakla birlikte bu firmaların toplam YP cinsi borcunun yaklaşık üçte birine sahip oldukları hesaplanmıştır. Ayrıca, yüksek riskli grupta yer alan firmaların YP cinsi borçlarının yaklaşık yarısı KOBİ’lere ait olmakla birlikte aşağıda Grafik 9’da belirtildiği üzere çok büyük kısmı uzun vadeliidir.⁸ Beklendiği üzere, küçük ölçekli

⁵ Kamil (2012), birçok ülke verisi kullanarak yaptığı analizde, sabit ve/veya yönetilen kur rejimlerinden esnek döviz kuru rejimine geçildiğinde, firmaların YP cinsinden borçlarının paylarını azalttıkları, ihracat gelirlerini daha sistematik olarak kullandıkları ve daha fazla oranda YP cinsinden varlık bulundurdıkları ve böylece firmaların döviz açık pozisyonlarını azalttıklarını göstermektedir.

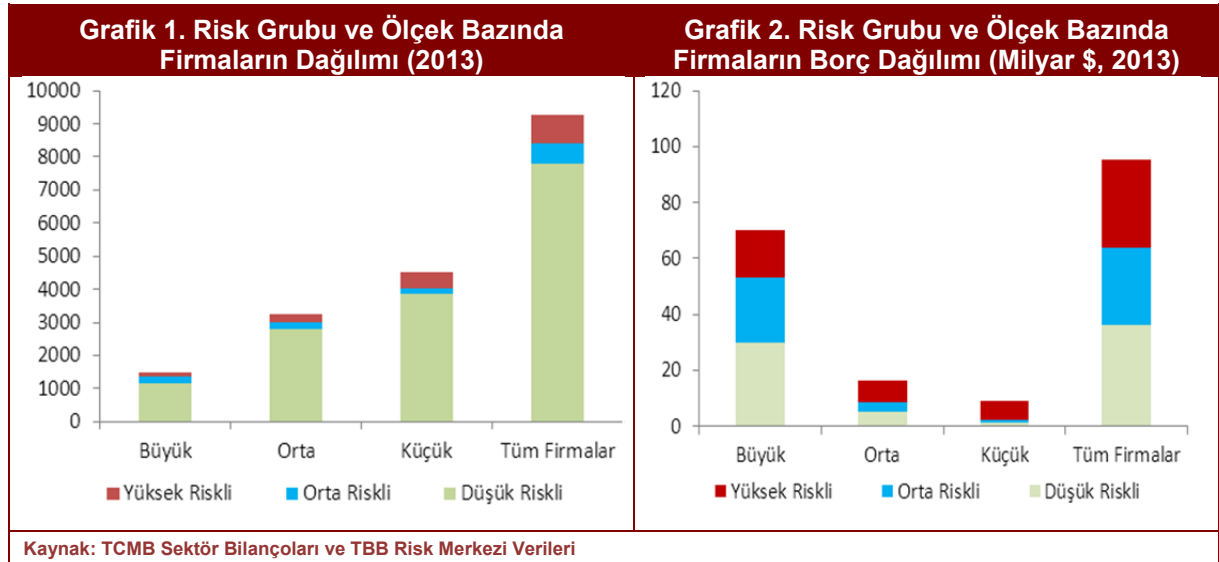
⁶ Veri setinde 2013 yılı ihracat bilgisi olmadığından 2012 yılı değerleri kullanılmıştır.

⁷ Orta riskli kriteri, firmaların YP borçlarının ortalama vadesinin üç yıl olduğu, böylece firmaların üç yıllık ihracatlarının YP borçlarına denk geldiği ve söz konusu oranın üçten büyük olmasının firmaların daha fazla risk taşıdığı varsayımları çerçevesinde oluşturulmuştur. Diğer yandan, ihracat geliri olmayıp da satışların yüzde 5’inden fazla YP cinsi borca sahip olmak bir risk unsuru olarak yazarlar tarafından seçilmiştir.

⁸ Özmen ve Yalçın (2007) çalışması 2001 krizinden sonra uygulamaya konan esnek döviz kuru rejiminin de etkisiyle özellikle KOBİ gibi kur riskine maruz firmaların dolarizasyon oranlarında belirgin düşüşler olduğunu ortaya koymuştur.

firmaların toplam YP cinsi borç miktarı oldukça düşüktür. Buna karşın, söz konusu firmalar büyük oranda yüksek riskli grupta yer almaktadır.

İkinci olarak, firmaların döviz kuru riskini değerlendirmek amacıyla, satış ağırlıklı borç dolarizasyon ve YP cinsi borç-ihracat oranlarının ölçek bazındaki gelişimi sırasıyla Grafik 3 ve Grafik 4'de verilmiştir. Yukarıda da vurgulandığı üzere, Türkiye'de firmalar kesiminin borç dolarizasyon oranı yüksek olmakla birlikte zaman içinde düşüş eğilimini sürdürmüştür. 2006-2013 döneminde satış ağırlıklı borç dolarizasyon oranı yüzde 55,1'den yüzde 44,3'e gerilemiştir. Özellikle reformlar sonrasında firmaların ortalama borç dolarizasyon oranında ortaya çıkan düşüşün son yıllarda büyük firmalar kaynaklı olarak yavaşladığı görülmektedir. Buna karşın, 2009 krizi sonrasında orta ve küçük ölçekli firmaların borç dolarizasyon oranlarındaki düşüş eğilimi devam etmiştir. Bu firmaların borç dolarizasyon oranlarındaki düşüşte, 2009 krizi sonrasında yerli para cinsinden krediye erişimlerinin artmasının ve kur riskinden kaçınmalarının etkili olduğu düşünülmektedir.⁹

