

ÖZET

Finansal Serbestleşme ve Firma Finansmanı

Ekonomik büyümenin en önemli unsuru yatırımlar olduğu için firmaların yeterli, güvenilir ve düşük maliyetli finansman kaynaklarına kolayca ulaşabilmesi gerekir. Firmaların yatırımlar için gerekli fonları yaratırken karşılaştıkları en önemli sorun kredi kısıtlamalarıdır. Finansal serbestleşme bu sorunu aşmanın bir yolu olarak sunulmaktadır. Buna göre, finansal serbestlik politikaları ile finansal kısıtların azalacağı ya da ortadan kalkacağı böylece firmaların daha fazla yatırım yaparak ekonomik büyümeyi hızlandıracağı düşünülür. Ancak, bunun olabilmesi büyük ölçüde bu politikaların firma finansmanına etkisine bağlıdır. Bu çalışmada amacımız finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ülkelerde ve özellikle Türkiye’de firmaların finansman yapısını ne ölçüde etkilediğini tartışmaktır. Son yirmi yıldaki veriler aracılığıyla finansal serbestleşmenin firma finansman yapısını teoriye uygun bir biçimde gerçekleştirip gerçekleştirmediği tartışılmıştır. Türkiye ekonomisi açısından ulaşılan en önemli sonuç, finansal serbestleşme politikalarının firma finansman yapısını değiştirmedir.

JEL Sınıflaması: G30, O16

Anahtar Kelimeler: Tasarruflar ve Sermaye Yatırımı, İşletme Finansmanı ve Yönetişim

ABSTRACT

Financial Liberalization and Capital Structure of Firms

As investment constitutes the main component of economic growth, it is crucial to make sure that firms have access to required levels of funds to finance their investment. One problem that keeps firms from raising the required amount of funds is the credit constraints they face. The financial liberalization policies are offered to be the solution for this problem. The conventional arguments suggest that through financial deepening growth of and financial sector, liberalization policies would eliminate or reduce the financial constraints and thus, fuel economic growth by enabling firms to invest more. Yet, the realization of such an effect crucially depends on the extend to which these policies affect the capital structure of firms. Our aim in this paper is to discuss if and to what extend the financial liberalization affected the financial structure of firms in developing countries and especially in Turkey. We conducted a more detailed analysis using Turkish data for the last two decades to see whether the impacts of financial liberalization on the capital structure of firms are realized as suggested in the theory. The most remarkable conclusion we reach is that Turkish economy has not experienced the improvements in the financial sector efficiency and in the investment as promised by the financial liberalization.

JEL Classification: G30, O16

Keywords: Saving and Capital Investment, Corporate Finance and Governance

Finansal Serbestleşme ve Firma Finansmanı



Yrd. Doç. Dr. Alper Duman*

Prof. Dr. Oğuz Esen**



İRİŞ

Ekonomik büyümenin motoru yeni yatırımlardır. Yeni yatırımların yapılabilmesi için de firmaların, yeterli, güvenilir ve düşük maliyetli finansman kaynaklarına kolayca ulaşabilmesi gerekir. Firmalar için yatırımların finansmanında iki yol vardır: Öz kaynaklar ve dış finansman. Öz kaynakların temeli daha önceki faaliyetlerden elde edilen karlardır. Dış kaynak ise bankalar ve sermaye piyasası ku-

rumları gibi finansal sistem aracılığıyla elde edilen fonlardır. Bankacılık sisteminden alınan krediler, tahvil ve hisse senedi ihraç edilerek sağlanan fonlar aracılığıyla yatırımlar finanse edilir. Özellikle gelişmekte olan ülke firmaları açısından önemli bir diğer fon kaynağı da eş, dost ve akraba gibi enformel piyasadan sağlanan kredilerdir.

Makro düzeyde bakıldığında, yatırım finansmanı yurtiçi kaynaklardan ya da yurtdışı kaynaklardan sağlanabilir. Yatırımın yurtiçi ve yurtdışı finansman kaynaklarını, firma karlarını, banka kredilerini ve diğer fonları artırmak için uygun makro politikaların hayata geçirilmesi gerekir. İşte bu gerekçelerle seksenli yıllardan itibaren, geliş-

*İzmir Ekonomi Üniversitesi, Ekonomi Bölümü

alper.duman@ieu.edu.tr

**İzmir Ekonomi Üniversitesi, Ekonomi Bölümü

oguz.esen@ieu.edu.tr

mekte olan ülkelerde finansal serbestleşme programları uygulanmaya başlanmış, mikro düzeyde firmaların karşılaştığı kredi kısıtının ortadan kalkmasıyla ekonomik büyümenin artacağı düşünülmüştü. Serbestleşme öncesi kredi piyasalarından dışlanan ya da istediği miktarda krediyi alamayan firmaların bu kısıtlardan kurtulmasıyla yatırımları artacak ve ekonomik büyümede bir atılım gerçekleşebilecekti. Yine mikro düzeyde finansal serbestleşme ve sermaye hareketlerinin dönüştürücü etkisiyle finansal kurumlar (bankalar veya diğer aracı kurumlar) rekabete daha açık olacak ve daha etkin bir yapıya kavuşacaklardı. Bunun sonucunda da sermaye maliyetleri düşecekti. Bu yaklaşımın doğal sonucu da firmaların finansman yapılarını gösteren ana göstergelerinden biri olan 'kaldıraç oranı', yani dış kaynakların toplam yükümlülükler oranı artacaktı. Ancak durum beklenildiği gibi olmamış, gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların finansman yapısında önemli bir değişiklik ortaya çıkmamıştır. Bunun bazı istisnaları vardır: Doğu Asya ülkeleri ve özellikle de Güney Kore'dir. Güney Kore şirketlerinin borçlulukları bu dönemde hızla yükselmiş ve bazılarında bu durum 1998 krizine dek sürmüştür (bkz. Chang, 1998).

Türkiye ekonomisinde gelişmeler kuiramsal beklentiler açısından tam bu yönde olmadı. Finansal piyasalarda görece bir derinleşme gözlenirse de ne rekabet ölçütlerinde önemli bir farklılık gözlemlendi, ne sermaye maliyetleri düştü ne de firmaların (ortalama

tüm firmalar göz önüne alındığında) kaldıraç oranları yükseldi.

