

tepav

türkiye ekonomi politikaları araştırma vakfı

2008 Krizinden Bugüne: Büyük Şirketler Hala Temkinli

Ekonomi Etütleri

TEPAV Politika Notu

Eylül 2010

2008 Krizinden Bugüne: Büyük Şirketler Hala Temkinli

2008 küresel krizinden Türkiye'deki şirketler kesiminin performansı çok olumsuz etkilenmiş ve şirketlerin bilançolarında kayda değer bir daralma yaşanmıştır. 2009 yılının son çeyreğiyle birlikte bilançolarda yaşanan söz konusu daralma yerini toparlanmaya bırakmaktadır. Ancak, gerek dünya piyasalarında gerekse Türkiye'de söz konusu toparlanmanın yatırımlara yansımadağı ve şirketlerin geleceğı öngörememelerinden dolayı temkinli davrandığı tartışılmaktadır.

Bu politika notu, Türkiye'de şirketler kesiminin krizden nasıl etkilendiğini tespit edebilmek ve şirketlerin geleceğı nasıl algıladığına ışık tutmak amacıyla Türkiye'de büyük şirketlerin kriz sonrası toparlanıp toparlanmadıklarını, bugün gelinen noktayı ve mevcut durumda aldıkları pozisyonu küresel krizden önceki olumlu dönemle karşılaştırmalı olarak incelemektedir. Notta öncelikle, İMKB'ye kote olan ve 2007 yılının ilk çeyreğı ile 2010 yılının ilk çeyreğı arasında imalat sanayinde faaliyet gösteren 120 şirketin çeyrek yıllık bilançoları analiz edilerek durum tespiti yapılmaktadır. Daha sonra da şirketlerin 2011 algısı ve beklentilerini işaret eden göstergeler incelenmektedir.

1. 2008 krizinin ardından şirketler kesiminde toparlanma başlamıştır

Küresel kriz şirket bilançolarında çok büyük bir tahribata yol açmış olsa da 2009'un son çeyreğı ile beraber bilançolarda ciddi bir iyileşme görülmektedir. Bu çerçevede İMKB'ye kote olan 120 şirketin satış gelirleri ve karlılıkları mercek altına alınmıştır¹. Buna göre şirketler kesimine ve özellikle büyük şirketlere ilişkin aşağıdaki tespitler dikkati çekmektedir²:

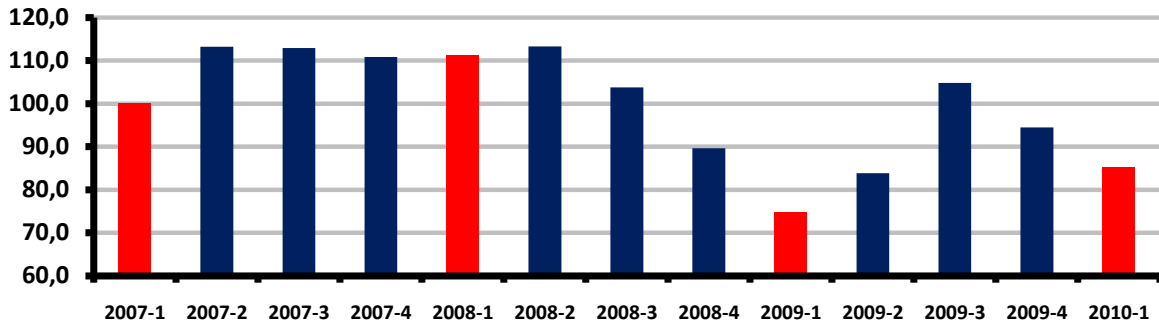
Krizle birlikte azalan satış gelirleri artıyor

Şirketlerin reel net satış gelirlerinin 2008'in ikinci çeyreğinden itibaren hızla azalmaya başladığı görülmektedir. 2009 yılının ilk çeyreğı bu açıdan bir dip noktası oluşturmaktadır. Özellikle satışlar gibi bilanço kalemlerinde mevsimsellik etkileri olduğundan veriler bir yıl öncesinin aynı çeyreğine göre karşılaştırılmıştır. 2009 yılının ikinci çeyreğine kadar krizle birlikte azalan reel net satış gelirleri, bu çeyrekte sonra bir yıl öncesinin aynı dönemine göre toparlanmaya başlamıştır. Bu toparlanmaya karşın, 2010 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen net satış geliri iki yıl öncesinin aynı döneminde elde edilenden de düşük olduğunun altını çizmek yararlı olacaktır (Şekil 1).