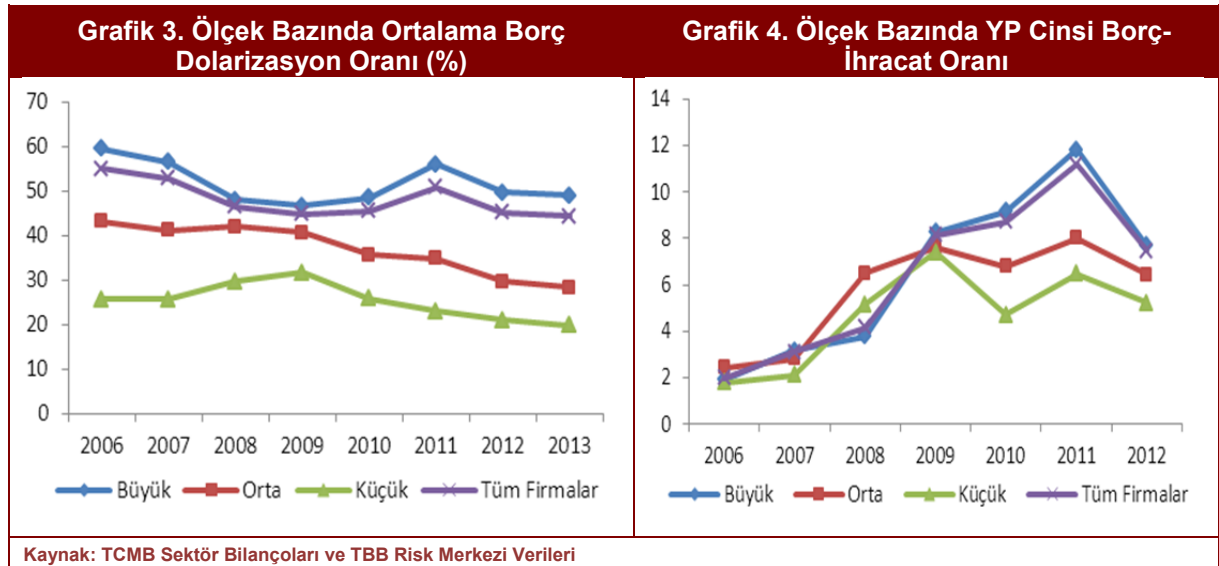


Diğer yandan, tüm firma ölçeklerinde YP cinsi borçların ihracata oranları 2006-2009 döneminde belirgin artış göstermiştir. Tüm firmaların ortalaması alındığında, 2006 yılında YP cinsi borçlar ihracatın iki katyken, 2012 yılında söz konusu oran belirgin bir artış sergileyerek sekiz katına çıkmıştır (Grafik 4). Bu bilgi, özellikle 2006-2009 döneminde firmaların döviz kuru riskliliğinde bir bozulmaya işaret etmektedir. Buna karşın, söz konusu oranlar orta ve küçük ölçekli firmalarda 2009 yılından sonra yatay bir seyir sergilemiştir. Bu bulgu, 2009 yılındaki krizin ardından söz konusu firmaların çeşitli arz ve talep yönlü faktörlerin de etkisiyle 2006-2009 dönemine kıyasla kur riski almada daha temkinli

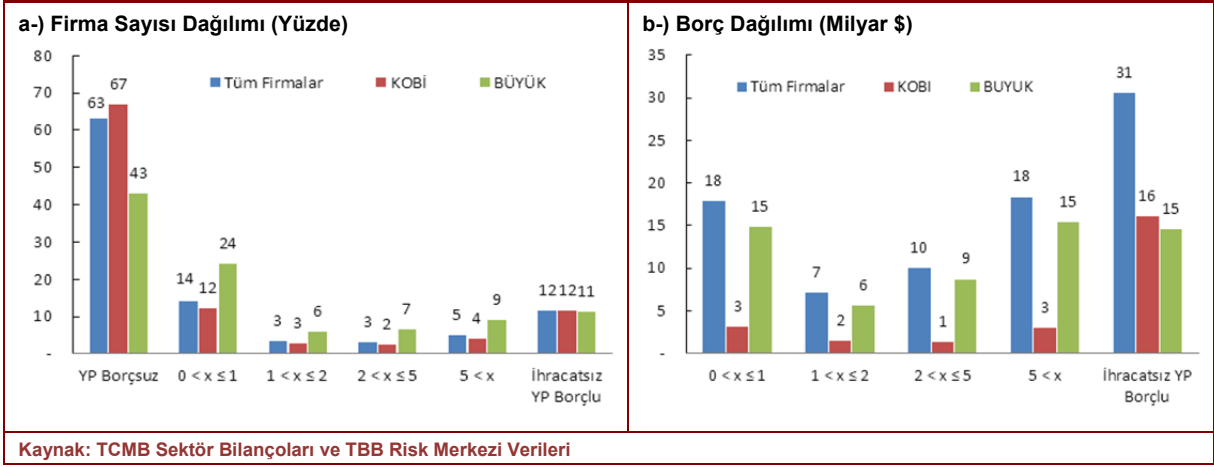
⁹ Buna karşın, yukarıda da vurgulandığı üzere kambiyo rejiminde 2009 yılında yapılan değişiklikle birlikte firmaların YP cinsi finansmana erişimleri kolaylaşmıştır. 32 Sayılı Kararda 2009 yılında yapılan değişiklikle birlikte YP geliri olmayan firmaların 5 milyon ABD dolarının altında olmaması kaydıyla yerli bankalardan YP cinsinden borçlanmalarına izin verilmiştir.

bir duruş sergilediklerini ortaya koymaktadır.¹⁰ 2013 yılı sonu için YP cinsi borç-ihracat oranı dilimlerine ve firma ölçeğine göre firma sayısı ve borç miktarları dağılımları Grafik 5'te verilmiştir. Bilanço dahilinde YP geliri olmayıp da YP cinsi borcu olan firmaların toplam firmalar içindeki payı yüzde 12 düzeyindedir. Buna karşın, firmaların yüzde 63'ünün YP cinsi borcu bulunmamaktadır. Bu oran KOBİ'lerde yüzde 67 ve büyük firmalarda yüzde 43'tür. YP geliri olmayan firmaların YP cinsi borçları yüksek olup 31 milyar ABD doları düzeyindedir. Bu borcun 16 milyar ABD doları KOBİ'lere aittir.