İşte bu çalışmanın amacı gelişmekte olan ülkelerde ve özellikle Türkiye'de otuz yılda, finansal serbestleşme politikalarının firmaların finansman yapılarını nasıl etkilediğini tartışmaktır. İkinci bölümde, gelişmekte olan ülkelerde yatırımların finansman kaynakları tartışılmakta, üçüncü bölümde ise, Türkiye'de yatırım finansmanı hem firma düzeyinde hem de makro düzeyde araştırılmaktadır.

1. YATIRIMIN KAYNAKLARI VE FİNANSAL SERBESTLEŞME

A. Özkaynaklar

Mikro açıdan işletme finansmanı, öz kaynak ve firma dışı finansman olarak ikiye ayrılır. Öz kaynaklar (ya da dağıtılmamış karlar) genelde en önemli fon sağlama yoludur. Firma dışı finansman ise banka kredisi, tahvil ve hisse senedi ihracı ve enformel krediler olarak çeşitli kategorilere ayrılır.

İşletmelerin yatırımın finansmanı konusunda bir hiyerarşi oluşturdukları biliniyor. Eğer firma karlı ise, borç oranını aynı düzeyde tutmak için, dağıtılmayan karları kullanmak isteyecektir. Bunun bir başka nedeni, işletme yöneticilerinin işletmenin değeri konusunda bilgiyi tekellerinde tutmak istemeleridir. Dolayısıyla ilk tercih iç finansmandır. İkinci tercih olarak borç finansmanı hisse senedi finansmanına tercih edilir.

Hisse senedi finansmanı ise son tercih olarak değerlendirilir. İşletmenin bankalardan kredi alamayacak kadar yüksek bir borç oranına sahip olduğu ya da yapacağı yatırımın bankacılık kesimi tarafından finanse edilemeyecek kadar riskli olduğu düşünülür. Bir başka neden sermaye piyasasında işletme hisselerinin satın alınmasıyla firmanın denetiminin kaybedilme korkusudur.

İşletmelerin karlarının ne kadarına el koyacakları, ne kadarını paydaşlarına dağıtacakları işletmelerin yatırım kararları ile ilgilidir. İşletme karlarının önemli bir kısmı dağıtılmıyor ve yeni fiziki yatırımların finansmanında kullanılıyorsa, bu işletmenin dinamiklerinin bir göstergesidir. Firma karlarının ne kadarının yeniden yatırımların finansmanında kullanılacağı ne kadarının paydaşlara dağıtılacağı ülkeden ülkeye farklılıklar gösterir. Bazı başarılı sanayileşme deneyimleri şunu göstermiştir ki, sabit sermaye yatırımları ile işletme tasarrufları arasında yakın bir ilişki vardır. Buna karşılık bazı örneklerde yüksek şirket karlarının her zaman sabit sermaye yatırımlarına dönüşmediği, kimi zaman işletme karlarının lüks tüketime ya da spekülatif portföy yatırımlarına yöneldiği görülmektedir.

Makro açıdan bakıldığında, yatırımlar ya hane halkı tasarrufları ile ya da firma tasarrufları ile finanse edilir. Neoklasik yaklaşıma göre, yatırımlar, hane halklarının yaptığı tasarruflarla finanse edilir. Bu görüşe göre yatırımlardaki artış esas olarak iki faktöre bağlıdır: yurtiçi tasarruflar ve etkin

bir finansal aracılık. Etkin bir finansal aracılık sistemi, finansal kaynakların şirketler sektörüne kanalize edilmesini kolaylaştırır. Finansal serbestlik politikaları ile yatırımlar arasındaki bağlantılardan biri, bu şekilde kurulmuş olur. ‘Keynes-Schumpeter’ olarak adlandırabileceğimiz alternatif yaklaşıma göre yatırımların esas kaynağı şirket karlarıdır. Hane halklarının yapacakları tasarruflar yatırımların finansmanında önemli değildir. Yapılan araştırmalar işletme karlarının, hane halkı tasarruflarına göre ulusal tasarruflara katkısının daha fazla olduğunu göstermektedir (UNCTAD, 2008).

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sayesinde sermayenin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru akacağını ve yatırımları artırarak, büyümenin sağlanacağı beklenir. Bu açıdan yatırımların finansmanın yurtiçinden mi yoksa yurtdışından mı sağlandığının bir önemi yoktur. Ne var ki yapılan uzun dönemli ampirik çalışmalar bunun böyle olmadığını göstermektedir. Prasad vd. (2007) 56 gelişmekte olan ülke için 1970-2000 dönemini kapsayan araştırmalarında, yabancı sermaye ithal eden ülkelerin yatırımlarının artmadığını ve yabancı sermayenin yatırımların finansmanında kullanılmadığını göstermişlerdir. Bu sonuç gelişmekte olan ülkelerde yatırımların önündeki en önemli kısıtın yetersiz yurtiçi kaynaklar olmadığını göstermektedir.

Dullien (2007)’in çalışması da benzer sonuçlara ulaşmaktadır. Buna göre, milli gelirlerinin önemli bir kısmını yatırımlara

dönüştüren ülkeler, cari işlemler fazlası veren, dolayısıyla yabancı kaynak kullanmayan ülkelerdir. 1993-2003 yılları arasında yatırım oranı yüzde 25 ve daha fazla olan ülkelerin cari fazla verdiği ve yatırımların finansmanının yurtiçi kaynaklardan sağlandığını göstermiştir. Bir diğer ilginç sonuç da, yatırımların finansmanında yabancı kaynak kullanmayan ülkelerin aynı zamanda, bankacılık sistemine erişimin en yüksek ülkeler olmasıdır.

Guiso vd. (2006) İtalya için yaptıkları araştırmada finansal serbestleşmenin işletmelerin, krediye erişimini arttırdığını ve kolaylaştırdığını, mevduat ve borç verme faizleri arasındaki makası azalttığını (spread) ancak bir yandan da daha fazla batık krediye yol açtığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yukarıda bahsi geçen Prasad v.d. (2007) finansal serbestleşmenin yaratabileceği bir diğer olası tehlikenin de altını çizmektedir. Serbestleşme sonrası denetimsiz sıcak para girişleri yerli paranın aşırı değerlenmesine ve sermaye akımlarında yaşanabilecek ani hareketler nedeniyle oluşabilecek finansal çalkantılara yol açabilecektir. Makro ekonomik istikrarın sekteye uğradığı bu gibi durumlarda yatırım kararlarının ertelenmesi ya da yatırım düzeylerinin düşürülmesi özel sektör aktörlerinden beklenebilecek bir davranıştır.

