

T.C.
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN FİNANSMANINDA BANKA KREDİLERİNİN
ROLÜ: MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ
YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
YEŞİM CAN

DANIŞMAN
Doç. Dr. CEM MEHMET BAYDUR

NİSAN-2007
MUĞLA

T.C.
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN FİNANSMANINDA BANKA KREDİLERİNİN
ROLÜ: MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ
YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN

YEŞİM CAN

DANIŞMAN

Doç. Dr. CEM MEHMET BAYDUR

NİSAN-2007

MUĞLA

T.C.
MUĞLA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN FİNANSMANINDA BANKA KREDİLERİNİN
ROLÜ: MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ

Hazırlayan: Yeşim CAN

Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce
“Yüksek Lisans”
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih :

Tezin Sözlü Savunma Tarihi :

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Cem Mehmet BAYDUR

Jüri Üyesi :

Jüri Üyesi :

Jüri Üyesi :

Jüri Üyesi :

Jüri Üyesi :

Enstitü Müdürü
Prof. Dr. Ömer GÜRKAN

NİSAN-2007
MUĞLA

YEMİN

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Türk İmalat Sanayi'nin Finansmanında Banka Kredilerinin Rolü: Modigliani-Miller Teoremi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

...../...../2007

TUTANAK

Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün/...../2007 tarih ve sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin maddesine göre İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi Yeşim CAN'ın "Türk İmalat Sanayi'nin Finansmanında Banka Kredilerinin Rolü: Modigliani-Miller Teoremi" adlı tezini incelemiş ve aday/...../2006 tarihinde saat 'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin olduğuna ile karar verildi.

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Cem Mehmet BAYDUR

Üye

Üye

Üye

Üye

Üye

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

Soyadı : CAN

Adı : YEŞİM

Kayıt No:

TEZİN ADI

Türkçe: Türk İmalat Sanayi'nin Finansmanında Banka Kredilerinin Rolü: Modigliani-Miller Teoremi

Y. Dil: The Role of the Bank Credits in the Finance of the Turkish Manufacturing Industry: Modigliani-Miller Theorem

TEZİN TÜRÜ : Yüksek Lisans

Doktora

Sanatta Yeterlilik



TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Muğla Üniversitesi

Fakülte : İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayımlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : BAYDUR, Cem Mehmet

Ünvanı : Doç. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL : Türkçe

TEZİN SAYFA SAYISI: 96

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1. Reel Sektör İle Finansal Piyasalar Arasındaki İlişki
2. Türk Bankacılık Sektörü'nün Yapısı
3. Türk İmalat Sanayi'nin Yapısı
4. Modigliani-Miller Teoremi

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

1. Fon Akımı
2. Türk Bankacılık Sektörü
3. Türk İmalat Sanayi
4. Modigliani-Miller Teoremi

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:

1. Flow of Funds
2. Turkish Banking Sector
3. Turkish Manufacturing Industry
4. Modigliani-Miller Theorem

1. Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum
2. Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir
3. Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir

Yazarın İmzası :

Tarih :/...../.....

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, reel sektör ile finansal piyasalar arasındaki ilişkiyi fon akımı yardımıyla incelemek ve devletin vergi aldığı ve muafiyet uyguladığı bir ekonomide sermaye yapısındaki borç/özsermaye (D/E) oranını arttırmanın, özsermaye karlılığını arttırdığını savunan Modigliani-Miller (M&M) teoreminin, Türk İmalat Sanayi'nde geçerli olup olmadığını ortaya koymaktır. Çalışmada, Türk İmalat Sanayi'ndeki firmaların sermaye yapısı incelendiğinde, yabancı kaynak kullanımının özkaynak kullanımına oranla daha çok tercih edildiği, ayrıca yabancı kaynaklar içinde de banka kredilerinin önemli bir paya sahip olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra çalışmada, M&M teoremine dayanarak, işletme sermayesi ve yatırım finansmanı için kullanılan yabancı kaynakların, firmaların özsermaye karlılığını arttırıp arttırmadığını gözlemleyebilmek amacıyla da uygulamalı bir analiz yapılmıştır.

Yapılan analizde, kullanılan yabancı kaynağın Türk İmalat Sanayi'nin özsermaye karlılığına etkisi, 1990–2005 dönemini kapsayan veriler yardımıyla incelenmiştir. Ancak imalat sanayindeki firmaların yoğun olarak yabancı para cinsinden borçlanmaları nedeniyle, denklemde bağımsız değişkenler arasına dolar cinsinden döviz kuru da eklenmiştir. Analiz sonucunda, kaldıraç oranıyla Türk İmalat Sanayi'nin özsermaye karlılığı arasındaki ilişki istatistiki açıdan anlamlı çıkmış, yabancı kaynaklardaki 1 puanlık artışın özsermaye karlılığını yaklaşık 2 puan arttırdığı gözlenmiştir.

Kısacası çalışmada, M&M teoreminin ve kaldıraç etkisinin, Türk İmalat Sanayi'nde geçerli olduğu sonucuna varılmıştır. Türkiye'de, özsermaye sağlamanın güçlüğü, çeşitli vergi oranlarında muafiyetlerin olması ve borcun faiz giderlerinin vergi matrahından düşürülme imkanının olması; firmaların, kredi kullanımı anlamında yabancı kaynak kullanmalarını teşvik etmekte ve M&M teoreminin vergili bir ekonomide geçerli olabileceği varsayımını desteklemektedir.

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the relationship between real sector and financial markets with the help of flow of fund and to determine whether the Modigliani-Miller (M&M) theorem claiming that in an economic system where the state collect taxes and enforce some tax-exemption, increasing the ratio of debt/equity (D/E) capital causes an increase in equity capital profitability is valid for Turkish Manufacturing Industry. In this study, when the capital structure of the firms operating in Turkish Manufacturing Industry was analyzed, it was found that use of foreign financial resource is more preferred than the use of equity capital; moreover, it was also found that bank loans have a remarkable share in the total foreign financial resources. In addition to this, in the study, based on M&M theorem, an applied analysis was conducted in order to see whether foreign financial resources used to working capital and finance the investments increase the equity capital profitability of a firm.

In the analysis conducted, the effects of the foreign financial resource used on the equity capital profitability of Turkish Manufacturing Industry were investigated through the data belonging to the period between 1990 and 2005. But as the firms operating within the manufacturing industry get intensely into dept due to foreign exchange, dollar was added to independent variables in the equation. As a result of the analysis, statistically significant relation was found between the leverage ratio and the equity capital profitability of the Turkish Manufacturing Industry, and it was found out that 1 percent increase in foreign resources resulted in about two percent increase in equity capital profitability.

Shortly in the study, it was concluded that M&M theorem and leverage ratio is valid for in the Turkish Manufacturing Industry. Difficulty of finding equity capital, existence of tax-exemption in different tax rates and the possibility of subtracting interests paid for the loans from the total tax liability encourage firms to use foreign resources and support the idea that M&M theorem can be valid in an economy where tax is collected.

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BSK	: Bankacılık Sektörü Kredileri
D/E	: Borç/Özsermaye Oranı
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTÖ	: Dünya Ticaret Örgütü
DW	: Durbin-Watson
EBIT	: Faiz ve Vergi Öncesi Toplam Karlılığın Beklenen Oranı
FOFA	: Fon Akım Hesapları
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslar arası Para Fonu
IOSCO	: Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Birliği
İSTBK	: İmalat Sanayi Toplam Banka Kredileri
J-B	: Jargue-Bera
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KVB	: Kısa Vadeli Borçlar
MCC	: Marjinal Sermaye Maliyeti
M&M	: Modigliani-Miller
NAFA	: Sektörel Net Finansal Varlık Kazançları
NIPA	: Milli Gelir ve Üretim Hesapları

ROE	: Özsermaye Karlılığı
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TBS	: Türk Bankacılık Sektörü
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TL	: Türk Lirası
TÜSİAD	: Türkiye İş Adamları Derneği
UVB	: Uzun Vadeli Borçlar
V_L	: Firmanın Kaldıraçlı Değeri
V_U	: Firmanın Kaldıraçsız Değeri
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
WG2	: IOSCO Gelişmekte Olan Piyasalar Komitesi Çalışma Grubu

İÇİNDEKİLER	I-III
TABLolar VE GRAFİKLER LİSTESİ	III
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

REEL SEKTÖR İLE FİNANSAL PİYASALAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

1.1. Finansal Piyasalardan Reel Sektöre Fon Akımı.....	3
1.1.1. Reel Sektöre Kaynak Aktarım Sürecinde Bankacılık Sektörünün Rolü...	12
1.2. Fon Akımının Etkin İşlemesini Engelleyen Faktörler.....	13
1.3. Reel Sektörün Finansal Kaynakları.....	16
1.3.1. Firmaların Finansal Kararlarına Etki Eden Faktörler.....	18
1.4. Modigliani-Miller Teoremi.....	24
1.4.1. Modigliani-Miller Teoreminin Açıklaması.....	25
1.4.2. Modigliani-Miller Teoreminin Analizi.....	34
1.4.3. Modigliani-Miller Teoreminin Tartışması.....	36

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ İLE TÜRK İMALAT SANAYİ ARASINDAKİ FİNANSAL İLİŞKİ

2.1. Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Finansal Sistem İçindeki Yeri, Gelişimi ve Yapısı.....	39
---	----

2.1.1. Türk Bankacılık Sektörü'nün Gelişimi.....	40
2.1.2. Türk Bankacılık Sektörü'nün Yapısı.....	42
2.2. Türk İmalat Sanayi'nin Reel Sektör İçindeki Yeri, Gelişimi ve Yapısı.....	50
2.2.1. Sanayileşme Politikaları ve Türk İmalat Sanayi'nin Yapılanma Süreci..	50
2.2.2. Türk İmalat Sanayi'nin Finansal Yapısı.....	53
2.2.3. Türk İmalat Sanayi'nin Gelir Gider Durumu.....	62
2.2.4. Türk İmalat Sanayi'nin Yatırım Performansı.....	69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN FİNANSMANINA YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ

3.1. Ekonometrik Analizin Amacı.....	73
3.2. Analizde Kullanılan Veri ve Yöntem.....	73
3.3. Özsermaye Karlılığı (ROE) İle Toplam Borç/Özsermaye (D/E) Oranı Arasındaki İlişkinin Ampirik Olarak İncelenmesi: 1990-2005.....	74

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	77
------------------------------------	-----------

KAYNAKÇA.....	81
----------------------	-----------

EKLER

EK 1: Modigliani-Miller Teoreminin Test Edilmesine İlişkin Veriler.....	88
EK 2: Türk İmalat Sanayi'ndeki Tüm Firmaların Bilançoları (Milyar TL).....	89
EK 3: Türk İmalat Sanayi Gelir Gider Tablosu (Milyar TL).....	94

TABLolar VE GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1: Sektörler Arası Fon Akımları.....	9
Tablo 2: Mevduat ve Kredi Oranlarındaki Gelişmeler (%).....	45
Tablo 3: Kamu Kağıtlarının Bankacılık Sektöründeki Gelişimi (%).....	48
Tablo 4: İmalat Sanayinin Bilanço Kalemlerinin Oransal Payları (%).....	57
Tablo 5: İmalat Sanayinin Kullandığı Toplam Kredilerin Banka Kredilerine Oranı (%).....	60
Tablo 6: İmalat Sanayinde Parasal Kredilerin Vadeye ve Para Cinsine Göre Dağılımı (%).....	61
Tablo 7: İmalat Sanayi Karlılık Oranları (%).....	65
Tablo 8: İmalat Sanayi Kaldıraç Oranları.....	68
Tablo 9: İmalat Sanayi Yatırım Oranları (%).....	72
Tablo 10: Özsermaye Karlılığı İle Borç/Özsermaye Arasındaki İlişki.....	74
<u>Grafik No</u>	
Grafik 1: Özsermaye Borç İlişkisi.....	36
Grafik 2: WACC ve ROE'nin Kaldıraç Oranı ile (Borç/Özsermaye) Birlikte Gelişimi.....	37
Grafik 3: Özsermaye Karlılığı Regresyonunun J-B Normallik Testi.....	75

GİRİŞ

Firmalar yatırım yapar ve her firmanın yatırım yaptıkça değeri artar. Firmaların yatırım kararlarıyla ilgili üzerinde durulması gereken en önemli nokta, yapılacak yatırımın hangi kaynak veya kaynaklarla fonlanacağıdır. Firma yatırımlarını iç kaynaklarıyla ya da dış kaynaklarla finanse etmeyi seçebilir. İşte bu devrede finansal sistem konuya dahil olmaktadır. Çünkü bilindiği gibi, bir ekonomide finansal piyasaları, firmaları, aracı kurumları ve hanehalkını kapsayan finansal sistem; fon fazlası olan iktisadi birimlerle yani ödünç verenlerle fon ihtiyacı olan iktisadi birimleri yani ödünç alanları karşı karşıya getirmektedir. Firmanın yatırımla birlikte gelen değer artışı, özkaynakları kadar borç alabilmesine de bağlı olduğundan, istenildiği zaman fon bulunulabilmesi için finansal piyasaların gelişimi önemlidir.

Türkiye’de finansal sistem içinde fon aktarımı konusunda en büyük rolü bankacılık sektörü oynamaktadır. Ancak uzun yıllar devam eden makroekonomik istikrarsızlıklar, mali sistemdeki kurumsal altyapı eksikliği ve bankaların yeterli sermaye ile çalışmamaları, Türk Bankacılık Sektörü’nün (TBS) fon bulma ve kullandırma maliyetlerini ve faaliyet risklerini arttırmış ve zamanla reel sektör ile bankacılık sektörü arasındaki ilişkinin derecesini giderek azaltmıştır. Ayrıca geçtiğimiz senelerde yüksek enflasyonun doğal sonucu olarak kamu kesiminin yaptığı yüksek reel faizli iç borçlanmalar da, bankaların kaynak maliyetlerini yükselterek, sektörün reel kesime daha düşük faizlerle fon aktarmasını engellemiştir.

Bankacılık sektörünün bilanço ağırlığını artan oranlarda kamu kağıtlarına kaydırması, sektörün asli fonksiyonu olan reel kesimin büyümesi için kaynak aktarımı görevinden hızla uzaklaşmasına ve devlet bankacılığı yapar hale gelmesine neden olmuştur. Aslında bankacılık sektörünün yaşadığı her türlü olumsuzluk reel sektöre doğrudan ve olumsuz olarak yansımıştır. Çünkü Türk Bankacılık Sektörü’nün kaynak ihtiyacı içerisinde olan firmalara ucuz ve yeterli kredi sağlama konusundaki yetersizliği ve ülkede doğrudan finansman yöntemlerinin de gelişmemiş olması, reel sektörün yatırımlarını iç kaynaklarıyla finanse etmeye yöneltmiştir. Yeterli özsermaye sahibi olmayan firmalar da yatırımlarını finanse edemediğinden

değerlerini arttıramamışlardır. Kısaca, finansal sistemin gelişmesi fonların verimsiz alanlardan verimli alanlara kaydırılmasını sağlayacak ve reel sektörün, değerini arttırmasına yardımcı olacaktır.

Çalışmada, fon akım tablosu yardımıyla reel sektör ile finansal piyasalar arasındaki ilişki ortaya konulacaktır. Bu tür bir reel sektör bankacılık ilişkisinin ekonomik nedenine bakıldığında, firmaların sermaye yetersizliğinin yanında alternatif sermaye yapılarının tanımladığı farklı karlılık oranlarının da önemli olduğu görülmektedir. Firmalar, özkaynakları yetersiz olduğundan kredi kullanır ancak kaldıraç etkisi dikkate alındığında, firmaların kredi kullanmasının bir sebebi de Modigliani-Miller (M&M) teoremidir. Bu teoreme göre, vergi sıfırdan farklı olduğunda yani $T \neq 0$ ise, firmanın özsermaye karlılığı borçlanmayla beraber artmaktadır. Türkiye’de devlet, farklı vergi oranları uygulasa da, önemli ölçüde muafiyet ve kolaylıklar getirirse de firmalardan vergi ($T \neq 0$) aldığı için, borçlanan firmaların özsermaye karlılığının, bu teorem ışığında artması beklenecektir.

Bu bağlamda tez üç bölümden meydana gelmektedir. Birinci bölümde, fon akımı tanımlanacak, fon akımının yönü ve fon akım hesaplarının ülke ekonomisi için önemi üzerinde durulacaktır. Fon akımının etkin işlemesine engel olan faktörler incelendikten sonra da, reel sektörün finansal kararlarını ve sermaye yapılarını etkileyen nedenler açıklanacaktır. Bunların yanı sıra sermaye yapısı ile ilgili en önemli teorilerden biri olan Modigliani-Miller teoremi, ilk önce verginin bulunmadığı bir ekonomide daha sonrada devletin vergi aldığı bir ekonomide incelenerek, borç/özsermaye oranı ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki ortaya konulmaya çalışılacaktır.

İkinci bölümde, bilançolar ve gelir tabloları yardımıyla, Türk Bankacılık Sektörü ve Türk İmalat Sanayi yapıları incelenerek, iki sektör arasındaki finansal ilişki kredi vasıtasıyla ortaya konulacak, imalat sanayinin gelir-gider durumu ve yatırım performansı hakkında bilgi verilecektir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise, M&M teoremine uygun olarak, Türk İmalat Sanayi’nin sermaye yapısı ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki, 1990-2005 dönemi için uygulamalı bir analiz ile test edilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

REEL SEKTÖR İLE FİNANSAL PİYASALAR ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal piyasalar, aracı kuruluşlar, firmalar ve hanhalklarından oluşan finansal sistemin, ekonomideki en önemli görevi; fon fazlası olanlarla, fon ihtiyacı olanlar arasındaki ilişkiyi kurmaktır. Fon arz edenler, likit aktiften vazgeçmenin bedelini alarak tasarruflarını finans sektörüne aktarır ve firmalar da bu tasarrufların kullandırma bedelini ödeme isteğiyle fon talep ederler. Aslında burada, hanhalklarının ve firmaların gelir seviyesi ve yaratılan fon arzı ile bu iktisadi birimlerin harcamalarıyla fon talebi arasında sıkı bir ilişki vardır. Firmaların yani reel sektörün aldığı fonları, genelde yatırımlarını finanse etmek için kullandığı da göz önünde bulundurulursa, yatırımların arz edilebilir fon miktarını arttırdığı söylenebilir. Çünkü yatırımlar geliri, gelir de finansal piyasaların ödünç verilebilecek fon miktarını arttıracaktır. Bu anlamda, finansal piyasalar ile reel sektör arasındaki ilişkinin karşılıklı ve doğrusal yönde olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

1. 1. FİNANSAL PİYASALARDAN REEL SEKTÖRE FON AKIMI

Bir ekonomideki finansal piyasalar ile reel sektör arasındaki ilişki fon akımı vasıtasıyla açıklanabilir. Fon akımı, ekonomide işlemlerin artması için gerekli bir mekanizmadır ve bu işlemler; malların satışları veya alışları ve aktifler ile pasiflerin değişimini kapsar ve bir sektörden diğer bir sektöre veya bir aracından sektörlere doğru olmaktadır.

Fon akımı; firma içi, sektör içi veya sektörler arası olarak incelenebilir. Her bir sektör varlık ve yükümlülüklerinin stoklarını belli bir zamanda kaydedebilir. Sektörel net finansal varlık kazançları (NAFA) ve varlık talebi ile birlikte piyasa temizlenme durumları, faiz oranlarının ve varlık fiyatlarının durumunu ve fonların akımını belirler. Belirlenen zaman sonunda, varlık ve yükümlülüklerin stok değerlerinin toplamı, başlangıçtaki stoklara, bu stoklardaki net sermaye kazançlarına ve fonların akımına eşittir. Böylece ulaşılan denge geçici dengedir ve yeni varlık talepleriyle birlikte NAFA'larla yeni zaman diliminde yeni dengeler belirlenecektir. Uzun dönem dengede ise stoklar sabit olacaktır (Green, Murinde, 2000: 7). Sonuçta fon akımı sayesinde belli bir zaman kesitinde, finansal piyasaların değişimi takip

edilebilecektir.

Fonların akım analizinin öncüsü, Morris Copeland'dır. Copeland, 1952 yılında yayınlanan "A Study of Money Flows in the United States" adlı çalışması ile malları, hizmetleri, varlıkları ve yükümlülükleri içeren ekonomideki işlemleri göstermeyi amaçlamıştır. Copeland'ın bu çalışması, aslında milli gelir hesapları için alternatif bir çalışmadır (Green, Murinde, 2000: 3). Copeland'ın fon akımı sadece nakit akımı ile ilgilidir. Onun, finansal kurumlar kadar finansal aracılıkta aynı tavrı sergileyen bankalarla ilgili yorumu, Gurley-Shaw ve Tobin gibi iktisatçıların geniş para yorumunu karşılamaktadır. Copeland'ın nakit denge sahipleri, diğer finansal varlıklara sahip olarak fonlarını genişletirler. Banka ödünç verme işlemi, eşit ve eş zamanda gerçekleşen akım işlemi olduğundan, nakit bütçe sahipleri bankacılık sektörüne ödünç verdiğinde, eş zamanda bankalar da nakit denge sahipleri için fonlarını arttırlar. Ancak Copeland'ın denge veya nakit hesapları sistemi olarak para akımı hesapları, onun borç-fon dengesini (finansal hak) ve paranın rolünü azaltmasına neden olmuştur (Cohen, 1972: 14). Copeland'ın fon akımı ve nakit dengesi daha sonra Tobin'in de aralarında bulunduğu birkaç iktisatçı tarafından ekonomik işlemlere portföy çeşitliliğinin de katılması ile geliştirilmiştir. Tobin ve Brainard'ın teorik olarak geliştirdiği Portföy Dengesi Yaklaşımı, gerek denge ilişkileri gerekse dengesizlik davranışları tartışılarak geliştirilmiştir. Yale Yaklaşımı olarak da adlandırılan bu yaklaşım, fon akım hesapları çerçevesine ve sektörel bilanço hesaplarına kolayca oturtulabilmektedir. Tobin ve Brainard'ın birlikte oluşturdukları model, akım talep kavramını ve dinamik unsurları dikkate aldığı halde, Tobin stok hesaplarına aşırı önem atfetmiş ve özellikle finansal varlıkların stok talebi ile varlıkların fiyatları ve getirilerinin bir zaman noktasında belirlenmesi üzerinde dikkatini yoğunlaştırmıştır. Ancak, daha sonraki analizlerinde Tobin, varlıkların akım talebi ve tasarruf ile portföy davranışlarının bir araya getirilmesine ağırlık vermiştir (Üzümcüoğlu, 2000: 75).

Tobin'e göre, fon akımının arkasındaki temel davranış, kişilerin, firmaların ve finansal girişimcilerin, varlıkları ve yükümlülükleri arasındaki, arzulanan servet dağılımı için portföylerini veya bilançolarını uyarlama isteğidir. Bu uyarlamada, karar değişkenleri; stoklar ve toplam servet, faiz oranları ve diğer belirleyicilerle ayarlanarak baskın hale getirilen akımlardır. Fon akım hesapları (FOFA) ise,

sektörel, finansal ve finansal olmayan işlemlerle toplam yatırım aktivitelerini birleştiren bir mekanizmadır. Bu akım hesabı, mevcut gelir ve üretim ile de birleştirilerek, milli gelir ve üretim hesaplarına (NIPA) tamamlanır. NIPA, bir sektördeki toplam yatırım ve tasarrufları ölçerken, FOFA ise, tasarruf fazlasıyla sektör yatırımlarının finanse edilmesinin yolunu gösterir (Reid, Schreft, 1993: 50). Aslında FOFA, dar anlamda, banka kredileri veya ticari krediler gibi kredi hesaplarını tanımlarken, geniş anlamda ise, finansal olmayan borçları da kapsamaktadır (Reid, Schreft, 1993: 56).

FOFA gelir yaratmak, tasarruf ve harcamalar üzerindeki finansal piyasaların etkilerini ortaya koymak ve iktisadi faaliyetlerin mali piyasalar üzerindeki etkilerini gündeme getirmek açısından geniş bir tablo ortaya koyması nedeniyle oldukça önemlidir. NIPA, ekonominin finansal yönüne ilişkin hemen hemen hiçbir atıfta bulunmaz; para arzı, likidite, borç verme, otofinansman boyutu, ortaklık yapısı ve gömüleme gibi konularda bilgi üretmezken, FOFA bu tür bilgileri üretmesi açısından değerli bir bilgi kaynağıdır. FOFA'nın temeli bilanço eşitliğine dayanır. Bütün sektörlerin bilançoları düzenlendikten sonra bilançolardan türetilen FOFA bir araya getirilerek tüm ekonominin fon akım hesaplarını oluşturur (Soydemir, 1998: 25-26).

Fon akım hesaplarındaki veriler (Soydemir, 1998: 29);

- Ekonomik faaliyetlerin nasıl finanse edileceğinin belirlenmesi amacıyla, iktisatta ve finans literatüründe yoğun tartışmalara konu olan iktisadi faaliyetlerin özkaynaklarla mı yoksa yabancı kaynaklarla mı finanse edildiğinin ortaya konulmasında,
- Kaynakların hangi sektörler tarafından üretildiği ve hangi sektörler tarafından kullanıldığı ve bu akımların hangi araçlar kullanılarak gerçekleştiğinin ortaya konmasında,
- Özellikle de politika yapıcıların almak ve uygulamak istedikleri tedbirleri belirlemelerinde ve
- Sektörlerin geçmiş dönem davranışlarından hareketle geleceğe yönelik benzetim yapmasında yardımcı olacaktır.

Ancak fon akımının ekonomik performansa etkisini anlayabilmek için sektörler arası ilişkileri de iyi kavramak gereklidir. Bunun için ilk önce finansal sektörün olmadığı bir ekonomiyi ele alarak incelemek doğru olacaktır.

Finansal piyasalar ve finansal araçlar olmadan sadece hanehalkının olduğu bir ekonomide hanehalkı, kendi kendini finanse edecek ve kaynak maliyeti olmadan da tasarruf ve yatırım kararlarını verebilecektir. Bu durumda, hanehalkının gelirinin ne kadarının tasarruf edileceği ve bu tasarruf akımının nasıl pay edileceği, gelirinin ne kadarının tüketileceği ve servet stokunun nasıl tahsis edileceği kararları ekonomik performansı etkileyecektir. Bu kararlar, hanehalkının şimdiki gelirine, gelecekteki beklenen gelirine, zevklerine, sağlığına, aile tüketimine, mal ve hizmetlerin fiyatlarına ve geleceğe ilişkin güvenine bağlı olacaktır. Hanehalkının ekonomik işlemlerindeki finansal kaynağı tasarrufları, kullanımları da reel varlıkları olacaktır. Bu işlemler, üretimde uzmanlaşmayı sağlamasına rağmen, uzmanlaşmanın genişletilebilmesi, hanehalkının kendi kendini finanse etme gerekliliğiyle eninde sonunda sınırlanacaktır (Herring, Santomero, 1996: 4).

İkinci durumda, yine finansal sektör olmadan, ekonominin iki tane hanehalkından oluştuğunu ve hanehalklarının şimdiki gelirlerinin birbirinden farklı olduğunu varsayalım. Reel varlıkların stoklarından tam olarak aynı getiri oranı kazanacak olan her bir hanehalkına, verimli fırsatlar rastlantısal olarak dağıtılsa, ekonomi finansal sektörsüz başarılı olabilecektir ama sonuçlar yüksek olasılıkla beklendiği şekilde olmayabilir. Çünkü yatırım fırsatları ve arzulanan tasarruflar, farklı hanehalklarına doğru eğilimli olacaktır. Ayrıca, hanehalkları ile yüksek tasarrufların orantılı olarak büyüyeceğinin veya daha fazla karlı yatırım fırsatlarının olacağına bir garantisi de yoktur. Örneğin; ikinci hanehalkının arzulanan yatırımı cari tasarruflarını aşarsa, ikinci hanehalkının yatırım fırsatları birinci hanehalkının ulaşılabilir yatırım fırsatlarından daha yüksek getiri sunsa bile, ikinci hanehalkı yeterli tasarruf birikene kadar yatırımlarını erteleyecektir. Benzer durumda da, birinci hanehalkı cazip yatırım fırsatlarından yoksunsa, ikinci derece yatırım projelerini üstlenebilir ya da tasarrufunu azaltabilir (Herring, Santomero, 1996: 5). Sonuçta toplumun tasarruf akımı verimli yatırımlara aktarılmamış olacak ve gelecekteki üretimin miktarı azalacaktır.

Üçüncü durumda da, ekonomide finansal sektör olmadan ikinci bir sektörün olduğunu ve bu sektörün de reel sektör yani firmalar olduğunu varsayalım. Her bir hanehalkı farklı firmalara tasarruflarını finansal bir hak karşılığında kullanacaktır. Bu finansal hak, gelecekteki ödeme zamanı için sözleşme ile mutabakata varılan bir haktır (Herring, Santomero, 1996: 6). Fakat hangi firmanın güvenilir olduğu, hangi projenin getirisinin yüksek olduğu veya risksiz olduğu, hanehalkları tarafından tam olarak bilinemeyeceğinden, hanehalkı tasarrufunu, hangi firmaya kullanacağına karar verirken zorlanacaktır. Bu nedenle hanehalkları tasarrufunu kullanırken büyük bir risk almış olacaktır. Ayrıca firmalar her ihtiyaç duyduğunda kullanabileceği parayı da bulamayabilir. Çünkü firma görüştüğü hanehalkları ile muhakkak anlaşma içine girmek zorunda değildir. Yani alıcı ile satıcı piyasada karşılaşamayabilir veya karşılaşsa da parasal ilişki kurulamayabilir.