¹ 2006 yılının son çeyreğı ile 2010 yılının ikinci çeyreğı arasında sürekli olmayan, petrokimya alanında faaliyet gösteren, personel sayısı 10 kişiden az olan, toplam aktifleri çalışan sayısına göre çok büyük olan ve toplam aktifleri örneklemin sonuçlarını değiştirecek kadar büyük olan şirketler analize dahil edilmemiştir. 120 şirketten oluşan veri seti dengeli bir paneldir.

² Gerek çalışan sayısı gerekse bilanço büyüklüğü açısından örneklem genellikle büyük şirketleri temsil etmektedir.

Şekil 1: Reel Net Satışlar (2007-2010*)

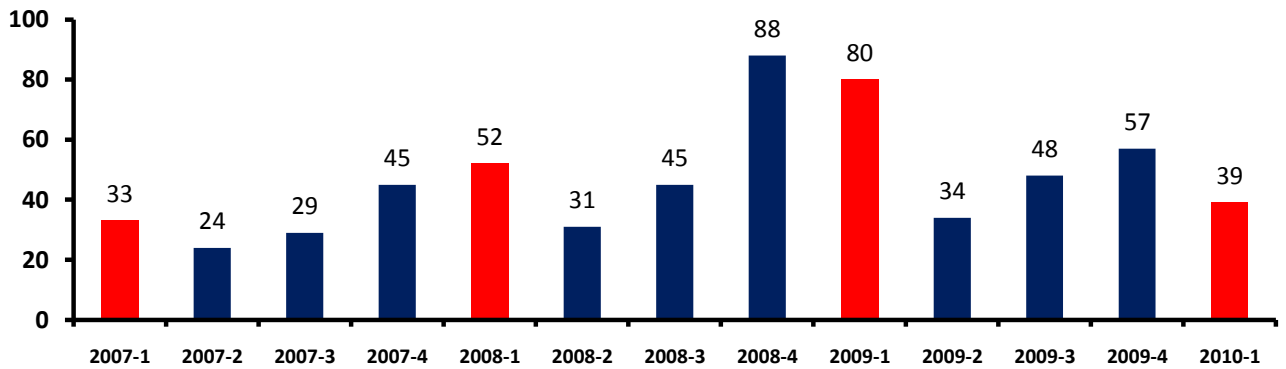


*:Net satış gelirleri sadece ilgili çeyreği temsil etmektedir. Seriler 2007 yılının ilk çeyreği 100 olacak şekilde endekslenmiştir.