B. Dış kaynaklar

Dış kaynaklar finansal araçlar, özellikle de bankalar tarafından sağlanır. Bankalar

şirket düzeyinde yapılması zor olan nakit akışında ortaya çıkan vade uyumsuzluğunu üstlenmiş olurlar. Bankalara alternatif olarak firmalar ihraç edecekleri hisse senedi veya tahvil aracılığıyla sermaye piyasalarından doğrudan fon sağlayabilirler. Öz kaynaklardan sonra ister gelişmiş ülkelerde isterse de gelişmekte olan ülkelerde firmaların öz kaynaklardan sonra en çok başvurdukları finansman kaynağı banka kredileridir.

Firmaların sermaye yapısına odaklanan yazının ana araştırma sorusu firmaların dışardan sermaye edinme kararlarını etkileyen faktörlerin ne olduğudur. Finansal serbestleşme işte bu faktörleri etkilediği ölçüde firmaların finansal yapılarında değişikliğe yol açabilecektir. Mikro düzeyde bu etkileme üç kanaldan gerçekleşebilir. İlk olarak, finansal serbestleşme sermaye maliyetini düşürebilir bu da firmaların daha fazla dış finansal kaynağa yönelmelerine, dolayısıyla kaldıraç oranlarını arttırmalarına sebep olabilir. İkincisi, finansal serbestleşme firmaların kredi kısıtlarını ortadan kaldıracaktır veya azaltabilir. Bu durumda da daha fazla firma dış kaynak sağlayabilir ya da dış finansman kaynaklarını arttırabilir. Nihayet, dolaylı olarak finansal serbestleşme büyümeyi tetikleyebilir, bu da firmalar için talebi arttırdığından yatırım ve finansman arzusu büyüyebilir.

Makro düzeyde ise finansal serbestleşmenin bir yandan, bankacılık sisteminin etkinliğini artırıp, firmalara yönelen kaynakları arttırdığı diğer yandan, finansal derin-

leşmeyle firmaların hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymet ihraç etme olanaklarının artırıp, finansal kaynak sağlama imkanlarını artırdığı varsayılmaktadır.

Finansal serbestleşmenin gerek mikro gerekse makro kanallardan sermaye yapısına etkisi çok sayıda ampirik çalışmaya konu olmuştur. Bu ampirik çalışmalar teoride bahsedilen kanalların gerçekte nasıl çalıştıklarını göstermeleri açısından yararlıdır. Örneğin, Leaven (2002)'in geliştirmekte olan 13 ekonomiyi incelediği çalışması göstermektedir ki serbestleşme sürecinde beklendiği gibi kredi kısıtları genel çerçevede azalmıştır. Ancak firmalar büyüklüklerine göre sınıflandırıldıklarında, kısıtların küçük firmalar için azalırken büyük firmalar için artmakta olduğu gözlenmiştir. Buna karşın, Hindistan'daki firmaların serbestleşme dönemindeki deneyimleri bu bulguyla çelişmektedir. Bhaduri (2005)'in tespitine göre devletin küçük ve genç firmalara tanıdığı imtiyazların ortadan kalkmasıyla bu firmalar serbestleşmeyle beraber daha fazla kredi kısıdına maruz kalmıştır. Uluslararası Doğrudan Yabancı Yatırımların (DYY) firmaların karşılaştığı kredi kısıtlamasını kaldırıp kaldırmadığını test ederek analiz eden bir çalışma Harrison v.d (2004) tarafından yapılmıştır. Firma ve sektör düzeyinde DYY verilerini serbestleşmenin göstergesi alan bu çalışmanın sonucunda, 40 ülke ve 7000 firma ölçeğinde, uluslararası şirketler için kredi kısıdında bir değişiklik olmadığı ancak yerli firmaların kredi kısıdının azaldığı bulunmuştur.

Schmukler ve Vesperoni (2006) finansal serbestleşmenin zaten küresel piyasalara erişimi olan firmaların kaldıraç oranlarını ve borçlanma vadelerini etkilemediğini ortaya koymuşlardır.

Aynı çalışmada küresel piyasalara erişimi olmayan firmalar için finansal serbestleşmenin daha kısa borçlanma vadelerine ve daha düşük kaldıraç oranlarına sebep olduğu bulunmuştur.

Ağca ve diğerleri (2007) üç bulguya dikkat çekmişlerdir. Birincisi, finansal sektörün dışa açılımının kurumsal firmalar açısından daha yüksek kaldıraç oranlarına yol açtığıdır. İkincisi, dışa açılımın yükselen ekonomi firmaları için daha kısa borçlanma vadelerine sebep olduğudur. Üçüncüsü ise finansal piyasa reformlarının gelişmiş ülkelerde daha yüksek kaldıraç oranlarını beraberinde getirirken yükselen ekonomi firmaları için daha düşük kaldıraç oranlarına neden olduğudur.

Bekaert ve diğerleri (2005) ise serbestleşmenin büyüme kanalı üzerinden etkisini incelemişlerdir. Toplamda dört farklı ülke grubu ile yaptıkları analiz sonuçlarına göre hisse senedi piyasalarının serbestleşmesinin büyüme üzerindeki etkisi pozitif yönlüdür ve bu etki alternatif modellemeler ve ekonometrik yöntemler çerçevesinde de varlığını korumaktadır. Benzer şekilde sermaye hesabındaki serbestleşmenin de büyümeyi olumlu etkileyeceği bulunmuştur.

Akademik çalışmaların bize hatırlattığı gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımı firmaların finansmanı bağlamında da son derece önemlidir.

2. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSMAN YAPISI

UNCTAD'ın 100 ülkede 32,000 işletme için 2002-2006 yılları arasında yaptığı araştırma sonucuna göre yatırımların üçte ikisinin işletme karları ile finanse edildiği, yaklaşık % 16-23 bölümünün banka kredileri ile finanse edildiği anlaşılmaktadır. Hisse senedi ihracatı yoluyla yatırım finansmanı yalnızca % 3'dür ve bu oran aile ve arkadaş çevrelerinden sağlanan enformel finansmanın altındadır.