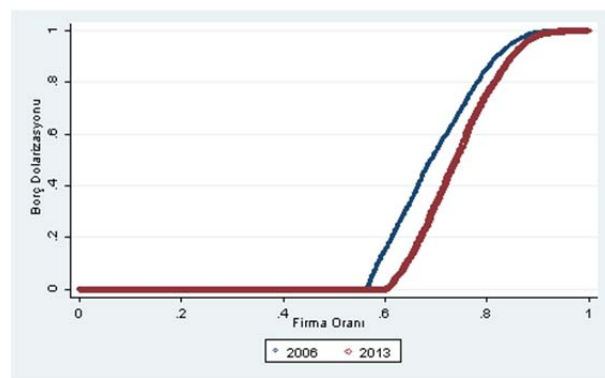
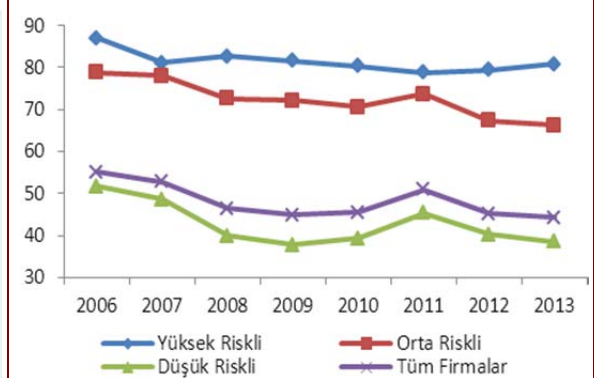
2006 ve 2013 yılları için borç dolarizasyon oranlarının firma dilimlerine göre dağılımları Grafik 6'da verilmiştir. Bulgular, 2013 yılında 2006 yılına göre oransal olarak daha az firmanın YP cinsi borca sahip olduğunu ve daha az oranda firmanın borç dolarizasyon oranlarının yüksek düzeyde gerçekleştiğini ortaya koymaktadır. Yukarıda ayrıntıları irdelenen risk gruplarına göre satış ağırlıklı ortalama borç dolarizasyon oranları ise Grafik 7'de, gösterilmiştir. Beklendiği üzere, borç dolarizasyon oranları risklilik düzeyi arttıkça yükselmektedir. Doğal korunma mekanizmasına sahip olmayan yüksek riskli firmaların yüksek oranda YP cinsi borca sahip olmaları bu firmaları döviz kurundaki hareketlere daha duyarlı hale getirebilmektedir.

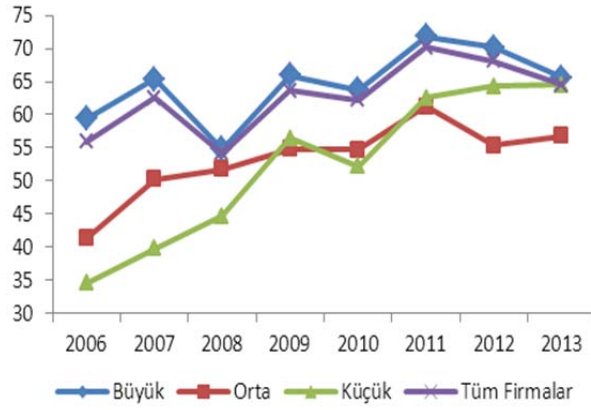
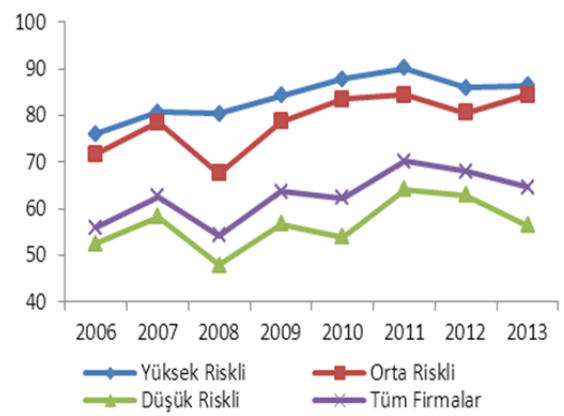


¹⁰ YP cinsi borç-ihracat oranlarının en yüksek yüzde 1'lik uç değerleri hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Grafik 5. Ölçek Bazında YP Cinsi Borç-İhracat Oranının (x) Dağılımı (31.12.2013)

Üçüncü olarak, YP cinsi borcun vadesi de literatürde kur riskini değerlendirmede kullanılan bir değişken olarak ele alınmaktadır. Bu çerçevede, YP cinsi borcun vadesi (uzun vadeli YP cinsi borcun toplam YP cinsi borca oranı), firma ölçeği ve risk grupları bazında sırasıyla Grafik 8 ve Grafik 9'da verilmiştir. Buna göre, anılan dönemde uzun vadeli (orijinal vadesi bir yıldan uzun) YP cinsi borcun toplam YP borç içindeki payında artış gözlenmiştir. Grafik 8'den görüldüğü üzere, dönem başlangıcında firma ölçeği ile vade uzunluğu arasında monotonik bir ilişki mevcutken, son yıllarda küçük ölçekli firmalar giderek daha uzun vadede borçlanabilmişlerdir. Nitekim, söz konusu firmalarda 2006-2013 döneminde uzun vadeli YP cinsi borcun payı 30 puan artış göstererek yüzde 64,5'e çıkmıştır. Bu bulgu, finansal olarak daha kırılgan olmaları beklenen küçük ölçekli firmaların zaman içinde giderek daha uzun vadede borçlanabildiklerini ve döviz kurunda kısa vadede oluşabilecek oynaklığın söz konusu firmalar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlı olabileceğini ima etmektedir.