Ekonomiye finansal sektörü de dahil ettiğimizde firmalar ile hanehalkları arasındaki fon akım ilişkisi, finansal sektör aracılığıyla kurulacağından fon alıcı ile fon verici arasında direkt bir bağ oluşmayacaktır. Fon arz edenler likit aktiften vazgeçmenin bedeli olan faizi finansal sektörden temin edecek, fon talep edenler de tasarrufun kullanma maliyetini finansal sektöre ödeyecektir. Dolayısıyla finansal sektör bu aracılık görevini yerine getirirken riskin bir miktarını da yüklenmiş olacaktır. Finansal sektör sayesinde, fon sağlayıcılar hem daha fazla güvenle hem de daha yüksek gelirle tasarruflarını değerlendirebileceklerdir. Ayrıca finansal sektör biriken tasarrufların en iyi şekilde kullanılmasını sağlayarak yüksek verimin oluşmasına da olanak verecektir.

Ancak gerçek fon akım ilişkisini inceleyebilmemiz için analize kamu sektörünün ve yabancı sektörün de dahil edilmesi gerekir. Çünkü reel dünyada kamu sektörü ve yabancı sektör olmadan bir ekonomiyi bütün olarak düşünmek olanaksızdır. Kamu sektörünün, bu fon akım ilişkisinde hem dolaylı hem de doğrudan etkisi olacaktır. Kamu sektörü, hanehalklarından ve firmalardan vergi alarak veya karşılıksız transferlerde bulunarak, tasarrufları azaltıcı yada arttırıcı etki yapacağı gibi üretime katılarak da direkt ekonominin içinde bulunabilecek, gelirinin hepsini harcamayarak da ülkedeki tasarrufların miktarını arttırabilecektir. Bunun yanı sıra harcamaları gelirini aşarsa finansal piyasalar aracılığıyla özel tasarrufları talep edebileceğinden fon akımının yönünü de değiştirebilecektir.

Yurtdışı sektör ise, firmaların dışarıya mal satıp, dışarıdan mal alabilmelerini sağlayacak ve ülkedeki tasarrufların reel sektöre yetmemesi veya uygun fiyatlı olmaması durumunda, firmaların ülke dışından fon talep edebilmesine fırsat verecektir. Böylece yurtiçi sektör ile yurtdışı sektör arasında fon akım ilişkisi kurulmuş olacaktır.

Fon akım ilişkisini daha analitik bir şekilde inceleyebilmek için fon akım tablosu oluşturulabilir. Bir ekonominin finansal kesiminin yalnızca merkez bankası ile mevduat bankalarının toplamından ($cd+db$), reel sektörün ise yurtiçi kamu sektörü ve yurtiçi özel sektör toplamıyla ($g+p$) ve yurtdışı (f) sektörlerinden oluştuğu varsayımıyla, bir ekonominin sektörler arası fon akımları, Tablo 1'deki gibi gösterilebilir (Kibritçioğlu, 1996: 179-3).

Tablo 1'de, satırlar, sektörlerin yaptıkları net plasman ya da fon transferlerin (net alacaklar) bileşimini, sütunlar ise, her sektörün kendi etkinliklerinin finansman (net yükümlülük) bileşimini göstermektedir. Dolayısıyla, her sektörün finansal fazlası veya net plasmanları, o sektörün plasmanlarından (sıra toplamı) kaynaklarının (sütun toplamı) çıkartılması yoluyla elde edilir. Ayrıca burada fon akımlarını değerlendirirken, temel bilanço mantığını da unutmamak gerekir.

Tablo 1'de küçük notasyonlardan cb ; merkez bankası, bs ; bankacılık sektörü, db ; mevduat bankaları, g ; hükümet, d ; özel sektör anlamındadır. Ayrıca NFA ; net dış varlık, NDA ; net iç varlık, NFL ; net dış yükümlülük, NGB ; net kamu bilançosu, NPB ; net özel sektör bilançosu, DD_{db}^p ; mevduat bankalarındaki vadesiz özel mevduatlar, TD_{db}^p ; vadeli özel mevduatlar anlamına gelmektedir.

Tablo 1: Sektörler Arası Fon Akımları

Plasman Yapanlar (Alacaklılar)		Finansman Sağlayanlar (Borçlular)			
		Finansal Sektör (fs)	Reel Sektör (rs)		
		Bankacılık Sektörü (bs)	Yurtiçi Sektör (d)		Yurtdışı Sektör (f)
Kamu Sektörü (g)	Özel Sektör (p)				
Finansal Sektör	Bankacılık Sektörü (bs = cb + db)	0	+ ΔNDA_g^{cb} + ΔNDA_g^{db}	+ ΔNDA_p^{db}	+ ΔNFA^{cb} - ΔNFL^{db}
Reel Sektör (rs)	Yurtiçi Sektör (d)	Kamu Sektörü (g)	0		
		Özel Sektör (p)	+ ΔDD_{db}^p + ΔTD_{db}^p	+ ΔNGB_g^p	0
	Yurtdışı sektör (f)		+ ΔNGB_g^f	+ ΔNPB_p^f	0

Not: Aykut Kibritçioğlu, Uluslararası Makro İktisat, 181.

Tablo 1'e göre, bankacılık sektörünün, kamu sektörünün, özel sektörün ve dış sektörün finansal fazlaları şöyle olacaktır:

$$\Delta CC = [(\Delta NFA^{cb} + \Delta NFA^{db}) + (\Delta NDA_g^{cb} + \Delta NDA_g^{db} + \Delta NDA_p^{db})] - (\Delta DD_{db}^p + \Delta TD_{db}^p) \quad (1)$$

$$T-G-R = - [\Delta NDA_g^{cb} + \Delta NDA_g^{db} + \Delta NGB_g^p + \Delta NGB_g^f] \quad (2)$$

$$S_p - I_p = [\Delta NGB_g^p + (\Delta DD_{db}^p + \Delta TD_{db}^p + \Delta CC)] - [\Delta NDA_p^{db} + \Delta NPB_p^f] \quad (3)$$

$$-CAB = [\Delta NGB_g^f + \Delta NPB_p^f + \Delta NFL^{db}] - \Delta NFA^{cb} \quad (4)$$

Bu denklemlerdeki notasyonlardan, CC; dolaşımdaki parayı, T; kamu kesimi toplam gelirini, G; hükümetin tüketim ve yatırım harcamalarını, R; transfer harcamalarını, S_p ; özel sektör toplam tasarruflarını, I_p ; sabit sermaye yatırımlarını, CAB; cari işlemler dengesini göstermektedir.

Yukarıdaki birinci denklem para dolaşımındaki değişimi, ikinci denklem kamu kesiminin net gelirini -ki merkez bankasının, mevduat bankalarının, özel

sektörün ve yurtdışı sektörlerin kamu kesiminden net alacaklarını gösterdiği için negatiftir-, üçüncü denklem özel sektörün net tasarruflarını, son denklemde cari işlemler açığını göstermektedir.

Diğer yandan,

$$\Delta NFA^{bs} = \Delta NFA^{cb} + \Delta NFA^{db} \quad (5)$$

$$\Delta NDA_g^{bs} = \Delta NDA_g^{cb} + \Delta NDA_g^{db} \quad (6)$$

$$\Delta NDA^{bs} = \Delta NDA_g^{bs} + \Delta NDA_p^{db} \quad (7)$$

$$NCM = \Delta NGB_g^f + \Delta NPB_p^f + \Delta NFL^{db} \quad (8)$$

olduğu ve geniş anlamdaki para arzının da,

$$\Delta MS = \Delta CC + \Delta DD_{db}^p + \Delta TD_{db}^p$$

toplamından oluşacağı düşünülürse, ilgili dört denklem yeniden yazılabilir.

Aşağıdaki 9, 10, 11 ve 12 nolu denklemler bize sırasıyla, aslında finansal sektör kısıtı olan geniş anlamda para arzı kısıtını (MSC), kamu kesimi bütçe kısıtını (GBC), özel sektör bütçe kısıtını (PBC) ve ödemeler bilançosu kısıtını (BPC) vermektedir. 12 nolu denklemde diğer notasyonlardan farklı olarak NCM görülmektedir. NCM; net sermaye dış alımlarını ifade etmektedir.

$$\Delta MS = \Delta NFA^{bs} + \Delta NDA_g^{bs} + \Delta NDA_p^{db} \quad (9)$$

$$G + R - T = \Delta NDA_g^{bs} + \Delta NGB_g^p + \Delta NGB_g^f \quad (10)$$

$$I_p - S_p = \Delta NDA_p^{db} + \Delta NPB_p^f - \Delta NGB_g^p - \Delta MS \quad (11)$$

$$\Delta NFA^{cb} = CAB + NCM \quad (12)$$

Bu denklemler göstermektedir ki;

a. Ekonomideki toplam para miktarındaki mutlak değişim, bankacılık sektörünün net dış varlıklarındaki ve kamudan net alacaklarındaki mutlak değişimlerle, mevduat bankalarının özel sektörden net alacaklarındaki mutlak değişimin toplamına eşittir.

b. Kamunun net harcamaları, bankacılık sektörünün kamudan sağladığı net alacakları ile kamu sektörünün özel ve yabancı sektörlere olan net borçlarındaki mutlak değişimlerin toplamıdır.

c. Özel sektör net sabit sermaye yatırımları, mevduat bankalarının özel kesimden net alacakları ile özel sektörün yurtdışı sektöre olan net borçlarındaki değişimlerin toplamı ile kamu sektörünün özel sektöre olan net borçlarındaki değişimle para arzındaki değişimin toplamı arasındaki farktır.

d. Merkez bankasının net iç varlıkları da, cari işlemler dengesi ile net sermaye dışalımının toplamına eşittir.

Tablo 1’den de anlaşılacağı üzere, bir ekonomide fonların akımını sağlayan en önemli sektör finansal sektördür. Bu fonların kaynakları yurtiçi tasarruflar ya da yabancı tasarruflar olabilir. Her sektör gibi reel sektör de, faaliyetlerinin finansmanı için, iç kaynaktan veya dış kaynaktan hangisi daha karlı ise ona başvurur. Ancak reel sektör, yukarıdaki kısıtlar yüzünden her istediğinde faaliyetlerini finanse edecek dış kaynağı yani fonu bulamayabilir.

Fonların akım modeli, gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) ayrıntılı verilerin hemen hemen olmaması nedeniyle geniş olarak kullanılamamaktadır, ancak fonların kaynaklarını ve kullanımlarını açığa çıkarma görevi nedeniyle fon akım hesapları, ülkelerin büyüme ve gelişme analizi için gerekli bir hesaptır.

Bunun yanı sıra GOÜ’lerde fonların akımını sağlayan en önemli sektör bankacılık sektörüdür. Çünkü fona ihtiyaç duyanlar, sermaye piyasaları çok gelişmediği için doğrudan finansmanı değil de dolaylı finansman olan bankacılık sektörünün sağladığı fonları yani kredileri tercih ederler. Dolayısıyla gelişmiş ve derinliği artmış finansal piyasaların bulunduğu bir ekonomide reel sektör, üretim faaliyetlerinin ve yatırımlarının finansmanında firma dışı kaynaklara kolaylıkla

ulaşarak, yatırım kararlarını geciktirmeden yerine getirebilir. Tersi durumda, firma dışı kaynakların yeterli düzeylerde olmayışı veya firma tarafından erişilir olmadığı durumlarda, üretim ve yatırımın finansmanı firma içi kaynaklarla gerçekleştirilirken, bu fonların elde edilebilmesi için belli bir süre beklenilmesi ve bu süre zarfında da üretimin veya yatırımın ertelenmesi gündeme gelebilir (Günçavdı, Küçükçiftçi, 2002: 75).

Sonuç olarak finansal sistemin yapısı ve gelişmişliği, tasarruf dağılımı sürecinde önemli rol oynayarak ekonominin yeniden yapılandırılmasına ve ekonomik büyümenin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır. Bu nedenle bir ülkede finansal sistemin geliştirilmesi, o ülkenin yararına olacaktır.

1.1.1. REEL SEKTÖRE KAYNAK AKTARIM SÜRECİNDE BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN ROLÜ

Ekonomik sistem içinde fon arz ve talebinin karşılaşmasını sağlayan aktarım mekanizmasının en önemli unsurunu bankacılık sektörü oluşturur. Bankanın görevi, tasarruf sahiplerinin nakit tasarruflarını borç olarak kabul etmek ve bunu daha sonra kredi olarak, bireylere ve kuruluşlara aktarmaktır. Ülkelerin gelişmişlik düzeyi, fona ihtiyaç duyanların fon talebi için başvurdukları piyasayı değiştirmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmediğini düşünürsek fon talep edenlerin para piyasasından özellikle de bankalardan fon talep etmesi kaçınılmaz olacaktır.

Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Birliği (IOSCO) Gelişmekte Olan Piyasalar Komitesi Çalışma Grubu (WG2) tarafından, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan 21 ülkede yapılan anket çalışmasında, ülke ekonomileri genelinde finansman sağlanması sürecinde bankacılık ve sermaye piyasalarının ağırlıklarının tespit edilmesi amaçlanmış, buna yönelik olarak da anket katılımcısı ülkelere, ekonomilerinde bankacılık sektörü ve sermaye piyasalarının önemine ilişkin sorular yöneltilmiştir. Anket sonuçlarına göre, bankacılık sistemine dayalı finansmanın diğer finansman kaynaklarına oranla çok daha yoğun bir şekilde kullanılmış olduğu, yıllık olarak bankacılık sektörü tarafından açılmış olan kredi miktarı toplamının gayri safi yurtiçi hasılaya (GSYİH) olan oranının 1999 yılı verilerine göre %158 ile %8 arasında değiştiği, bunun yanı sıra birçok ülkede açılan

kredi toplamının kurumsal finansmanda hem mutlak değer olarak hem de GSİYH'ya oranında baskın olduğu ve bankacılık sistemine duyulan bu bağımlılığın bankacılık sektörünün kırılğan yapısından dolayı önemli olumsuz etkilerinin olduğu ifade edilmiştir (Oruç, 2002: 24-25). Bankacılık sistemine bağımlı olan bu tür ülkelerde, banka kredilerinin çeşitli nedenlerle artması veya azalması, doğal olarak ülkedeki ekonomik aktiviteler üzerinde daraltıcı veya genişletici etki yapacaktır.

1.2. FON AKIMININ ETKİN İŞLEMESİNİ ENGELLEYEN FAKTÖRLER

Mikro ekonomi teorisi açısından, bireylerin; elde ettikleri ürün ve hizmetlerin, bütün özelliklerinin farkında oldukları ve bir işlem yaptırımları gerektiğinde temsilcilerinin faaliyetlerini her zaman denetleyebildikleri varsayılmaktadır (Aras, Müslümov, 2002: 7). Fakat günümüzde finansal piyasaların tam rekabet koşullarında çalışmaması ve bilgi akışının maliyetinin yüksek olması nedeniyle piyasalarda asimetrik bilgi problemi ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasalardaki işlemlerde doğru karar vermek durumunda olan tarafların, birbirlerinin hakkında tam bilgiye sahip olmamaları bu durumu ortaya çıkarır. Örneğin, kredi talebinde bulunan bir girişimci, planladığı yatırım projelerinin riskleri ve getirileri hakkında, ödünç veren kurumdan daha fazla bilgiye sahiptir. Yine bir şirketin yöneticisi, şirkette işlerin nasıl gittiği konusunda, pay sahiplerine göre daha çok bilgilidir (Ökte, 2001: 5). Böyle bir durumda asimetrik bilgi; ters seçim (adverse selection) ve ahlaki çöküntü (moral hazard) sorunu şeklinde kendini gösterecektir.

Kredi piyasalarında ters seçim problemi, taraflar arasında kredi sözleşmesi yapılmadan önce ödünç verenlerin kredi verdikleri kişilerin tüm özelliklerini bilmemeleri nedeni ile ortaya çıkmaktadır. Ödünç verenin (kredi veren), ödünç alanın (kredi alan) risklilik derecesi ve vermiş olduğu kredinin geri ödenmesi konusunda yeterince bilgiye sahip olmaması, seçim sorununa neden olmaktadır (Kutlar, Sarıkaya, 2003: 2).

Yeni Keynesyen İktisatçılardan F. Mishkin'e (2001a: 35) göre, arzulanmayan çıktıyı üretecek en muhtemel yani kredi riski en kötü olan kişiler, aynı zamanda kredi almak için en istekli kişiler olduğundan potansiyel kredi müşterileridir. Kredi için bu girişimciler seçildiğinde, piyasalarda ters seçim problemi ortaya çıkmaktadır. Ters

seçim problemi, piyasada iyi kredi riskine sahip olan kişiler bulunmasına rağmen yine de ödünç verenlerin kredi vermemesine neden olabilir.

Ahlaki çöküntü ise, bir sözleşmeden sonra oluşan, ödünç alanın ödünç verenin bakış açısına göre ahlaki olmayan, aslında arzu edilmeyen faaliyetlerde bulunarak, ödünç verenin çıkarını zedeleme tehlikesine neden olan asimetrik bilgi problemidir. Bu arzu edilmeyen faaliyetler veya davranışlar, kredinin geri ödenmeme riskini önemli ölçüde arttırmaktadır. Ahlaki çöküntü söz konusu ise, ödünç alan yüksek riskli projelere yatırım yapmakta, yüksek getiri sağlarsa bundan kazançlı çıkmakta, ancak sermayeyi kaybederse kaybın önemli kısmı ödünç verene yüklenmektedir (Aras, Müslümov, 2004: 57). Bu durumda ödünç veren, ters seçim probleminde olduğu gibi, piyasada riski ve getirisi düşük olan güvenli projeler olsa bile kredi vermek istememektedir.

Bankalar, kredi piyasasındaki asimetrik bilgiden kaynaklanan bu problemlerin üstesinden gelmek için fon talep edenlerin finansal durumlarını ve ne kadar güvenilir olduklarını araştırmaya ve anlamaya çalışmanın yanında alternatif bir yol olan ve piyasanın akışını bozan kredi tayınlamasına da başvurabilmektedirler. Stiglitz ve Weiss'e (1981: 408) göre, kredi tayınlaması; potansiyel ödünç alanların piyasa faiz oranından kredi almaya istekli olmalarına rağmen, ödünç verenler tarafından geri çevrilmeleri durumudur. Daha riskli projelere yatırım yapmak için ödünç alanların ikna edilmesi veya daha güvenli yatırımcıların cesaretinin kırılması nedeniyle faiz oranlarında veya ihtiyaç duyulan kredi miktarında yükselme olması, bankaların borç portföy riskliliğini arttırabilir. Bu durum karları azaltabileceğinden, bankalar verdikleri kredi miktarını kısıtlayacaklardır.

Mishkin'e (2001b: 2) göre, finansal sistemin işlevini tam anlamıyla yerine getirememesinin yani reel sektörü fonlayamamasının nedeni, asimetrik bilgidir. Ters seçim ve ahlaki çöküntü problemlerinin giderek artması sonucunda finansal piyasaların bozulması nedeniyle finansal krizler ortaya çıkar. Finansal krizlerin yaşandığı bir ekonomide, finansal piyasalar en üretken yatırım fırsatlarına sahip kişilere, fonları etkili bir şekilde ulaştıramaz. Asimetrik bilgi nedeniyle en verimli yatırımlara fonun ulaşamaması ülke ekonomisinin büyümesine de sekte vuracaktır.

Asimetrik bilginin yanı sıra ülkedeki finansal baskı da, fon akımının etkin bir

şekilde işlemlerini engellemektedir. Finansal baskı; nominal faiz oranlarına tavan konulması, miktar kontrolleri ve selektif kredi dağıtımı, yüksek minimum karşılık oranları, bankacılık sektörünün bir kısmının devlet tarafından doğrudan kontrol edilmesi ve ticari bankaların varlıklarının tahsisatında müdahaleler olarak tanımlanabilir (Coşkun, 2001: 7). Özellikle bankaların kredilerinin dağıtımındaki müdahaleler sonucunda, fonlar devletin istediği yönde dağıldığı için, fon akımının yönü değişmektedir.

Finansal baskının finansal sistemin işleyişine, fon akımına ve reel sektörün finansman kararlarına etkileri aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Soydemir, 1998: 9);

- a. Bankacılık sistemi kanalıyla ödünç verilebilir fonlar azalır ve dolayısıyla da potansiyel yatırımcıların sadece özkaynaklarına dayanmalarına yol açar,
- b. Baskı altındaki banka kredileri üzerindeki faizler tercih edilen yatırımcıdan tercih edilmeyen arasında önemli ölçüde değişir,
- c. Faiz oranlarının negatif olması gerek girişimcilerin gerekse hanehalkının otofinansman kaynaklarını arttırmalarını engelleyecek, böylece yatırımlar için likit varlık birikimi sağlanamayacaktır,
- d. Firmaların likit olmadığı ve enflasyonun belirsiz olduğu bir ortamda bankacılık dışında mali derinleşmenin olması da imkansızlaşır.

Ayrıca kamunun yüksek borçlanmaya ihtiyaç duyması nedeniyle piyasalardan yüksek miktarda fon talep etmesi ve reel faizlerin artmasına neden olması da, finansal sektörün reel sektöre fon aktarım görevini yeterince yerine getirememesine yani reel sektörün fon kullanımının engellenmesine neden olur.

Yüksek kamu açıklarının da etkisiyle, piyasalarda görülen dramatik dalgalanmalar da fon arz edenler ile talep edenler açısından belirsizlikleri artırarak fon arzında ve talebinde azalmaya ve vadesinde önemli bir kısalmaya neden olmaktadır. Söz konusu dalgalanmalar finansal sektörün kendisinden beklenen ‘‘yatırımcılara uzun vadeli fon sağlama’’ işlevini yerine getirmesini engellemektedir. Fon akımının etkin işlemlerini engelleyen diğer bir neden de özellikle gelişmekte olan ülkelerde, aracılık aşamasında ortaya çıkan maliyetleri önemli ölçüde arttıran kamusal yükümlülüklerin varlığıdır. Özellikle bankacılık sektörünün aracılık ettiği

veya doğrudan kendi bünyesinden karşıladığı, vergi, resim, harç, fon, prim kesintisi, aidat, zorunlu karşılık gibi zorunlu yükümlülük ile karşı karşıya kalması da fon akımını etkilemektedir. Bu yükümlülüklerin bazıları tamamen ya da kısmen müşterilere (fon arz eden, fon talep eden) yansıtılırken, bazıları da bankaların bünyesinde kalmaktadır. Bankalar kendi bünyelerinden karşılanan maliyetler karşısında belli bir karlılık seviyesini idame ettirebilmek için faaliyetlerini kısıtlama ya da alternatifler geliştirme yoluna başvururken, müşteriler ise fon arz ve taleplerini kısmakta ve ‘‘yastık altı’’ tabir edilen tasarruf yöntemleri gibi başka alternatiflere yönelmektedir. Bankalar doğrudan kendi üzerlerinde kalan maliyetlerin yanı sıra kamusal yükümlülüklerin müşteriler ve sektör üzerindeki daraltıcı etkisi nedeniyle de aracılık faaliyetlerini geliştirme imkanına sahip olamamaktadırlar (BDDK, 2003: 12-14).

Tüm bu olumsuz nedenlere rağmen finansal sektör, özellikle de diğer finans kurumlarının tam anlamıyla gelişmediği, gelişmekte olan ülkelerdeki bankacılık sektörü, ülkenin geleceği için asli görevinden vazgeçmemeli yani reel sektörün faaliyetlerini kredileri ile desteklemelidir.

1.3. REEL SEKTÖRÜN FİNANSAL KAYNAKLARI

Lavoie ve Godley’e göre, firmalar (Santos, 2006: 550);

- Mark-up fiyatlamanın ne olacağına,
- Üretimin nasıl olacağına,
- Yatırımları için sermayenin mevcut stokuna eklenebilecek ve sipariş verilebilecek sermaye mallarının miktarına,
- Yatırım kararlarını nasıl finanse edeceklerine karar vermelilerdir.

Firmalar verimliliklerini ve karlılıklarını arttırmak amacıyla faaliyet alanlarını genişletmek veya farklı faaliyet alanlarına yönelmek için yatırım yaparlar ve bunun içinde fona ihtiyaç duyarlar. Ancak firmaların sadece yatırım yapmak için değil işletme sermayesi için de fona ihtiyacı vardır. İşletme sermayesi için kullanılan fonlar ile sermaye artırımını için kullanılan fonların niteliği ve getirisi farklıdır. Örneğin; işletme sermayesi için kullanılan fonlar sermaye artırımını için kullanılan fonlardan küçük ve kısa vadeli olacak, fakat sermaye artırımını için kullanılan fonlar

büyük olduğu kadar uzun bir sürede kullanılamayacaktır. Ayrıca yatırım yani sermaye artırımını, firmanın piyasadaki devamlılığı için ileride üretimin girdisi olarak da kullanılabilir, firmanın değerini de artırabilecektir. Yatırım finansmanı ile işletme sermayesi finansmanı arasındaki bu farklar, özellikle yatırımlar için kullanılacak fonların nereden sağlanacağı ve sermaye yapısının nasıl oluşturulacağı sorununun önemini arttırmaktadır.

Yatırım için gerekli fonlar (Özkan, 2004: 70);

1. Firmanın kendi özkaynaklarından sermaye artırımıyla,
 2. Hissedarlarına dağıtmadığı karlarından (retaining earnings) otofinansman yoluyla,
 3. Hisse arzı, tahvil ve bono ihracı ile menkul kıymetler piyasalarını kullanarak,
 4. Doğrudan doğruya yurtiçi ve yurtdışı finansman kuruluşlarından orta ve uzun vadeli kredi temini ile elde edilen yabancı kaynaklardan,
- ya da diğer yollardan sağlanabilir.

Firma bu yol ve yöntemlerden birisini, birkaçını veya bunların bir kompozisyonunu yatırımlarının finansmanında kullanabilir. Firma belirtilen yol ve yöntemlerden hangisini kullanacağına Marjinal Sermaye Maliyeti (MCC) esasına göre hesaplanmış Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni (WACC) ve bu maliyetin kırılma noktalarından firma için en uygun fonlama kompozisyonunu sağlayan fon karışımını dikkate alarak karar vermelidir.

Aslında firmaların finansal kararları ve sermaye yapısı ile ilgili yapılan tartışmaların temelinde, Franco Modigliani ve Merton H. Miller'in (1958) Yansızlık Teoremi (Irrelevant Theorem) bulunmaktadır. Bu teoreme göre, asimetric bilginin ve vergilerin olmadığı mükemmel piyasalarda, firmaların yatırım ve finansman kararları, sermaye yapısından, sermaye maliyetinden ve piyasa değerinden bağımsızdır. Ancak M&M teoreminin piyasaların aksak işlediği ve asimetric bilginin olduğu reel dünyada geçersiz olduğunu savunan Myers ve Majluf (1984) ise, Hiyerarşik Sıra Teoremini (Pecking Order Theorem) geliştirmişlerdir.

Myers ve Majluf, asimetric bilgi varsayımı altında, girişimcilerin özellikle yeni projelerin finansmanında kullanacakları dışsal kaynakları bulmalarının yüksek

maliyetine vurgu yapmaktadırlar. Çalışmalarında, firmaların önce içsel kaynaklara dayanması gerektiği, dışsal kaynak gerektiği durumda ise öncelikle borçlanma yolunu seçmeleri gerektiği belirtilmektedir. Buna göre, dağıılmayan karları yüksek firmaların borçlanma oranını düşük tutacakları beklenir. Diğer yandan, Myers'ın 1977'deki çalışmasında, firmaların finansman konusunda karar verirken yaşadıkları çelişkiye vurgu yapılmaktadır: Buna göre, firma borçlanarak vergi indirim avantajından yararlanabilirken, fazla borçlanmanın yaratacağı iflas riskinin maliyetine katlanmak zorunda kalmaktadır. Dolayısıyla, güçlü bir performans sergileyen büyük firmaların borçlanma yoluyla finansmanı tercih edeceği öngörülmektedir (TÜSİAD, Koç Üniversitesi, 2005: 77). Jensen ve Meckling (1976: 341) ise, firmaların iç veya dış kaynak kullanımının, yöneticilerin kişisel tercihlerine göre değişebileceğini vurgulamışlardır. Onlara göre, yöneticiler hisse senetlerinin faizlerine göre davranırlarsa yani alacakları faiz gelirin peşine düşerlerse, yönetsel temsilcilik problemi artar ve firmanın finansal kararları yöneticilerden etkilenmiş olur.

Asimetrik bilgi, yönetsel temsilci problemleri ve işlem maliyetlerinin birleştirilmiş etkileri, iç ve dış kaynakların maliyetleri arasındaki eşitsizliği ortaya çıkarır. Finansal kısıtlar altında yatırım kararları ise ulaşılabilir dış kaynaklara bağlıdır. Finansal olarak daha zorda olan firmaların yatırımlarının ulaşılabilir dış fonlardan daha fazla etkilenme olasılığının varolması nedeniyle finansal liberalizasyonun olması, firmaların finansal kısıtlarını rahatlatarak yatırım kararlarını etkileyecektir (Koo, Shin, 2004: 279-280). Sonuç olarak firmaların, faaliyetlerinde iç veya dış kaynak kullanma kararları; genel çerçevede firmaya özgü faktörlerden, ülkenin makro ekonomik yapısından ve ülkenin finansal yapısından etkilenecektir.