Gelişmekte olan ülkelerde işletmeler için dış finansmanın esas kaynağı banka

kredileridir. Esasen bir çok gelişmekte olan ülkede finansal aracılık bankalarda yoğunlaşmış durumdadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki işletmelerin, özellikle yeni olanların finansman ihtiyaçları çok fazladır ve bu firmaların finansman ihtiyaçları öz kaynaklarından fazladır. Bu işletmelerin kredibiliteleri konusunda geçmişe dönük bir kayıt olmadığından bankalardan kredi almakta zorlanırlar. Bu durumda eş-dost enformel krediler devreye girer. Ancak bu tür finansman da güvenilir ve sürdürülebilir değildir.

Türkiye gibi diğer gelişmekte olan ülke firmaları için yatırım açısından öz kaynakların önemi yadsınamaz bir gerçektir. Küçük ya da büyük, genç ya da yaşlı tüm firmalar yatırımlarını öncelikle ve çoğunlukla dağıtılmamış karlarını biriktirerek oluşturu-

Tablo 1: Uluslararası Firma Finansman Yapıları

	Öz kaynak	Banka kredileri	Kamu kaynakları	Ticari krediler	Hisse senedi	Aile ve arkadaş	Diğer
Tüm ülkeler							
Tüm firmalar	65.5	16.1	1.3	3.2	3.0	3.8	7.1
Küçük firmalar	69.0	12.4	1.1	3.0	3.4	4.7	6.4
Orta ölçekli	63.1	17.9	1.5	3.4	3.4	3.1	7.7
Büyük ölçekli	59.7	22.9	2.5	3.4	2.9	1.5	7.1
GOÜ							
Tüm firmalar	59.6	13.9	1.1	2.4	7.4	2.5	13.1
Küçük firmalar	62.8	10.1	0.2	2.8	7.5	4.2	12.3
Orta firmalar	55.3	18.3	1.4	2.4	8.2	0.4	14.0
Büyük firmalar	57.8	18.0	3.0	1.4	6.5	0.1	13.2

Kaynak: UNCTAD, TDR, 2008

dukları öz kaynaklarından yaparlar. Finansal serbestleşmenin bu genel resmi değiştirip değiştiremediği, kuramsal olmaktan öte ampirik bir sorudur. Bu beklentinin gerçekleşmesi için pek çok parametrenin uygun olması ve kurumsal düzenlemelerin de kuramın öngördüğü şekilde gerçekleşmesi gerekmektedir.

Finansal serbestleşmenin bankacılık kesimi üzerindeki fiyat ve miktar kısıtlarını kaldırarak, hem bankacılık kesiminde kredi hacmini hem de finansal aracılık etkinliğini artıracak beklenmektedir. Bunun sonucunda bankacılık kesimi işletme finansmanında daha önemli bir rol oynayacaktır.

Serbestleşme yanlıları hisse senedi piyasalarının, yani borsaların gelişimi ile büyüme arasında bir ilişki olduğunu hem kuramsal hem de ampirik düzeyde sergilemeye çalışmışlardır. Bu piyasalardaki gelişimin

ölçüsü olarak da borsada işlem gören firmaların toplam piyasa değerini almaktadırlar. Ancak unutulmamalıdır ki bu piyasa değerleri, belirli finansal varlıkların (hisse senetlerinin) fiyatlandırılması sonucu ortaya çıkmaktadır ve yeni hisse senedi yoluyla ya da ilk kez halka açılma yoluyla edinilen finans kaynakları hakkında neredeyse hiçbir bilgi vermez. Örneğin yeni finansman yapılmadan, sadece mevcut hisse senetlerinin fiyatları arttığı için, piyasa değeri-kapitalizasyon artabilir. Elbette, piyasa değerinin yükselmesi yeni hisse senedi ihraçlarını kolaylaştırabilir. Ancak bu her zaman böyle işlemez. İşletme sahipleri, işletmenin denetimini kaybetmemek için yeni hisse ihraç etmeyebilirler. Sonuç olarak piyasa değeri finansal portföylerin yapısı konusunda bir fikir verse bile, yatırım finansmanı konusunda pek bir şey söylemez.

Tablo 2: Bazı Ülkelerde Hisse Senedi Piyasası Göstergeleri, 2006 (milyar dolar)

	Kayıtlı işletme sayısı	Piyasa değeri/GSYİH	Yeni arzlar/GSYİH
Buenos Aires	106	23.7	0.2
Sao Paolo	350	66.5	1.5
Bombay	4796	90.7	0.8
Hong Kong	1173	904.8	35.6
Jakarta	344	38.1	0.5
Kore	1689	95.6	0.6
Singapur	708	290.8	4.3
İstanbul	316	41.4	0.4
Amman	227	20.7	27.7
Bahreyn	50	131.4	6.6
Rusya	346	98.3	0.0

Kaynak: UNCTAD, TDR, 2008

Tablodan görüldüğü gibi, hisse senedi ihracı olmadan, yeni yatırım finansmanı sağlanmadan da hisse senedi piyasalarının piyasa değeri artabilmektedir. Hemen hemen bütün gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarında hisse senedi ihracı oldukça sınırlıdır. Az sayıda ülkede yeni arzlar önemlidir, ancak bunlar da off shore merkezlerdir.

Bunun en güzel örneklerinden biri İMKB'dir. Firmaların toplam piyasa değeri, en fazla, GSYİH'nin yüzde 42'sine ulaşsa da yeni yaratılan finansal kaynak firmaların toplam dış kaynakları içinde yüzde 2'yi hiçbir zaman geçememiştir.

Uluslararası finansal kaynakların Türkiye ekonomisine büyük miktarlarda aktığı 2000-2008 yılları arasında İMKB'de işlem gören firmaların sayısında önemsiz sayılabilecek bir artış olmuş, firma sayısı ancak 315'den 320 ye çıkmıştır. Dahası yirmi yıllık İMKB tarihinde, birincil piyasa işlemlerinde (IPOs) yaratılan yeni kaynağın biri-

kimli miktarı 20 milyar dolardan azdır. Bu da yıllık 1 milyar dolardan daha az bir kaynağın şirketlerin finansmanı için yaratılabildiğini göstermektedir.

İşletmeler açısından bakıldığında, daha ucuz ve uygun koşullarda yabancı kaynağa güvenmek ve bu kaynağı kullanmak daha uygun olabilir.