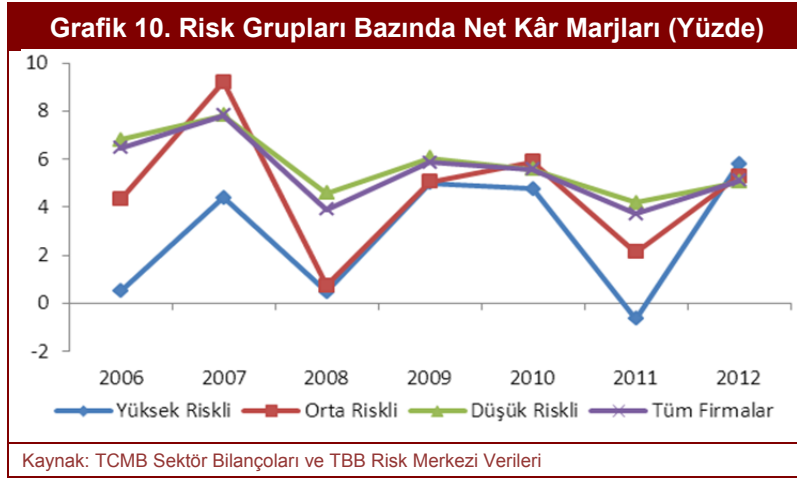
Grafik 6. Firma Düzeyinde Borç Dolarizasyon Oranlarının Dağılımı**Grafik 7. Risk Grubu Bazında Ortalama Borç Dolarizasyon Oranı (Yüzde)**

Grafik 8. Ölçek Bazında YP Cinsi Borcun Vade Yapısı (Yüzde)**Grafik 9. Risk Grubu Bazında YP Cinsi Borcun Vade Yapısı (Yüzde)**

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları ve TBB Risk Merkezi Verileri

Söz konusu oranlar risk gruplarına göre incelendiğinde, yüksek riskli grupta yer alan firmaların YP cinsi borçlarının ağırlıklı olarak uzun vadeli olduğu ve uzun vadeli borç payının 2006 yılında yüzde 76,1'den 2013 yılında yüzde 86,4'e çıktığı hesaplanmıştır. Buna karşın, düşük riskli grupta yer alan firmaların YP cinsi borçlarının vadesi daha kısadır (Grafik 9). Bu bulgular, döviz kurunda kısa vadede oluşabilecek dalgalanmalara karşı firmaların genel olarak korunaklı olabildiklerini, dolayısıyla YP borç servisi üzerindeki olumsuz etkilerin önemli ölçüde sınırlanabildiğini göstermektedir. Diğer yandan, özellikle büyük firmalar ile düşük riskli grupta yer alan firmalar kaynaklı olmak üzere YP cinsi borcun vadesinde 2011-2013 döneminde bir miktar kısalma gözlenmektedir. Bu durumun kur riskinin sınırlı olduğu varsayılan firmalarda görülmesi, kaygıları azaltan bir faktör olarak değerlendirilmekte ve bu dönemde sabit sermaye yatırımlarında ortaya çıkan yavaşlama ile daha kısa vadede tamamlanabilen modernizasyon-yenileme-bakım-onarım yatırımlarının öne çıkmasıyla da tutarlılık göstermektedir (TCMB, 2014).

Borç dolarizasyon oranındaki düşüşe ve YP cinsi borcun vadesindeki artışa karşın, firmaların halen net YP yükümlülüğü taşımalarının etkisiyle döviz kuru şokları sonrasında firma kâr marjlarında düşüşler olabilmektedir. Nitekim, Türk lirasının belirgin olarak değer kaybettiği 2008 ve 2011 yıllarında kur riski taşıyan firmaların net kâr marjlarında (net kâr/satışlar) düşüşler olduğu gözlenmektedir (Grafik 10). Döviz kuru şoku yaşandığı dönemlerde firmaların kâr marjlarındaki düşüşün kaynaklarından biri finansal giderlerdeki artışlardır. Söz konusu dönemlerde yerli para cinsinden kredilerin faizlerinde de bir artış gözlenmektedir. Bu nedenle, finansal giderlerdeki yükselme, sadece kur şokuna bağlı olarak YP cinsi borçların yerli para karşılığının artışından değil yerli para cinsi borçların maliyetlerindeki artışından da kaynaklanabilmektedir. Örneklem içinde yer alan ve yüksek riskli olarak adlandırılan firmaların kâr marjlarının diğer firma gruplarına oranla daha düşük ve oynak olduğu hesaplanmıştır (Grafik 10).



Yukarıda tanımlanan kur riskliliği göstergesi firmaların ihracat verilerine dayanılarak hesaplanmıştır. Söz konusu göstergeler değerlendirilirken birbirine zıt yönde etki eden iki önemli faktörü dikkate almak gerekmektedir. Birinci olarak, firmaların gelir tablosunda sunulan ihracat gelirleri yurt içinde YP cinsinden yapılan satışları içermemektedir. Bu durum, yukarıda tanımlanan göstergelerin firmaların kur riskini olduğundan daha yüksek değerlendirmesini gündeme getirmektedir. Örneğin, ithal girdi kullanımı yoğun olan ürünlerin (inşaat, enerji, kimya ve petrol ürünleri) fiyatları iç piyasada genellikle YP cinsinden belirlenmekte ancak satışlar yerli para üzerinden muhasebeleştirilmektedir. Benzer şekilde turizm sektöründe özellikle üst segmentlerde yer alan otel odası ve benzeri hizmetler de sıklıkla YP cinsinden fiyatlanmakla birlikte firma bilançoları yerli para üzerinden oluşturulduğu için mali tablolara YP cinsinden gelir olarak yansıtılmamaktadır. Bu nedenle, sadece resmi ihracat verilerine dayalı olarak oluşturulan göstergelere bakılarak bu tür ürünleri veya hizmetleri üreten ve satan firmalara ait kur riski analizi yapmak eksik olacağı düşünülmektedir. İkinci olarak, doğrudan ithal girdi kullanılması veya yurt içinde fiyatlaması YP cinsinden yapılan girdilerin yaygın olarak kullanılması, yukarıda önerilen kur riskine ilişkin göstergelerin söz konusu riski olduğundan daha düşük değerlendirilmesine neden olabilecektir.