1.3.1. FİRMALARIN FİNANSAL KARARLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Bir firmanın finansal kararlarına etki eden en önemli faktör, borçlanmanın ve özsermaye kullanmanın firmaya getireceği maliyetleri ile ilgilidir. Dış kaynak veya iç kaynak kullanmanın maliyeti firmaya özgü faktörlere bağlı olarak değişse de, sermaye açısından zengin itibarlı bir firmanın dışardan borçlanmasının maliyeti sermaye açısından fakir, itibar kazanmamış bir firmaya göre daha düşüktür. Yeni kurulmuş firmaların, henüz kendileri ile ilgili yeterli bilgi olmadığı için, finansman

konusunda genellikle içsel kaynaklara dayanması, zaman geçtikçe ve belli bir büyüme gösterdikçe, öncelikle kısa vadeli olmak üzere, borçlanma ile finansman imkanına kavuşmaları gözlenebilir. Bu noktada, firmaların mali yapılarının değişmesine neden olabilecek dışsal şokların firmaların reel faaliyetlerini homojen olmayan bir biçimde etkileyerek ekonomideki servet dağılımını da değiştirdiği vurgulanmaktadır. Dolayısıyla, kaynakları etkin olarak tahsis eden bir finansal sistemin varlığının, ekonominin büyümesini olumlu yönde etkilemesi beklenebilir (TÜSİAD, TCMB, 2005: 25).

Firmanın kendine özgü faktörleri açısından, satışların karlılığının ve işletme büyüklüğünün de finansman kararlarına etkisini incelemek gerekir. Eğer firmanın satışları, diğer bir firmanın satışları ile mukayeseli olarak daha karlılık gösteriyorsa, o firma korkusuzca daha fazla borç kullanabilir. Bunun yanı sıra büyük firmaların çeşitli ürün üretebilmeleri, sermaye pazarından daha kolay yararlanabilmeleri ve borçlarına daha düşük faiz ödeyebilmeleri, bu firmaları daha fazla borç kullanmaya teşvik etmektedir. Ayrıca yapılan araştırmalar, yatırımlarının karlılığı yüksek olan firmaların daha az borç kullandıklarını ortaya koymuştur. Bu durum çok karlı firmaların finansman gereksinimlerinin büyük bir kısmını, dağıtılmamış karlarla karşıladıklarını göstermektedir (Meriç, 1983: 34-35).

Firmaların kendine özgü nedenlerinin yanı sıra finansal kararlarına, ülkenin genel ekonomik durumu ve finansal piyasaların yapısı da etkilidir. Gelişmekte olan ülkelerde genelde enflasyonist ortamın ve belirsizliğin olması ve beklentilerin hep bu yönde devam etmesi firmaların risk içermeyen, kendilerini güvence altına alabilecekleri kaynak kullanımını tercih etmelerine neden olur. Bu sebeble firmalar ekonomik göstergelere göre kararlarını verirler. Eğer faiz oranları enflasyon oranı kadar artmamışsa, firmalar borçlanma yoluyla fon sağlamaya yönelirler. Paranın değeri ne kadar düşerse düşsün, firma ne kadar borç para almışsa aynı miktarı geri ödeyeceği ve enflasyon devrelerinde yabancı kaynak oranı ne derece yüksek olursa, firmanın avantajı o derece yüksek olacağı için firma borçlanmayı tercih edecektir (Hatiboğlu, 1996: 350). Ters durumda ise, firmaların faaliyetlerini özkaynaklarıyla finanse etmeleri daha karlı bir karar olacaktır.

Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde firmalar genellikle “aile şirketi” niteliğindedir; sahiplik fazla bölünmüş değildir ve aile, şirket üzerindeki kontrolünü kaybetmek istememektedir. Bu durumda firmalarda daha çok iç kaynaklarla finansmanın yaygın olması beklenmektedir. Vergi sistemi (faiz ve temettü ödemelerinden vergi indirim yapıp yapılmadığı), hissedar ve diğer fon sağlayıcıların haklarının korunmasına ilişkin düzenlemeler, iflas ve kontrat yürütme şartları ve maliyetleri, şeffaflık, firmaların sahiplik ve yönetim yapısı gibi daha çok hukuki alanları kapsayan konularda, finansal sistemle ilgili hukuki çerçevenin güçlü ve güvenilir bir yapıya sahip olduğu ülkelerde ise, uzun vadeli dış kaynaklarla finansmanın daha fazla olması beklenebilir (TÜSİAD, TCMB, 2005: 26).

Bununla birlikte dış kaynağa ödenen faizlerin vergi matrahından düşürülebilmesi de, firmaların yabancı kaynak kullanmaya olumlu bakmalarını sağlamaktadır. Vergi oranları aynı zamanda firmaların kar dağıtım ve otofinansman politikasında da etkili olmaktadır. Dağıtılan ve alıkonulan karlara farklı vergi oranlarının uygulanması, pay senedi emisyon primlerinin vergisel durumu firmaların finansman kararlarını etkilerken, dağıtılan karların yüksek oranda vergilendirilmesi firmayı otofinansmana özendirir (Berk, 2003: 25). Ayrıca bir teşvik önlemi olarak yatırım indirimi uygulanması, yatırım indirimin yalnız özsermaye ile kullanılan kısma veya yatırımın borçla finanse edilen kısmına da uygulanması ya da teşviklerden yararlanmak için yatırımların finansmanında belirli bir özkaynak payı aranması, yatırım oranı hakkındaki beklentiler, firmaların finansman kararlarını etkileyebilir (Akgüç, 1998: 506).

Borçla finansmanın vergi avantajları olmasına rağmen, aşırı derecede borçlanma iflas riskini de ortaya çıkarabilir. Bu nedenle sermaye yapısını belirli bir düzeyde tutmak için ayarlayan firmaların, sermaye maliyetleri düşük olmalıdır. Faaliyet gösterdikleri sektörün yapısına bakarak, borç/özsermaye oranı yüksek firmalar, daha çok özsermayeyle finanslama yolunu seçebilirler, ya da tersine bu oran düşükse, borçla finanslamayı tercih edebilirler. Ayrıca, borç/özsermaye oranından büyük ölçüde yararlanan bir firma, uzun dönemde faaliyetlerini sürdürebilme şansının çok büyük olmasına rağmen, satışların kısa dönemde azalması durumunda iflasa sürüklenebilir. Finansal kaldıraç oranının yükselmesi de, alacaklıların daha yüksek faiz oranı talep etmesine ya da borç vermekten kaçınmasına neden olabilir.

Bunların yanı sıra, kreditorler yani fon arz edenler, tahvil ihraç sınırı, yatırımların ertelenmesi, temettü kısıtlanması vb. birtakım kısıtlayıcı şartlar da öne sürebilirler (Güloğlu, Bekçioğlu, 2001: 3-4).

Firmaların yatırım ve finansman kararlarında ÷lkedeki para piyasası yoğun veya sermaye piyasası yoğun bir finansal sistemin varlığı da önemli bir belirleyicidir. Banka-merkezli yani para piyasası yoğun finansal sistemlerde bankalar, tasarrufların harekete geçirilmesinde, sermayenin tahsisinde, yatırım kararlarının izlenmesinde ve risk yönetiminde anahtar rolü üstlenmektedirler. Piyasa-merkezli yani sermaye piyasası yoğun finansal sistemde ise, menkul kıymet piyasaları tasarrufların firmalara ulaştırılması, firmaların kontrolü ve risk yönetiminin kolaylaştırılması fonksiyonlarını yerine getirmede bankacılık sistemi ile aynı derecede öneme sahiptir (TÜSİAD, TCMB, 2005: 26).

Ülkenin gelişmişlik düzeyi ile firmaların finansman tercihi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar arasında, Boyd ve Smith'in 1996 yılında yaptıkları çalışma da önemli bir yer tutmaktadır. Boyd ve Smith, firmaların belli oranda borç ve özsermaye kullanarak ve iki tip teknolojiden yararlanarak, üretim yapabilecekleri bir model oluşturmuşlardır. Bu teknolojilerden birincisinde üretilen üretimin getirisi yüksektir ama bu getiri oranı herkes tarafından bilinmemektedir. İkinci üretim teknolojisinde ise üretimin getirisi düşüktür ama bu getiri oranı yaygın olarak bilinmektedir. Yatırımcı her bir teknolojiden nasıl yararlanacağı konusunda karar vermek zorundadır ve bu karar, kaynaklarla sermaye arasındaki nispi fiyata bağlıdır. Yapılan çalışmanın sonucunda, ekonomi büyüdükçe, firmaların yüksek getiri sunan teknoloji ile üretim yaptığı gözlenmiştir. Ancak getirisi bilinmeyen teknoloji ile üretimin yapılması, yatırımcıların firmaları denetleme maliyetlerini arttırmış ve onları getirisi düşük ama bilinen teknolojiyi seçmeye yönlendirmiştir (Boyd, Smith, 1996: 31-32). Bu tür yatırımlar genellikle borçlanılarak finanse edildiğinden, Boyd ve Smith, gelir düzeyi yüksek ÷lkelerde firmaların daha az borçlanarak ve daha çok özsermaye kullanarak yatırımlarını gerçekleştirme eğiliminde olduklarını öne sürmektedirler. Aslında bu çalışmalarında Boyd ve Smith, ekonominin gelişme safhasında firmaların özsermayeyle finanslamayı (özellikle hisse senedi ihracı yoluyla) hemen hemen hiç kullanmadıklarını ve tasarruf sahiplerinin genellikle portföylerinde hisse senedi bulundurmadıklarını ancak ekonomik gelişmişlik düzeyi

belirli bir seviyeye ulaştığında hem firmaların hem de tasarruf sahiplerinin borsadan yoğun biçimde yararlandıklarını göstermişlerdir (Güloğlu, Bekçioğlu, 2001: 6-7).

Agarwal ve Mohtadi (2004: 64) ise, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin, firmaların finansman kararları üzerinde etkisi olup olmadığı konusunda bir araştırma yapmışlardır. Analizleri sonucunda, gelişmekte olan ülkelerde, hisse senetleri piyasasının gelişmişliği ile borç/özsermaye oranı arasında önemli ve negatif bir ilişki, bankacılık sektörünün gelişmişliği ile borç/özsermaye oranı arasında önemli ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Buna sonuca göre, hisse senedi piyasasının gelişmişliğinin özkaynakla finansmanı, bankacılık sektöründeki gelişmelerin ise borçla finansmanı arttırdığı söylenebilir. Ayrıca Agarwal ve Mohtadi, direkt yabancı sermayenin, kısa dönemde firmaları özkaynakla finaslama yönündeki sonucuna da varmışlardır.

Bir firmanın dış finansman kullanmasının nedenleri arasında işletme sahibinin firma üzerindeki egemenliğini koruma isteği de sayılabilir. Çünkü sermaye artırımına konu olan fonlar mevcut işletme sahipleri tarafından karşılanamıyorsa, firmaya yeni ortaklar alınmalıdır. Böylece firmanın mülkiyetine sahip olan kişi ve kurumların sayısı arttığı için önceki ortakların firma üzerindeki etkisi nispi olarak azalır. Buna karşın firmanın dış kaynak ile ihtiyacını karşılamasında böyle bir durum ortaya çıkmaz ve firmanın mülkiyet durumu değişmez. Ayrıca dış finansman sayesinde başkalarının parasıyla para kazanma güdüsü de firmaları yabancı kaynağa yönlendirebilmektedir (Müftüoğlu, 1999: 527).

Firmanın sermaye yapısı kadar, yabancı kaynağın vadesi de önemlidir. Myers'a göre, borç vade yapısına ilişkin tercihler sermaye yetersizliği sorununu giderebilecektir. Myers'a göre sermaye yetersizliği sorunu, bazı karlı projelerin hissedarlara yeterli bir kazanç vaat etmediği durumlarda hissedarların söz konusu projelerin gerçekleştirilmesi konusunda isteksiz davranmaları olarak ele alınmakta olup, bu soruna yol açan neden olarak da yapılan borçlanmaların vadesinin projeden sağlanacak kazançların elde edilmesinden önce dolması nedeniyle hissedarların projeden elde edebilecekleri kazançların tamamına yakın bir bölümünü borç verenlere ödemek zorunda kalmaları gösterilmektedir. Myers sorunun çözülmesine yönelik olarak, varlık ve yükümlülüklerin vade yapılarının eşleştirilmesini

önermektedir. Firmanın iflası halinde kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar önermektedir. Firmanın iflası halinde kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar aynı öncelik hakkına sahip olsalar bile, diğer durumlarda kısa vadeli borçlar daha yüksek önceliğe sahip olacaklardır çünkü daha önce ödeneceklerdir. Bu nedenle, yeni yatırım projelerinin finansmanı için kısa vadeli borçlanmaya gitmek sermaye yetersizliği sorununu çözmeye yönelik olarak güvenceli borç ihraç etmeye benzer bir şekilde potansiyel kazançlar sağlayacaklardır. Küçük firmalar genelde kısa vadeli banka borçlarına yönelirken, büyük firmalar kolaylıkla uzun vadeli borçlanma araçları çıkarabilmektedirler. Ayrıca Flannery ve March'ın (1986) çalışmasında, güçlü firmanın yöneticilerinin zayıf firmanın yöneticilerinin aksine daha çok kısa vadeli borçlanmayı tercih edecekleri ileri sürülmektedir. Güçlü firmanın yöneticileri kısa vadeli borçlanmaya giderek firma hakkında daha fazla bilginin piyasaya ulaşması sonrasında borçların yeniden finanse edilememesi riski ile karşı karşıya kalabileceklerdir. Geleceğe ilişkin beklentileri daha düşük seviyede olan firmaların yöneticileri ise, bu riski almaya isteksiz olacaklar ve uzun vadeli borçlanmayı tercih edeceklerdir (Şen, 2002: 229-230).

Aslında borcun vade seçimi, kredilerin amacı ve firmaların varlıklarının yapısı ile de yakından ilişkilidir. Uzun vadeli borçlar genellikle sabit varlıkların, ekipmanların ve bunlar gibi teçhizatların kazanımı için kullanılırken kısa vadeli borçlar ise ücret bordrosu, envanter ve mevsimsel dengesizlikler gibi işletme sermayesi için kullanılmaktadır. Diğer bir ifadeyle firmalar varlık ve yükümlülüklerine eş bir şekilde uzun veya kısa vadeli yabancı kaynağa eğilimli olurlar. Sonuçta firmalar sadece uzun dönem varlıklarla daha uzun vadeli borç yapısına sahip olma eğiliminde olurken tersi durumda kısa vadeli borç eğiliminde olacaklardır (Caprio, Kunt, 1998: 174-175).

Firmanın tercihinin dışında ekonomide yaşanan olumsuzluklar da yabancı kaynağın vadesine etki etmektedir. Örneğin; enflasyon dönemlerinde finansal piyasalarda likiditeliğini kaybetmek istemeyen finansal sektör, uzun vadeli fon arzını daraltır ve daha çok kısa vadeli kredi vermeye yönelir. Bunun sonucunda da faaliyetlerini yoğun dış kaynak ile finanse etmek isteyen firma, seçim hakkı olmadan kısa vadeli yabancı kaynak kullanmak zorunda kalacaktır.

Ülkelerin gelişmişlik düzeyi ve kredi piyasalarındaki asimetrik bilgi problemleri de firmaların kullandığı yabancı kaynağın vadesini etkilemektedir. Örneğin, gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar asimetrik bilgi problemi nedeniyle, gelişmiş ülkelerdeki firmalara kıyasla daha az uzun vadeli yabancı kaynak kullanabilirler. Bunların yanı sıra eğer hükümet kredi piyasasına müdahale ederse veya kredi tayinlemesini ekonomi politikası aracı olarak kullanırsa, ödünç verenler kredi vermeyi kesebilir veya sadece kısa vadeli kredi verebilir. Böyle bir durumda ise, firma uzun vadeli yabancı kaynak kullanmak istese bile kullanamayacaktır.

Dış kaynak kullanımıyla ilgili çalışmalar finans literatüründe önemli bir yere sahiptir. Dış kaynak kullanımı ile gerçekleştirilen yatırımın karlılığı uygulanan faiz oranından daha yüksekse, sonuçta firma sahipleri karlı çıkacaktır. Yatırımdan sağlanan kar ile borçlanmanın maliyeti veya dış kaynak finansmanı arasındaki bu ilişki kaldıraç etkisi olarak adlandırılır. Kaldıraç etkisi, yatırımın karlılığının faiz oranından büyük olması halinde pozitif, aksi halde negatif olacaktır. Kaldıraç etkisinin pozitif olması halinde, kredi yoluyla finansman ihtiyacının karşılanması firmanın özsermaye karlılığını artırır (Müftüoğlu, 1999: 527). Bunun en önemli savunucuları da Modigliani ve Miller'dir. Bu iktisatçılara göre, borç/özsermaye oranı ne kadar artarsa firmanın özsermaye karlılık oranı da o kadar artmaktadır.

1.4. MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ

Yabancı kaynak kullanımı konusunda çalışmalar yapan iktisatçılar arasında bulunan Modigliani ve Miller; 1958, 1963 ve 1966 yıllarında yayınladıkları çalışmalarında, sermaye yapısı ve firmanın piyasa değeri ile ilgili önemli görüşler sunmuşlardır. Modigliani ve Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" adlı yayınladıkları ilk makalelerinde, ortalama sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu savunmuşlardır. Onlara göre, firma piyasada ait olduğu risk sınıfı dikkate alınarak, bir bütün halinde değerlendirilmektedir ve sermaye bileşimi bu değerlendirmeyi etkileyemez. Göreli olarak ucuz ödünç alınan fonların kullanımındaki artışın sağladığı üstünlük, özsermayenin daha yüksek bir kapitalizasyon oranı ile değerlendirilmesi sonucu ortadan kalkar. Bu iki zıt yönde hareketle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) değişmeden kalmış olur. Borçlanma derecesi ve sermaye maliyetinin

birbirinden bağımsız olduğunu, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bütün finansman kaldıraç düzeylerinde sabit kaldığını ileri süren M&M teoremi esas olarak finansal kaldıraç yaklaşımını kabul etmekte ve bu yaklaşıma kurumsal bir açıklama getirmektedir (Tecer, 1980: 120). Bunun içinde, sermaye piyasalarının mükemmel çalıştığı ve bilginin eşit olarak dağıldığı, ayrıca hissedarların atomistik rekabet koşulları¹ altındaki mükemmel piyasalarda pay senedi ticareti yaptıkları varsayımları altında üç tane hipotez öne sürmüşlerdir.

Ayrıca bu ana varsayımların yanı sıra M&M teoremine göre (Pike, Neale, 1996: 560-561);

1. Bütün yatırımcılar fiyat alıcıdır. Örneğin; birey olmayanlar işlemlerinin derecesiyle piyasa fiyatlarını etkileyebilirler.
2. Bütün piyasa katılımcıları, firmalar ve yatırımcılar, aynı risk derecesinde borç alabilir veya verebilirler.
3. Ne kişisel gelirler ne de kurumsal gelirler vergilendirilmemektedir.
4. Borsa (brokerage) veya işlemlerden sorumluluk yoktur.
5. Yatırımcılar servetin beklenen faydasını araştıran rasyonel araştırmacılarıdır.
6. Varlıklardan sağlanacak gelirlerin elde edilme olasılığı aynı olan firmalar, homojen risk sınıfı içinde gruplandırılabilir.
7. Normal olasılık dağılımı formülü, yatırımcıların firmanın gelecek kazançları hakkındaki benzer beklentilerini gösteren formüldür.
8. Borçların ödenmemesi durumunda, varlıklar piyasa değerlerinde satılabilir.

1.4.1. MODIGLIANI-MILLER TEOREMİNİN AÇIKLAMASI

Firmaları aynı risk grupları altında toplayarak analizlerini yapan M&M teoremine göre, homojenlik varsayımı altında aynı risk sınıfındaki her hisselerin fiyatı beklenen getirisi ile orantılı olmalıdır.

¹ Atomisite; alıcı ve satıcıların fiyatları tek başına etkilemeyecek kadar çok sayıda olmasıdır. Atomisitenin gerçekleştiği piyasada alıcı ve satıcıların her birinin talep ettiği ve arz ettiği miktarlar toplam arz ve talebin çok küçük bir bölümünü oluştururlar.

$$p_j = \frac{1}{p_k} \overline{x_j} \quad (13) \quad \text{veya} \quad \frac{\overline{x_j}}{p_j} = p_k \quad (14)$$

Yukarıdaki denklemlerde p_j ; fiyat ve $\overline{x_j}$; bir firmanın pay başına beklenen getirisidir. p_k notasyonuna ise farklı ekonomik açıklamalar getirilebilir. Örneğin, 14 nolu denkleme göre bir pay senedinin beklenen getiri oranıdır. 13 nolu denkleme göre $1/p_k$; hissenin beklenen getirisinin değeri için yatırımcının ödemek zorunda olduğu fiyattır. Ayrıca 13 nolu denkleme göre, p_k ; vadesiz tahvillere benzerlik bakımından, firmanın oluşturulmuş çeşidinin değişebilir akımlarının beklenen değerine uygulanan kapitalizasyonun piyasa oranı yani ortalama sermaye maliyeti olarak ele alınabilir.

I. Hipotez: Aynı risk sınıfındaki bir j firmasının varlıklarının beklenen getirisi $\overline{X_j}$ 'dir ve bu değişken, firmanın faiz indiriminden önceki beklenen karıdır.

D_j : Firmanın borçlarının piyasa değeri

S_j : Firmanın özsermayesinin yani pay senetlerinin piyasa değeri

olarak gösterilirse, firmanın bütün teminatlarının piyasa değeri aşağıdaki şekilde yazılabilir ve ayrıca yazılan denklem firmanın piyasa değeri olarak da adlandırılabilir.

$$V_j \equiv S_j + D_j$$

Bu durumda I. Hipotez, aşağıdaki şekilde matematiksel olarak yazılabilir:

$$V_j \equiv (S_j + D_j) = \overline{X_j} / p_k \quad (15)$$

15 nolu denklem, her bir firmanın piyasa değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve firmanın beklenen gelirinin aynı risk sınıfına ayrılan kapitalizasyon oranıyla kapitalize edilmesiyle yani sermayeye dönüştürülmesiyle elde edildiğini ortaya koyar. Söz konusu denklem, firmaların beklenen gelirinin ortalama sermaye maliyetine oranlanması yerine, piyasa değerine oranlanarak tekrar yazılabilir:

$$\frac{\overline{X}_j}{(S_j + D_j)} \equiv \frac{\overline{X}_j}{V_j} = p_k \quad (16)$$

Yani aynı risk sınıfındaki j firması için ortalama sermaye maliyeti sermaye yapısından tam olarak bağımsızdır ve firmanın özsermaye akımının kapitalizasyon oranına denktir (Modigliani, Miller: 1958: 268).

Eğer aradaki bu ilişki tam olarak kurulamazsa arbitraj mekanizması² devreye girer. Yatırımcı daha düşük fiyatta pay senedi, tahvil veya bono alabilir ve bu yolla gelir akımı oluşturabilir yani piyasada pay senedi alım satımı başlayabilir. Risk açısından oldukça bağımsız olan yatırımcılar için bu değişim avantajlı olacaktır. Yatırımcılar bu arbitraj fırsatlarını kendi çıkarı için kullanacaklarından, yüksek fiyatlanan hisselerin değeri düşecek, düşük fiyatlanan hisselerin değeri yükselecektir. Böylelikle firmaların piyasa değerleri arasındaki fark ortadan kalkmaya başlayacaktır.

Bunun kanıtı Modigliani ve Miller tarafından bir örnekle kurulmuştur:

Aynı risk sınıfında iki firma düşünelim. Her iki firmanın da beklenen geliri aynı ve X olsun. Birinci firma pay senedi ile geniş olarak finanslanırken, ikinci firmanın sermaye yapısında borç bulunsun. İlk önce kaldıraçlı firmanın değerinin V_2 olduğunu ve kaldıraçsız diğer firmanın değerinden yani V_1 'den büyük olduğunu varsayalım. İkinci firmanın ödenmemiş hisselerinin (S_2) , (α) gibi belli bir oranına karşılık gelen değerine yani (s_2) payına sahip olan bir yatırımcının olduğunu düşünelim. Bu yatırımcının portföyünün getirisi Y_2 ile gösterilirse; bu gelir, ikinci firmanın toplam getirisinden belli faiz oranıyla borcun çarpımından (rD_2) çıkarılmasıyla elde edilecektir. İkinci firmanın toplam geliri X_2 , birinci firmanın toplam geliri de X_1 dir, ama homojenlik varsayımı altında her iki firmanın da toplam geliri yani pay senetlerinin getirisi aynı olduğu için sadece X olarak gösterilebilir.

² Burada kullanılan arbitraj; borsada kote edilen senetlerin değerlerinin yükseldiği zamanlarda satılması, düştüğü zamanlarda satın alınması anlamındadır. Böylece yatırımcılar aradaki fiyat farkından yararlanılıp karlılıklarını arttırabileceklerdir.

Bu durumda yatırımcının ikinci firmadan elde edeceği geliri aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$Y_2 = \alpha(X - rD_2) \quad (17)$$

Şimdi yatırımcının sahip olduğu ikinci firmanın senetlerinden (αS_2) kadar değerini sattığını ve birinci firmanın senetlerinin $s_1 = \alpha(S_2 + D_2)$ kadar tutarında kazanç sağladığını varsayalım. Yatırımcı (αS_2) kadar tutarında hissesini satması sayesinde, birinci firmadan yeni hisseler alarak sahip olduğu kredilere (αD_2) miktar kadar daha borç ekleyebileceğinin farkına varabilecektir. Böylece yatırımcı birinci firmanın kazançlarının ve hisselerinin $s_1/S_1 = \alpha(S_2 + D_2)/S_1$ kısmıyla kendi kendini güvence altına alabilecektir (Modigliani, Miller: 1958: 269). Yatırımcının kişisel (αD_2) oranındaki borcunda faiz ödemeleri ile birlikte yeni portföyünün getirisini (Y_1) olarak gösterirsek;

$$Y_1 = \frac{\alpha (S_2 + D_2)}{S_1} X - r\alpha D_2 = \alpha \frac{V_2}{V_1} X - r\alpha D_2 \quad (18)$$

olarak yazılabilir. $(V_2) > (V_1)$ 'den büyük olduğu sürece $(Y_1) > (Y_2)$ 'den büyük olmak zorunda olacağından ikinci firmanın hisselerine sahip olanlar senetlerini satmak isteyecek ve ikinci firmanın pay senetleri arzı artarken, birinci firmanın da pay senetlerine talep artacağından (S_2) ve (V_2) değerleri düşecek (S_1) ve (V_1) değerleri yükselecektir. $(V_2) < (V_1)$ olduğunu ve bir yatırımcının $(s_1 = \alpha S_1)$ tutarında birinci firmadan pay aldığını düşünürsek, yatırımcının bu hissesinden elde edeceği gelir ise aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$Y_1 = \frac{s_1}{S_1} X = \alpha X$$

Yatırımcı birinci firmadaki payını satarak, ikinci firmadan hisse alırsa ikinci firmanın bonolarının ve pay senetlerinin değeri şöyle olacaktır:

$$s_2 = \frac{s_1}{S_2} s_1 \quad \text{ve} \quad d = \frac{D_2}{V_2} s_1 \quad (19)$$

Diğer bir ifadeyle, yeni portföy S_2/V_2 ve D_2/V_2 oranında bonolardan ve

ikinci firmanın pay senetlerinden oluşur. Yeni portföydeki hissenin getirisi, ikinci firmanın hissedarlarının toplam getirisinin (s_2/S_2) kadar bölümü olacaktır ki bu $(X - rD_2)$ 'dir ve bonoların getiri oranı da (rd) olacaktır. 19 nolu denklemi kullanarak portföyün toplam getirisini aşağıdaki şekilde yazabiliriz:

$$Y_2 = \frac{s_2}{S_2}(X - rD_2) + rd = \frac{s_1}{V_2}(X - rD_2) + r \frac{D_2}{V_2} s_1 = \frac{s_1}{V_2} X = \alpha \frac{S_1}{V_2} X$$

(Y_2) ve (Y_1) 'i karşılaştıracak olursak, eğer $V_2 \langle S_1 \equiv V_1$ ise, $Y_2 \rangle Y_1$ olacaktır. Bu nedenle birinci firmanın pay senedi hissedarlarına bu senetleri satmak kar getirir ve ikinci firmanın ayrılmış belli pay senetlerini içeren karıştırılmış portföy ile değiştirilmiş olur. S_j/V_j ve D_j/V_j oranında bonoların ve kaldıraçlı j firmasının pay senetlerinin karıştırılmış portföyünün kazancı, kaldıraçın çalışma şeklini çözmek gibi algılanabilir ki, bu kaldıraçsız belli bir gelire yani X_j 'ye ulaşmayı sağlamaktadır (Modigliani, Miller: 1958: 270). Böylece arbitraj mekanizması, kaldıraçlı firmaların değerinin kaldıraçsız firmalardan sürekli olarak azalmasını veya aynı risk sınıfındaki kaldıraçsız firmalardan kaldıraçlı firmanın yüksek ortalama sermaye maliyetine (\overline{X}_j/V_j) sahip olmasını engeller. Arbitraj V_2 'nin V_1 'den büyük olmasını engelleyebileceği için iki firmanın piyasa değerleri arasındaki fark eşitlenene kadar bu işlemler sürecek ve sonunda $V_2 = V_1$ olacaktır.