2004 yılından sonra pek çok gelişmekte olan ülkede bu tür finansman önem kazandı. Gelişmekte olan ülkelerin hızlı ve sürekli büyümeleri, uluslararası faizlerin düşük ve likiditenin bol olması ve uluslararası yatırımcıların getirilerini çeşitlendirme baskısı altında olmaları, gelişmekte olan ülke işletmelerinin yabancı kaynaklara yönelmelerini kolaylaştırdı.

Altı ülke, Brezilya, Rusya, Meksika, Türkiye, Çin ve Hindistan, işletmelerin borç stokunun yarısına sahipler. Tüm gelişmekte olan ülkeler bu tür borçlanmanın üç-

Tablo 5: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Finansman, 1998-2006 (milyar \$)

	Hisse senedi	pay	Tahvil ihracı	pay	Sendikasyon banka kredileri	pay	Toplam
GOÜ	133	9.1	325	22.2	1004	68.6	1461
Rusya	14	8.0	63	36.0	99	56.0	176
Çin	72	43.2	14	8.5	80	48.2	166
Meksika	6	3.7	48	31.7	98	64.6	151
Hindistan	13	18.9	8	11.5	49	69.7	71
Türkiye	2	1.9	9	10.9	72	87.2	81
Diğer	17	2.7	126	19.4	505	77.9	648

Kaynak: UNCTAD, TDR, 2008

te ikisine oluşturmaktadır. Uluslararası piyasalara girip borçlanabilen işletmelerin büyük işletmeler olması şaşırtıcı değildir.

Buraya kadar yaptığımız uluslararası karşılaştırmalardan bazı sonuçlar çıkartılabilir. Öncelikle öz kaynaklar gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomiler için birincil finansman kaynağı olmaya devam etmektedir. Dış kaynaklara bakıldığında ise her iki ülke grubunda da ilk sırayı banka kredileri almaktadır. Burada dikkat çekici nokta banka finansmanın büyük işletmeler tarafından küçük işletmelere kıyasla daha yoğun olarak kullanılıyor olmasıdır. Aradaki fark gelişmekte olan ülkelerde daha barizdir.

3. TÜRKİYE'DE İŞLETME FİNANSMANI

3.1 Genel Çerçeve

Finansal serbestleşmenin temelde özel sektör yatırımlarını tetikleme beklenir. Bunu da temelde tasarrufları ve yabancı kaynak girişini arttırarak, finansal aracılık faaliyetlerini daha etkin kılarak ve kredi ilişkisindeki enformasyon asimetrisini azaltarak yapacağı varsayılır (McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Levine, 1997).

Türkiye'de finansal serbestleşmenin reel sektöre etkilerinin ele alındığı önemli çalışmalara baktığımızda bulguların tek bir yönünde olmadığını görmekteyiz. Örneğin, Uygur (1993) serbestleşme sonucunda yurtiçi tasarrufların arttığını, bunun da özel sektöre yönlendirilen kredi miktarını arttırdığını ve sonuçta da konut-dışı özel sektör yatırımlarında anlamlı bir artış olduğunu bul-

muştur. Çimenoğlu ve Yentürk (2005) de özel sektör yatırım harcamalarıyla özel sektöre açılan kredi hacmi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin altını çizmişlerdir.

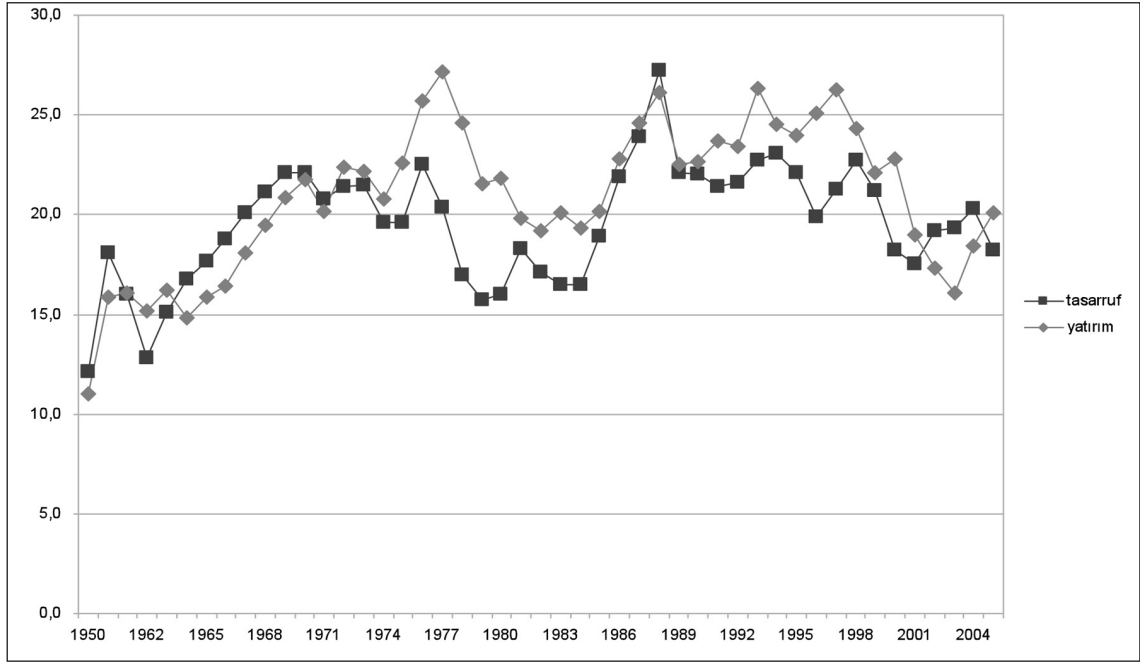
Günçavdı ve diğerleri (1999) ise finansal serbestleşmenin sermayenin görece fiyatını beklentilerin aksine yükselterek makro düzeyde özel yatırımlara negatif bir etkisinin olduğunu bulmuşlardır.

Bu ve benzeri çalışmaların hemfikir olmaması temelde finansal serbestleşmenin kuramsal varsayımlara dayanan göstergeleleriyle iktisadi hayatta gözlenen gerçek parametreler arasındaki farklılıkların nasıl değerlendirildiğiyle ilişkilidir. Bu bağlamda Şekil 1 öğreticidir. Serbestleşme sonrası yatırım düzeyi 1990lar boyunca yüksek bir düzeyde seyretse de 1990ların ortasından sonra bu düzey tutturulamamıştır. Zaten bu yatırım düzeyi doğu ve güneydoğu Asya ülkeleriyle karşılaştırıldığında düşük bir düzeyde kalmaktadır.