Zarar eden şirketlerin sayısı azalıyor ve toplamda karlılık artıyor

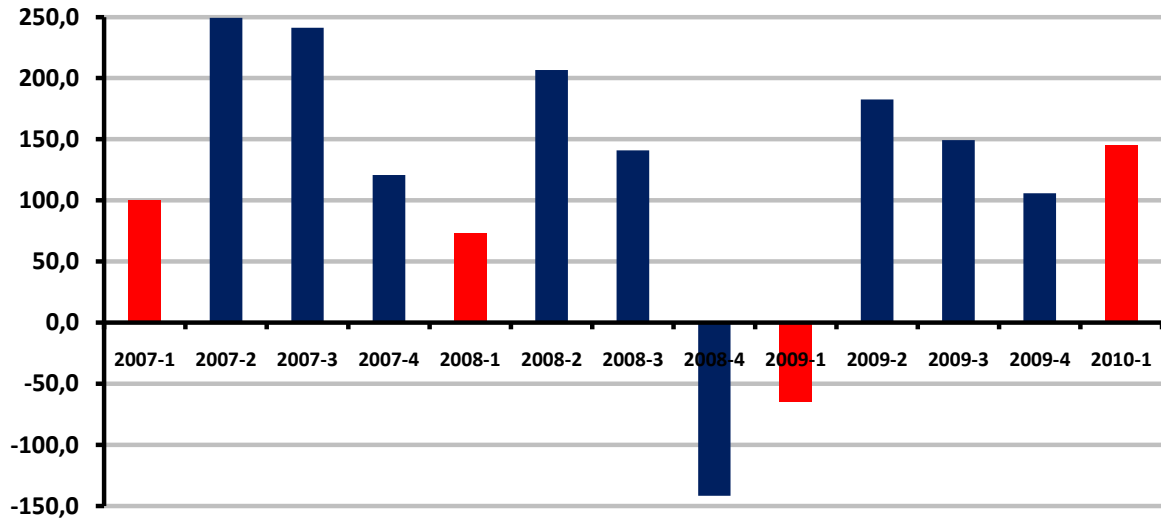
Benzer bir gelişme şirketlerin karlılıklarında da gözlenmiştir. 2008 yılının son çeyreğine geçerken incelenen 120 şirket içinde zarar eden şirketlerin sayısının arttığı ve 2009 yılının ilk çeyreğinde bu sayının 80'e ulaştığı görülmektedir. 2009 yılının ilerleyen dönemlerinde ise zarar eden şirketlerin sayısı azalmaktadır (Şekil 2). 2010 yılının ilk çeyreğindeki gelişmeleri iki şekilde incelemek mümkündür. Mevsimsellik etkilerinin var olduğu kabul edilirse 2010 yılının ilk çeyreğinde 2009 yılının aynı çeyreğine göre daha az şirketin zarar ettiği görülmektedir. Mevsimsellik etkilerinin olmadığı düşünülse dahi 2010 yılının ilk çeyreğinde zarar eden şirket sayısı 2009 yılının son çeyreğinden azdır. Dolayısıyla, 2010 yılında şirketler ilk çeyrek itibarıyla toparlanmaktadır. Şirketlerin dönem karları (zararları) da genel tabloya paralel bir seyir izlemektedir (Şekil 3). 2008 yılının son çeyreğinde şirketlerin dönem karı toplamının negatif olduğu ve söz konusu zararın ancak 2009 yılının ikinci çeyreğinde bertaraf edildiği görülmektedir. 2010 yılının ilk çeyreğinde ise şirketlerin toplam karları 2007 yılının ilk çeyreğinin de üzerine çıkmıştır.

Şekil 2: 120 Şirket içinde Zarar Eden Şirketlerin Sayısı* (2007 -2010)



*Sadece ilgili çeyrek hesaplanırken üç aylık dönemler alınmıştır. Örneğin, 20083 çeyreği Temmuz 2008 ile Eylül 2008 arasını içermektedir.

Şekil 3: Reelleştirilmiş Toplam Dönem Karı-Zararı*



*: Seriler 2007 yılının ilk çeyreği 100 olacak şekilde endekslenmiştir.