II. Hipotez: I. Hipotez sayesinde borç içeren sermaye yapısına sahip bir firmanın pay senedinin getiri oranını bulabiliriz. k risk grubundaki bir j firmasının pay senedinin getiri veya verim oranına i dersek, doğrusal kaldıraç fonksiyonu aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$i_j = p_k + (p_k - r)D_j/S_j \quad (20)$$

Pay senedinin beklenen getiri oranı, aynı risk sınıfındaki özsermaye akımının kapitalizasyon oranıyla belli bir primin toplamına eşittir. Bu prim finansal riskle ilişkilidir ve kapitalizasyon oranıyla faiz oranı arasındaki farkın, borç/özsermaye oranıyla çarpımına eşittir veya denk olarak, pay senedinin piyasa fiyatı beklenen gelirin kapitalize edilmesiyle elde edilir.

Burada 20 nolu denklem; $\overline{X}_j = p_k (S_j + D_j)$ olan 15 nolu denklemle pay senetlerinin beklenen verim oranını veren ve 21 nolu denklem diyebileceğimiz $i_j \equiv \frac{\overline{X}_j - rD_j}{S_j}$ ile birlikte çözümlenerek elde edilmiştir (Modigliani, Miller, 1958: 271).

Modigliani ve Miller'e göre, yararlı bazı işlemlerle şimdiye kadar geliştirilen yöntemler ve sonuçlar genişletilebilir. Bunun için de;

- Faiz ödemeleri indirilerek vergili karları sağlamak,
- Faiz oranlarının ve bonoların çarpımının varlığını bilmek,
- Piyasa eksikliklerinin arbitraj sürecini engelleyebileceğinin farkında olmak dikkate alınacaktır.

Firmaların piyasa değerlerinin vergilerle beklenen net gelirlere (hissedarların faizi ödenmiş ve beklenen net gelirin miktarı) orantılı olması yerine vergilendirilebilir karı hesaplamakta faizin indirilmesi, fiziksel varlıklarla oluşturulan beklenen getirilere orantılı verilen risk sınıfındaki bütün firmaların değerini elde etmeye yarayan arbitraj sürecini engelleyecektir. Bunun anlamı her \overline{X}_j yerine \overline{X}_j^r 'nin konulmasının gerektiğidir. \overline{X}_j^r ; toplam vergiden sonraki ancak faizden önceki net gelirdir.

$$\overline{X}_j^r = (\overline{X}_j - rD_j)(1-r) + rD_j \equiv \overline{\pi}_j^r + rD_j \quad (22)$$

22 nolu denklemde, $\overline{\pi}_j^r$; hissedarların beklenen net geliri, r ; ortalama kurumsal gelir vergisi oranını ifade etmektedir. Yerine koymalar yapıldıktan sonra, önermeler vergi ile uyarlandığında birinci önerme şu hali alır:

$$\frac{\overline{X}_j^r}{V_j} = p_k^r \quad (23)$$

ve ikinci önerme yani özsermaye maliyeti de aşağıdaki şekilde yazılır:

$$i_j \equiv \frac{\overline{\pi}_j^r}{S_1} = p_j^r + (p_k^r - r)D_j/S_1 \quad (24)$$

p_k^r ; aynı risk sınıfındaki firmaların vergiden sonraki net gelirleri için kapitalizasyon oranıdır (Modigliani, Miller, 1958: 272). Basit bir şekilde ifade edilecek olursa, hissedarların gerekli getiri oranları borç/özsermaye oranının yükselmesiyle doğrusal olarak yükselecektir.

III. Hipotez: Modigliani ve Miller'in üçüncü hipotezlerine göre de, firmanın yatırımı kesme noktası kapitalizasyon oranına eşit olacaktır ve tam anlamıyla yatırımın finanslanma şeklinden etkilenmeyecektir (Modigliani, Miller, 1958: 288).

Modigliani ve Miller ilk önce verginin bulunmadığı durumlarda firmanın sermaye yapısının nasıl oluştuğunun bir önemi olmadığını göstermişler ancak daha sonra 1963 yılında yayınladıkları "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction" adlı makalelerinde, yalnız kurumlar vergisinin bulunduğu durumlarda borç almanın firmanın değerini yükselteceğini ve bu durumda bütün finansmanın borçla yapılması gerektiğini söylemişlerdir. Onlara göre, daha önceki makalelerinde ifade ettikleri; vergilendirilebilir karlarda faizin indirilmesinin bütün firmaların piyasa değerini ortaya çıkaran arbitraj sürecini etkilediği ve aynı risk sınıfındaki firmaların dengedeki piyasa değerlerinin, vergi sonrası beklenen karlarına yani faiz ödemeli ve hissedarların beklenen net gelirli karlarına orantılı olması gerektiği düşünceleri yanlıştır.

Bir firmanın vergiden sonraki beklenen geliri yani $\overline{X^r}$, aynı risk sınıfındaki bir firmada diğer firmadan iki kat fazla olsa bile, iki firma farklı kaldıraç derecesine sahipse vergilerden sonraki gerçek gelir durumunda yine iki kat karlılık durumu ortaya çıkmayacaktır. İki firmanın vergilerden sonraki gelirlerinin dağılımı orantılı olmayacak ve firmaların piyasa değerlerinin vergi sonrası beklenen gelirlerine orantılı olması için zorlayan bir arbitraj süreci olmayacaktır. Aslında arbitraj aynı risk sınıfındaki firmaların sadece vergiden sonraki beklenen karları ile değil aynı zamanda vergi oranı ve kaldıraç derecesi ile de değer yaratacaktır (Modigliani, Miller, 1963: 434). Yani faiz ödemeleri vergi matrahından düşürülebileceğinden borcu arttırmak vergiden sonraki sermaye maliyetini azaltacağı için firmanın piyasa değeri artmış olacaktır. Sonuçta Modigliani ve Miller, söz konusu çalışmalarında firmanın piyasa değeri için borçlanma derecesinin önemini kabul etmişler ve kaldıraç oranının arttıkça WACC'ın düşeceğine ve piyasa değerinin artacağına dikkat

çekmişlerdir.

Ancak burada Modigliani ve Miller, sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi temel olarak iki prensipten hareket ederek ortaya koymaktadırlar (Cohen, 2004: 1):

- Vergiler dikkate alınmadığında, kaldıraç oranını arttırmak firmanın değerinde bir fayda sağlamaz.
- Vergili durumda kaldıraç çalışmaktadır.

Ayrıca vergilerin olduğu bu ekonomide asimetrik bilgi ve piyasa aksaklıklarının olmadığı temel varsayımları geçerlidir ve vergiler ile borçlanmanın faiz maliyetleri firmanın değerinin artmasına neden olacaktır.

Teoreme göre, X ; aynı risk sınıfındaki bir işletmenin sahip olduğu aktiflerden elde ettiği faiz ve vergiden önceki uzun dönem ortalama gelirini gösterir ve vergiden sonraki gelirlerin dağılımı firmanın kaldıraç oranından etkilenmektedir. Risk sınıfını tanımlaması nedeniyle X , $\bar{X}Z$ olarak ifade edilebilir. Burada \bar{X} ; X 'in beklenen değerini gösterirse $Z = X/\bar{X}$ olmalıdır ve bu olasılık değeri, k risk sınıfındaki bütün firmalar için aynı değer olacaktır (Modigliani, Miller, 1963: 434). X^r ; vergiden sonraki gelirleri gösterirse, bu değişken aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$X^r = (1-r)(X - R) + R = (1-r)X + rR = (1-r)\bar{X}Z + rR \quad (25)$$

25 nolu denklemdeki r , sınırlı kurumsal vergi oranıdır ve ortalamaya eşit olduğu varsayılır, ayrıca R 'de borcun faiz tutarıdır.

$$E(X^r) \equiv \bar{X}^r = (1-r)\bar{X} + rR \text{ olduğundan, } (1-r)\bar{X} \text{ yerine } \bar{X}^r - rR \text{ yazılırsa,}$$

$$X^r = (\bar{X}^r - rR)Z + rR = \bar{X} \left(1 - \frac{rR}{\bar{X}^r} \right) Z + rR \quad (26)$$

olarak denklem yeniden düzenlenir. Eğer vergi oranı 0 (sıfır)'dan farklıysa, X^r 'nin dağılım biçimi sadece \bar{X}^r ve Z 'nin derecesine bağlı olmayacak aynı zamanda R/\bar{X}^r olarak gösterilen kaldıraçın derecesine ve vergi oranına da bağlı olacaktır.

Eğer $Var(Z) = \sigma^2$ ise, $Var(X^r) = \sigma^2 \left(\frac{\overline{X^r}}{\overline{X}} \right)^2 \left(1 - r \frac{R}{\overline{X}} \right)^2$ olur. Bu denklem finansal kaldıraçın derecesi ve vergi oranı büyüdükçe vergiden sonraki gelirlerin varyansının küçüldüğünü göstermektedir (Modigliani, Miller, 1963: 435). Çünkü vergi oranı sabit ve faiz gideri tutarı önceden bilindiği için faiz giderleri üzerinden belli bir vergi tasarrufu sağlanacak, bu tasarruf büyüdükçe toplam gelirin belirsizlik derecesi azalacaktır (Tecer, 1980:128).

M&M Teoremi'ne göre, yatırımcı açısından vergiden sonraki gelir akımının uzun dönem ortalama değeri iki parçadan meydana gelir. Birincisi gelirin $(1-r)\overline{X}Z$ değerine eşit olan değişken bölüm ve diğeri de rR değerine eşit olan kesin bölümdür. Birleştirilmiş akımın denge piyasa değeri varsayımları her bir parçanın kapitalize edilmesiyle bulunabilir. Kaldıraçsız yani borcu bulunmayan bir firmanın vergi ve faiz öncesi beklenen geliri yani \overline{X} , p^r oranında kapitalize edilmesine izin verilirse firmanın denge noktasındaki piyasa değeri bulunmuş olur (Modigliani, Miller, 1963: 435).

$$p^r = \frac{(1-r)\overline{X}}{V_U} \quad \text{veya} \quad V_U = \frac{(1-r)\overline{X}}{p^r}$$

Ayrıca r 'nin de, piyasanın borçlarla oluşturulmuş kesin gelir akımlarını kapitalize etmesine izin verilirse ve bu faiz oranının basitleştirmek için borçların sabit bağımsız olduğu varsayılırsa,

$$r = \frac{R}{D} \quad \text{veya} \quad D = \frac{R}{r} \quad \text{olarak yazılabilir. Daha sonra}$$

kaldıraçlı firmanın beklenen piyasa değeri yani \overline{X} sermaye yapısındaki borç düzeyi ile yani D_L ile formüle edilebilir:

$$V_L = \frac{(1-r)\overline{X}}{p^r} + \frac{rR}{r} = V_U + rD_L \quad (27)$$

27 nolu denklem 23 nolu denkleme göre yani vergi sonrası karlılığa göre uyarlanırsa,

$$V_L = \frac{\overline{X^r}}{p^r} = \frac{(1-r)\overline{X}}{p^r} + \frac{rR}{p^r} = V_U + \frac{r}{p^r} rD_L \quad (28)$$

şeklinde yazılabilir (Modigliani, Miller, 1963: 436).

Yukarıdaki 27 nolu denklemde daha anlaşılır şekilde görüldüğü üzere V_U ; firmanın kaldıraçsız değerini, V_L ; firmanın kaldıraçlı değerini göstermektedir. Denklem son eşitliğinden de anlaşılacağı gibi firmanın kaldıraçlı değeri, kaldıraçsız değeri ile borç miktarının sermayeye dönüştürülme miktarının toplamına eşittir. r 'nin sabit vergi oranı olduğunu da hatırlarsak firmanın kaldıraçlı değeri borç miktarı ile verginin çarpımına kaldıraçsız değerinin eklenmesi ile bulunmuş olacaktır. 27 ve 28 nolu denklemler arasındaki tek fark kapitalize olan faiz ödemelerindeki vergi tasarrufu oranıdır ve verginin olmadığı durumda $V_L = V_U$ olur. Bu durum firmanın değerinin, finanslamanın borçla ya da özsermaye ile yapılmasından bağımsız olduğunu göstermektedir.

M&M teoremine göre, kaldıraçlı firmanın vergiden sonraki özsermaye maliyeti ise,

$$\frac{\overline{\pi}^r}{S} = p^r + (1-r)(p^r - r)D/S \quad (29) \quad \text{olarak yazılabilir. Bu denklem}$$

kaldıraçın yükselmesiyle vergiden sonraki verimdeki yükselmenin özsermaye maliyetinin üstünde olacağını göstermektedir (Modigliani, Miller, 1963: 439).

1.4.2. MODIGLIANI-MILLER TEOREMİNİN ANALİZİ

Her firma yatırım kararı verirken kendi borç ve özsermaye yapısı üzerine karar vermek zorundadır. Bu bölümde firmaların sermaye yapılarının karlılık üzerine etkileri matematiksel yolla incelenmeden önce, yukarıda anlatılan bilgiler basit olarak formülleştirilirse, kaldıraçlı firmanın piyasa değerini veren denklem aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$V_L = V_U + T.D \quad (30)$$

D ; firmanın borcunun değeri, T ise; vergi oranıdır.

30 nolu denklemde de anlaşılacağı üzere firmanın kaldıraçlı değeri V_L , firmanın kaldıraçsız değeri V_U ile faiz vergi kalkınının toplamına eşittir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) ve Özsermaye Karlılık Oranı (ROE) formülleri ise, aşağıdaki şekilde basitleştirilebilir:

$$(WACC) = \frac{\text{Beklenen EBIT} \times [1 - \text{Vergi Oranı}]}{\text{Borç} + \text{Özsermaye}} \quad (31)$$

$$\begin{aligned} (ROE) &= \frac{\text{Beklenen Kar}}{\text{Özsermaye}} \\ &= \frac{[\text{Beklenen EBIT} - \text{Faiz}] \times [1 - \text{Vergi Oranı}]}{\text{Özsermaye}} \end{aligned} \quad (32)$$

Yukarıdaki 32 nolu denkleme göre, firmanın beklenen EBIT'nden yani faiz ve vergi öncesi toplam karlılığından faiz ve verginin indirilmesi özsermayenin karlılığını artıracaktır.

Borcun miktarı değiştiğinde, firmanın WACC'nın ve ROE'sinin nasıl geliştiğini açıklamak için aşağıda basit matematiksel bir yol kullanılacaktır. Basitleştirme olarak da, borçlanmanın maliyetinin sabit olduğu ve firmaların borçlarındaki artışın ödememe riski yaratmadığı varsayılacaktır.

Bu durum üç senaryo ile açıklanabilir (Cohen, 2004: 2).

Birinci senaryo:

Bir firmanın kendi özkaynakları dışında borçlanmaya gittiğini varsayalım. Firmanın ilk temel varlık değerinin yani özsermaye değerinin borç almadan önce 100 dolar olduğunu varsayalım. 100 dolar firmanın kaldıraçsız değeri V_U 'dur. Ayrıca firmanın faiz ve vergi öncesi toplam karlılığın beklenen oranı %20'dir. Firma %40 vergiler için, %5 sabit faiz oranı için ödeme yapacaktır. Firma henüz borç almadığı için, borç/özsermaye oranı (D/E) 0 (sıfır), özsermaye karlılığı (ROE) %12 ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yani gerekli karlılık oranı (WACC) %12'dir.

İkinci senaryo:

Aynı firma borçlanmaya giderek 50 dolar borç alır. M&M teoremine göre, firmanın değeri, 30 nolu denklemde gösterildiği gibi 'D.T' kadar artacaktır.

$50 \times 0.40 = 20$ kadar firmanın değeri artar ve 120 dolar olur. Ancak firma aldığı bu para için $50 \times 0.5 = 2.5$ faiz ödemelidir. Bunun sonucunda firmanın D/E

oranı 0.71, ROE'si %15, WACC'ı da %10 olur.

Üçüncü Senaryo:

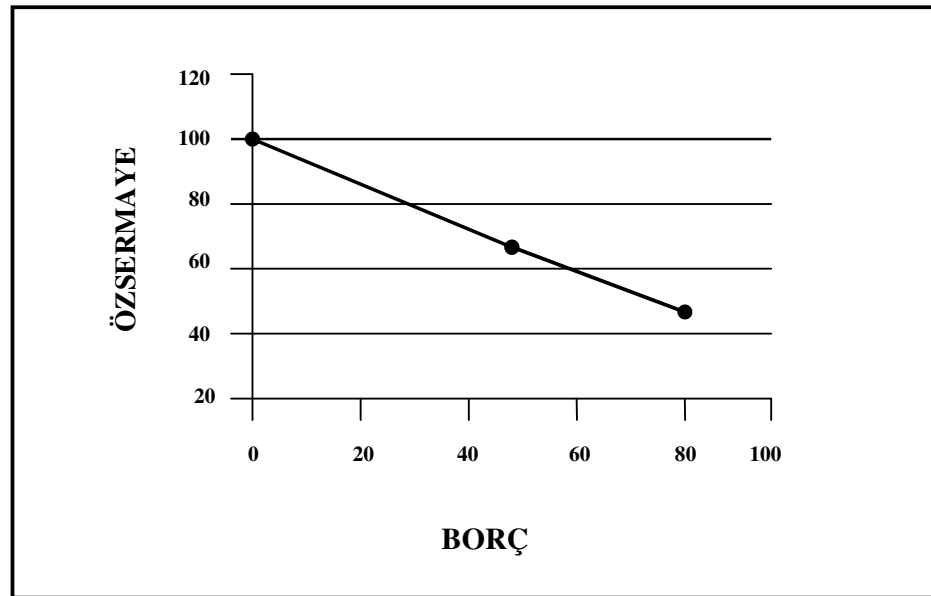
Eğer firma, ikinci senaryodaki 50 dolara ek olarak 30 dolar daha borç alırsa toplam borcu 80 dolar olur. Firmanın vergi ödemesi 32 dolara yükselecektir. Sonuçta birinci senaryodaki 100 doların üstüne 32 dolar eklenir. Bu durumda, firmanın değerinin toplamı 132 dolara yükselecektir. Firma ayrıca 4 dolar faiz ödemek zorunda kalacak ve D/E'si 1.54, ROE'si %18.5 ve WACC'ı %9.1 olacaktır.

1.4.3. MODIGLIANI-MILLER TEOREMİNİN TARTIŞMASI

Bu bölümde, firmanın sermaye-borç yapısının gerek ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini yani gerekli olan karlılık oranını, gerekse özsermaye karlılığını etkileyip etkilemediği grafiksel yolla tartışılacaktır.

Firmanın birinci, ikinci ve üçüncü senaryolardaki üç farklı durumu Grafik 1 ve Grafik 2'de özetlenmektedir. Bu grafikler kısaca, borç ile özsermaye arasındaki ilişkiyi ve borç/özsermaye oranı ile ROE ve WACC karlılıklarını göstermektedir.

Grafik 1: Özsermaye-Borç İlişkisi



Grafik 1'de görüldüğü üzere, özsermaye azalırken borç doğrusal olarak artmaktadır. Bu negatif eğimli doğrusal borç denklemini 100 dolar için veya daha

genel bir sabit için tanımlarsak, aşağıdaki denklemleri yazabiliriz:

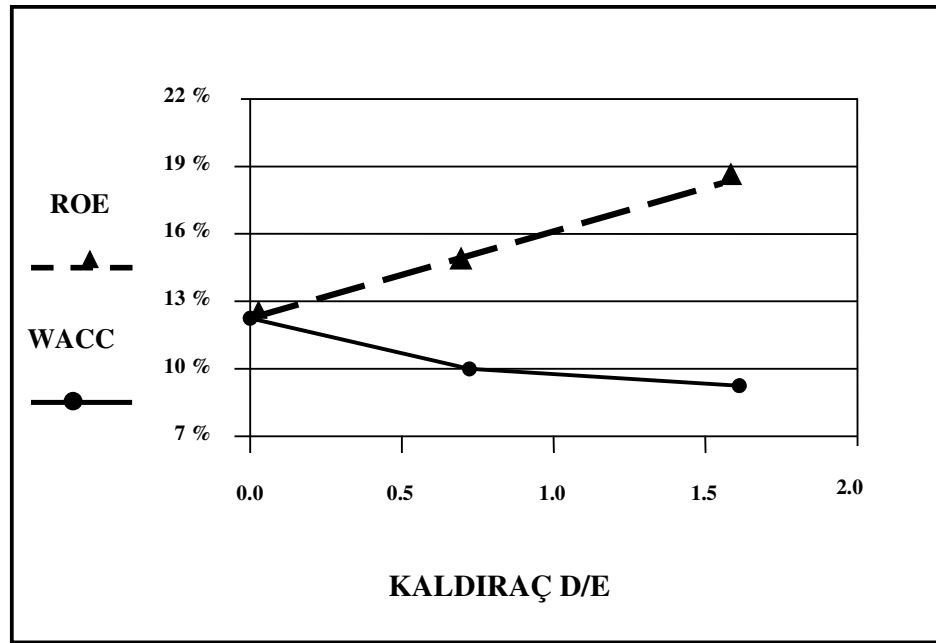
$$E + 0,6D = 100$$

$$E + (1 - T)D = \text{sabit}$$

Yukarıdaki ‘‘sabit’’, borç almayan firmanın kaldıraçsız değeri yani V_U ’dur.

Grafik 2: WACC ve ROE’nin Kaldıraç Oranıyla (Borç/Özsermaye)

Birlikte Gelişimi



Grafik 2’de, değişik borç durumları için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve özsermaye karlılığı verilmektedir. Görüldüğü üzere $T \neq 0$ ise özsermaye karlılığı borçlanmayla beraber artar. Eğer bu firmanın hiç vergi ödemediğini kabul edersek aşağıdaki denklemde gösterildiği gibi ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yani firmanın gerekli karlılık oranı ile özsermaye karlılığı aynı olacaktır.

$$E + (1 - (T=0))D = \text{sabit}$$

$$E + D = 0 \text{ ise}$$

$$WACC = ROE$$

Aynı zamanda Grafik 2, M&M teoreminin savunduğu davranışları da

göstermektedir. ROE doğrusal bir biçimde yükselirken, WACC $\frac{D}{E}$ ile doğrusal olmayan bir düşüş gösterir.

Bu analizle ilgilenmemizin nedeni, yabancı kaynak ve özsermaye kullanım oranının daha doğrusu sermaye yapısının optimizasyonunun, firmaların karlılıklarını arttıracığı düşüncesidir. Doğal olarak bankacılık sisteminin de fon sağlayan en önemli kurum olduğu düşünülürse; reel sektör, yabancı kaynak özellikle de banka kredileri ve M&M teoremi üçlemesi daha iyi anlaşılabilir.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ İLE TÜRK İMALAT SANAYİ ARASINDAKİ FİNANSAL İLİŞKİ

Finansal sistem içindeki finans kesimi doğrudan reel değer üretmez ama daha öncede belirtildiği gibi reel değerlerin üretilmesi için kaynak aktarım görevini üstlenir. Ülke ekonomisinde bu görev reel sektörün üretkenliği ve ekonominin büyümesi için çok önemlidir. Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde ise, reel değer yaratma sürecinde finansal sistemin bu görevi daha da önem kazanmaktadır. Çünkü firmalar, genelde enflasyonun bulunduğu ve istikrarsızlığın devam ettiği ülkelerinde yatırımlarını finanse edecek kaynağı ve işletme sermayelerini bulmada zorlanmakta ve yabancı kaynak talebi için sistem içindeki finansal piyasalara başvurumaktadırlar.

Yabancı kaynağın ise nereden elde edileceği sorusu, firmaların tercihinin yanında ülkedeki finans piyasalarının gelişimine de bağlıdır. Bu nedenle diğer değişkenler veri iken sermaye piyasalarının geliştiği ekonomik ortamda firmalar daha çok doğrudan finansmanı tercih edebileceklerdir. Ancak Türkiye gibi sermaye piyasalarının tam anlamıyla gelişmediği, bankacılık sektörünün hakim olduğu bir finansal sistemde firmalar yabancı kaynak talebi için doğal olarak bankacılık sektörüne başvuracaklardır. Türk Bankacılık Sektörü (TBS) ile Türkiye İmalat Sanayi arasındaki finansal ilişkide dolaylı finansman yöntemi olan krediler vasıtasıyla kurulmuş olacaktır.

2.1. TÜRKİYE'DE BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN FİNANSAL SİSTEM İÇİNDEKİ YERİ, GELİŞİMİ VE YAPISI

Türkiye'de finansal sistemi niteleyen iki temel özellik vardır. Bunlar; bankacılık kesiminin finansal sisteme hakimiyeti ve Türk finansal sisteminin azgelişmiş olmasıdır. Sermaye piyasalarının hala gelişmemiş olması, firmaların fon ihtiyaçları için dolaylı finansman yöntemi olan kredilere başvurmasını kaçınılmaz kılmaktadır. Ülkemizde kredileri sağlayan en önemli kesim bankacılık sektörü olduğu için de, Türk finansal sisteminin bankacılık sektörü ile özleştirilmesi yanlış olmayacaktır. Ayrıca Türk finansal sisteminin gelişmiş ülkelere oranla daha az gelişmiş olması da önemli bir özelliğidir. Örneğin, bankacılık sektörünün toplam

varlıklarının GSYİH içindeki oranı Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde ortalama %457, aday ülkelerde ortalama %117 iken Türkiye’de sadece %94’tür (Ersel, Filiztekin, 2004: 34). Bu durum reel değerlerin artması yani ülke ekonomisinin büyümesi için finansal piyasaların ve bankacılık sektörünün geliştirilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

2.1.1. TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ’NÜN GELİŞİMİ

Bir ülkedeki üretim yapısının sektörler arası bağımlılıkları içermesi, ekonomideki kaynak akımlarının merkezinde bulunan finansal sektörü ekonomik büyümenin itici gücü konumuna getirmektedir. Türk finansal sisteminin de toplam varlıklarının kurumsal dağılımı incelendiğinde, bankacılık kesiminin özel finans kurumları dahil %94 civarında bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, bankacılık sektörü Türk finansal sisteminin belkemiğini oluşturmakta ve mali aracılık hizmetlerinin temel sağlayıcısı olmaktadır. Bankacılık sektörü hem reel ekonomi hem de para ve maliye politikalarının oluşturulması ve uygulanması açısından büyük önem taşımaktadır (BDDK, 2003: 4).

Türkiye’nin 1980 yılı öncesi finans sistemini incelemeye alırsak; bu dönemde, finans piyasalarının katı bir denetleme sistemine sahip olduğunu görürüz. 1980 öncesi dönemde, mevduat faizlerine tavan koyulmuş yani faizlerin üst sınırları devlet denetimi altına alınmış, diğer taraftan ise, finansal gelirler ve işlemler büyük oranda vergiye tabi tutulmuştur. Yine bu dönemde, rezerv ve likidite oranları ve aracılık maliyetleri yüksek düzeylerde seyretmiştir. Bu dönemin bir diğer özelliği ise, işletmelerin ihtiyaç duydukları finansmanı borç senedi veya hisse senedi gibi finansal araçlar kullanarak değil, doğrudan banka kredileri aracılığıyla sağlamış olmalarıdır. Ayrıca, yabancı finansal kurumların yurtiçi piyasalara girişi engellenmiş, dış finansal operasyonlara ve yabancı aktif tutmaya da sınırlamalar getirilmiştir. Yukarıda belirtilen faktörlerin de etkisiyle, sermaye piyasaları bu dönemde gelişmemiş ve hükümet kontrolü altında tutulmuştur. Tüm bu faktörlerin yanında, dış ticaret ve döviz giriş çıkışı da kontrol altında tutulmuş ve para ve kredi sistemleri baskı altına alınarak doğrudan ekonomiye müdahale edilmiştir (Oksay, 2000: 2).

Planlı kalkınma dönemini yansıtan 1960-1980 arası, ihracat artışına ve kaynakların etkin kullanımına önem vermeksizin yürütülen sanayileşme politikaları

ve ardı ardına gelen iki petrol krizi ile birlikte, ekonomi 1970'lerin sonunda bir darboğaz içine girmiştir. 1979 yılı sonunda çok ciddi bir döviz krizi eşliğinde yüksek oranlı enflasyon ile karşı karşıya kalınmış ve bu nedenle 24 Ocak 1980'de bir istikrar ve yapısal değişim programı uygulamaya konulmuştur (Apak, 2001: 33).

24 Ocak Kararları ile, Türkiye ekonomisinde önemli ve köklü değişikliklerin başlatılmasıyla, Türk Bankacılık Sektörü'nde de, bu tarihten itibaren hızlı bir gelişme görülmüş ve sektörde finansal serbestleşmenin alt yapısı hazırlanmıştır.