Özel sektör yatırımlarında da beklenen artış ise -2001 krizi sonrası bir dönem hariç- gerçekleşemedi. (bkz. Şekil 2). Kamu yatırımlarının da durma noktasına geldiği son 10 yılda toplam yatırımlar istenilen potansiyel büyümeyi sağlayacak düzeylere ulaşamadı.

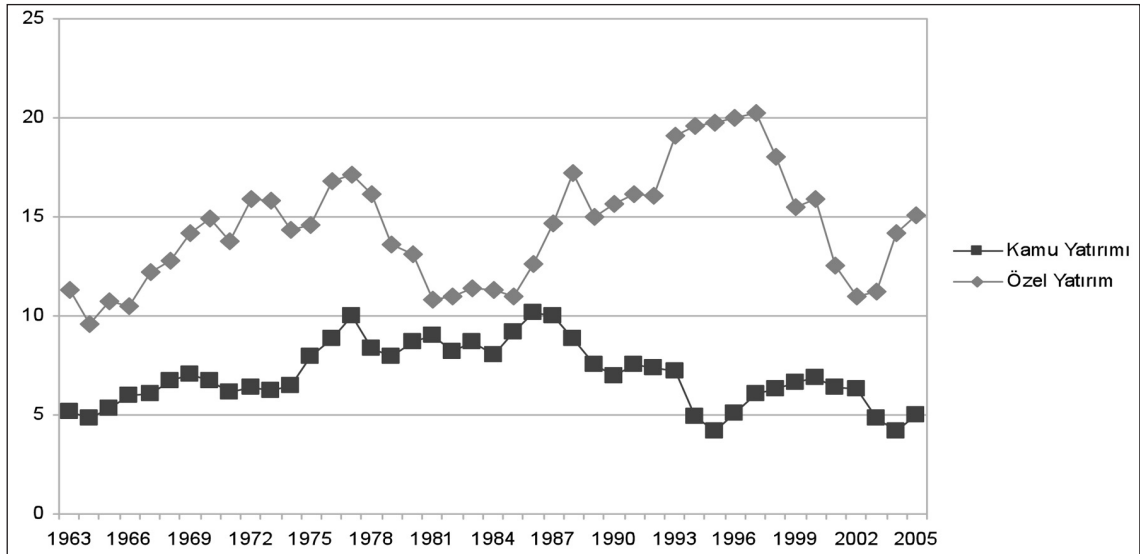
Kamu yatırımlarında düşüşün en bariz nedeni Dünya Bankası ve IMF'ye karşı üstlenilen yükümlülüklerdir. Özellikle 2001 krizi sonrası 'Niyet Mektuplarında' belirtilen en önemli bütçe kısıtlamaları kamu yatırımları ve sosyal güvenlik harcamaları üzerine inşa edilmişlerdir.

Şekil 1: Yatırım ve Tasarruf Dengesi



Kaynak: DPT, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2006)

Şekil 2: Kamu ve Özel Yatırımların Seyri



Kaynak: DPT

Şekil 3 bize toplam mevduat ve toplam kredilerin GSMH'ya oranlarının seyrini göstermektedir. Finansal aracılık faaliyetinin ne denli etkin yapıldığını açıklayan bu grafiğe göre mevduat hacmindeki artışın krediye dönüşmediği açıkça görülmektedir.

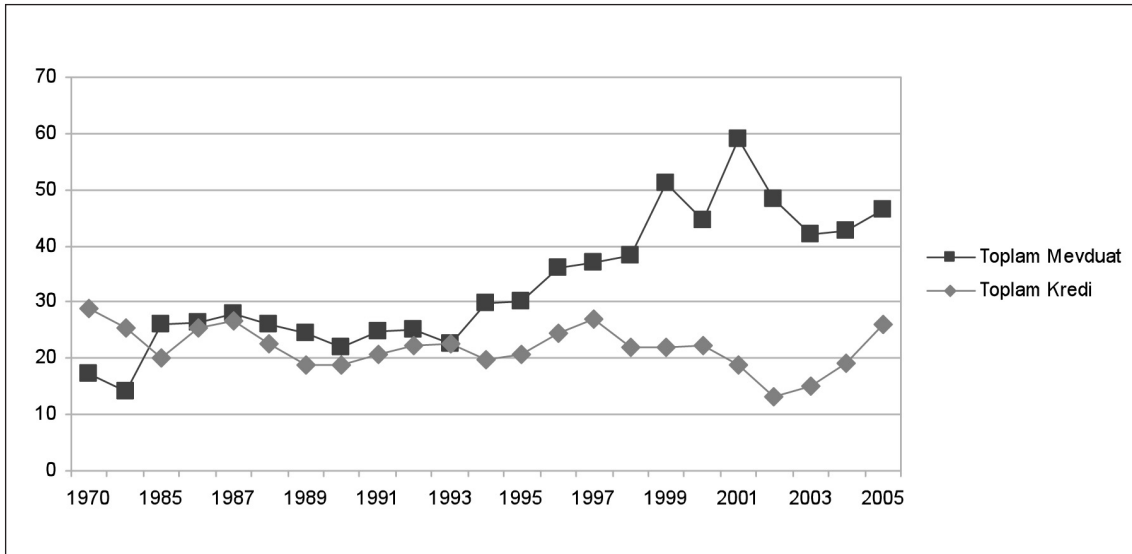
Reel faizdeki artışın hem hane halkı hem de kurumsal tasarruf sahipleri açısından bir etki yarattığı aşikardır. TL ve döviz mevduatı düzenli bir artış göstermiştir. Dolayısıyla finansal sistemin mevduat toplamada ve finansal kaynakları bankacılık sistemine sokmakta başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Ancak aynı başarı bu mevduatların firmalara kredi olarak aktarılması işlevinde gösterilememiştir.

Özel sektöre açılan toplam kredilerin en yüksek olduğu zamanda dahi bu oran yüzde

30'u geçememiştir. İlerde bahsedileceği gibi bu kredi hacminden KOBİ'lerin aldığı pay ise asla sayılarının ağırlığı oranında olamamıştır.