II. Büyük şirketlerde temkinli tavır devam ediyor

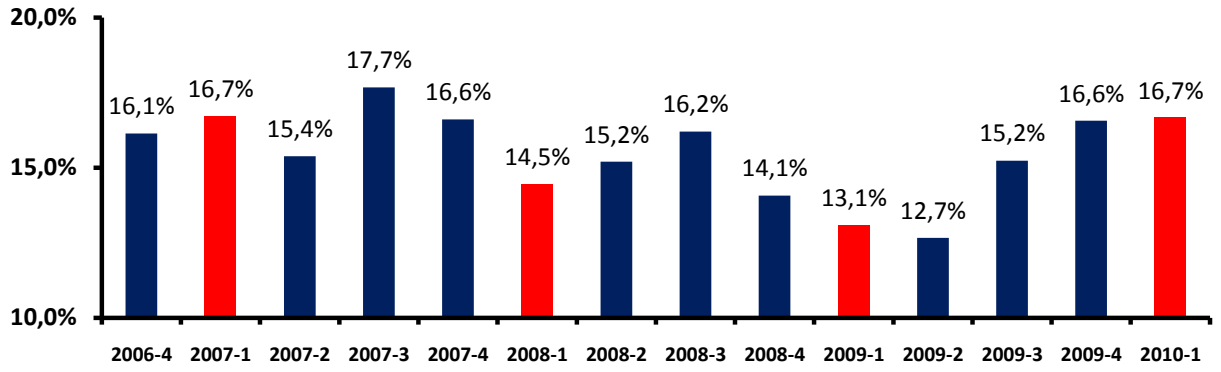
Krizle birlikte şirketler işletme sermayelerini eritmiş ancak karlılıkların ve net satışların artmasıyla beraber işletme sermayelerinde toparlanma baş göstermiştir. Şirketler gerek satışlar ve karlılık gerekse de işletme sermayeleri bakımından toparlanmaya başladıkları halde halen kuvvetli bir yatırım hamlesi içinde görülmektedir. Son dönemde şirketlerin stok eritmeyi ve nakitte kalmayı tercih etmeleri, özel yatırımların tüketim kadar toparlanamaması, şirketlerin daha az yatırım malı ithal etmeleri ve finansal piyasalardan borç almamaları şirketler kesiminin üretim ve yatırım kararlarının ertelediklerine ve uygun zaman ve zemini bir başka deyişle ekonomide güvenin tesis edilmesini beklediklerine işaret etmektedir. Bu durum aşağıda incelenmiştir:

İşletme sermayesi eski seviyelerine yaklaşırsa da bu artışın temelinde operasyonel kalemler yatıyor

Krizin işletme sermayesi üzerindeki etkisi 2008 yılının üçüncü çeyreğinde belirginleşmekte, şirketler 2009 yılının son çeyreğine kadar işletme sermayelerini eritmektedir ve bu çeyrekten sonra arttırmaktadır³ (Şekil 4). 2009 yılının son çeyreği şirketler işletme sermayesi bakımından son derece olumlu bir tablo sergilemektedir. Bu tablo 2010 yılının ilk çeyreğinde de sürdürülmekte, işletme sermayesinin toplam aktife oranı bir yıl öncesinin oldukça üzerinde olduğu gibi iki yıl öncesinin seviyelerini de yakalamış gözükmektedir.

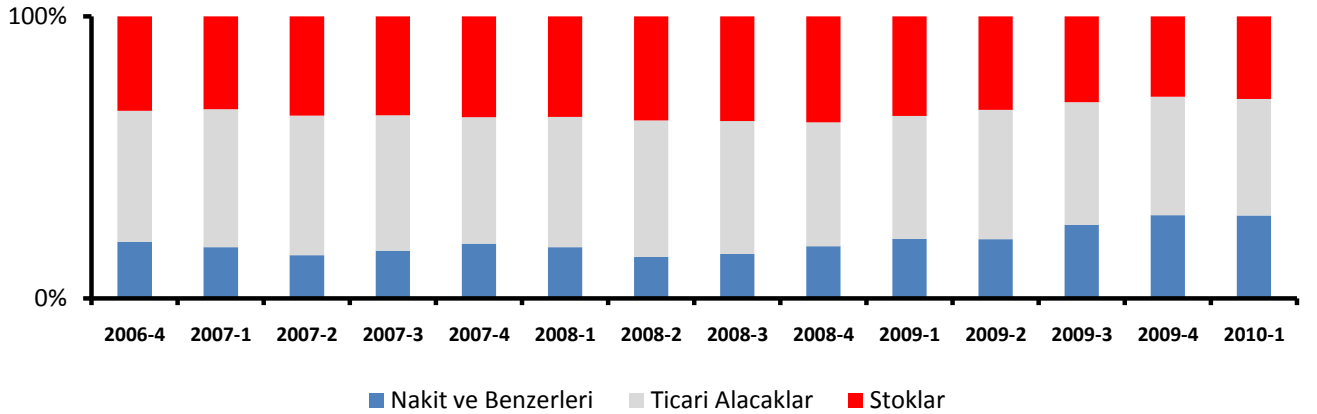
³ 2007 ile 2009 yılları arasında şirketlerin toplam aktifleri fazla değişmediği için kullanılan rasyolar toplam aktife göre oranlanmıştır. İşletme sermayesi dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklardan farkı olarak tanımlanmıştır.