Bu noktadan hareketle, yukarıda oluşturulan kur riski göstergeleriyle birlikte yeni bilgiler kullanılarak firmaların kur riski analizi zenginleştirilmiştir. Birinci olarak, çoğunlukla mal ve hizmet alımlarından kaynaklanan ve firmanın gelir tablosunda yer alan kambiyo kâr ve zararları analize eklenmiştir. İkinci olarak, yine gelir tablosunda yer alan ve yerli para cinsi borcun yanında YP cinsi borcun maliyetlerini de içeren finansal giderler kalemi de kur riskiyle ilgili değerlendirmelerde dikkate alınmıştır.¹¹

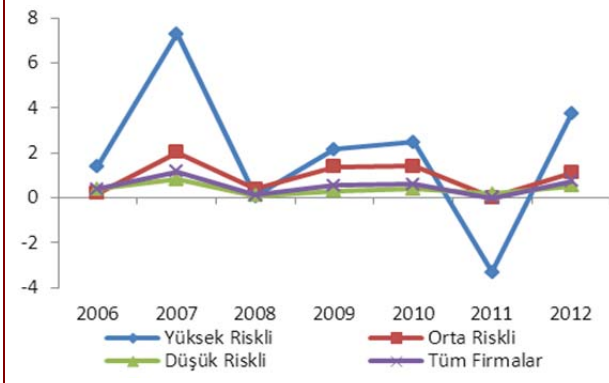
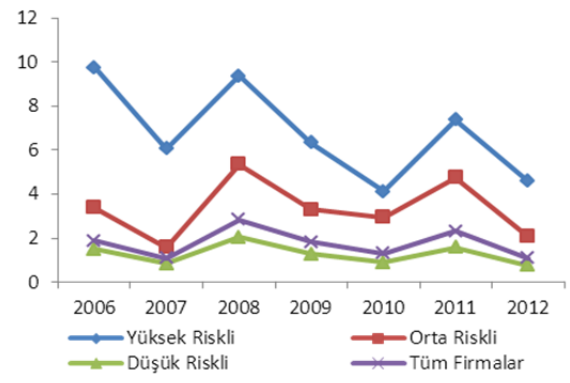
Risk gruplarına göre satış ağırlıklı ortalama net kambiyo marjlarının (net kambiyo kârı/brüt satışlar) zaman içindeki seyri Grafik 11'de verilmiştir. 2006-2012 döneminde firmalar ortalama olarak net

¹¹ YP cinsi borca ait finansman gideri tahmini, toplam finansman giderinin borç dolarizasyon oranı ile çarpılmasıyla elde edilmiştir.

kambiyo kârı elde etmişlerdir. 2008 ve 2011 yıllarında Türk lirasında yaşanan belirgin değer kayıpları nedeniyle firmaların net kambiyo kârlarında düşüşler olmuştur. Yüksek riskli grupta yer alan firmaların 2011 yılında net kambiyo zararı vermelerine karşın, diğer yıllarda elde edilen net kambiyo kârı bu zararları fazlasıyla karşılamıştır. Nitekim, 2006-2012 döneminde ortalama olarak, kambiyo marjları yüksek riskli firmalarda yüzde 1,82, orta risklilerde yüzde 0,97 ve düşük riskli firmalarda yüzde 0,39 olarak hesaplanmıştır. Buna göre, yüksek riskli grupta yer alan firmaların ortalama kambiyo marjlarının kur oynaklığına rağmen diğer risk gruplarına oranla daha yüksek olduğu görülmektedir.

Diğer yandan, risk gruplarına göre satış ağırlıklı ortalama YP cinsi finansal gider marjlarının (borç dolarizasyon oranı*finansal giderler/brüt satışlar) zaman içindeki seyri Grafik 12'de verilmiştir. Buna göre, risklilik derecesi arttıkça firmaların finansal gider marjlarında da artış olduğu hesaplanmıştır. Örneğin, yüksek riskli firmaların YP cinsi finansal gider marjlarının düşük risklilerinkinden dönem ortalaması olarak 5,3 puan daha yüksek olduğu hesaplanmıştır. Bununla birlikte, yüksek riskli firmaların YP cinsi finansal gider marjları son yıllarda belirgin olarak gerilemiştir. Örneğin, 2006 yılında yüksek riskli firmaların ortalama YP cinsi finansal gider marjı yüzde 9,7 iken 2012 yılında 4,6'ya düşmüştür. Yüksek ve orta riskli firmaların finansal gider marjları oldukça yüksek olmasına karşın, tüm firmaların ortalama finansal gider marjlarına olan katkının sınırlı (0,5 puan) olduğu hesaplanmıştır. Söz konusu dönemde, yüksek riskli firmaların borçluluk oranlarında artış olmasına karşın finansal gider marjlarında düşüş olması firmaların giderek daha ucuz finansal kaynaklara erişim sağladıklarını göstermekte bu da firmaların riskliliği açısından olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