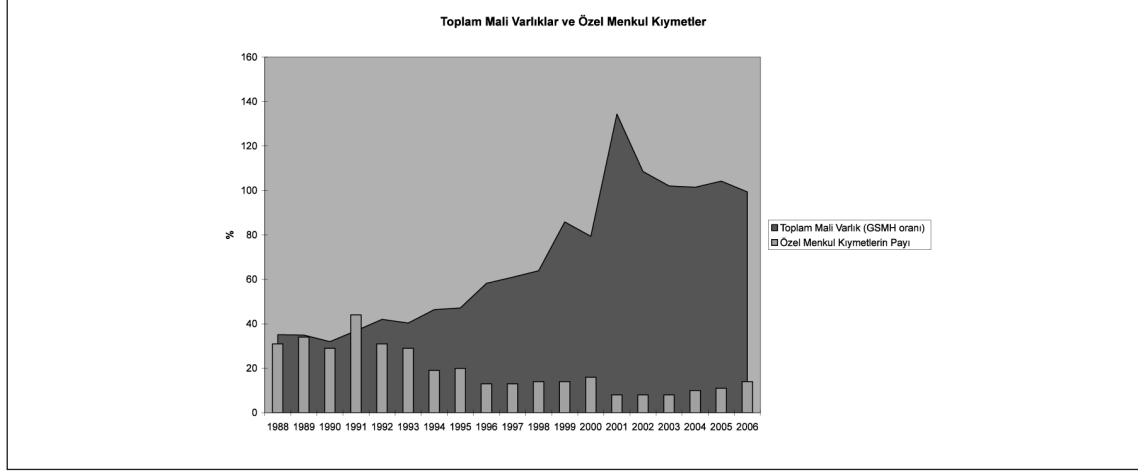
Finansal derinleşmenin göstergesi olarak toplam mali varlıkların GSMH'na oranı Şekil 4'te verilmiştir. Mevduat düzeyinde finansal piyasalarda bir derinleşme gözlenmektedir. Ancak bu derinleşmenin kamu kaynaklı bono ve tahvil hacmindeki artışa dayandığı açıktır. Şekil 4'te seyri takip edilen bir diğer seri de özel sektör firmalarının ihraç ettiği menkul kıymetlerin (bono veya hisse senedi) toplam menkul kıymet miktarına oranıdır. Açık ki finansal serbestleşme bu oranı yükseltmek bir yana daha da düşürmüştür.

Şekil 3: Finansal Derinleşme ve Etkinlik



Kaynak: TCMB

Şekil 4: Finansal Derinleşme ve Firmalar Açısından Sığılaşma



Kaynak: DPT

Nitekim, Gezici (2008) Türkiye'de finansal serbestleşmenin imalat sektörü firmalarının kredi kısıdını nasıl etkilediğini araştırdığı önemli çalışmasında 1985-2003 süreci için öz kaynakların öneminde azalma olmadığını tespit etmiştir. Bu dönemde incelenen 165 firmanın yatırım finansmanı açısından tercihinde istatistiksel olarak anlamlı bir değişiklik olmamıştır.

Özellikle Türkiye ve Brezilya gibi reel faiz hadlerinin serbestleşme sonrası yüksek seyrettiği ülkelerde bu durum doğal sayılmalıdır. Küreselleşmenin işletme risklerini arttırdığı bir ortamda yüksek reel faizler ve bankaların biçtiği yüksek risk primleri çoğu işletmeyi firma dışı formel finans kaynaklarından uzaklaştırmıştır.

3.2 Gözlemler

Bu bölümde, yukarıda çizmeye çalıştığımız makro çerçeve içerisinde işletmelerin

sermaye yapılarında ve yatırım kararlarında bir değişiklik olup olmadığına bakılmaktadır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) her yıl ekonominin büyük bir bölümünü kapsayan sektörlerin bilançosunu çıkarmak üzere büyüklü küçüklü firmalardan bilgi talep eder ve bu bilgilerin analizlerini de Sektör Bilançoları Raporları adıyla yayınlar. Bizim bu raporlardan derlediğimiz ve kaldıraç oranlarını gösteren tablo aşağıdadır.

Yaptığımız tartışmadan anlaşılacağı üzere biz finansal serbestleşmenin firmaların finansal yapısını değiştirecek otomatik bir mekanizma olmadığını iddia ediyoruz. Aşağıdaki Tablo 5'de bu iddiamızın en azından Türkiye ölçeğinde makul olduğunu göstermektedir.

Finansal serbestleşmenin Türkiye bağlamında beklenen etkiyi gösterememiş olmasının hem makro hem de mikro nedenle-

ri vardır. Makro düzeyde kamu borçlanma gereğinin özellikle 1990'lı yıllarda var olan ve dışardan gelen finansal kaynakların büyük kısmını emerek gerçek bir finansal derinleşmeyi önlemesi ve dolayısıyla da finansal aracılık işlevinin etkin bir şekilde gerçekleştirilememesi en önemli sorunlardan biridir.

Mikro düzeyde ise firmalar ve kredi veren kurumlar arasındaki asimetrik enformasyona dayanan maliyet primlerinin ve makro risk algılamasının yarattığı engeller yüzünden özellikle küçük ve orta ölçek işletmelerin firma dışı kaynaklara yönelmekten kaçındıkları ya da kredi veren kurumların bu gibi firmaları kredi piyasasından dışladıkları

görülmektedir. Özellikle ekonomik istikrarsızlık ve enflasyonist beklentiler bankaları kredi kaynaklarını özel sektör yerine kamu kuruluşlarına tahsis etmeye teşvik etmiştir.

En yüksek uzun dönemli yabancı kaynak kullanımının yaşandığı 2002 yılında dahi bu oran yüzde yirminin biraz üzerindedir ve ilerleyen yıllarda hızla düşmüştür. Kaldıraç oranlarında son yıllarda gözlenen düşüş, firmaların finans kaynağı açısından hala ve en çok öz kaynaklarını tercih ettiklerini göstermektedir.

Bu tablodan firmalar düzeyinde finansal serbestleşme sayesinde dış kaynak ikamesi olamadığı sonucuna varabiliriz.