Şekil 4: İşletme Sermayesinin Toplam Aktife Oranı (2006-2010, Yüzde)



İşletme sermayesindeki artışının kaynağında ise çoğunlukla şirketlerin nakit tutmaları yatmaktadır⁴. Firmaların tuttıkları nakit miktarını işletme sermayesine benzer bir şekilde krizle beraber azalttıkları ve 2009 yılının ilk çeyreği ile birlikte arttırdıkları gözlemlenmektedir (Şekil 6 ve Ek: Şekil 1). 2010 yılının ilk çeyreğinde nakdin şirketlerin toplam varlıkları içindeki yüzdesi kriz öncesi seviyesinin 3,6 puan üzerinde seyretmiştir (Ek: Şekil 1). Bu artışın ardında daha belirsiz olan kriz ortamında şirketlerin ihtiyatlı davranarak pozisyon almak için beklentilerinin ve nakit tutarak kendilerini güvenceye alıyor olmalarının yattığı düşünülmektedir⁵.

Şekil 5: İşletme Sermayesinin Dağılımı (2006-2010)



Bir diğer dikkat çekici nokta da şirketler kesiminin krizle beraber tuttıkları stok miktarını azaltmasıdır (Şekil 5 ve Ek: Şekil 2). Küresel krizle beraber şirketlerin üretimlerini düşürmeleri ve stok azaltmaları son derece doğal bir tepki olsa da toparlanma sürecinin üretim ve stoklara pozitif olarak yansımaları beklenmektedir. Stoklarda 2008 yılının son çeyreğinde bir önceki yıla göre 0,51 puanlık bir artış yaşanmış, ancak takip eden dönemlerde şirketler stoklarını eritmiştir (Ek: Şekil 2).

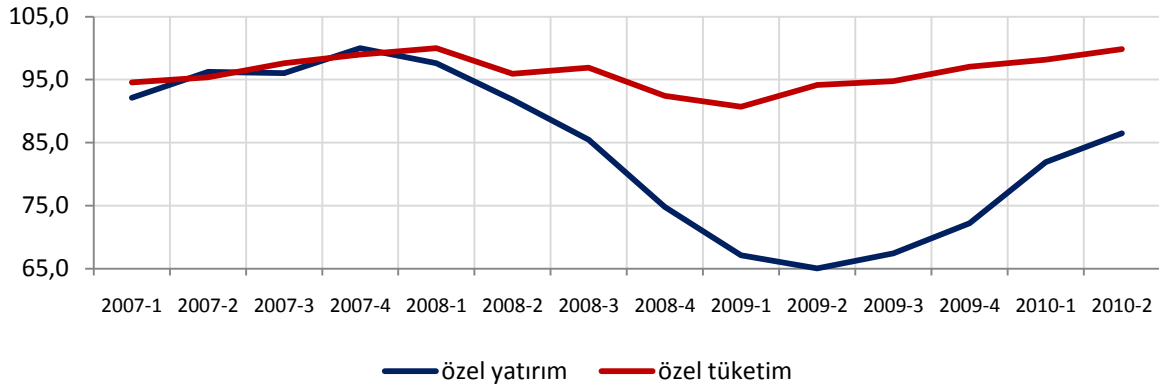
⁴ İşletme sermayesinin bileşenleri olan nakit ve benzerlerinin, stokların, ticari alacakların toplam aktife oranlarının seyri Ek'teki grafiklerde sunulmaktadır.