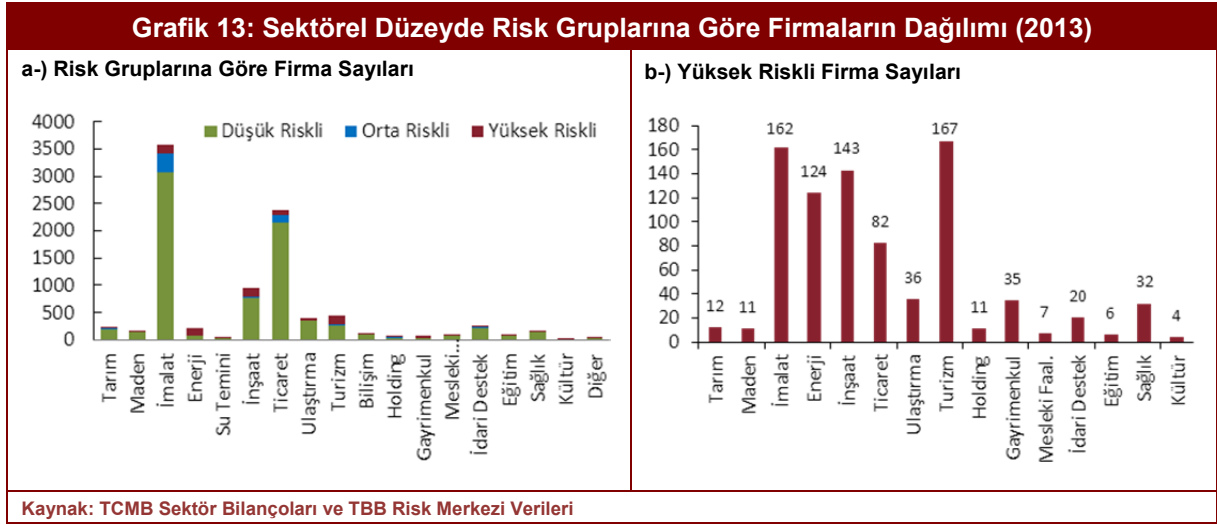
Yapılan hesaplamalarda, yüksek YP cinsi borcu ve dolayısıyla YP cinsi finansal giderleri olan firmaların daha fazla net kambiyo kârına sahip oldukları tespit edilmiştir. Nitekim, borç dolarizasyonu ağırlıklı finansal giderler ile net kambiyo kârı arasında pozitif bir korelasyon hesaplanmıştır (0,29). Söz konusu korelasyonun yüksek riskli grupta yer alan firmalarda belirgin olarak yüksek olduğu gözlenmiştir (0,89). Bu bulgular, yüksek riskli grupta yer alan firmaların YP cinsi varlıklara sahip olmaları ve mal-hizmet alışverişlerinden doğan kur kaynaklı net kambiyo kârı elde etmeleri suretiyle YP cinsi borçlarına ilişkin finansal giderlerini dengelemeye yöneldiklerini ima etmektedir. Bu görüş, 2013 yılında yüksek riskli grupta yer alan firmaların yüzde 53,8'inde net kambiyo kârlarının finansal giderlerinin yarısından fazla olduğu bilgisiyle de desteklenmektedir. Buna karşın, normal zamanlarda olumlu olarak değerlendirilen bu mekanizmanın belirgin kur şoklarının yaşandığı dönemlerde etkili olmadığı düşünülmektedir. Nitekim, kur şokunun yaşandığı 2008 ve 2011 yıllarında yüksek riskli firmaların net kambiyo kârlarında belirgin düşüş ve finansal giderlerinde artış olmuş ve dolayısıyla firmaların kârlılığında kötüleşme olmuştur.

Grafik 11. Risk Gruplarına Göre Net Kambiyo Marjı (Yüzde)**Grafik 12. Risk Gruplarına Göre YP Cinsi Finansal Gider Marjı (Yüzde)**

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları ve TBB Risk Merkezi Verileri

3.2. Kur Riskine İlişkin Sektörel Düzeyde Değerlendirmeler

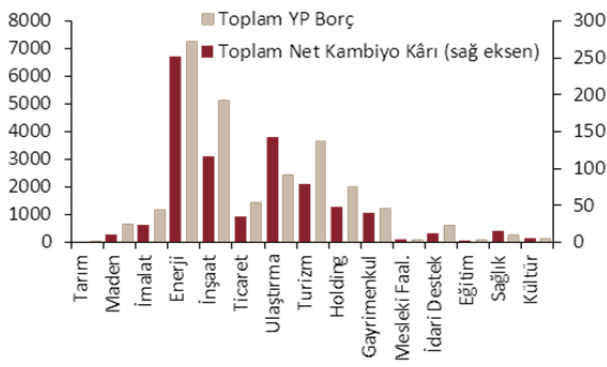
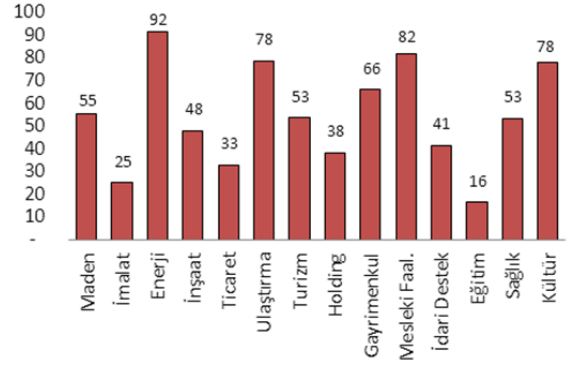
Sektörel düzeyde risk grupları itibarıyla firmaların dağılımı Grafik 13'te verilmiştir. Buna göre yüksek riskli grupta yer alan firmalar ağırlıklı olarak turizm, imalat, enerji, inşaat ve ticaret sektörlerinde faaliyet göstermektedirler. Sektörel düzeyde de, YP cinsi borcu yüksek olan sektörlerin net kambiyo kârının yüksek olduğu tespit edilmiştir (Grafik 14). Holding firmaları ile enerji, inşaat, turizm sektörlerinin her birinde YP cinsi borcun 2 milyar ABD dolarından fazla olduğu hesaplanmıştır. Enerji sektöründe fiyatlar, uluslararası fiyat hareketleriyle uyumlu olarak belirlenmekte olup kur riski sektördeki fiyat ayarlamalarıyla doğrudan ilintilidir. Örneğin, doğalgaz dağıtımını yapan firmalarda fiyatlaması büyük oranda döviz kuru gelişmeleriyle birlikte belirlenmekte ve dolayısıyla kur riski önemli oranda kontrol edilmektedir. Bununla birlikte, fiyatlaması kamu tarafından yönlendirilen ve bu nedenle döviz kuru hareketlerinin otomatik olarak yansıtılmadığı ürün ve hizmetler de mevcuttur. İnşaat sektöründe ise hammadde fiyatlarının önemli oranda YP cinsinden belirlenmesi, nihai fiyatlamasının belirli oranlarda YP cinsinden yapılmasına neden olduğu bilinmektedir. Ayrıca, büyük inşaat firmalarının yurt dışında yaygın iştirak ve ortaklıklarının olması ve bunların finansmanının ağırlıklı olarak firma merkezinden yapılması, ancak yurt dışında elde ettikleri gelirlerini yurt içinde düzenlenen bilançolarına ayrı tüzel kişilik olmaları nedeniyle yansıtılmaları söz konusu firmaların kur risklerinin düşünülenden daha düşük olabileceğine işaret etmektedir. Benzer şekilde, turizm gelirlerinin giderek artmasının ve özellikle otellerde fiyatlamasının yaygın olarak YP cinsinden yapılmasının turizm sektörünün yüklenmiş olduğu kur riskini sınırlandırdığı düşünülmektedir. Diğer yandan, net döviz pozisyon açığı olan birçok ihracatçı firma mevcut mal ve hammadde stoklarını döviz kuru riskliliği açısından bir karşılık kalemi olarak değerlendirmektedirler (TCMB, 2014).