Sektöre yönelik alınan kararların işlerlik kazanabilmesi için, McKinnon-Show yaklaşımına uygun olarak, pozitif reel faiz uygulamasına geçilmiş ve Haziran 1980'de faiz oranları serbest bırakılmıştır. Temmuz 1980'de daha sonra 3182 sayılı Bankalar Kanunu'na dönüşecek olan 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) kabul edilmiş ve bankacılık sektörüne yeni bankaların girişi kolaylaştırılmıştır. Bu sürecin ardından bankacılık sektörüne, uluslararası piyasalara açılmasının yolunu açan 30 ve 32 sayılı kararlar alınmıştır (Çolak, 2001: 16). 32 sayılı kararla menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda girişi ve çıkışı, Türkiye'de yerleşik kişilerce bu mali araçların yurt dışında ihraç edilmesi, arz ve satışı serbestleştirilmiştir. Bu kararlar Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışından aynı ve nakdi kredi temin etmeleri (bu kredileri bankalar ve özel finans kurumları kanalıyla kullanmaları koşuluyla) serbest bırakılmıştır. Aynı şekilde, Türkiye'de yerleşik kişilerin yurt dışında veya serbest bölgelerde yatırım yapmaları, ticari faaliyette bulunmaları, özel şirket kurmaları, aynı ve nakdi sermayeyi yurt dışına ihraç etmeleri serbest duruma getirilmiştir (Seyidoğlu, 2003: 145). Ancak yukarıda değinildiği gibi Türkiye ekonomisindeki olumlu gelişmeler nasıl TBS'nü pozitif etkiliyorsa olumsuz gelişmelerde sektörü negatif etkilemektedir. 1990'lı yıllarda ortaya çıkan bazı olumsuz ekonomik faktörler bankacılık sektörünün gelişiminin durmasına neden olmuştur. Özellikle bu yıllarda yüksek kamu borçlanma ihtiyacının gittikçe artan bir şekilde iç borçlanma ile finanse edilmesi, kısır yurtiçi sermaye piyasaları üzerinde baskı yaratarak risk priminin yükselmesine ve enflasyonist beklentilerin katılmasına neden olmuştur. Yönetilen yurtiçi kaynaklı borçlanma ve yönetilen kur politikası sonucu, bankalar yüksek kar sağlayan devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) ve açık pozisyona yönelmiş, klasik bankacılık faaliyetlerinden uzaklaşmışlardır. Sektörde banka sayısı hızla artmış ve diğer ülkelerle

karşılaştırıldığında, sektörde parçalı bir yapı oluşmuştur. Sektörde parçalı yapının yanı sıra, ekonomik istikrarsızlığın getirdiği belirsizlik ortamı, tasarrufların döviz cinsinden tutulmasına neden olurken, finansal araçlara olan arz ve talebin, ekonominin derinliğinin gerektirdiği boyutlara ulaşmasını engellemiştir. Dolayısıyla, finansal sistemde yabancı paranın ağırlığı artarken, sisteme yüksek faiz oranlı, kısa vade yapılı ve sık bir yapı hakim olmuştur (Alidedoğlu, Gökent, 2002: 69).

Son yıllarda ise, ekonomik performansın iyileşmesi diğer sektörleri olduğu gibi finansal sektörü de olumlu yönde etkilemiştir. Finansal sektöre ve bankalara duyulan güven tam sağlanamasa da artmıştır. Bankaların uluslararası kredi değerliliği yükselmiştir. Para piyasalarında sağlanan istikrar, ekonomik aktivitenin büyümesi, mali durumu bozulan bankaların sistem dışına çıkarılması nedeniyle rekabet koşullarındaki iyileşme, faaliyetini sürdüren bankaların bilanço yapılarını ve özkaynaklarını güçlendirme çabalarına bağlı olarak, finansal kurumlar faaliyetlerini daha sağlıklı bir ortamda sürdürmüşlerdir. 2004 yılı itibariyle TL cinsinden finansal araçlara olan talep artmaya devam etmiş, enflasyon ve faiz oranlarının düşmesi yanında döviz pozisyonundaki iyileşme nedeniyle temel bazı riskler daha makul düzeye çekilebilmiştir (BDDK, 2004: 12). Sektördeki ve ekonomideki olumlu gelişmelerin 2005 yılında da sürdürülebilmesi sonucunda toplam kredilerin gayri safi milli hasıla (GSMH) içindeki payı da artmıştır.

2.1.2. TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ'NÜN YAPISI

1980 yılından sonraki bankacılık sektöründeki genişleme süreci banka sayısına da yansımış, banka sayısı 1980 yılında 43'den, 1990 yılında 64'e, 1999 yılında ise 81'e ulaşmıştır (Aras, Müslümov, 2004: 6). 2000 yılında, banka sayısında başlayan azalma 2005 yılında da devam etmiş, 2004 yılında 48 olan banka sayısı 1 azalarak 47'ye gerilemiştir. Faaliyet gösteren bankaların 34'ü mevduat bankası, 13'ü ise kalkınma ve yatırım bankalarıdır. Mevduat bankalarından 3'ü kamusal sermayeli, 17'si ise özel sermayeli bankadır. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesinde 1 banka bulunmaktadır. Yabancı sermayeli mevduat bankalarının sayısı 13 olmuştur. Kalkınma ve yatırım bankalarının 3'ü kamu sermayeli, 8'i özel sermayeli ve 2'si yabancı sermayeli bankadır.

2005 yılında şube sayısı da artmaya devam etmiştir. Toplam şube sayısı 141

artarak 6247'ye yükselmiştir. Şube sayısı mevduat bankaları grubunda 140, kalkınma ve yatırım bankaları grubunda 1 tane artmıştır. Şube sayısı yabancı sermayeli mevduat bankalarında 184 adet artmıştır. Özel sermayeli mevduat bankalarındaki artış 70 adet olmuştur. Kamu sermayeli mevduat bankalarının şube sayısı 114 adet azalmıştır (TBB, 2006: 34).

Türk Bankacılık Sektörü incelemeye alındığında aslında göze çarpan ilk özelliği yoğunlaşmanın yüksek olması nedeniyle sektörün oligopolistik yapıya sahip olmasıdır. Sistem içindeki ilk beş büyük banka sektörü kontrol edip yönlendirmektedir. 2002 yılında, sektördeki ilk beş bankanın sektör aktif payı %58, mevduat payı %61, kredi payı ise %55 dir. İlk on bankanın ise, sektör aktif payı %81, mevduat payı %86, kredi payı %74 iken 2005 yılı sonu itibariyle bu oranlar sırasıyla, ilk beş banka için %63, %66, %56, ilk on banka için %85, %89, %81 olmuştur (TBB, 2006: 38). Dikkat edilecek olursa sektöre hakim ilk beş bankanın kredi payı üç sene içinde sadece %1 artmıştır ve bu bankalar 2005 yılı itibariyle reel sektöre aktarılan kredilerin ½'sini ellerinde bulundurmaktadır.

Türk Bankacılık Sektörü'nün karlılık oranları ise, genel olarak yüksektir. Sektörün 2001 krizinin yaşandığı yıl net aktif karlılık oranı %-5.7, özkaynak karlılığı %-58.4 iken 2002 yılında bu oranlar %1.1 ve %9.2 olmuştur (TBB, 2005: 20). Sektörün 2004 yılındaki net aktif karlılığı ise, %3.3'den 2005 yılında %2.7'ye, özkaynak karlılığı %15.8'den %11.8'e gerilemiştir (TBB, 2006: 44). Ancak dünya bankalarının net aktif karlılığı %1 iken Türk bankalarında bu oranın %3'e yakın olması Türk bankalarının dünya bankalarına göre daha karlı çalıştığını göstermektedir. TBS'ndeki karlılık oranlarının yüksek olma nedenleri, verimlilik yerine, sistemdeki fazla talep nedeniyle iç piyasaya yüksek faizle kredi verilebilmesi, sektördeki rekabetin istenilen düzeyde olmaması dolayısıyla yoğunlaşma oranının yüksekliği yani oligopolistik yapısının varolmasıdır (Kaya, 2002: 14).

Türkiye'de 1980 sonrasında bankacılık sektörü ve sermaye piyasası aracılığı ile yaratılan kaynaklara bakıldığında, bankacılık sektörünce yaratılan mevduatın önemli yer tuttuğu görülmektedir. Ancak mevduat ve kredi hacminin GSMH'ya oranı gelişmiş ülkelerin hala oldukça gerisindedir. Son bir iki yılda yakalanan olumlu ekonomik konjonktüre rağmen, artan kredi boyutunu banka mevduatlarındaki artış

izleyememiştir. Bunun nedeni, hanehalkının gelecekte ekonominin daha istikrarlı bir yapı alacağına olan güveninin henüz yeterli düzeyde sağlanamamış olmasına bağlanabilir (TÜSİAD, 2005: 14). Eğer bu güven zamanla oluşmazsa, ileride mevduat artışı doğal olarak da reel sektöre aktarılan kredi oranları bundan etkilenecektir.

1990-2005 döneminde, mevduatın bilanço içindeki payı ortalama %62.9'dur. Mevduat ve kredi oranlarındaki gelişmeleri gösteren Tablo 2'den de görüldüğü üzere, toplam mevduatın pasif içindeki payının en yüksek olduğu yıl %68.9 ile 2001 yılıdır. 1994 yılı %133.9 oranında artış ile toplam mevduatın bir önceki yıla göre en yüksek arttığı yıldır. 2001 krizinden sonra, önceki yıla göre artış önemli ölçüde azalma göstermiş %70'lerden %20'lere inmiştir. Artışın en az olduğu yıl ise %12.9 ile 2003 yılıdır. 2003 yılından sonra mevduattaki artış oranı yükselmesine rağmen hala yıllık artışlar %30 civarlarında devam etmektedir.

Mevduatın GSMH'ya oranı, ülkedeki yatırımları finanse edecek kaynağın büyüklüğünün bir göstergesidir ve gelecekteki ekonomik büyümeyi doğrudan etkileyecek bir faktördür. Aynı şekilde kredilerin GSMH'ya oranının büyüklüğü de o ekonominin gelişmişliğinin göstergelerinden biridir. Mevduatın GSMH'ya oranı, uygulanan pozitif reel faiz politikasının da etkisiyle 1980'li yıllar boyunca artış kaydetmiştir. Ancak 1980'li yılların sonu ve 1990'lı yılların başlarından itibaren mevduatın pasif içindeki ve GSMH içindeki oranı düşmeye başlamıştır (Güven, 2002: 90). Bankacılık sektörü toplam mevduatın GSMH içindeki payı, 1994 yılından sonra genel olarak yükselmiş, 2001 krizinden sonra tekrar düşme eğiliminde olmuştur. Toplam mevduat/GSMH oranının en yüksek olduğu yıl 2001 yılıdır ancak aynı yılda ve 2002'de kredilerin aktif içindeki payı en düşük seviyesindedir. Bu durum bankaların bir firma olarak kendilerini güvence altına almak istemelerinden kaynaklanmıştır. Toplam kredilerin bir önceki yıla göre artışının en yüksek olduğu yıllar ise 1995, 1996 ve 1997 iken en az olduğu yıl yine 2001'dir.

Tablo 2: Mevduat ve Kredi Oranlarındaki Gelişmeler (%)

YILLAR	TOPLAM MEVDUAT/ PASİF	MEVDUAT (Bir Önceki Yıla Göre Artış Oranı)	TOPLAM MEVDUAT/ GSMH	TOPLAM KREDİ/ AKTİF	KREDİ (Bir Önceki Yıla Göre Artış Oranı)	TOPLAM KREDİ/ GSMH	KREDİ/ MEVDUAT
1990	56.2	-	23.4	46.9	-	18.6	83.5
1991	56.3	74.8	26.3	43.8	63.0	20.1	77.9
1992	55.1	83.6	27.6	41.7	78.6	20.6	75.7
1993	52.0	78.3	27.2	41.3	87.3	21.8	79.5
1994	63.1	133.9	32.8	39.1	82.1	20.2	61.9
1995	64.9	108.9	33.9	42.5	120.7	22.2	65.4
1996	68.5	130.6	41.0	43.0	121.3	25.7	62.8
1997	64.7	104.1	42.6	45.4	128.2	29.9	70.2
1998	65.6	92.7	45.1	38.4	60.2	26.3	58.3
1999	66.9	99.5	61.6	30.1	53.7	27.7	44.9
2000	65.6	41.8	54.3	32.8	57.5	27.1	49.9
2001	68.9	70.4	66.5	21.9	8.3	20.6	31.7
2002	66.9	22.0	51.2	21.6	23.8	16.3	32.2
2003	64.3	12.9	44.7	24.5	33.5	17.4	38.7
2004	64.4	22.7	46.3	33.6	57.8	24.6	49.4
2005	63.8	28.4	42.5	38.5	50.0	25.5	57.7

Kaynak: TBB Bankalarımız, www.tbb.org.tr

TCMB İstatistiki Veriler yardımıyla hesaplanmıştır.

1991-1993 döneminde krediler ve mevduatların aynı düzeyde seyretmiş olması, neredeyse mevduatın pasif içindeki payı kadar kredilerin aktif içindeki payının olması bankaların reel sektörü fonladığını göstermektedir. Ancak 1994 yılında toplam mevduat/pasif oranı toplam kredi/aktif oranından yaklaşık 2 kat yüksektir ve bu yıldan sonra da bu oranlar birbirine çok da paralel olarak artmamıştır. Hatta 1997 yılından sonra 2001 yılına kadar mevduatın payı yükselirken

kredilerin payında düşme yaşanmıştır.

Kredilerin GSMH içindeki payı da oldukça düşüktür ve incelenen dönemde hiçbir yılda %30'ların üzerine çıkmamıştır. 2003 yılı verilerine göre, bu oran Mısır'da %60, Polonya'da %40 iken Türkiye'de %17.4 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın en yüksek olduğu yıl 1997 yılıyken en düşük olduğu yıl ise 2002 yılıdır. Bunlara ek olarak, 2005 yılında toplam mevduatın GSMH'ya oranı 1990 yılına göre %81.6 oranında artarken, toplam kredilerin GSMH içindeki oranı % 37 oranında artış göstermiştir.

Son bir iki yılda ise yakalanan olumlu ekonomik konjonktüre rağmen, artan kredi boyutunu bankaların mevduatlarındaki artış izleyememiştir. Bunun nedeni hanehalkının gelecekte ekonominin daha istikrarlı bir platforma ulaşacağına olan güveninin henüz yeterli düzeyde sağlanamamış olmasına bağlanabilir. Aynı güvensizlik unsuruna bağlı olarak mevduat vadelerinin hala çok kısa olması, uzun vadeli kredi verilmesini (banka bilançolarında oluşturacağı vade uyumsuzluğu riski nedeni ile) önlediği gibi finansal istikrarlılık için aksama göstergesidir. Bu noktada hanehalkının ekonominin uzun dönem geleceği ile ilgili beklentilerinin büyük piyasa oyuncuları ile aynı yönde ve olumlulukta olmaması çok önemli bir sakıncadır ve bu beklenti uyumunun sağlanabilmesi reel sektör bankacılık ilişkilerinin daha sağlam temellere gelmesinde önemli bir rol oynayacaktır (TÜSİAD, 2005: 4).

Ekonomideki tasarrufların yatırımlara dönüşme performansı açısından bir gösterge olarak kabul edilen krediler/mevduat oranına da bakılması gerekir. Mevduatın krediye dönüşme oranı, ülkenin finansal piyasasının gelişmişliğinin bir göstergesidir ve oran gelişmiş ülkeler için yüksek, az gelişmiş ülkeler için düşük olacaktır (TÜSİAD, 2005: 15). Türkiye'de bu oran son derece düşüktür. Özellikle 1997 yılından sonra mevduatın gittikçe daha az oranda krediye dönüştüğü görülmektedir. Kredi/mevduat oranının en düşük olduğu yıl yine 2001 yılıdır. Dikkat edilecek olursa kriz dönemlerinde, oranın düşme eğilimi daha da fazladır. Çünkü bu dönemlerde krizin yarattığı belirsizlikle, bankaların kendilerini güvence altına alma yani faiz ve kredi riskinden korunma amacıyla ellerinde daha fazla likit tutma güdülerini artmaktadır.

Bankacılık sektörünün, Haziran 2002'de başlayan yeniden yapılandırma

programı çerçevesine alınmasından sonra toplam kredilerin aktif içindeki payı ve mevduatın krediye dönüşme oranı yükselmeye başlamıştır ancak 1990'lı yıllardaki oranlarına hala ulaşamamıştır. Son yıllarda bu oranların yüksek olmasının çok bir şey ifade etmemesi ise, hem mevduatın pasif içindeki oranının düşmesinden hem de reel sektörün hala yabancı kaynak bulma olasılığının %50 civarında olmasından kaynaklanmaktadır.

Toplam kredilerin aktif içindeki payının ve kredi/mevduat oranının, zaman zaman artıp azalmasına rağmen hala 1990 yılına göre düşük olmasının en önemli nedeni kamunun yüksek iç borçlanma gereksiniminin piyasadaki en büyük finansal aracı olan bankalar tarafından sağlanmasıdır. Yüksek kamu açıklarındaki artış ve bu açıkların yüksek reel faizler ile yurtiçi piyasalardan finansmanı, bankaların reel ekonomiye kaynak sağlamaktan uzaklaşarak kamu açıklarını finanse etmeye yönelmelerine yol açmıştır. Yüksek reel faizlerin ortaya çıkardığı arbitraj imkanı bankacılık kesiminin yurtdışından borçlanarak kamu açıklarını finanse etmelerini cazip hale getirmiş, bu durum bankacılık sektörünün döviz açık pozisyonlarının artması ile sonuçlanmıştır. Bu eğilim sonucunda, devlet iç borçlanma senetlerinin bankaların toplam aktifleri içindeki payı artmıştır. Devlet iç borçlanma senetlerine sağlanan vergi avantajları ile dispoñibiliteye ilişkin yasal düzenlemeler de bankaların DİBS portföylerindeki artışta etkili olmuştur (İşcan, 2003: 74). Sonuçta bankacılık sektörünün DİBS'e yönelmesi reel kesime aktarılabileceği fonları daraltan etkenlerden biri olmuştur.

Bankalar belli bir getirisi ile birlikte riski olan kredilendirme ile, güvenli bir plasman biçimi olan devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapmak arasında bir portföy tercihi yapmak durumundadır (Aydın, 2002: 8). Bu portföy tercihi bankaların bilançosundaki kamu kağıtlarının aktif içindeki payından ve kredi/kamu kağıtları oranından takip edilebilir. Bu nedenle bankacılık sektöründeki kamu kağıtlarının gelişimini görebilmek ve toplam krediler ile karşılaştırmalı olarak analiz edebilmek için Tablo 3 hazırlanmıştır. Tablo 3'ten de görüldüğü üzere, bankaların portföylerinde bulundukları kamu kağıtları oranı 2001 ve 2002 yıllarında en yüksek seviyelerindedir. Bir önceki yıla göre artış oranının en yüksek olduğu yıl ise %208.7 ile 2001 yılıdır. 2003 ve 2005 yıllarında bankaların kamu kağıtlarına talebi hızla düşmüş önceki yıllara göre talebin gerilediği gözlenmiştir. Toplam kredi/kamu

kağıtları oranına baktığımızda ise, bankaların plasman tercihleri daha net ortaya çıkmaktadır. Fon kaynaklarının kullanımının 1996 yılına kadar kredi arzına, ancak daha sonra kamu kağıtlarına yöneldiği gayet açıktır.

Tablo 3: Kamu Kağıtlarının Bankacılık Sektöründeki Gelişimi (%)

YILLAR	KAMU KAĞITLARI/ TOPLAM AKTİF	KAMU KAĞITLARI (Bir Önceki Yıla Göre Artış Oranı)	TOPLAM KREDİ/KAMU KAĞITLARI	İÇ BORLANMADA BANKALARIN PAYI
1990	9.0	-	5.1	85.9
1991	10.0	93.7	4.3	92.8
1992	9.3	68.3	4.6	79.1
1993	9.0	90.1	4.5	77.8
1994	7.9	68.3	4.9	71.5
1995	7.1	81.7	5.9	81.6
1996	11.0	239.2	3.9	84.4
1997	11.7	131.1	3.8	89.5
1998	12.7	105.5	3.0	86.8
1999	16.0	146.8	1.8	85.3
2000	14.4	56.6	1.8	75.9
2001	33.1	208.7	0.6	74.5
2002	29.5	12.2	0.8	79.8
2003	22.3	-11.1	1.2	75.5
2004	21.6	18.3	1.5	85.8
2005	15.3	-7.8	2.5	88.3

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, www.hazine.gov.tr

TBB Bankalarımız, www.tbb.gov.tr, verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Özellikle 2001 ve 2002 yıllarında oranların 0.6 ve 0.8 olması krediden daha fazla kamu kağıdına yönelindiğini göstermektedir. Bu oranın 1995 yılından sonra düşmesinde yani kamu kağıtlarının tercihinde; kamu kağıtlarının likiditesinin yüksek olması, vergiden muaf tutulması veya vergi oranının çok düşük olması, riskinin sıfır olması, karşılık ayrılmaması yüzünden toplam karşılık giderlerinin düşmesi ve bunun

kara olumlu yansımaları, kamu kuruluşlarının ihale ve sözleşmelerinde teminat olarak kullanılabilmesi, sermaye yeterliliği standart rasyosunun hesaplanmasında kamu kağıtlarının risk ağırlığı sıfır olan varlıklar içinde yer alması gibi nedenler sayılabilir (Aydın, 2002: 9).

Eğer Tablo 2 ile Tablo 3'ü birlikte ele alıp incelersek, 2001 ve 2002 yıllarında toplam kredilerin aktif içindeki payının en düşük yıllar olmasına rağmen, kamu kağıtlarının aktif içindeki payının en yüksek yıllar olduğu daha rahat görülebilecektir. 1995 yılından sonra bankaların kaynakları kamu kağıtlarına plase edilirken, 2002 yılından sonra da durum değişerek fonlar kredilere kaymaya başlamıştır. Sonuçta iki tablo birlikte ele alındığında kamu kağıtlarına talebin artmasının reel sektöre aktarılan kredilerin arzını daralttığı açıkça ortaya çıkmaktadır.

Portföy tercihinin yanı sıra aracılık maliyetlerinin yüksek olması da, kredilerin firmalara olan maliyetlerini arttırarak ve açılmış olan kredilerin geri dönme kapasitesini azaltarak, bankacılık sektörünün reel sektörü finanse etme gücünü sınırlandırmaktadır. Bu nedenle büyük ve mali yapısı sağlam firmalar daha düşük faiz ile yurtdışından borçlanmaya gitmektedirler. Yurtdışından borçlanma imkanı olmayan küçük ve orta boy firmalar ise yüksek faizle yurtiçi bankalardan borçlanmak zorunda kalmaktadır. Bu nedenle, küçük ve orta boy firmalar kredi hacmindeki daralmadan en fazla etkilenen sektörler olmaktadır (TCMB, 2003: 35).

Tablo 3'te açıklanması gereken bir başka oranda, iç borçlanmanın birincil piyasalardaki alıcılarına göre dağılımındaki bankaların payıdır. Tablo 3'ten de görüldüğü üzere 1990-2005 döneminde değişmez bir şekilde kamunun en büyük fonlayıcısı bankalar olmuştur. Bu dönemde bankaların iç borç senetlerindeki payı %92.8 ile %71.5 arasında değişmektedir. Bankaların payı en yüksek değerini 1991 yılında alırken en düşük değerini 1994 yılında almıştır.

Son iki yıldır TBS tarafından kullanılan kredilerde yaşanan hızlı artışa bağlı olarak sermaye yeterlilik oranı yani özkaynaklar/(Risk Ağırlıklı Varlıklar+Piyasa Riskine Esas Tutar) oranı da düşmüştür. 2004 yılında %28 olan bu oran 2005 yılında %24.2 olarak gerçekleşmiştir. Bu hızlı düşüşte, risk ağırlıklı varlıklar olarak hesaplanan kredilerin nominal büyüklüğünün döviz kurlarında yaşanan artışa bağlı olarak hızlı bir şekilde yükselişi etkili olmuştur (DPT, 2006: 27).

2.2. TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN REEL SEKTÖR İÇİNDEKİ YERİ, GELİŞİMİ VE YAPISI

Türk İmalat Sanayi, sanayi sektörü içinde üretimde %80, yatırımda %70, istihdamda %90 paya sahip olup en önemli dinamik alt sektördür. Türkiye'deki reel sektörün %50'sini oluşturması nedeniyle de yatırım ve üretim kararları önemlidir. Ülkemizde uzun senelerdir enflasyonist bir ortamın bulunması, reel sektörü bunun içinde de imalat sanayini olumsuz olarak etkilemiştir. Çünkü firmalar ekonomideki belirsizlik yüzünden ya yatırım kararlarını geciktirmekte ya da yatırım yapmaya karar verdiklerinde gereken fonu bulamamaktadır. Bir önceki bölümde de değinildiği üzere yatırımları fonlayacak kurumlar, daha önceki yıllarda fonlarını yatırım finansmanına kaydırmayıp, mikroekonomik açıdan bir şirket oldukları için karlarını maksimize etme düşüncesiyle daha karlı gördükleri ya da karlı olmasa dahi güvenli buldukları alanlara fonlarını kaydırmışlardır. Son zamanlarda bu durum değişse de yani toplam kredi hacmi artsa da, gelişmiş ülkelere oranla reel sektör hala yeterince ve gerektiği gibi fonlanmamaktadır. Bu durum reel sektörün gelişiminin, doğal olarak da ekonominin büyümesinin önünde bir engel oluşturmaktadır.

2.2.1. SANAYİLEŞME POLİTİKALARI VE TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN YAPILANMA SÜRECİ

Türkiye'de, 1963'den itibaren planlı kalkınma dönemine girilmiş, sanayileşme stratejisi olarak da, ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi seçilmiştir. 1980 sonrasında ise, finansal serbestleşme ile birlikte sanayileşmede de dışa dönük, piyasa odaklı, ihracata dayalı sanayileşme stratejisi uygulanmıştır. Birinci, İkinci ve Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planlarını kapsayan 1963-1977 döneminde uygulanan ithal ikamesinin ilk ve kolay aşamasında büyük ölçüde başarılı olunmuş; buna karşılık ara ve yatırım mallarını ikameye yönelik olan, daha ileri teknikleri, daha geniş pazarları ve daha yoğun sermayeyi gerektiren sonraki aşamalarda pek başarı sağlanamamıştır. Üretim maliyetleri yüksek olan ve küçük ölçeklerde çalışan işletmeler, dış rekabete karşı ithal yasakları, miktar kısıtlamaları, yüksek gümrük tarifeleri ve ulusal parayı aşırı değerlendiren döviz kuru politikaları aracılığı ile korunmaya çalışılmıştır. Bu çabalara rağmen, özellikle ara malı ithalat ihtiyacının yüksekliği nedeniyle ithalatın sürekli arttığı, yeterli ithalat

yapılamadığından da üretimde tıkanmaların ve kapasite kullanımı düşüklüklerinin ortaya çıktığı bir yapı oluşmuştur. Petrol krizinin başladığı 1970'li yılların ortalarına kadar bu tür sanayileşmenin sıkıntısı fazla hissedilmemiş, ama petrol fiyatları artmaya başladıktan sonra Türkiye'nin ara malları ithalatı da pahalılaşmaya başlayınca, döviz konusunda oldukça zor duruma girilmiştir (Egeli, 2001: 157). Bunun sonucunda da 24 Ocak 1980 İstikrar Tedbirleri ve devamında izlenen politikalar ile ihracata yönelik sanayileşmeye geçilmiştir.

Fikret Şenses ve Erol Taymaz'a (2003: 2-3) göre, üç temel özellik 1980 sonrası dönemi önceki dönemden ayırmaktadır. Bunlardan birincisi, ithal ikamesine dayalı içe dönük sanayileşme politikalarının yerini ekonominin dünya ekonomisiyle bütünleşmesini amaçlayan dışa dönük politikalara bırakmasıdır. Dış ticarete miktar kısıtlamaları kaldırılarak ve gümrük vergileri çok büyük ölçüde düşürülerek dış ticaret liberalizasyonu yolunda 1980'li yıllarda önemli bir mesafe katedildikten sonra Ağustos 1989'da sermaye hareketlerinin serbest bırakılması ve bu çerçevede 1980 yılı başlarından itibaren doğrudan yabancı sermaye akımları üzerindeki kısıtların kaldırılması bu amaca yönelik en önemli adımları oluşturmuştur. Yine bu bağlamda, 1987 yılında AB'ne tam üyelik başvurusunun yapılması, 1995 yılında AB ile Gümrük Birliği'ne girilmesi, Orta Doğu ülkeleriyle ve 1989 sonrasında eski sosyalist ülkelerle ekonomik ilişkilere ivme kazandırılması ve uluslararası mal ve hizmet akımlarının serbestleşmesini amaçlayan uluslararası anlaşmalara uyum sağlanması çerçevesinde 1995 yılında Dünya Ticaret Örgütü'ne (DTÖ) üye olunması önemli gelişmeler arasında ön plana çıkmıştır. Diğer önemli özellik de, 1980 öncesi döneme damgasını vuran ve önceden belirlenmiş sektör öncelikleri doğrultusunda uygulanan seçici sanayileşme politikalarının yerini giderek sektörel ve özel, kamu ve yabancı yatırımlar arasında fark gözetmeyen yansız sanayileşme politikalarını bırakmış olmasıdır.

İkinci temel özellik, devletin ekonomi alanındaki rolünde gözlenen belirgin değişikliktir. 1980 öncesinde devlet, kamu yatırımları aracılığıyla tüketim, ara ve yatırım malı üreten sanayi dallarının tümünde doğrudan üretici olarak ön plana çıkarken, 1980 sonrasında bu durum değişmiş devletin yatırım ve üretimde rolü azalmıştır. Fiyat kontrollerinin ve sübvansiyonların kaldırılması, dış ticarete ve iç ve dış finans piyasalarında sağlanan liberalizasyon, faiz oranları ve döviz kuru

üzerindeki denetimin çok büyük ölçüde azaltılması, kamu işletmelerinin ve bankalarının özellikle 1990 sonrası dönemde özelleştirilmesi sürecinin hız kazanması, sanayi kuruluşlarının yabancılara satılması ve/veya şirket evlilikleri sürecinin hızlanması ve bu yolla sanayi üretim ve yatırımlarında devletin yerini yerli ve yabancı özel sermayeye bırakması bu sürecin en temel halkalarını oluşturmaktadır.