⁵ Bu durum dünya piyasalarında ve özellikle ABD şirket kesiminde de gözlenmektedir. ABD şirketleri 2007 yılından bu yana nakit varlıklarını %27 arttırarak 1,84 trilyon dolarlık bir nakit varlığı tutmaktadır.

Özel tüketim toparlandı ama yatırımlar zirve seviyesinin oldukça altında

Özel tüketim miktarı ile özel yatırımların seyri incelendiğinde, özel yatırımların dip noktasının tüketiminkinden oldukça aşağıda olduğu ve özel tüketim kriz öncesi zirve değerine ulaşmışken, özel yatırımın hala ulaşamadığı görülmektedir (Şekil 6). Kriz dönemlerinde özel tüketimin zorunlu tüketim ve kaliteden kaçış gibi sebeplerle özel yatırım kadar daralmadığı bilinen bir tespit olsa son dönemde yatırım malları ithalatındaki gelişmeler özel yatırımın toparlanmaktan oldukça uzak olduğunu destekler niteliktedir.

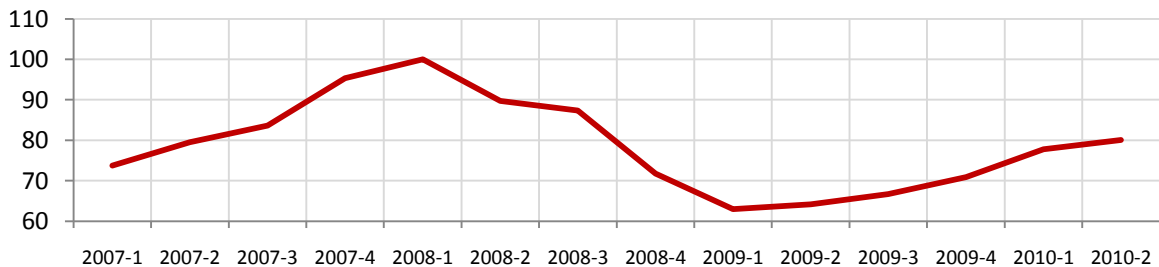
Şekil 6: Özel Tüketim ve Özel Yatırımlar (2007-2010, Endeks*)



*: Seriler mevsim etkilerinden arındırılmış ve kriz öncesindeki ulaşılan zirve değerler 100 olacak şekilde seriler endekslenmiştir.

Türkiye'de yatırımın artmasının sermaye malı ithalatıyla yakından ilgili olduğu bilinmektedir. Bu nedenle, yatırım malları ithalatının değişimini yatırım miktarı için öncü bir gösterge olarak düşünmek mümkündür. Bu kapsamda, krizin etkilerinin hissedilmesiyle birlikte yatırım malları ithalatı 2008 yılının ilk çeyreğinden itibaren düşmeye başlamış ve 2010 yılına kadar toparlanamamıştır. Yatırım malları ithalatının mevsimsellikten arındırılmış değerleri hala kriz öncesindeki zirve değerlerinin oldukça altındadır (Şekil 7)⁶.

Şekil 7: Yatırım Malları İthalatı (2007 -2010, Mevsim Hareketlerinden Arındırılmış, Endeks*)



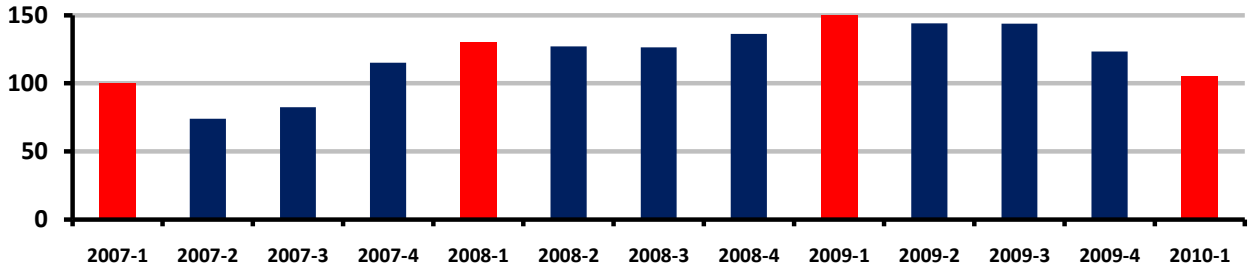
*: Serinin kriz öncesinde ulaştığı zirve değer 100 olacak şekilde seri endekslenmiştir.