Firmaların olası kur riskini daha ayrıntılı ele almak üzere, yukarıda belirtilen risk gruplarına ek olarak, net kambiyo kârının YP cinsi borç ağırlıklı finansal giderlere oranı (karşılama oranı) hesaplanmıştır. Bu oranın düşük olması firmalarda YP cinsi borç kaynaklı bir kırılabilirliğin olabileceğini göstermektedir. Buna göre, söz konusu oranların ortalaması yüksek riskli firmalarda yüzde 50'den fazla olup, bu oranlar enerji, ulaştırma, mesleki faaliyet, turizm, sağlık, kültür gibi sektörlerde ortalamadan üzerindedir (Grafik 15). Bu doğrultuda, yüksek riskli grupta yer alan ve söz konusu oranı yüzde 50'nin altında olan firmalar daha yakından irdelenmiştir. 2012 yılı bilançolarından elde edilen bilgi baz alınarak, 2013 yılında bu tanıma uyan ve "en riskli grup" olarak tanımlayabileceğimiz toplam 396 adet firma bulunmakta olup bu firmaların büyük çoğunluğu imalat (80), turizm (74), inşaat (68), ticaret (49) ve enerji (40) alanlarında faaliyet göstermektedir. En riskli firmalar için hesaplanan karşılama oranları yukarıda sektörel düzeyde yapılan analizi desteklemektedir. Başka bir ifadeyle, sektörlerin YP cinsi borç payı ile karşılama oranı arasında pozitif bir korelasyon vardır. Bu bulgular, en riskli grupta yer alan firmalar baz alındığında, sektörel düzeyde de firmaların kur riskinden kaçındıklarını ima etmektedir.

En riskli grupta yer alan firmaların toplam aktif ağırlıklı ortalama cari, nakit ve kârlılık oranları ile firma başına YP borç miktarı Tablo 4'te verilmiştir. Buna göre, en riskli gruptaki firmaların likidite oranlarının düşük riskli firmalarınkine yakın olduğu görülmektedir. Buna karşın, söz konusu grubun kârlılık oranı diğer firmalara kıyasla daha düşüktür. Ayrıca, en riskli firmalarda ortalama YP borç miktarı 31,9 milyon ABD doları olup tamamına yakını uzun vadeli.

En riskli firmaların adedi ve ortalama YP cinsi borçlarının zaman içindeki seyri Grafik 16'da verilmiştir. Türk lirasındaki değer kaybına paralel olarak, 2009 ve 2011 yıllarında daha fazla sayıda firma en riskli gruba dahil olmuş, ancak 2013 yılında kurdaki yükselişe karşın en riskli grupta yer alan firma sayısı azalmıştır. Öte yandan, söz konusu firmaların ortalama YP cinsi borçlarında 2013 yılında belirgin bir artış gözlenmiştir.

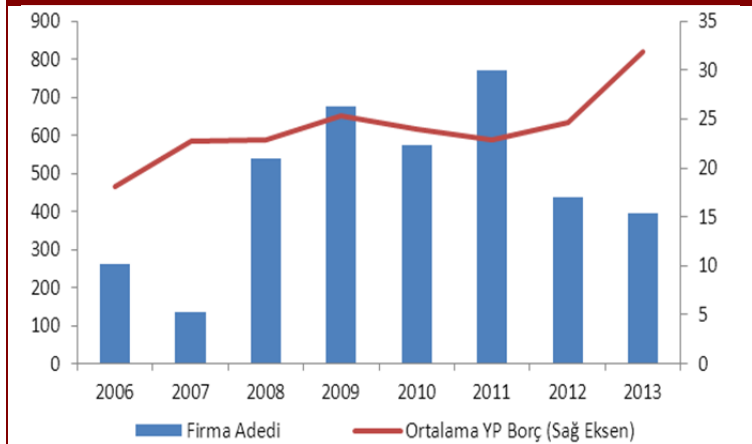
Grafik 14: Sektörel Düzeyde YP Cinsi Borç ve Net Kambiyo Kârı (Milyon TL, 2012)**Grafik 15: Yüksek Riskli Firmalarda Sektörel Net Kambiyo Kârı/Finansal Gider Oranı (2012)**

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları ve TBB Risk Merkezi Verileri

Tablo 4. Risk Gruplarına Göre Likidite Göstergeleri ve Kârlılık

	Cari Oran (2012)	Nakit Oranı (2012)	Varlık Kârlılığı (Yüzde, 2012)	YP Borç Miktarı (Basit Ortalama, 2013, Milyon \$)
En Riskli	3,33	1,24	2,04	31,9
Yüksek Riskli	2,68	0,89	3,30	30,7
Orta Riskli	1,92	0,54	3,79	38,5
Düşük Riskli	3,62	1,48	4,27	6,5

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları ve TBB Risk Merkezi Verileri

Grafik 16. En Riskli Firmaların Adedi ve Ortalama YP Borcu (Milyon \$)

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları ve TBB Risk Merkezi Verileri