1980 sonrası dönemin üçüncü temel özelliği, sanayileşmeye ilişkin temel yaklaşımların ve politikaların oluşturulmasında dış dinamiklerin ön plana çıkmasıdır. 1980 sonrası dönemde bu konudaki belirleyici dış etkiler ağırlıkla Bretton Woods Kuruluşları'ndan kaynaklanmaktadır. 1980 sonrası dönemde uygulanan neoliberal politikalar sanayileşme süreci içinde bütünüyle çok farklı bir ortamın oluşmasına yol açmıştır. Böylece, başta Dünya Bankası'yla imzalanan ve 1980'li yılların ilk yarısında uygulanan yapısal uyum anlaşmaları aracılığıyla olmak üzere Bretton Woods Kuruluşları'nın bu süreç üzerindeki etkisinin hemen her alanda hissedildiği bir döneme girilmiştir. Bu anlaşmaları ilk uygulayan ülkelerden biri olan Türkiye bu çerçevede uygulamaya koyması beklenen yapısal reformları en az sapmayla uygulayan ülkeler arasında yer almıştır.

Aslında 1980'den sonra uygulanan ihracatı arttırma politikaları 80'li yılların sonuna doğru etkisini kaybetmiştir. Bunun en önemli nedenleri arasında parasal desteklere başvurulmasının önündeki uluslararası anlaşmalardan kaynaklanan engeller, devalüasyonların etkisinin sınırlı sayıda sektörün ihracatı üzerinde etkili olması, işçi ücretlerinin daha fazla düşürülmesini engelleyecek siyasi ortamın gelişmesi sayılabilir. Bu durumda, Türk sanayisinin uzun dönemli yapısal bir rekabet gücü artışı için yeni sanayileşme politikaları oluşturulması 1990'lı yıllarda gündeme gelmeye başlamıştır. Ancak aynı zamanda 1989'dan sonra uygulanmaya başlayan finansal serbestleşme imalat sanayine çeşitli nedenlerle olumsuz etkiler yaratmıştır. En önemlileri, kamu hesaplarındaki bozulma nedeniyle, kamu alt yapı yatırımlarının durması, faiz oranlarının hızla yükselerek imalat sanayi sektörlerine yapılacak yatırımları olumsuz etkilemesi, yüksek enflasyonla sonuçlanan dengesizliklerin ortaya çıkması ve TL'nin değerlenmesi nedeniyle imalat sanayi rekabet gücünün azalmasıdır (Kepenek, Yentürk, 2005: 419).

1994 krizi sonrası ortaya çıkan global krizler ve depremlerden sonra yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ekonomiyi bir belirsizlik ortamına sokmuş, yapısal reformlarla uğraşmakta olan reel sektör, konjonktürel sorunlarla da karşı karşıya kalmıştır (TÜSİAD, 2002: 33). Sonuçta 1990'lardan sonra sanayinin özellikle de imalat sanayinin bilançolarında ve gelir gider tablolarında kriz dönemlerinde önemli gelişmeler olmuştur.

2.2.2. TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN FİNANSAL YAPISI

Bilindiği gibi firmalar özkaynaklarıyla veya yabancı kaynaklarla özellikle de kredilerle faaliyetlerini finanse ederler. Tablo 4, Türk İmalat Sanayi'nin bilançosundan yararlanılarak oluşturulmuş oransal bir tablodur ve imalat sanayinin 1990-2005 yılları arasındaki sermaye yapısı hakkında bilgi vermektedir.

Finansal serbestleşmenin tam olarak gerçekleştiği 1989 yılından sonra, imalat sanayinin kaynak yapısı incelendiğinde, gözlemlenen en önemli değişim yabancı kaynak kullanımının, özkaynak kullanımına oranla artması ve 2004 yılına kadar yabancı kaynak kullanımının özkaynak kullanımını geçmesidir. 1990-2005 döneminde en yüksek yabancı kaynak kullanımı 1993 ve 1994 yıllarında %70.6 olarak gerçekleşmiş ve 1995 yılında krizin etkisiyle şok bir düşüş yaşanmış ve söz konusu oran %60.9 olarak gerçekleşmiştir. 1995 yılından sonra ise yabancı kaynak kullanım oranı artış göstermiştir ama hiçbir yıl krizden önceki yüzde oranına çıkamamıştır. Şubat 2001 krizinden sonra ise, yabancı kaynak kullanımı düşmeye başlamış özellikle son iki yılda yani 2004 ve 2005 yıllarında özkaynak kullanımı %50'lerin üstüne çıkmıştır. Bu durum ekonominin iyileşme trendini sürdürdüğü yıllarda imalat sanayi firmalarının yabancı kaynağa ulaşmada sorun mu yaşadıkları, yoksa karlılıklarının artmasından dolayı yabancı kaynağa başvurmak mı istemedikleri konusunu düşündürmektedir. Çünkü daha önceki bölümde de değinildiği gibi özellikle son iki yılda imalat sanayinin en önemli yabancı kaynağı olan banka kredilerinin bankacılık sektörünün toplam aktifi içindeki payının artmış olmasına rağmen imalat sanayinin özkaynağa yönelmesinin nedeni önemli bir sorudur. Bu sorunun cevabı için imalat sanayi bilançosunda banka kredilerinin gelişimine bakmak gerekmektedir.

Yabancı kaynaklar içerisinde mali borçlar altında yer alan “bankalardan alınan kredilerin” ağırlıklı payı dikkat çekmektedir. Kullanılan banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranı genelde %30’lar ile %40’lar arasında değişmektedir. 2001 krizi öncesi dönemde yani 1990-2000 yılları arasında yabancı kaynak içindeki banka kredilerinin toplam payı dalgalı bir seyir izlemiş, krizden sonra düşme eğiliminde olmuştur. Bu düşüş kısa vadeli banka kredilerindeki hızlı düşüşten kaynaklanmaktadır. Bu düşüşü 2002 yılından sonra uzun vadeli banka kredileri de takip etmiştir. Toplam banka kredilerinin toplam borçlar içinde en düşük olduğu yıl %27.4 ile 1991 yılıdır. Bu oranın en yüksek olduğu yıllar %40.6 ile 1990, %41.1 ile 1998 ve %40.4 ile 1999 yıllarıdır. Son iki yılda ise banka kredilerinin pasif içindeki payı bankacılık sektöründeki kredilerin aktif içindeki payına paralel bir şekilde artmış ve en son 2005 yılında %38 olarak gerçekleşmiştir. Bu durumun en büyük nedeni ekonomideki iyileşmeyle birlikte faiz oranlarındaki gerileme ile kısa ve uzun vadeli borçlanma imkanlarının artmasıdır.

Yabancı kaynaklar içerisinde ticari borçların payı ise oldukça yüksektir. Örneğin, 2004 yılında ticari borçların yabancı kaynak içindeki payı, %43.2, 2005 yılında %42.5’dir. Bu durum, şirketlerin mali sisteme erişiminde problemler yaşadıklarını göstermektedir. Ayrıca toplam yabancı kaynak içindeki toplam banka kredileri oranının %40’ı aşamaması imalat sanayi firmalarının faaliyetlerini başka finansal enstrümanlar ile finanse ettikleri düşüncesini doğurmaktadır. Ancak, menkul kıymetler borsalarında işlem gören kağıtların toplam hacminin GSMH’ya oranı gelişmiş ülkelerin pek çoğunda %100’ün üzerinde iken, Türkiye’nin 28 ülke içerisinde %37 ile 24 üncü sırada yer alması; şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sermaye piyasası aracılığıyla finanse edildiğine dair bir saptama yapmayı güçleştirmektedir (BDDK, 2003: 6).

Bunların yanı sıra dikkat edilecek olursa, yabancı kaynak alımı içinde kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı uzun vadeli yabancı kaynağa oranla daha yüksektir. İmalat sanayi firmalarında kısa vadeli borçların toplam borç içerisinde çok yüksek paya sahip olması, 1993 yılından sonra yüksek enflasyon ve ekonomik belirsizlikten dolayı, uzun vadeli finansman kaynaklarının erimesinin bir sonucudur. Çünkü bu dönemlerde bankaların kısa süreli kredi verme eğiliminde olmaları, ülkemizde uzun vadeli kredi verebilecek finansman kurumlarının ve sermaye piyasalarının

gelişmemiş olması firmaları finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kısa vadeli yabancı kaynağa yönlendirmiştir. Aslında büyük ölçekli firmaların genelde kendi holding bankalarından yararlandığını da düşünecek olursak ekonominin kriz dönemlerinde en fazla zarar gören firmaların küçük ve orta büyüklükteki firmalar olduklarını söylemek yanlış olmayacaktır.

Bilançoda kısa vadeli yabancı kaynağın arttığının görülmesi firmaların riskinin de arttığını belli etmektedir. Çünkü kısa vadeli borçların artması demek ödeme zamanının çabuk gelmesi anlamını da taşır. Eğer firmanın dönen varlıkları yüksek değilse yani duran varlıklara yatırım yapmış sermaye yoğun teknoloji kullanıyorsa, firma kısa süre içinde ekonomik dar boğaz içine girebilir. Yine Tablo 4'e bakılırsa dönen varlıklarının yüzdesi kriz yıllarında düşüş kaydetmiş özellikle 2001 krizinden sonra %60'ın altına düşmüş ve aynı şekilde devam etmiş, son yıllardaki dönen varlıklarının aktifleri içindeki oranı 2003, 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla %57.5, %53.6 ve %55.0 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranların %50'nin üzerinde olması imalat sanayinin kısa vadeli borçlarını karşılamada yeterli olduğunu göstermektedir.

Son yıllarda yaşanan özkaynaklarla finansman tercihinin, firmanın kâr marjlarıyla ilişkili olup olmadığına da bakmak gerekir. Özkaynak/ pasif toplamı 2003 yılında %45.2, 2004 yılında %54.1 ve 2005 yılında %52.9 olarak gerçekleşirken, aynı yıllarda imalat sanayinin net kar marjı sırasıyla %5.5'den %5.1'e ve daha sonrada %3.7'ye gerilemiştir. Bu oranların karşılaştırılması ile imalat sanayinin özkaynaklarıyla finansmanındaki artış nedeninin, firmaların karlılıklarıyla ilgili olmadığı söyleyebilir.

Bunlara ek olarak, özkaynakların pasif içindeki oranının 2005 yılında, 2004 yılına göre azalış göstermesi ise, imalat sanayinin toplam aktiflerindeki artışın özkaynaklarındaki artışın üzerinde gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır. Reel sektörün, halen yüksek olan özkaynak finansman oranları, firmalar açısından daha düşük risk primi ile kaynak sağlamaları açısından, bankacılık sektörü içinse firmaların borç geri ödeme kapasitesini yükseltmesi açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir (TCMB, 2006a: 21).

Özetlenecek olursa, firmaların mali yapısı ve bu yapının dönemsel olarak gelişimi, 1994 ve 2001 krizlerinin etkileri de dikkate alındığında, Türk İmalat Sanayi'nde kriz yılları sonrasında dış kaynak kullanımı azalıp özkaynak kullanımı artmaktadır ancak son yıllarda özkaynak kullanımına ciddi bir yönelim olmuştur. Bu durum, kısa vadeli ticari borçların önemli oranda düşmesi ile dengelenmiştir. Bunun yanı sıra banka kredilerinin incelenen dönemde hep %50'lerin altında kalmış olması da imalat sanayinin, finans sisteminin %94'ünü elinde bulunduran bankaların kredi hizmetinden çok da fazla yararlanamadığını göstermektedir.

Tablo 4: İmalat Sanayinin Bilanço Kalemlerinin Oransal Payları (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aktif Yapısı Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Dönen Varlıklar	59.9	60.7	62.6	63.7	54.4	61.0	60.5	60.7	57.9	60.1	60.5	61.3	58.8	57.5	53.6	55.0
Duran varlıklar	40.1	39.3	37.4	36.3	45.6	39.0	39.5	39.3	42.1	39.9	39.5	38.7	41.2	42.5	46.4	45.0
Pasif Yapısı Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Kısa Vadeli Borçlar/Pasif	42.1	49.1	53.3	55.7	50.2	48.6	49.5	48.0	46.1	48.4	47.5	49.5	43.9	39.2	34.2	34.8
1. K. V. Banka Kredileri/Pasif	13.8	17.0	13.9	14.8	10.5	14.2	13.7	15.0	15.4	15.6	14.5	15.8	12.4	10.9	9.2	10.5
2. Banka Kredileri/KVB	32.7	34.6	26.1	26.7	20.9	29.2	27.7	31.4	33.3	32.2	30.5	30.3	28.4	27.8	26.9	30.1
Uzun Vadeli Borçlar/Pasif	14.0	12.9	14.8	14.9	20.4	12.1	12.8	15.2	16.0	16.4	15.4	18.1	19.0	15.6	11.8	12.2
1.U. V. Banka Kredileri/Pasif	9.0	7.6	7.1	7.8	10.4	7.9	8.6	10.1	10.2	10.6	9.9	11.8	11.9	9.4	7.2	7.4
2.Banka Kredileri/UVB	64.4	58.7	48.0	52.5	51.1	65.4	67.4	66.5	63.9	64.8	64.3	65.5	62.5	60.2	61.0	60.4
Top.Banka Krd./Top. Borçlar	40.6	27.4	35.4	32.1	30.9	30.5	35.8	39.8	41.1	40.4	38.7	39.7	38.7	31.3	35.6	38.0
Özsermaye/Pasif	43.9	37.9	31.9	29.4	29.4	39.2	37.7	36.8	37.9	35.2	37.1	32.4	37.1	45.2	54.1	52.9

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

Finansal sistemin temel işlevi olan aracılık faaliyetlerinin reel sektörün kaynak ihtiyacının finansmanındaki yerini, bankacılık sektörünün aktif gelişimi üzerinden görmek mümkündür. Ancak aktifteki kredilerin ne kadarının imalat sanayi tarafından kullanıldığı da önemlidir. Tablo 5, Türk Bankacılık Sektörü'ndeki kredilerin ne kadarının imalat sanayi tarafından kullanıldığını göstermektedir. Tablo 5'ten de anlaşılacağı üzere bankacılık sektörü tarafından kullanılan kredilerin yaklaşık 3/10'u imalat sanayi tarafından kullanılmaktadır. Aslında ülkedeki toplam yatırımın ve üretimin ortalama %30'larının imalat sanayi tarafından gerçekleştirildiği düşünülürse bu oran oldukça düşüktür. İmalat sanayinin bankacılık sektörünün kredilerinden en fazla pay aldığı yıl %54.2 ile 1995 yılıdır. Aynı yıldaki bankacılık sektöründeki kredilerin aktifler içindeki payının 1990 yılına göre %20.7 artması ve %42.5 olarak gerçekleşmesiyle doğrusal olarak imalat sanayine kullanılan kredilerin de artması paralel bir durumdur. 1995 yılından sonra ise, imalat sanayine kullanılan kredilerin oranı hızlı bir şekilde düşmüş ve 2001 krizine kadar dalgalı bir seyir izlemiştir. 2001 yılında, %44 ile yine dönemin en yüksek oranlarından biri karşımıza çıkmaktadır, fakat bu yıldaki durum 1994 krizinden sonraki durumdan farklıdır. Çünkü bu yılda bankacılık sektöründeki kredilerin bankaların aktiflerine oranı 2000 yılına göre önemli miktarda düşerek %21.9 olarak gerçekleştiği için imalat sanayine kullanılan kredi oranının yüksek oranda karşımıza çıkması çok da bir şey ifade etmemektedir. 2001 yılından sonra ise bankacılık sektöründeki kredilerin aktif içindeki payı düzenli olarak artmasına rağmen imalat sanayine kullanılan kredilerde ters oranda düzenli bir şekilde düşüş yaşanmış, 2005 yılında ise %19.5 olarak gerçekleşmiştir.

Finansal sektör ile reel sektörün birbirleri ile etkileşim içerisinde olması nedeniyle reel sektörün finansman yapısındaki gelişmeler gerek reel ekonomi, gerekse bankacılık sektörünün risklerindeki gelişmelerde belirleyici rol oynamaktadır. Döviz kredilerindeki gelişmelerin, firmaların taşıdığı kur riski seviyesine yansımada döviz varlıklarının eğilimi ve varsa döviz gelirinün düzeyi belirleyici öneme sahiptir. Diğer taraftan firmaların banka dışı kesimden döviz cinsinden borçlanmaları ve döviz cinsinden giderleri de risk unsuru olarak kur riski değerlendirmelerinde dikkate alınması gereken faktörlerdir (TCMB, 2006b: 7).

Bu bağlamda, imalat sanayinin finansman olanakları içinde önemli ağırlığı

olan banka kredilerinin para cinsi itibariyle dağılımını gösteren Tablo 6, sektörün taşıdığı kur riski eğilimine ilişkin bilgi vermektedir. Finansal serbestleşmenin tamamlanması yolundaki 32 sayılı karar, yabancı kaynak cinsinden finansman olanaklarının gelişmesini sağlamasının yanı sıra, yabancı para kullanımının sağladığı maliyet avantajı da dikkate alındığında hem bankacılık hem de reel sektör için önemli bir maliyet avantajı hatta önemli bir karlılık unsuru haline gelmiştir. 32 sayılı kararlar birlikte reel sektörün yurtiçi finansal imkanlarından dışlanması eğilimi önemli ölçüde reel kesim tarafından yurtdışı yabancı para kredi kullanımı ile telafi edilmeye çalışılmıştır (Pekkaya, Kesici, 2000: 79). Tablo 6'da da görüldüğü üzere, nakdi kredi içindeki yabancı paranın oranı 1994 yılında %48.3'den 1997 yılında %81.4'e kadar yükselmiş, 2001 yılında %83.6 ile en yüksek oranına ulaşmıştır. 2002 yılından sonra yabancı paranın toplam nakdi krediler içindeki oranı ne kadar düşme eğiliminde olsa da yerli para kredilerine oranla hala yüksektir. Konuya kısa ve uzun vadeli nakdi kredi olarak baktığımızda, kısa vadeli nakdi krediler içinde sadece 1994 yılında yerli paranın yabancı paraya oranla tercih edildiği dikkati çekmektedir. 1994 yılından sonra kısa vadeli nakdi krediler içindeki yabancı para kullanımı yerli paraya göre tercih edilmektedir.

Uzun vadeli nakdi krediler içindeki yabancı para kullanım oranı ise, zaten incelenen dönemdeki bütün yıllarda yerli para kullanımı geçmiş, hatta genelde %90'larda gerçekleşmiştir. Söz konusu bu rakamlar reel sektörün kullandığı yabancı paranın yurtiçi bankalardan ya da yurtdışı borçlanmalar yoluyla sağlandığına ilişkin herhangi bir fikir vermemektedir ancak 2005'lere gelindiğinde hala %70'lerin üzerinde yabancı para kullanılmasının altında yatan en önemli nedenin, yabancı paradan borçlanmanın hala ucuz olmasından kaynaklandığı kesindir.

Tablo 5: İmalat Sanayinin Kullandığı Toplam Kredilerin Banka Kredilerine Oranı (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
İmalat Sanayi T. Banka Kredileri (İSTBK)	24674	33374	72004	144460	274470	945287	982934	2357525	4096782	6916250	9735631	16350393	17510051	20568565	23894353	28431544
Bankacılık Sektörü Kredileri (BSK)	79475	129608	231532	433707	789853	1743685	3860068	8811893	14122355	21714974	34213480	37085766	45940585	61361492	96885447	145562684
İSTBK /BSK	31.0	25.7	31.0	33.3	34.7	54.2	25.4	26.7	29.0	31.8	28.4	44.0	38.1	33.5	24.6	19.5

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

TBB Bankalarımız, www.tbb.org.tr verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 6: İmalat Sanayinde Parasal Kredilerin Vadeye Ve Para Cinsine Göre Dağılımı (%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Toplam Nakdi Kredi Tutarı (Bin TL)	192263	404276	1669170	1932177	31624334	5581937	7414280	12310049	14720847	15486956	20005860	24533377
Kısa Vadeli Nakdi Kredi (Bin TL)	168990	358279	1333348	1467291	2374643	4074835	4579813	7517741	9142474	9508526	12071569	14851791
TL/K.V. Nakdi Kredi	60.0	45.4	27.1	22.4	22.3	24.9	21.7	22.1	23.8	30.7	31.1	36.1
YP/ K.V. Nakdi Kredi	40.0	54.6	73.9	77.6	77.7	75.1	78.3	77.9	76.2	69.3	68.9	63.9
Uzun Vadeli Nakdi Kredi (Bin TL)	23973	45997	335822	464886	787791	1507102	2834467	4792308	5578372	5978430	7934290	9681586
TL /U.V. Nakdi Kredi	35.3	28.2	8.9	6.7	6.8	9.1	14.8	7.4	7.4	12.4	9.9	10.9
YP /U.V. Nakdi Kredi	64.7	71.8	91.1	93.3	93.2	91.9	85.2	92.6	92.6	87.6	90.1	89.1
(Kısa Vadeli /Toplam) Nakdi Kredi	87.6	88.6	79.8	75.9	75.1	73.0	61.8	61.1	62.1	61.4	60.3	60.5
(Uzun Vadeli /Toplam) Nakdi Kredi	12.4	11.4	10.2	24.1	24.9	27.0	38.2	38.9	37.9	38.6	39.7	39.5
TL/ Nakdi Kredi	51.7	43.5	23.5	18.6	18.4	20.6	19.0	16.4	17.6	23.6	22.7	26.3
Yabancı Para /Nakdi Kredi	48.3	56.5	76.5	81.4	81.6	79.4	81.0	83.6	82.4	76.4	77.3	73.7

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006 verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

2.2.3. TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN GELİR GİDER DURUMU

Türk İmalat Sanayi'nin finansal yapısının ve faaliyetlerinin gelir gider durumuna nasıl yansıdığı önemlidir. Ek 3 tablosunda da görüleceği üzere imalat sanayinin hem uzun vadeli hem de kısa vadeli borçlanma giderleri artıp azalarak dalgalı bir durum izlemiştir. Borçlanma giderlerinde en fazla artışın olduğu sene 2001 yılıdır ki 2000 yılına göre ortalama 4 kat artmıştır. 2005 yılında ise her iki kalemdeki gider azalmasına rağmen vergi öncesi dönem karlarında azalma yaşanmıştır. Bu durum, satış maliyetinin, olağan dışı giderlerin ve faaliyet giderlerinin artmasından kaynaklanmaktadır.

Firmanın ayırdığı karşılıklar, finansman ödemeleri ve vergi borçlarından geriye kalan en son karı gösteren net kar marjı açısından değerlendirildiğinde ise, imalat sanayinin 1992 ve 2001'de net karı yerine net zararının olduğu görülmektedir. 1992'de ki vergi öncesi dönem karı 1991 yılına göre yaklaşık 8 kat artmasına rağmen vergi giderlerinin bu artıştan daha fazla yükselmesi sektörde zarara neden olmuştur. Fakat 2001'deki durum farklıdır, çünkü bu yılda zararın nedeni vergi artışı değil vergi öncesi dönem karın büyük bir şekilde azalmış olmasıdır. Vergi öncesi karlılığın bu kadar düşük olmasının en büyük sebebi yukarıda da değinildiği gibi, uzun vadeli ve kısa vadeli borçlanma giderlerinin önemli yükselişidir.

2005 yılında ise, reel kesimin hem faaliyet hem de bilanço karında (net kar) düşüş görülmektedir. Faaliyet karında görülen düşüş, net satışlardaki artışa rağmen satış maliyetlerinin yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Net satışlarda gerçekleşen artışa rağmen reel sektörün karlılığında görülen gerileme, artan rekabet nedeniyle maliyet artışlarının fiyatlara fazlaca yansıtılmadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Bilanço karında görülen düşüş ise, finansman giderlerinde görülen azalışa rağmen, diğer faaliyetlerden olağan gelir ve karlardaki azalıştan ve olağandışı gider ve zararlardaki artıştan kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede karlılık performansına ilişkin göstergeler incelendiğinde, seçilen tüm karlılık oranlarında 2004 yılına göre düşüş yaşandığı görülmektedir (TCMB, 2006a: 22).

Diğer önemli konu ise, daha öncede bahsedildiği gibi Türk İmalat Sanayi'nin yabancı kaynak kullanımını önemli ölçüde yabancı para cinsinden gerçekleştirmesidir. Yabancı para cinsinden kredi kullanımı imalat sanayinin gelir

gider yapısına yansımaktadır. Bu eğilimin izlenebileceği en önemli kalem, faaliyet dışı giderler içindeki ‘‘kambiyo zararları’’ kalemidir (Yılmaz, 2001: 189). Ek 3 tablosunda da net görülebileceği üzere, kambiyo zararlarının faaliyet dışı giderler içindeki payı 1990 ve 1991 yıllarında 0 (sıfır) değerinde iken, 1992’den itibaren artmaya başlamıştır. Bunun nedeni 1989 yılındaki kambiyo rejimi serbestleşmesine paralel olarak yabancı paraya yönelimin artmasıdır. Kambiyo zararları 2001, 2002 ve 2003 yıllarında peş peşe azalma göstermesine rağmen genelde artış seyri izlemiştir.

Kambiyo zararlarındaki bu gelişme kur artışına bağlı devalüasyon zararlarının muhasebeleştirildiği bir kalem olması dolayısıyla imalat sanayinin yabancı para kullanımındaki artışa paralel olarak beklenen bir eğilimdir (Yılmaz, 2001: 189).

Yatırımların karlılığını gösteren özsermaye karlılığı ve toplam aktif karlılığı rasyoları firmalar için çok önemlidir. Özsermaye Karlılığı (Net Kar/Özsermaye) oranı, işletmelerin özkaynaklarının performansını ölçmektedir. Eğer oran büyükse işletmenin iyi bir yatırım yaptığı ve giderlerini sıkı bir şekilde kontrol altında tuttuğu söylenebilir (Aktan, 2006: 8). İmalat sanayi verilerini bu açıdan değerlendirecek olursak, Tablo 7, imalat sanayinin karlılık oranlarını göstermektedir. Verilen dönem içinde en yüksek özsermaye karlılığı %16.2 ile 1996 yılına aittir. Ayrıca aynı yılda vergi öncesi özsermaye karlılığı da %27.2 ile en yüksek seviyesindedir.

Bir firmanın yapmış olduğu yatırımın karlılığını, başka bir ifadeyle varlıkların ne ölçüde verimli kullanıldığını gösteren bir oran olan Toplam Aktif Karlılığı (Net Kar/Toplam Aktifler) da sektörün incelenmesi için önemlidir (Akgüç, 1998: 63). Türk İmalat Sanayi’nin toplam aktif karlılığı analizi için Tablo 7’ye bakıldığında dikkati çeken ilk nokta 1992 ve 2001 yıllarında bu oranın negatif olmasıdır. Bunun nedeni de bu yıllarda gerçekleşen net zararlardır. 1997 yılına kadar artış gösteren toplam aktif karlılığı, 1996 yılında incelen dönemin en yüksek seviyesine ulaşmış ve %6.1 olarak gerçekleşmiştir. Ancak tam rekabet piyasalarının varolmadığı bir ekonomide, krizin yaşandığı bu yılda oranın çok yüksek olması sektörün gerçekten karlılık yaşadığını değil de, yapılan yatırımların azaldığını da gösterebilir ki bu gerçekten doğrudur. Çünkü 1997 yılında yapılan sabit sermaye yatırımların bir önceki yıla göre artış oranı, 1995 ve 1996 yıllarındaki yatırımların artış oranına göre düşmüştür. Toplam aktif karlılığı, Asya krizinin yaşandığı 1997

yılından sonra hızlı bir düşüş kaydetmiş, 2002 yılında kendisini toparlayarak yükselmeye başlamıştır. Son olarak da 2005 yılında %3.7 olarak gerçekleşmiştir.

Bunlara ek olarak, yabancı kaynak maliyetinin durumu hakkında bilgi verebilecek olan firmaların ekonomik rantabilite (faiz ve vergiden önceki kar/pasif toplamı) oranına da bakılabilir. Bu oranın özkaynak karlılığı oranının altında değer alması, yabancı kaynak maliyetinin düşük olduğunu gösterir. Bu da, firmaların uygun maliyetli fon sağladıklarının ve daha fazla yabancı kaynak kullanarak karlılıklarını daha da arttıracaklarının göstergesidir (TCMB, 2006b: 17). İmalat sanayinde 1992, 1993, 1994 ve 2001 yılları hariç genelde bu oran özkaynak karlılık oranının altında gerçekleşmiştir. 2001 yılında imalat sanayinin ekonomik rantabilitesi %0.1 değeri alırken, özkaynak karlılığı -%5.1 olarak değerlendirilmiş ve en yüksek fark ortaya çıkmıştır. 2001 yılından sonra ise, zamanla fiyat istikrarının sağlanmasına paralel olarak ekonomideki belirsizliklerin azalması ve faiz oranlarındaki düşme eğilimi, firmaların yabancı kaynak maliyetlerini azaltarak özkaynak karlılığını arttırmıştır. Ayrıca imalat sanayinin kullandığı yabancı kaynakların yoğun olarak yabancı para cinsinden olması da borçlanma maliyetlerinin daha düşük olmasını sağlamıştır.