⁶ Yatırım malları ithalatının alt kısımlarına inildiğinde hem taşıt dışı ithalatın, hem de taşıt ithalatının mevsim hareketlerinden arındırılmış değerlerinin de hala kriz öncesindeki zirve değerlerinin oldukça altında kaldığı görülmektedir.

Şirketler kesimi toparlanmayla birlikte daha az finansal borç kullanıyor

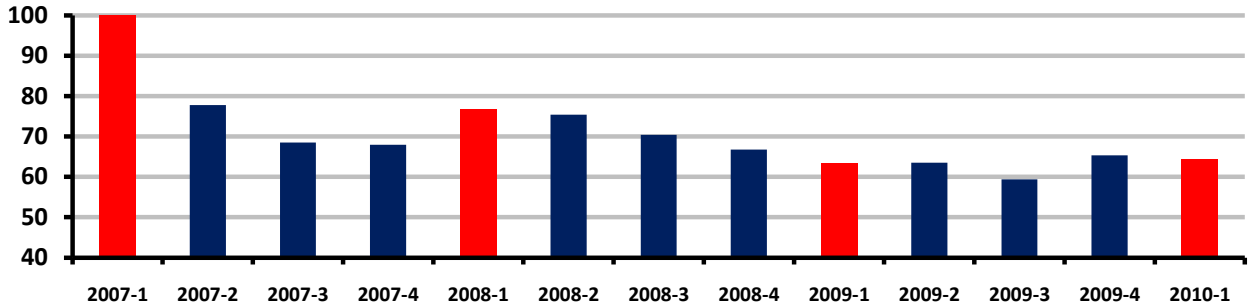
Faizlerin bu kadar düşük olduğu bir ortamda yatırımın toparlanmaması akıllara yatırımın motoru olan büyük şirketlerin kredi kullanıp kullanmadıkları sorusunu getirmektedir. Kriz döneminde şirketlerin reelleştirilmiş finansal ve ticari borçları incelendiğinde büyük şirketlerde krizle birlikte finansal borç kullanımının artmakta ancak 2009'un son çeyreğiyle beraber azalmaktadır (Şekil 8). Ticari borç kullanımı ise krizle birlikte azalmakta ve kriz sonrası artmaktadır ancak, eski seviyelerine ulaşmamıştır (Şekil 9). Ticari borç kullanımının seyri şirketler arası güven kaybını ve bu güvenin tekrar inşa edilmesini yansıtmaktadır. Ancak, finansal borçların artmaması şirketlerin "bekle-gör" politikasına ve risk almak istemediklerine dikkati çekmektedir.

Şekil 8: Finansal Borçlar (2006-2010*)



*: Seriler 2007 yılının ilk çeyreği 100 olacak şekilde endekslenmiştir.

Şekil 9: Ticari Borçlar (2006-2010*)



*: Seriler 2007 yılının ilk çeyreği 100 olacak şekilde endekslenmiştir.

Sonuçlar:

Bu politika notunda Türkiye'de şirketler kesiminin krizden nasıl etkilendiği ve büyük şirketlerin kriz sonrası toparlanıp toparlanmadıkları incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar şöyle özetlenebilir:

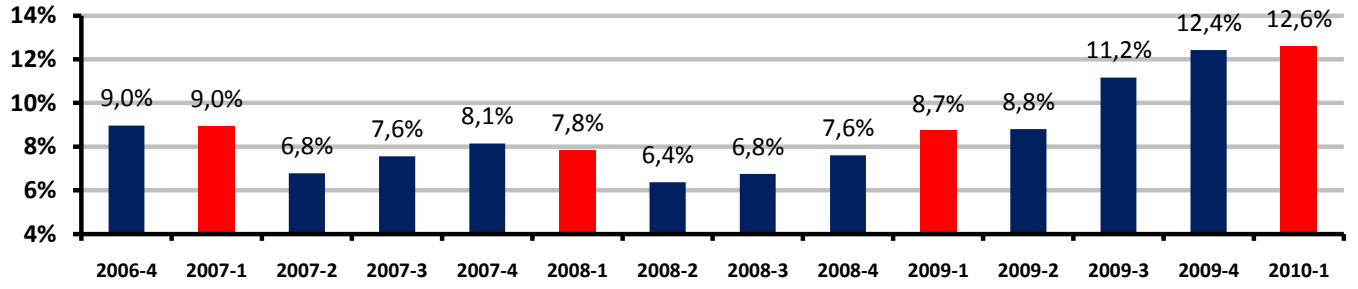
- Yapılan analiz ışığında, ilk olarak görece büyük şirketlerin, 2008 yılının son çeyreği ile birlikte krizden gerek karlılık gerekse satışlar açısından kötü etkilendiklerini, işletme sermayelerinin eridiğini ve ilk etapta stok biriktirdiklerini söylemek mümkündür. 2009 yılının ikinci yarısıyla

beraber şirketlerin stoklarını erittikleri ve satışlarını arttırarak toparlanmaya başladıkları görülmektedir.

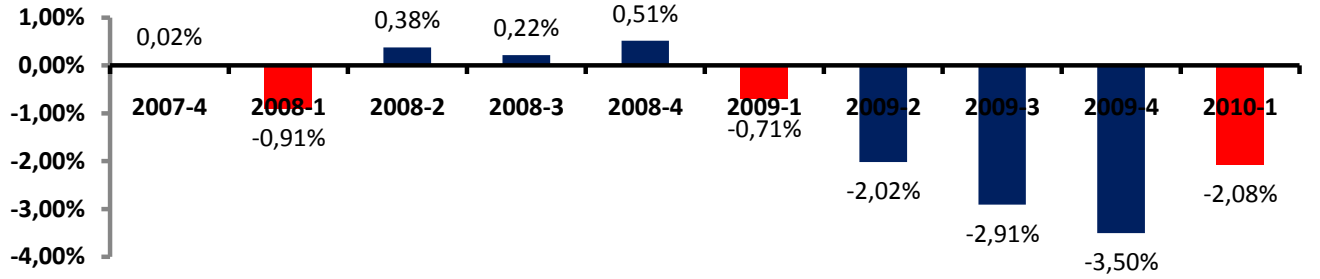
- İkincisi, her ne kadar büyük şirketler toparlanmaya başlamış olsa da, yatırım malları ithalatının ve özel yatırımların hala çok düşük seviyelerde olması, şirketlerin nakit tutmaları ve mali borçlarını azaltmaları yeni yatırımlar yapılmadığı ve geleceğin belirsiz algılandığı savını destekler niteliktedir. Şirketlerin ellerindeki nakdin yüksek olması bir sonraki dönem için bir fırsat niteliği taşısa da bu sürenin uzaması ekonomi için kötüdür.
- Kriz sonrası şirketlerdeki toparlanmaya ve temkinli tutuma işaret eden bu tespitleri yorumlarken söz konusu bulguların madalyonun bir yüzünü sadece büyük şirketlerin durumunu yansıttığını unutmamak gerekir. Krizin küçük şirketlere olan etkisinin incelenmesi büyük önem arz etmektedir.
- Hem temkinli davrandığı gözlemlenen büyük şirketlerimizin hem de krizin etkilerinin daha olumsuz ve derin olması beklenen görece küçük şirketlerimizin bu belirsizliğin giderilmesine ihtiyacı vardır.

Ek :

Şekil Ek.1: Hazır Değerlerin Toplam Aktife Oranı (2006-2010, Yüzde)



Şekil Ek.2: Stokların Toplam Aktife Oranının Bir Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Değişimi (%)



Şekil Ek.3: Ticari Alacakların Toplam Aktife Oranı (2006-2010, Yüzde)