4. Sonuç ve Değerlendirmeler

İncelenen veri seti baz alındığında, ihracat geliri olmayan veya sınırlı olan firmaların önemli oranda YP cinsinden borçlandıkları ve ilk bakışta kur riski taşıdıkları gözlenmektedir. Öte yandan, veriler daha yakından incelendiğinde, yüksek riskli grupta sınıflanan ve YP cinsi borcu fazla olan firmaların ortalama net kambiyo kâr marjlarının diğer firmalara kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Net kambiyo kârlarının YP finansal giderlerini karşılama oranı düşük olan en riskli gruptaki firmaların nakit tutma eğilimlerinin güçlü olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, sektörler düzeyinde bakıldığında, borç dolarizasyonu görece yüksek olan sektörlerin önemli bir kısmında YP cinsi gelir olarak sınıflanmayan ancak YP cinsinden fiyatlanarak gelir yaratan faaliyetlerin bulunduğu görülmektedir. Mevcut veri seti çerçevesinde elde edilen bulgular, Türkiye’de reel sektörde faaliyet gösteren firmaların sahip olduğu kur riskinin makro verilerin (makro pozisyon) ima ettiğinden daha sınırlı olabileceğine işaret etmektedir.

Yukarıda vurgulanan bulgular ve firma temsilcileriyle yapılan görüşmeler, reel sektör firmalarının döviz kuru riskliliğine ilişkin sağlıklı değerlendirmelerin ancak firma düzeyindeki analizlerle mümkün olabileceğini göstermektedir. Örneğin, firmaların kendilerine ilişkin döviz kuru riskliliğini değerlendirirken firma sahibinin pozisyonunu da dikkate aldıkları düşünülmektedir. Ayrıca, firmaların kur riskiyle ilgili olarak içinde bulunulan dönemin ötesinde dönemlerarası bir yaklaşım sergileyebildikleri de gözlenmektedir. Nitekim, net döviz pozisyon açığına sahip firmaların son yıllarda Türk lirasındaki belirgin değer kayıplarının yaşandığı zamanlarda dönemsel olarak zarar etmelerine karşın, daha uzun zaman diliminde bakıldığında döviz kuru gelişmelerinden dolayı genellikle kâr ettikleri tespit edilmiştir. Bu çerçevede, döviz kurundaki gelişmelerin veya oynaklığın bilanço etkilerinden çok, yatırım ve üretim kararları üzerindeki olumsuz etkilerinin daha belirleyici olduğu düşünülmektedir.

Referanslar

- Alp, B. (2013) “Türkiye’deki Reel Sektör Firmalarında Borç Dolarizasyonu ve Reel Kur Değişimlerinin Bilanço Etkisi,” TCMB Uzmanlık Tezi.
- Alp, B., ve C. Yalçın (2014) “Türkiye’de Şirketler Kesiminde Borç Dolarizasyonu ve Şirketlerin Büyüme Performansı,” TCMB Çalışma Tebliği, Yayınlanması Beklenmektedir.
- Bordo, M.D., C.M. Meissner ve D. Stuckler (2009) "Foreign Currency Debt, Financial Crises and Economic Growth: A Long Run View," NBER Working Papers No: 15534.
- 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 Matters,” CFCM Working Paper No. 12/16.
- Calvo, Guillermo A (2001) "Capital Markets and the Exchange Rate with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America," Journal of Money, Credit and Banking, 33(2), 312-34.

- 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., ve L.S. Goldberg (1999) "Investment, Pass-through and Exchange Rates: A Cross-Country Comparison." International Economic Review, 40 (2): 287–314.
- Cerra, V., ve S. C. Saxena (2008) "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery," American Economic Review, 98(1), 439-57.
- Claessens, S., S.Djankov ve L.Xu (2000) "Corporate performance in the East-Asian financial crisis," World Bank Research Observer, 15.
- Claessens, S., H.Tong ve S-J.Wei (2012) "From financial crisis to the real economy: using firm-level data to identify transmission channels," Journal of International Economics, 88.
- Eichengreen, B., ve Hausmann, R. (1999) "Exchange Rates and Financial Fragility." Federal Reserve Bank of Kansas City's Conference on Issues in Monetary Policy.
- Frankel, J. A., (2005) "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries," IMF Staff Papers Vol.52, No: 2 149-192.
- 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.
- Özlü, P., ve C. Yalçın (2012) "The Trade Credit Channel of Monetary Policy Transmission: Evidence from Nonfinancial Manufacturing Firms in Turkey," Emerging Markets Finance and Trade, 48(4), 102-117.
- Özmen, E., ve C. Yalçın (2007) "Küresel Finansal Riskler Karşısında Türkiye'de Reel Sektörün Finansal Yapısı ve Borç Dolarizasyonu," İktisat İşletme ve Finans, 22 (258), 5-39.
- Özmen, E., S. Şahinöz ve C. Yalçın (2012) "Profitability, Saving and Investment of Non-Financial Firms in Turkey," TCMB Çalışma Tebliği No. 12/14.
- TCMB (2014) "Reel Sektöre İktisadi Mercek (RESİM) Raporu," Sayı:3, Yayınlanmayan Çalışma.
- 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.

Ekonomi Notları, ekonomik gelişmelere dair tartışmalara zamanlı bir katkıda bulunmak ve TCMB bünyesinde Türkiye ekonomisi ve para politikası üzerine yapılan çalışmaların sonuçlarını kamuoyuyla paylaşmak amacıyla hazırlanan bir yayındır. Burada sunulan görüşler tamamiyle yazarlara aittir, dolayısıyla TCMB'nin ya da çalışanlarının görüşlerini temsil etmeyebilir. Bu seri Yusuf Soner Başkaya'nın editörlüğünde yayımlanmaktadır. Burada yer alan metnin tamamının başka bir yerde yayımlanabilmesi için TCMB'den yazılı izin alınması gerekmektedir. Görüş ve öneriler için:

Editör, Ekonomi Notları, TCMB İdare Merkezi, İstiklal Cad, No: 10, Kat:15, 06100, Ulus/Ankara/Türkiye.

E-mail: ekonomi.notlari@tcmb.gov.tr