Tablo 7: İmalat Sanayi Karlılık Oranları (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dönem Net Kar/Toplam Aktif	3.0	0.4	-0.6	0.8	1.2	3.5	6.1	5.6	3.4	1.2	2.6	-1.6	3.3	5.5	5.1	3.7
Dönem Net (Kar/Zarar)/ Özsermaye	6.8	1.1	-1.9	2.8	4.1	10.1	16.2	15.4	9.1	3.4	7.2	-5.1	9.1	12.2	9.4	7.0
Vergi Ön. Kar/ Özsermaye	12.7	1.1	5.7	11.8	17.1	19.8	27.2	24.7	16.0	9.6	13.1	0.5	14.7	16.5	12.4	9.4

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

Kaldıraç oranları, işletmenin hangi ölçüde borca dayandığını ölçmektedir. Diğer bütün veriler eşit iken, yüksek bir kaldıraç rasyosu , daha riskli bir işletmeyi ifade eder. Çünkü işletmenin kazançları dalgalı olsa bile borç ödemeleri sabit olacaktır. Finansal riskin göstergesi olan toplam borç/özsermaye oranı, finansal yapı içinde işletme borçlarının özkaynağa oranla ağırlığını yansıtmaktadır. Literatürde 1,5 olan bu değerin 2'nin üzerinde olması riskin çok arttığının bir göstergesi olarak yorumlanır. Oranın değeri azaldıkça borç verenler kendilerini daha garantide görürler. Bu oran yatırım kredilerinde, kredi verenler tarafından çok sık kullanılır (Müftüoğlu, 1999: 310). Tersine durumda oranın yüksek olması ise kredi verenlere, emniyet marjının az olduğunu ve işletmenin faiz ve ana para ödemeleri nedeniyle güç duruma düşme olasılığının yüksek olduğunu düşündürür (Ceylan, 2001: 47). Finansal kaldıraç oranı finans literatüründe “iki başlı kılıç” olarak tanımlanmaktadır. Ekonominin iyi olduğu ve nakit akışlarının güçlü olduğu durumlarda, finansal kaldıraç oranının yüksek tutulması firma ortaklarının getirisinin artmasına neden olmaktadır. Fakat, ekonominin kötü olduğu, nakit akışlarının azaldığı durumlarda finansal kaldıraç oranının yüksekliği firmaya büyük zarar vermekte, firma ortaklarının getirisini düşürmektedir (Müslümov, 2001: 223).

Türk İmalat Sanayi'nde kaldıraç oranlarının gelişimini izleyebilmek için Tablo 8 hazırlanmıştır. Tablo 8'de görüldüğü üzere, imalat sanayi açısından finansal riskin en yüksek olduğu yıllar 1993, 1994 ve 2001 yıllarıdır. Bu yıllarda toplam borç/özsermaye oranı 2'nin üzerinde gerçekleşmiştir. 2001 yılından sonra oran düşmeye başlamış, hatta 2004 ve 2005 yıllarında 1'in altında gerçekleşmiştir. Diğer bir finansal kaldıraç oranı olan toplam borç/ toplam aktif oranı da, 1993, 1994 ve 2001 yıllarında en yüksek seviyelerindedir. 2001 yılından sonra borç/özsermaye oranıyla paralel olarak düşmeye başlayan bu oran, 2004 ve 2005 yıllarında %50'nin altında gerçekleşmiştir. 2005 yılında, 2004 yılına kıyasla bir yükselişin görülmesi ise, kısa vadeli banka kredileri ile kısa ve uzun vadeli ticari borçlarda görülen artış sonucu toplam yabancı kaynaklardaki artışın oransal olarak toplam aktiflerdeki artıştan fazla olmasından kaynaklanmaktadır (TCMB, 2006a: 21).

Türk İmalat Sanayi'nin toplam aktif karlılığının 2001 yılından sonra giderek yükselmesi ve özellikle aynı yıldan sonra kaldıraç oranlarındaki olumlu gelişmeler, işletme riskinin azaldığını ve işletme ortaklarının getirisinin arttığını göstermektedir.

Ancak hatırlanacağı üzere, bankaların kredi/aktif oranı 2001 yılından sonra yükselirken, kredilerin imalat sanayine kullandırılma oranında düşüşler yaşanmıştır. Bu durumda, fon verenler açısından Türk İmalat Sanayi'nin güvenilirlik derecesinin giderek yükselmesine rağmen, beklenenin tersine fon sağlayanların kredilerini verimli yatırımlar yapabilecek olan imalat sanayine değil de, başka alanlara ya da sektörlere kullandırması oldukça düşündürücüdür.

Tablo 8: İmalat Sanayi Kaldıraç Oranları

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Top. Borç/Özsermaye (D/E)	1.3	1.6	1.9	2.4	2.2	1.8	1.5	1.7	1.6	1.8	1.7	2.1	1.7	1.2	0.8	0.9
Top. Borç/Top. Aktif (%)	56.0	62.0	66.1	70.6	69.1	64.7	55.5	63.1	62.0	64.7	62.8	67.5	62.8	54.7	45.9	47.0

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006 verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

2.2.4. TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN YATIRIM PERFORMANSI

1990 yılından günümüze kadar gelen zaman dilimi içerisindeki ekonomik dalgalanmalar 1994, 2000 ve 2001 krizleri, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya Krizi gibi etkenler reel sektörün üretim ve yatırım davranışlarını etkilemiş, sanayinin ve ülke ekonomisinin büyüme performansını daraltmıştır. Özellikle kriz yıllarında, faiz oranlarının yükselmesi, dalgalı kur sistemine geçilmesi ve Türk Lirası'nın devalüe edilmesi, ekonomide belirsizlik yaratmış, iç talebi daraltmış ve tüm sanayi sektörlerini olumsuz etkilemiştir. 2001 yılında sanayide yaşanan yüksek daralmadan sonra, 2002 ve daha sonraki yıllarda sanayi sektörü, özellikle de imalat sanayi devamlılık arz eden büyüme temposu yakalamıştır. Kriz yıllarında Türk İmalat Sanayi'nin büyüme hızı ortalama %7 civarında gerilerken sanayi sektörünün büyüme hızı %6 civarında gerilemiştir. Krizden sonra imalat sanayi ve sanayi sektörünün büyüme oranları artarak en son 2005 yılında %6.1 ve %6.5 oranında gerçekleşmiştir (DPT, 2007a: 2).

Büyümenin kaynaklarından olan tasarrufların yatırımlara dönüşme oranı ülke ekonomisi için önemli bir kavramdır. Yurtiçi tasarrufların ve sabit sermaye yatırımlarının GSMH içindeki oranları ekonominin durumuna paralel bir şekilde, 1990-2005 yılları arasında dalgalı bir durum izlemiştir. 1990 yılında tasarruf oranı %22 ve toplam sabit sermaye yatırım oranı %22.6'dır. 1994 yılında tasarruf oranı %1 bile olsa artarken yatırım oranı düşüş kaydetmiştir. 2000 ve 2001 yıllarında ise hem tasarruf oranı hem de yatırım oranı azalarak %20'lerin altında bir oranda gerçekleşmiştir. 2001 yılından sonrada tasarruf oranındaki düşüş devam etmiş 2005 yılında yurtiçi tasarrufların GSMH içindeki oranı %18.2 olmuştur. Yatırımların GSMH içindeki oranı ise %20.1 olarak gerçekleşmiştir (DPT, 2007b: 17). 1990-2005 dönemi içinde tasarruf oranı en fazla 1994 yılında %23.1'e, yatırım oranı da 1993 ve 1997 yıllarında %26.3'e çıkmıştır.

Toplam yatırımlar içinde ortalama %70 paya sahip olan sanayi sektörünün yatırımları ekonominin büyümesi ve kalkınması için çok önemlidir. Özellikle imalat sanayi yatırımları, üretimi arttırması ve sağladığı istihdam olanaklarıyla özel bir öneme sahiptir. Bu nedenle Tablo 9, Türk İmalat Sanayi'nin 1990-2005 yılları arasındaki yatırımlarında meydana gelen değişimleri ortaya koymak için

hazırlanmıştır. Tablo 9'a bakıldığında, incelenen dönemde dikkati çeken ilk nokta imalat sanayi yatırımlarının ne artış oranında, ne toplam yatırımlar içinde ne de GSMH içindeki payında düzenli bir artışının olmamasıdır.

1980 sonrası dönemde yüksek faizler ve uluslararası rekabet gücünü koruyabilmek amacıyla hızlı kur ayarlamaları ekonomide kronik bir özellik kazanmıştır. Gerek yüksek reel faizler ve devalüasyonlar nedeniyle sermaye yatırımlarının maliyetinde meydana gelen artış, gerekse yüksek ve istikrarsız enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik sanayi sermayesinin yatırım eğilimini büyük ölçüde olumsuz yönde etkilemiştir ve başta özel sektör yatırımları olmak üzere bu sektörde yapılan yatırımlar önemli ölçüde gerilemiştir (Arisoy, 2005: 51). Ancak bu gerileme 1990 yılı başlarında da devam etmiş ve 1994 yılına kadar sürmüştür.

İmalat sanayi yatırımlarının toplam sabit sermaye yatırımları içindeki payı 1994 yılında %19'lara ulaşarak 1990 yılı seviyesine gelmiştir. Bu yıldan sonra da tekrar düşüş yaşanmış ve dalgalı durum 2005 yılına kadar devam etmiştir. İmalat sanayi yatırımlarının toplam sabit sermaye yatırımları içindeki payının en yüksek olduğu yıl %33.2 ile 2004 yılı, en düşük olduğu yıl ise %17.5 ile 1999 yılıdır. İmalat sanayi yatırımların GSMH içindeki oranına baktığımızda da, yine dalgalı bir durum görülmektedir. Toplam yatırımlar içindeki payına paralel bir şekilde bu oranda, 1994 yılında artış, 1996 yılından sonra azalış son yıllarda ise tekrar artış olmuştur. Son dönemlerdeki ekonomik iyileşme ise, imalat sanayi yatırımlarına yansımıştır. 2004 ile 2005 yıllarında sırasıyla yatırımların GSMH içindeki payı %6 ve %6.4 olarak dönemin en yüksek oranlarında gerçekleşmiştir.

Yatırımların bir önceki yıla göre artış oranını incelediğimizde; 1994, 1999 ve 2001 yıllarında artış oranının en düşük seviyelerinde olduğu görülmektedir. 1994 yılında imalat sanayinin hem toplam yatırımlar hem de GSMH içindeki oranının daha önceki yıllara göre en yüksek seviyesinde olmasına rağmen yatırımların artış oranının düşük seviyede gerçekleşmesinin nedeni; aynı yıl, toplam yatırımlardaki ve GSMH'daki daralmanın imalat sanayi yatırımlarındaki daralmadan daha fazla olmasıdır.

Yatırımların itici gücü kabul edilen özel sektör imalat sanayi yatırımlarının incelenen dönemdeki payı genelde %25 civarlarındadır. 1992 yılından sonra önemli

bir düşüş kaydeden özel imalat sanayi yatırımlarının, toplam özel sektör yatırımları içindeki payının en düşük olduğu yıl %22.4 ile 1998 yılıdır. 2001 yılında %24.6 olarak gerçekleşen bu oran, daha sonraki yıllarda giderek artmış ve son iki yılda %40'lara ulaşarak en yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir.

Özel sektör imalat sanayi yatırımlarının GSMH içindeki payı ise, 1990 yılında %2.4'ten 1993 yılında %2'ye düşmüş, ancak 1994 yılında ani bir çıkışla %4.9'a yükselmiştir. Bu yükseliş 1996 yılına kadar sürmüştür ve oran %5.2 olmuştur. 1996 yılından sonra özel imalat sanayi yatırımlarının GSMH içindeki payı yine azalmaya başlamış ve 2002 yılında %3.2 olmuştur. 1996 ile 2003 yılları arasında yaşanan gerilemede, yüksek enflasyon ve makro ekonomik istikrarsızlıkların neden olduğu belirsizlik ortamı kadar, kredi önceliklerinin sanayi dışındaki sektörlerle verilmesi ve özellikle 1980'li yılların ortalarından itibaren hızla artan kamu açıklarını finanse etmek için kamu sektörünün finansal piyasalarda yüksek faizle borçlanması sonucunda, özel sektörün kullanabileceği kaynakların azalması da etkili olmuştur (Arisoy, 2005: 53). Son yıllarda ise özel imalat sanayi yatırımlarının GSMH içindeki payında önemli gelişmeler olmuştur. 2003 yılından sonra canlanmaya başlayan özel sektör imalat sanayi yatırımları, 2004 ve 2005 yıllarında döneminin en yüksek oranları olan %5.9 ve %6.3'e ulaşmıştır.

İncelen dönemde kamu imalat sanayi yatırımlarının toplam kamu yatırımları içindeki payı ise, dalgalı bir durum izlemesine rağmen önemli ölçüde azalmıştır. 1996 yılından sonra %2'lere inen bu oran 2001'de yine %4'e çıkmış ancak 2001 yılından sonra düşüşünü devam ettirerek en son 2005 yılında %1.7 olarak gerçekleşmiştir.

Özet olarak son yıllarda yaşanan ekonomik iyileşmeye paralel bir şekilde imalat sanayinin yatırımları da gelişme göstermektedir. Bundan sonraki yıllarda da ekonomik istikrarın tam olarak sağlanması, eksik ve yetersiz altyapı sorununun çözümlenmesi, sanayicinin önündeki bürokratik işlemlerin azaltılması, sektörlerle, alt sektörlerle ve hatta ürünlere yönelik rekabet gücü çalışmalarının yapılması imalat sanayi yatırımlarının özellikle de özel imalat sanayinin önünü açacak temel olgular olacaktır (Tiryakioğlu, 2004: 509).

Tablo 9: İmalat Sanayi Yatırım Oranları (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
İmalat Sanayi Yatırımları (Bir Önceki Yıla göre Artış Oranı)	100	99.8	101.2	126.8	89.2	117.6	111.1	100.1	96.1	83.1	125.3	63.5	120.7	136.5	158.2	124.3
İmalat Sanayi Yatırımları/Toplam Yatırımlar	19.5	18.9	18.4	18.0	19.6	22.6	21.6	18.2	18.0	17.5	19.4	17.8	20.1	22.7	33.2	31.9
İmalat Sanayi Yatırımları/GSMH	2.7	2.6	2.6	2.3	5.0	5.1	5.4	4.7	4.2	3.8	4.3	3.3	3.4	4.5	6.0	6.4
Kamu İmalat Sanayi Yatırımları/Toplam Kamu Sektörü Yatırımları	4.5	5.3	5.5	3.2	3.1	5.7	4.0	2.5	2.8	2.6	2.8	4.0	3.2	2.6	2.6	1.7
Özel İmalat Sanayi Yatırımları/Toplam Özel Sektör Yatırımları	29.9	30.4	29.1	23.6	23.8	26.2	26.2	22.9	22.4	23.7	26.7	24.6	29.7	39.2	42.2	42.0
Özel İmalat Sanayi Yatırımları/GSMH	2.4	2.3	2.1	2.0	4.9	4.8	5.2	4.6	4.0	3.6	4.1	3.1	3.2	4.4	5.9	6.3

Kaynak: TCMB ve DPT; 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 Yıllık Programlardan yararlanılarak hesaplanmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK İMALAT SANAYİ'NİN FİNANSMANINA YÖNELİK EKONOMETRİK ANALİZ

3.1. EKONOMETRİK ANALİZİN AMACI

M&M teoremi; bir firmanın faaliyetlerinin finansmanında, neden iç kaynak ya da neden dış kaynak tercih ettiğini açıklamada kullanılabilecek bir teoridir. Bu teoriye göre, devletin vergi aldığı bir ekonomide borç/özsermaye oranı özsermaye karlılığını etkilemektedir. Kullanılan borcun faiz giderlerinin ve bazı vergi kalemlerinin brüt karlardan indirilebilmesi, kaldıraç etkisi nedeniyle özsermaye karlılığının arttırmasına neden olmaktadır. Girişimciler için yatırımlarda esas olan firmanın özsermaye karlılığı olduğundan, firmalar değerlerini arttırmak ve hızlı büyümek için kredi kullanacaklardır. Aslında yabancı kaynak kullanımının bir nedeni de, özsermaye yetersizliği olsa da M&M teoremi bu durumu dikkate almamaktadır.

Bu bilgiler ışığında, Türkiye gibi, devletin önemli ölçüde vergi aldığı ve bazı vergilerde muafiyetlerin olduğu bir ekonomide de Türk İmalat Sanayi'ndeki firmaların bankacılık sektöründen daha çok kredi kullanmaları beklenebilir. Sonuç olarak bu ekonometrik analizin amacı; M&M teoremine dayanarak Türk İmalat Sanayi'nde kullanılan toplam borç miktarının firmaların özsermaye karlılığını arttırıp arttırmadığı araştırmaktır.

3.2. ANALİZDE KULLANILAN VERİ VE YÖNTEM

Türk İmalat Sanayi'nin borç/özsermaye oranı ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişkiyi analiz etmek üzere, 1990-2005 dönemi yıllık veriler kullanılmış ve Ek 1 tablosunda sunulmuştur. Analizdeki özsermaye ve toplam borç miktarlarına ait bilgiler, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tarafından derlenen sektör bilançolarındaki gelir tablosu ve yıllık bilançolardan, döviz kuru bilgileri ise TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden elde edilmiştir.

Çalışmada, kaldıraç oranı ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki incelenirken M&M teoremine uygun olarak, bağımlı değişken olan ROE için vergi öncesi karlar

kullanılmıştır. Ayrıca Türk İmalat Sanayi'ndeki firmaların borçlanmasını yoğun bir şekilde yabancı para cinsinden yapması nedeniyle, seçilen regresyon denkleminde dolar cinsinden döviz kuru bilgileri de eklenmiştir. Bunun yanı sıra denkleminde kukla değişken olarak kriz yılları dikkate alınmış ve seçilen denklem, EViews 3.1. programıyla regrese edilmiştir. Bu bilgiler ışığında regresyon denkleminiz aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$\ln(\text{ROE}) = C(1) + C(2)\ln\text{TB} + C(3)\ln\text{DO} + C(4)\text{KUK} + u$$

Logoritmik modeli kullanmamızın en temel nedeni, toplam borcun eğim katsayısının ROE'nin toplam borca göre esnekliğini yani toplam borçtaki bir yüzde değişme veriyken özsermaye karlılığındaki yüzde değişmeyi göstermesidir.

3.3. ÖZSERMAYE KARLILIĞI (ROE) İLE TOPLAM BORÇ/ÖZSERMAYE (D/E) ORANI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK OLARAK İNCELENMESİ:1990-2005

Tablo 10: Özsermaye Karlılığı ile Borç/Özsermaye Arasındaki İlişki

Bağımlı Değişken: ROE				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem Dönemi: 1990-2005				
Gözlem Sayısı: 16				
ROE = C(1)+C(2)*TB+C(3)*DO+ C(4)*KUK				
	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Olasılık
C(1)	4.668566	11.59274	0.402715	0.6942
C(2)	1.987489	1.189816	1.670417	0.1207
C(3)	-0.963094	1.273344	-0.756350	0.4640
C(4)	-0.875230	0.653549	-1.339196	0.2053
R-squared	0.875177	Mean dependent var		12.57365
Adjusted R-squared	0.843971	S.D. dependent var		2.861757
S.E. of regression	1.130407	Akaike info criterion		3.295350
Sum squared resid	15.33383	Schwarz criterion		3.488497
Log likelihood	-22.36280	F-statistic		28.04541
Durbin-Watson stat	2.364550	Prob(F-statistic)		0.000010

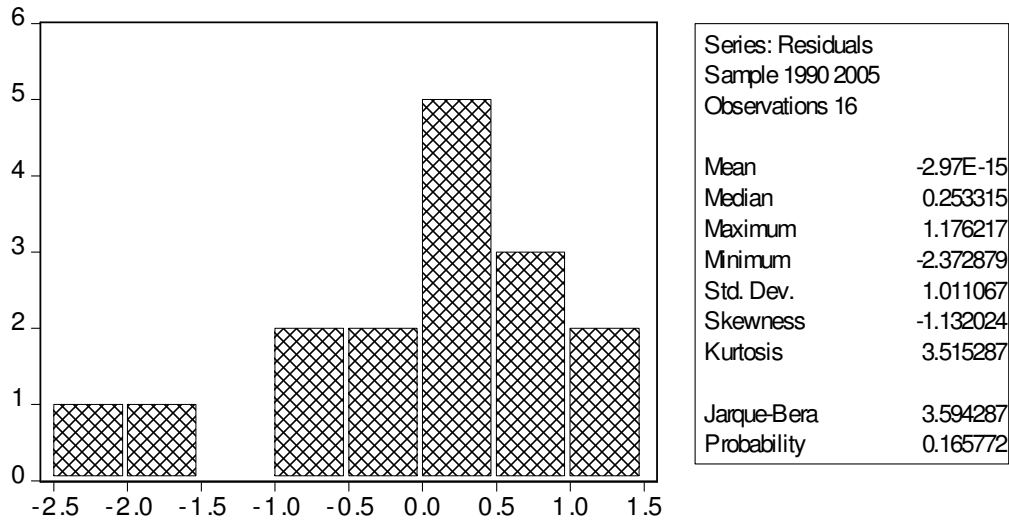
Tablo 10'da da görüldüğü üzere, kurulan denklem bütün ilişkinin ($R^2 = 0.87$) %87'sini açıklayabilmektedir. Seçilen ROE denkleminin uygunluğu, F değerine bakılarak yorumlandığında %10 anlamlılık düzeyinde, denklemin istatistiki açıdan anlamlı olduğu ortaya çıkmaktadır. Yapılan regresyona göre, yukarıdaki ROE denkleminin olmama olasılığı ($F = 0.000010$) yüz binde birdir. F değeri 28'dir ki bunun anlamı ROE regresyon denklemini kabul etmemiz gereğidir. Bu denklem için F'nin tablo değeri 2.16'dır.

$F_{tablo}(n : 16; sd : 3; 0.10) = 2.16 < F_{Hesap}$ olduğundan bu denklemdeki ilişkiyi reddedemeyiz.

Bunun yanı sıra Darbin-Watson (DW) istatistiğine bakıldığında 16 gözlem ve 3 serbestlik derecesinde, $d_U = 1.72 < DW = 2.36 < d_L = 4 - 0.857$ olduğu içinde ardışık bağımlılık yoktur hipotezini reddedemeyiz.

Serinin normal dağılıp dağılmadığı Jargue-Bera (J-B) testi ile yapıldığında aşağıdaki test sonucu ortaya çıkmıştır.

Grafik 3: Özsermaye Karlılığı Regresyonunun J-B Normallik Testi



J-B sınaması En Küçük Kareler kalıntılarının çarpıklık (bakışından, simetrik uzaklık) ve basıklık (yani sivrilik ya da yayvanlık) ölçülerini hesaplar. Eğer bir uygulamada, J-B istatistiğinin p olasılık değeri yeterince düşükse, normal dağıldığını

ileri süren H_0 hipotezi reddedilebilir. Ancak p olasılık değeri yüksekse, normallik varsayımı reddedilemez (Gujarati, 1999: 143). Grafik 3'te de görüldüğü üzere p değeri oldukça yüksek olduğundan verilerimizin normal dağıldığını iddia eden hipotezimizi reddedemeyiz.

Sonuç olarak, bu bilgilerin ışığında toplam borç ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişkiye bakıldığında, -logaritmik olduğu için aynı zamanda esneklik katsayısıdır- %12 anlamlık düzeyinde borçlanmadaki her 1 puanlık artış özsermaye karlılığını yaklaşık 2 puan (1.98) arttırmaktadır. Dolayısıyla ele alınan dönem için Modigliani-Miller teoremi ve kaldıraç etkisi, Türk İmalat Sanayi için geçerlidir. Türkiye gibi, devletin vergi aldığı ve vergi yükünün yüksek olduğu bir ülkede M&M teoreminin geçerliliğinin saptanması normaldir.

Aslında Dünya genelinde, özellikle gelişmiş ekonomilere bakıldığı zaman Türkiye'de vergi yükünün (Toplam Vergi/GSYİH) düşük olduğu söylenebilir. Oysa, gelir seviyesine göre ülkemizde vergi yükü oldukça yüksek bulunmaktadır (Özbilen, 2001: 12). Vergi yükü, 1999 yılında, %27,7 iken 2003 yılında %30.1 ve en son 2005 yılında da %31.7 olmuştur. Ayrıca son yıllarda vergi yükünü azaltmak üzere vergi oranlarında indirim yapılmasına rağmen hala vergi ödemelerinin brüt kara oranı yüksektir. En son vergi ödemelerinin brüt kara oranı Türkiye'de %46.3 olarak gerçekleşmiştir (DPT, 2007b: 83).

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bir ülkede reel değer üreten kesimle, üretime katkıda bulunan kesimler arasındaki bağımlılık, fon akımının önemini arttırmaktadır. Sektörler arası fon akımı, fon fazlası olan sektörden fon ihtiyacı duyan sektöre doğru olmaktadır. Reel değer üreten kesimin ihtiyaç duyduğu fonları nereden sağladığı ise, o ülkenin finans sisteminin gelişmişlik düzeyine göre değişmektedir. Kaynak aktarım sürecinde bankacılık sektörünün yoğun olarak kullanıldığı Türkiye gibi ülkelerde, firmalar genelde bankacılık sektörü aracılığıyla fon sağlamaktadırlar. Bunun sonucunda da, yaratılan kaynaklar açısından, Türk finans sisteminin %94'üne sahip olan bankacılık sektöründe yaşanan yapısal sorunların, reel sektörü doğrudan etkilemesi ve ekonominin geneline bütün olumsuzluğu ile yansması kaçınılmaz olmaktadır.

Özellikle 1990'lı yılların ortalarından 2000'li yılların ortalarına kadar yaşanan makroekonomik sorunlar, Türkiye'de fon akımının etkin şekilde işlemlerini engellemiştir. Bunların yanı sıra en büyük fon sağlayıcısı olan bankaların kamu kağıtlarına yönelmeleri de fona ihtiyacı duyan reel sektörün faaliyetlerinin yeterince fonlanmasına neden olmuştur. Kredi piyasasında tam bilginin olmayışı ve asimetrik bilgiden kaynaklanan ters seçim ve ahlaki çöküntü problemleri de, bankaların finansman ihtiyacı olan firmalara yeterince ulaşmasını engellemektedir. Bu nedenle fon akımının etkin şekilde işlemlerini engelleyen faktörlerin ortadan kaldırılması veya azaltılması, finansal piyasalarla özellikle de bankacılık sektörü ile reel sektör arasındaki ilişkinin güçlenmesine ve ekonominin gelişmesine katkıda bulunacaktır.

Türkiye'de reel sektörün %50'sini oluşturan imalat sanayi ile kaynak aktarım sürecinin en önemli elemanı olan bankacılık sektörü arasındaki ilişki, çalışmanın ikinci bölümde incelendiğinde; banka kredilerinin, Türk İmalat Sanayi için en önemli yabancı kaynak olduğu görülmüştür. Türk İmalat Sanayi, faaliyetlerini özkaynaklarıyla finanse edemediği veya finanse etmek istemediği zamanlarda yabancı kaynaklara özellikle de banka kredilerine yoğun bir şekilde başvurmuştur. Türkiye'de özsermaye sağlamanın güçlüğü ve yüksek oranlı enflasyonun varlığı ise bu durumun nedenleri arasında sayılabilir. Yabancı kaynak kullanımının fazlalığı ve firmaların tahvil ve hisse senedi çıkarma konusundaki isteksizliğinin diğer bir nedeni de, sermaye artırımını üzerindeki vergi yükünden kaçınmak için firmaların

ortaklarından, iştiraklerinden ve diğer kesimlerden kredi alarak sermaye artırımını dolaylı yollardan sağlama imkanının olmasıdır (TÜSİAD, TCMB, 2005: 41).

Ancak son zamanlarda bu durum değişiklik göstermiş ve Türk İmalat Sanayi'ndeki firmalar özkaynak kullanımına yönelmişlerdir. Özellikle, incelenen dönemin son iki yılında yani 2004 ve 2005 yıllarında, özsermayenin pasif içindeki payı 1990 yılından bu yana hiç görülmemiş bir şekilde %50'nin üzerine çıkmıştır. Aslında bu durum yani özkaynakla finansman oranındaki artış irdelenirken, vergi sistemindeki değişiklikler, icra iflas kanunu, bankacılık sisteminin yapısı gibi diğer faktörler göz önüne alınmalıdır. Bunun dışında özkaynakla finansman oranındaki artışların, o döneme ait yatırımların yetersiz oluşundan kaynaklanabileceği de göz önünde tutulmalıdır (Çelen, 2000: 23). Bu bilgilere istinaden, inceleme yapıldığında, 2004 ve 2005 yıllarında vergi yükünü azaltmak üzere vergi oranlarında çeşitli indirimlerin yapıldığı görülmektedir. Hatta bu çalışmalar neticesinde, Türkiye'de vergi ödemelerinin brüt kara oranının OECD ülkeleri ortalamasıyla karşılaştırıldığında daha düşük olduğu görülmektedir. Ancak, vergi sisteminin karmaşıklığı ve ödenecek vergi sayısının fazlalığı nedeniyle vergi işlemlerinin maliyeti yüksekliğini korumaktadır. Son yıllar itibariyle ise, vergi ödemelerinin brüt kara oranı Türkiye'de %46.3, OECD ortalamasında %47.8 olarak gerçekleşmiştir (DPT, 2007b: 83).

2000'li yıllardaki mali krizler sonucunda bankacılık sektöründe ortaya çıkan güven sorunu nedeni ile kredi olanaklarının ciddi şekilde daralması, akreditif, teminat mektubu ve benzeri bankacılık hizmetlerinin durma noktasına gelmesi ekonominin bütününe etkilediği gibi imalat sanayinde faaliyet gösteren firmaları da olumsuz yönde etkilemiştir (TÜSİAD, 2002: 23). Bu yıllarda yabancı kaynak kullanımının azalmaya başlaması banka kredilerindeki azalmadan kaynaklanırken, 2004 ve 2005 yıllarındaki ciddi anlamda özkaynak kullanımının artması, ticari borçlardaki azalmadan kaynaklanmaktadır. Aynı yıllarda hem bankacılık sektörünün kredi/mevduat oranı hem de imalat sanayinin bilançosundaki kredilerin yabancı kaynak içindeki oranı ise artmıştır.

İmalat sanayinin yatırım performansının düşüklüğünün mü, özkaynakla finansmana yönlendirdiği araştırıldığında ise, elde edilen sonuçlar bu düşüncenin

yanlış olduğunu ortaya koymaktadır. Çünkü son iki yıldaki imalat sanayinin yatırım oranının önceki yıla göre artış oranı sırasıyla %158.2 ve %124 olarak gerçekleşmiş ve GSMH içindeki payı da %4.5'lerden en son %6.4'e yükselmiştir. Sonuç olarak, özkaynak kullanımının son yıllarda artışının en önemli nedeni, vergi oranlarındaki indirimler gibi görünmektedir.

Türk İmalat Sanayi'nin en önemli yabancı kaynağı olan banka kredilerinin vadeye ve para cinsine göre dağılımı incelendiğinde ise, göze çarpan çok önemli iki özellik vardır. Bunlardan birincisi, uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeli banka kredilerine oranla daha çok kullanılması, ikincisi de uzun vadeli nakdi kredilerin ortalama %85'inin yabancı para cinsinden olmasıdır. Toplam nakdi krediler içinde de ortalama olarak %70 civarında yabancı para cinsinden kredi kullanılmaktadır. Dış kaynağın ucuz ve uzun vadeli olması imalat sanayi firmalarını yabancı paraya yönlendirmiş olabilir. Ancak borçlanılan yabancı para, kur artışından kaynaklanan devalüasyon zararlarının muhasebeleştirildiği bir kalem olan gelir-gider tablosundaki kambiyo zararlarını özellikle kriz yıllarında arttırıcı etkiye neden olmuş, 2005 yılında ise bu kalemden azalma görülmüştür.

Diğer taraftan, banka kredilerinin imalat sanayine kullanılması oranı ise ortalama %30'dur ve gelişmiş ülkelere oranla hala çok düşüktür. Kullanılan kredilerin oranının özellikle 2001 yılından sonra düşmesi ve ekonominin iyileşmesine rağmen 2005 yılında %19.5 olarak gerçekleşmesi; önemli bir yabancı finansman kaynağı olan banka kredilerinin bankacılık sektörü tarafından, Türkiye'de yatırımların %30'unu elinde bulunduran imalat sanayi gibi verimli alanlara yönlendirilmediğini ortaya çıkarmaktadır.

Çalışmada önemli bir yeri olan Modigliani-Miller teoremine göre, vergilerin bulunmadığı bir ekonomide firmanın piyasa değeri, sermaye yapısından ve sermaye maliyetinden bağımsızdır. Ancak Modigliani ve Miller daha sonraki çalışmalarında hata yaptıklarını söyleyerek devletin vergi aldığı bir ekonomide piyasa değeri ile sermaye yapısı arasında sıkı bir ilişkinin olduğunu açıklamışlardır. Onlara göre, firmaların değerliliklerinin artması için firmaların sermaye yapılarındaki borç oranının artması gerekmektedir. Firmanın borç/özsermaye oranı artarsa, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yani gerekli karlılık oranı doğrusal olmayan bir şekilde

azalacak, özsermaye karlılık oranı ise doğrusal bir şekilde artacaktır. M&M teoreminin Türk İmalat Sanayi'nde geçerli olup olmadığını test etmek için, Türk İmalat Sanayi'nin özsermaye karlılığı (ROE) ile borç/özsermaye oranı arasındaki ilişkiyi incelemek üzere yapılan ekonometrik analizde iki değişken arasındaki ilişki istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur. Analiz sonucuna göre, borçlanmadaki her 1 puanlık artış, özsermaye karlılığını yaklaşık 2 puan (1.98) arttırmaktadır. Analizde t değeri 1.67 ve p olasılığı da sıfıra yakın çıkmıştır. Seçilen denklemin uygunluğu F testi tarafından da onaylanmaktadır.

Kısaca bu çalışmada, M&M teoreminin Türk İmalat Sanayi için geçerliliğinin olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Türkiye'de devletin vergi alması ve son yıllarda vergi oranlarının düşürülmesine rağmen vergi giderlerinin brüt kara oranının hala yüksek olması ise, M&M teoreminin koşulunu sağlaması nedeniyle bu ilişkiyi doğrular şekildedir.

KAYNAKÇA

- AGARWAL, S. and H. MOHTADİ. (2004). Financial Markets and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries. *Global Finance Journal*, 15(1), 57-70.
- AKGÜÇ, Ö. (1998). *Finansal Yönetim. 7. b.* İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Yayını: 65.
- AKTAN, B. (2006). Rasyolar Vasıtasıyla Finansal Durumunuzu Nasıl Analiz Edersiniz? 'Küçük İşletmeler İçin Bir Rehber'. *Yaşar Üniversitesi E-Dergi*, 1 (1), 1-12.
- ALİDEDEOĞLU, E. ve GÖKKENT, G. (2002). Mali Sektör 2002-2007. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 17 (197), 68-87.
- APAK, S. (2001). Bankacılık Sektörü, BDDK ve Fon Bankaları. *İktisat Dergisi*, 417, 26-39.
- ARAS, G. ve A. MÜSLÜMOV. (2002). Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği. *KYD Bilimsel Eser Yarışması Üçüncülük Ödülü*, 1-92.
- ARAS, G. ve A. MÜSLÜMOV. (2004). Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 19 (222), 55-65.
- ARISOY, İ. (2005). Türkiye'de Sanayileşme ve Temel Göstergeler Açısından Sanayinin Gelişimi. *Çukurova Üniversitesi S.B.E. Dergisi*, 14 (1), 45-67.
- AYDIN, M. F. (2002). Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:13.
- BDDK, (2003). Türk Bankacılık Sektöründe Aracılık Maliyetlerinin Azaltılması. *MSPD Çalışma Raporları*, 2003 Yılı Özel Sayısı.

- BDDK, (2004). 2004 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Türk Bankacılık Sistemi.
- BERK, N. (2003). *Finansal Yönetim. 7. b.* İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- BOYD, J. and B. SMITH. (1996). Co-Evolution of the Real and Financial Sektors in the Growth Process. Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Working Paper No: 541.
- CAPRIO, G. and A. DEMİRGÜÇ-KUNT. (1998). The Role of Long-Term Finance: Theory and Evidence. *The World Bank Research Observer*, 13 (2), 171-189.
- CEYLAN, A. (2001). *İşletmelerde Finansal Yönetim. 7. b.* Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- COHEN, J. (1972). Copeland's Moneyflows After Twenty-Five Years: A Survey. *Journal of Economic Literature*, 10 (1), 1-25.
- COHEN, R. (2004). An Implication of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems on the Relation Between Equity and Debt.
<http://www.rdcohen.50megs.com/MMabstract.pdf> (20.11.2006).
- COŞKUN, N. (2001). Gelişmekte Olan Ülkelerde Bankacılık Krizleri, *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 3 (2), 1-10.
- ÇELEN, S. (2000). İmalat Sanayi 1993-1998, Avrupa Ülkeleri, Japonya, Amerika ve Türkiye Karşılaştırması, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü.
- ÇOLAK, Ö. F. (2001). Finansal Kriz ve Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 3 (2), 15-30.
- DPT, Temel Makroekonomik Göstergeler. www.dpt.gov.tr
- DPT, (2006). Mali Piyasalarda Gelişmeler. Eylül.
- DPT, (2007a). Ekonomik Gelişmeler. Ocak.
- DPT, (2007b). Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007-2013), 2007 Yılı Programı.
- EGELİ, H. A. (2001). Dış Ticaret Açısından Sanayileşme Stratejileri ve Türkiye

Açısından Değerlendirilmesi. *Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 149-161.

ERSEL, H. ve A. FİLİZTEKİN. (2004). Kredi İstemi Esnekliği ve Bankacılıkta Fon Aktarımından Alınan Vergilerin İstem Üzerine Etkileri. *Bankacılar Dergisi*, 49, 33-52.

GREEN, C. and V. MURINDE. (2000). Flow of Funds: Implications for Research on Financial Sector Development and the Real Economy. *Loughborough University Economic Research Paper*, 00/6, 1-35.

GUJARATI, D. (1999). *Temel Ekonometri*. (Çev. Ü. Şenesen ve G. Şenesen). 1. b. İstanbul: Literatür Yayıncılık

GÜLOĞLU, B. ve S. BEKÇİOĞLU. (2001). İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapılarına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama. ODTÜ Uluslararası İktisat Kongresinde sunulmuştur. 1-26.

GÜNÇAVDI, Ö. ve S. KÜÇÜKÇİFTÇİ. (2002). Türkiye Ekonomisinde Finansal Kısıtların Değişen Rolü ve Önemi: 1973-1996. *Bankacılar Dergisi*, 42, 75-81.

GÜVEN, S. (2002). Türkiye'de Banka Kredileri ve Büyüme İlişkisi. *İktisat-İşletme ve Finans Dergisi*, 17 (197), 88-100.

HATİBOĞLU, Z. (1996). *Ayrıntılı İşletme Finansı*. 2. b. İstanbul: Sedok Yayınları.

HERRING, R. and A. SANTOMERO. (1996). The Role of the Financial Sector in Economic Performance. The Wharton School University of Pennsylvania Working Paper, 95-08, 1-90.

İŞCAN, A. (2003). Banka Kredilerindeki Daralmanın Ekonomik Etkileri ve Krizlerdeki Gelişim. TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

JENSEN, M. and W. MECKLING. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial*

Economics, 1, 305-360.

KAYA, Y. (2002). Türk Bankacılık Sektöründe Karlılığın Belirleyicileri 1997-2000.

BDDK MSPS Çalışma Raporları.

KEPENEK, Y. ve N. YENTÜRK. (2005). *Türkiye Ekonomisi*. 18. b. İstanbul: Remzi Kitabevi.

KİBRİTÇİOĞLU, A. (1996). *Uluslararası Makro İktisat*. Ankara Üniversitesi S.B.F. Yayını: 201.

KOO, J. and S. SHIN. (2004). Financial Liberalization and Corporate Investments: Evidence from Korean Firm Data. *Asian Economic Journal*, 18 (3), 277-292.

KUTLAR, A. ve M. SARIKAYA. (2003). Asimetrik Enformasyon ve Marjinal Maliyet Fiyatlandırma Modeli Çerçevesinde Türkiye’de Kredi Tayinmesi ve Faiz Oranlarının Tahmini. *Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 4 (1), 1-17.

MERİÇ, G. (1983). İşletmede Finansal Kaldıraç Kararları. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1 (1), 31-43.

MISHKIN, F. (2001a). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 6. ed. New York: Addison-Wesley.

MISHKIN, F. (2001b). Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. *National Bureau of Economic Research Working Paper No: 8087*.

MODIGLIANI, F. and M. MILLER. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

MODIGLIANI, F. and M. MILLER. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.

MÜFTÜOĞLU, T. (1999). *İşletme İktisadı*. 3. b. Ankara: Turhan Kitabevi.

- MÜSLÜMOV, A. (2001). Türkiye’de Ekonomik Krizlerin Halka Açık Kobi'lere Etkisi. I. Orta Anadolu Kongresi, 218-226.
- OKSAY, S. (2000). Finansal Piyasalarda Yeni Yasal Düzenlemeler İhtiyacı. <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/oksay4.pdf> (28.10.2006).
- ORUÇ, B. (2002). Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri -Türk Sermaye Piyasaları-. *SPK Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi Yeterlilik Etüdü*, 1-38.
- ÖKTE, K. (2001). Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri. *Uludağ İ.İ.B.F. Dergisi*, 19 (12).
- ÖZBİLEN, Ş. (1999). Global ve Ulusal Ekonomilerde Reel Kriz Süreçlerinin Ortaya Çıkışı ve Gelişme Süreçleri. *Yeni Türkiye Dergisi*, 5(27), 171-185.
- ÖZKAN, T. (2004). Giderek Artan ve Maksimizasyon Sonrası Giderek Azalan Nakit Çıkış ve Girişlerine Sahip Yatırım Projelerinin Analitik Analizi ve Bir Örnekleme. *Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 5 (2), 69-86.
- PEKKAYA, S. ve S. KESİCİ. (2000). Türkiye Örneğinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Dengeler Üzerinde Reel Kesim Mali Kesim Ayrımıyla Etkileri. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 15 (167), 58-83.
- PIKE, R. and A. NEALE. (1996). *Corporate Finance & Investment. 2. ed.* Great Britain: Prentice Hall.
- REID, M. and S. SCHREFT. (1993). Credit Aggregates From The Flow of Funds Accounts. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 79 (3), 49-63.
- SANTOS, C. (2006). Keynesian Theorising During Hard Times: Stock-Flow Consistent Models as an Unexplored ‘Frontier’ of Keynesian Macroeconomics. *Cambridge Journal of Economics*, 30, 541-565.
- SEYİDOĞLU, H. (2003). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş

Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2), 141-156.

SOYDEMİR, S. (1998). *Türkiye’de Finansal Fon Akımları (1982-1993)*. Sermaye Piyasası Kurulu Yayını: 122.

STIGLITZ, J. and A. WEISS. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71 (3), 393-410.

ŞEN, M. (2002). Asimetrik Bilgi Ortamında Yabancı Kaynakların Vade Yapısı ve Çeşitli Finansal Değişkenler arasındaki İlişkiler. *Eskişehir Anadolu Üniversitesi Dergisi*, 18 (1-2), 227-239.

ŞENSES, F. ve E. TAYMAZ. (2003). Unutulan Bir Toplumsal Amaç: Sanayileşme Ne Oluyor? Ne Olmalı?. *ERC Working Papers in Economics*, 3 (1), 1-23.

TBB, Bankalarımız. www.tbb.org.tr

TBB, (2005). Türkiye’de Finansal Sektör ve Bankacılık Sistemi. Mart.

TBB, (2006). 2005-2006 Dönemi Çalışmalarına İlişkin Faaliyet Raporu. Mayıs.

TCMB, Sektör Bilançoları. www.tcmb.gov.tr

TCMB, (2003). Para Politikası Raporu. Ekim.

TCMB, (2004). Sektör Bilançoları 2001-2003 Yılları Değerlendirmesi. Kasım.

TCMB, (2006a). Finansal İstikrar Raporu. Aralık.

TCMB, (2006b). Sektör Bilançoları Değerlendirmesi (2003-2005). Aralık.

TECER, M. (1980). *İşletmelerde Sermaye Maliyeti*. Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları No: 188.

TİRYAKİOĞLU, M. (2004). Yenilikçi Rekabet Stratejileri Açısından Türk İmalat Sanayi ve Yenilikçilik, Osmangazi Üniversitesi 3. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi, 503-516.

TÜSİAD, (2002). Sektörel Durum Analizi, Sorunlar ve Çözüm Önerileri 2001-II. Yayın No: TÜSİAD-T/2002-05/320.

TÜSİAD, (2005). Bankacılık ve Reel Sektör İlişkilerinin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler. TÜSİAD 2005 Yılı Raporları.

TÜSİAD ve Koç Üniversitesi, (2005). Türkiye İçin Sürdürülebilir Büyüme Stratejileri Konferansı Tartışma Tebliği, TÜSİAD Yayın No: TÜSİAD-T/2005-06/401.

TÜSİAD ve TCMB, (2005). Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Mali Yapı. TÜSİAD Büyüme Stratejileri Dizisi No: 5.

ÜZÜMCÜOĞLU, Ö. (2000). Finansal Kararlara Genel Denge Yaklaşımı. *Hazine Dergisi*, 13, 73-87.

YILMAZ, M. (2001). Türkiye’deki İmalat Sanayiinin Gelişimine Genel Bir Bakış: Kantitatif Bir Yaklaşım. *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 2 (2), 171-191.

Ek 1: Modigliani-Miller Teoreminin Test Edilmesine İlişkin Veriler (Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vergi Öncesi Kar	6086	756	6031	22677	80633	259202	451576	852952	972053	893870	1955352	117143	3940863	7586645	9812735	7937742
Toplam Borç	60773	109489	203156	449732	956321	3098854	2444975	5918092	9948148	17109436	25130358	41126894	45235271	55544115	67094273	74798599
Döviz Kuru	2816	4239	6858	11156	30781	46089	82043	153332	262637	423906	624493	1231604	1428339	1414888	1335933	1347330

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi

EK 2: Türk İmalat Sanayi'ndeki Tüm Firmaların Bilançoları (Milyar TL)

AKTİF	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
I.Dönen Varlıklar	64865	107130	187816	405556	868158	2606328	2663567	5683938	9284571	15880997	24176639	37288122	42311264	58299083	78289426	87373567
A. Hazır Değ.	4195	6098	11183	20550	81480	300634	275085	612171	1273008	2430096	3173797	5699853	6203903	8875704	12666766	14726837
B. Menkul Kıy.	3228	2502	8101	23132	52698	203547	178229	400748	470152	703339	894177	716783	1054530	1155136	1689457	882208
C. Ticari Alacaklar	22352	42510	76198	174186	274201	857829	892355	1930073	3241258	5381179	8818062	13410590	15114289	21407476	27748197	33118647
D.Diğer Alacaklar	3768	5977	8192	14186	112224	227549	114044	193066	347353	716631	1156948	2040932	1876888	2140892	2443073	2800530
E.Stoklar	26279	42561	71604	160357	308775	716647	1058589	2270687	3457182	5631918	8880614	13249993	15993000	21694198	29591433	31890686
F.Onarım ve İnşaat Maliyet	-	-	-	968	2288	178029	7745	24326	75392	123168	179336	421841	177691	320864	557556	414886
G.Gelecek Aylara Ait Gider	239	798	670	438	9225	30890	27486	43701	83007	261483	185471	225965	225059	436931	492481	488301
H.Diğ. Dönen Varlıklar	3231	3943	5677	11736	27266	91200	110035	209167	337219	633183	888234	1522166	1665904	2267882	3100463	305173
II.Duran Varlıklar	43492	69262	119490	231413	513900	2180603	1741384	3682039	6738354	10531979	15792840	23574685	29607432	43100410	67741148	71500435

A.Ticari Alacaklar	997	1296	2523	1218	4400	30875	11401	38531	49072	94641	88352	76669	74250	129502	181724	385207
B.Diğer Alacaklar	1249	1741	5109	15309	27171	51167	10923	29426	42689	192674	402691	736652	741496	955194	886288	827062
C.Mali Duran Varlıklar	3670	6079	12717	20422	42746	252663	177016	432392	809007	1229981	1842143	3007932	3971480	6148701	15060936	15757236
D.Maddi Duran Varlıklar	36165	58035	95612	189372	424816	1746230	1498586	3071001	5621964	8657670	13062919	19032410	23842759	34514347	49310866	51557552
E.Maddi Olmayan D.Varlıklar	183	578	770	1479	3116	23532	11825	31203	81589	168821	213795	374180	572982	920821	1650336	2226974
F. Özel Tükenmeye Tabi Var.	-	-	-	3731	1116	13811	1474	2603	6215	6680	4889	10301	15128	48734	166944	168730
G.Gelecek Yıllara Ait Gelir ve Gider Tahminleri	-	-	-	331	4250	16650	11174	33015	66033	122851	105619	169896	211232	227515	299706	413105
H.Diğer Duran Varlıklar	1225	1531	2757	3213	6282	45672	18985	43867	61784	58661	72432	166645	178104	155597	184348	164567
AKTİF VARLIK TOPLAMI	108358	176393	307307	636969	1382058	4786931	4404951	9365977	16022925	26412975	39969478	60862807	71918695	101399493	146030574	158874002

PASİF	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
I.Kısa Vadeli Yabancı Kaynak	45655	86712	150806	354677	768087	2225832	2182411	4491625	7390973	12774239	18991931	30121234	31551842	39718297	49880479	55345002
A.Mali Borçlar	16689	33321	52960	103551	207957	619783	715755	1615344	2945967	5017016	6828664	11077413	10331076	12923592	15892197	19224399
1.Banka Kredileri	14941	30009	46465	94546	165812	468990	603889	1409116	2462135	4109198	5787983	9138496	8951956	11034885	13398240	16675465
2. Diğer*	1748	3312	6495	9005	42145	150793	111865	2061128	483832	909918	406802	938917	1279111	1888703	2493958	2548933
B.Ticari Borçlar	14979	28343	54596	131015	224049	706048	736468	1527695	2454468	4671790	6887029	11042955	13123844	16957050	21550953	23639803
C.Diğ. Borçlar	9802	18908	33280	33329	85278	239114	187093	310515	516831	694471	1527261	2311880	2584201	2994040	3461287	3283921
D.Alınan Avanslar	1865	2809	5650	12283	25610	87821	100970	221197	332374	529909	818946	1545107	1876147	2085784	2739091	3019718
E.Onarım Hak Edişleri	236	813	610	920	1900	174427	7395	23649	84497	156409	231409	610841	204192	281789	503172	392811
F.Ödenecek Vergi ve Diğ.	-	-	-	33845	78675	113038	166763	286554	324040	632561	1078490	1307250	1319341	1653117	2150900	2460987
G.Borç ve Gider Karşılıkları	2082	2515	3707	34607	63607	200538	202942	378498	521621	676980	1078490	1418561	1569517	2012472	2382793	1824540
H.Gelecek Aylara Ait Gel. Gid.Tah.	-	-	-	3785	61055	49430	27881	52497	92108	153236	299262	378290	333148	395649	497572	665417

I.Diğer Kısa Vadeli Borçlar	-	-	-	1336	19952	35629	37145	75676	119067	241866	310943	428938	210385	414807	702514	833405
II. Uzun Vadeli Yabancı Kaynak	15118	22777	52350	95055	188234	873022	562564	1426467	2557175	4335197	6138427	11005660	13683429	15825818	17213794	19453597
A.Mali Borçlar	10751	15752	28961	54105	119293	634076	390401	974671	1662092	2846006	4023589	7290546	8666901	10241078	11522485	12380535
I.Banka Kredileri	9733	13365	25539	49914	108658	476297	379045	948409	1634647	2807052	3947648	7211897	8558095	9533680	10496113	11756079
2.Diğer**	1018	2387	3422	4191	10635	157779	11356	26262	27445	40904	75940	78649	108805	708398	1026372	524456
B.Ticari Borçlar	570	650	3725	10680	10603	48680	44289	114847	228626	333806	467079	914759	1023291	1292440	1228486	1796360
C.Diğer Borçlar	1519	2093	11526	16438	32214	72474	32760	106717	237346	301207	427117	790855	1842631	1529611	1192883	1675009
D.Alınan Avanslar	540	897	2064	1319	2288	12276	6239	32638	79570	197441	321411	593531	617191	507798	712127	800059
E.Borç ve Gider Karşılıkları	1737	3384	6071	11588	20050	94092	81305	170164	292103	524883	854375	1340763	1411113	2112271	2441260	2623254
F.Gelecek Yıllara Ait Gel. Gid.Tah.	-	-	-	6	597	5930	1794	12823	34554	101767	21747	53724	89117	106555	87691	118632
G. Diğer U. V. Borçlar	-	-	-	917	3186	5492	5776	14607	22884	30087	23109	21484	33186	36066	28861	86747

III. Özkaynaklar	47584	66903	104150	187237	425736	1688076	1659976	3447885	6074776	9303539	14839120	19735913	26683423	45855378	78936301	84075403
A.Ödenmiş Sermaye	25377	40460	70706	114051	225065	720780	665509	1284641	2458869	4152455	6301202	9840063	13473608	23097480	75997006	68789186
B.Sermaye Yedekleri	5004	8168	11534	81528	212826	924027	700655	1465859	2712934	4266103	6981997	10425416	12379098	18036439	2044264	3454550
C.Kar Yedekleri	-	-	-	21360	37261	113366	149138	305216	641007	1048324	1614835	2306454	2567840	4700766	19240351	18780455
D.Geçmiş Yıllar Karları	-	-	-	143	2226	10874	17481	46139	84269	164126	342625	520382	583676	1165274	6643598	7601130
E.Geçmiş Yıllar Zararları (-)	6500	18400	42200	35751	69597	251584	142095	186713	376517	652833	1480129	2333911	4756524	6778557	32474150	20446032
F.Net Kar/Zarar	6086	756	1635	5904	17593	170638	269289	532744	554214	325363	1078590	1022491	2435726	5633977	7485232	5896113
PASİF TOPLAM	108358	176393	307307	636969	1382058	4786931	4404951	9365977	16022925	26412975	39969478	60862807	71918695	101399493	146030574	158874002

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

(*)(Hisse Seneleri+Özel Kesim Tahvil Bono+Diğer Menkul Kıymetler)

(**)(Uz. Vd. Krd. Ana Para Taksidi+Tahvil Anapara ve Faiz Taksidi+Çıkarılmış Bono ve Tahvil +Diğer Menkul Kıymetler)

EK 3: Türk İmalat Sanayi Gelir Gider Tablosu (Milyar TL)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
A.Brüt Satışlar	133030	224303	466886	840689	1821843	7628089	5971059	12725574	20811498	31622951	52654414	81885428	102740515	145421168	190028665	2107961234
B.Satış İndirimler (-)	10888	21224	51083	88282	173446	346069	618850	1325780	2139111	3512047	5436509	8865908	12025044	16846942	19520445	24757204
C.Net Satışlar	122142	203078	415082	752406	1648397	7282017	5352208	11399794	18672388	28110904	47217905	73019520	90715471	128574226	170508221	186038920
D. Satış Maliyeti (-)	97214	161190	330389	591032	1233481	6264887	4218368	8892738	14645870	22337489	38455760	57558336	74672045	107620614	142694117	158256089
Brüt Satış Kar/Zarar	24924	41888	85413	161734	414915	1017129	1133840	2507056	4026518	5773415	8762145	15461184	16043426	20953612	27814104	27773831
E.Faaliyet Gideri(-)	12787	22820	44543	79425	152836	436758.8	498856	1106509	2027335	3289558	5346906	7553327	9211801	13490029	16725760	19213029
Faaliyet Kar/Zarar	12137	19068	40870	81948	262079	580365	634984	1400548	1999183	2483857	3415239	7927857	6831625	7463583	11088344	8560802
F. Faaliyet Dışı Gelir	4581	7189	14162	29252	87541	305996	304076	609043	1115252	2327888	2290540	7186491	5734042	8119307	10130206	7630830
İştiraklerden Gelir	193	334	667	1206	2438	12699	7792	15998	23076	45260	66511	72426	90149	154840	256062	238701
Bağ.Ortak. Gelir	39	87	98	328	925	5203	3233	12446	15362	31978	31762	61800	46128	113252	307255	259736
Faiz Gelirleri	704	2024	4363	10336	27554	114883	127954	243454	475861	996323	872791	2047787	1230179	1409492	1309277	1088843
Komisyon Gelirleri	0	0	58	65	1383	5117	5478	8052	10423	17362	23444	56633	39485	57771	85158	108198

Diğer Giderler	0	0	8631	15926	26380	51743	38487	77476	115372	194651	332187	1325235	1168883	1532681	1160444	746389
H.Finansman Giderleri (-)	7694	19624	34779	61513	207641	378559	376161	940524	1751264	3101184	2636392	11233023	5596747	3723161	4428197	3360951
K.V.Borçlanma Giderleri	0	0	0	0	0	0	305251	706251	1327412	2348403	2046981	8515285	4141190	3028035	3474477	2743011
U.V.Borçlanma Giderleri	0	0	0	0	0	0	70910	234274	423859	752781	589349	2717738	1455557	695126	953720	617940
Olağan Kar/Zarar	6804	2260	9964	31542	99945	410011	482046	890696	1036190	1037593	2247173	355540	4147841	8177012	9990174	8459863
I.Olağan Dışı Gelir Karları	604	1238	2311	4395	13954	38121	36662	80707	171159	307215	336947	664277	713516	727068	1146655	1175367
J.Olağan Dışı Gider Zarar. (-)	1321	861	6243	13843	40960	112848	67132	118450	235296	450938	628767	902672	920494	1317435	1324094	1697489
Dönem Kar/Zarar	6086	756	6031	22094	72939	335281	451576	852952	972053	893870	1955352	117143	3940863	7586645	9812735	7937742
K.Vergi (-)	2830	0	8026	16735	55400	164641	182287	320209	417840	568507	876763	1139634	1505137	1952668	2327503	2041628
Dön. Net Karı	3256	756	-1994	5359	17539	170638	269289	532744	554214	325364	1078590	-1022491	2435726	5633977	7485232	5896113

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları; 1992, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Yeşim CAN

Doğum Yeri : Sinop/Ayancık

Doğum Yılı : 09.09.1977

Medeni Hali : Bekar

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lise : 1991-1994 İstanbul/Küçükçekmece Söğütlüçeşme Lisesi

Lisans : 1998-1999 Muğla Üniversitesi Yabancı Diller Hazırlık Okulu

1999-2003 Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

İktisat Bölümü ve Kamu Yönetimi Bölümü (Çift Anadal)

Yabancı Dil : İngilizce