Tablo 5: Finansal Serbestleşme Sonrası

Yıllar	Kaldıraç Oranları	Uzun Dönemli Yabancı Kaynak Oranları
1996	66.5	15.6
1997	67.8	16.6
1998	64.6	19.1
1999	68	20.6
2000	66.3	19.3
2001	70.1	20.3
2002	64.6	22.2
2003	57.5	19.1
2004	48	13.1
2005	49	12.9
2006	49.8	13.5
2007	48.2	12.6

Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları, çeşitli yıllar

Dünya Bankası (2008) tarafından alıntılanan ve bu veri setine dayanarak yapılan bir araştırmanın ilginç bulguları üzerinde durmak gerekir. 1990-2003 yılları arasında 4.923 işletme incelenmiştir. İşletmelerin sermaye yapıları, toplam yükümlülükler içinde dış kaynakların payı olarak kaldıraç oranı ile ölçülmektedir. Açıklayıcı değişkenler karlılık, likidite, banka kedilerinin bir oranı olarak ipotek/teminat değerleri, üretimdeki büyüme, ihracatın toplam satışlara oranı, işletme büyüklüğü, yatırım eğilimi ve 1994 ve 2002 finansal krizlerinin etkileridir. Buna göre, işletmelerin karlılık oranı kaldıraç oranı ile negatif ilişki içindedir. İşletmelerin iç nakit akışı yetersiz olduğunda dış finansmana başvurdukları anlamına gelir. Buradan çıkarılan bir başka so-

nuç, finansal sistemin fonları, en verimli alanlara kanalize etmekte etkin olmadığını göstermektedir. İkinci olarak, görünür varlıklar kaldıraç oranı ile negatif ilişki içindedir. Bu teorik beklentilerden farklıdır. Bu durum ipoteklerin Türkiye’de etkin olarak kullanılmadığını gösterir. Üçüncü olarak, istihdamla ölçülen işletme büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu durum, büyük işletmelerin kolaylıkla yabancı kaynaklara ulaşabildiğini gösterir. Dördüncüsü, üretimdeki artış kaldıraç ile pozitif ilişkidir. Nihayet, toplam satışlar içinde ihracatın payı ile kaldıraç oranı pozitif olarak ilişkilidir.

BDDK verilerinden (Ocak 2009 Aylık Bülten) küçüklerin bankacılık sektörü kredilerinden aldığı payı görebiliriz.

Tablo 6: Toplam Kredilerden İşletme ve Müşteri Payları, 2009

Toplam Kredi	250 milyar TL
1. KOBİ kredileri	91
1.a. Mikroişletme kredileri	34
1.b. Küçük İşletme kredileri	28
1.c. Orta İşletme Kredileri	30
Müşteri Sayıları	
(KOBİ müşterileri -her bir müşteri birden fazla bankadan kredi alabilir)	
Toplam Müşteri (bin kişi)	1443
Mikro	1073
Küçük	269
Orta	99

Kaynak: BDDK Aylık Bülteni, Ocak 2009

Tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de mikro işletmelerin (1-9 arası çalışanı olan işletmeler) ve KOBİ'lerin üretim, istihdam ve girişimcilik alanlarında payı oldukça büyüktür. KOBİ tanımı her ne şekilde yapılırsa yapılsın bu tür işletmelerin verimlilikleri büyük işletmelere nazaran düşüktür. Karlılıkları da düşük olduğundan KOBİ'lerin yatırım için dış kaynağa gereksinimleri büyük firmalara göre daha fazladır.

Ancak bu konudaki göstergeler Türkiye'de KOBİ'lerin kredi piyasalarından aldığı payın katma değer paylarının çok altında kaldığını göstermektedir. Nitekim, KOBİ'lerin istihdamdaki payı yüzde 59, katma değerdeki payı yüzde 34'dir, buna karşılık kredi piyasalarından aldığı pay ise yaklaşık yüzde 15-20'dir. Finansal serbestleşme süreci bu görüntüyü değiştirememiştir.

4. SONUÇ

Dünyanın 'Büyük Buhan' sonrası geçirmekte olduğu bu büyük finansal kriz döneminde bazı önemli iktisadi politika seçeneklerinin dayandığı kuramsal argümanların sınanması doğaldır. Bu kısa yazıda biz de finansal serbestleşme sürecinin ve bu politika seçeneğinin arkasındaki argümanların kaba hatlarıyla bir bilançosunu çıkarılmaya çalıştık.

En önemli bulgumuz Türkiye ekonomisi bağlamında finansal serbestleşme sürecinin vaat ettiği finansal etkinlik ve reel yatırım artışını getiremediğidir. Ayrıca bankaların mevduat toplamada sıkıntı yaşamamasına

rağmen bu kaynakları özel sektöre aktarmada etkin olmadığı görülmüştür. Elde ettiğimiz bir diğer önemli sonuç ise üretim ve istihdam açısından ekonomiye büyük katkı sağlayan KOBİ'lerin banka kredilerinden aldığı payın büyük işletmelere göre oldukça sınırlı olmasıdır. Bu durumda hem kuramsal arka planın sorgulanması hem de bu iktisadi politikaya alternatifler düşünülmesi elzemdir.

İlk olarak kamu ağırlıklı bir kalkınma bankacılığı hamlesi kaçınılmaz görülmektedir. Geleneksel sektörlerin önemli ölçüde güç kaybettiği bu dönemde sanayi politikalarını belirlerken sadece özel sektör firma ve finansal kurumların rasyonalitesine güvenmek çok riskli olacaktır. Brezilya Kalkınma Bankası (BNDES) ve G. Kore Kalkınma Bankası (KDB) gibi başarılı örnekleri dikkatle inceleyerek, seçilmiş sektör ve firmalara doğrudan ve performans ölçütlerine bağlı uzun dönemli krediler sağlayacak bir kalkınma bankası oluşturulması gerçekten önemlidir.

İkinci olarak, bir şekilde ülke dışı kaynakların kullanımında özel tüketimden çok özel ya da kamu yatırıma özendirici yapısal koşulların sağlanması gerekmektedir.

Üçüncü olarak KOBİ'lerin toplam kredilerden aldığı pay her koşulda arttırılmaya çalışılmalıdır. Mikro kredi örneğinde görüldüğü gibi gerekiyorsa bir grup KOBİ'ye grup kefaleti karşılığında kredi verilmeli ve grup üyesi KOBİ'lerin kendi aralarında denetimi sağlayarak banka için yüklü olabilecek gözetim ve denetim maliyetleri azaltılmalıdır.



KAYNAKÇA

- Ağca, Ş., G. De Nicolo ve E. Detragiache (2007). Financial Reforms, Financial Openness, and Corporate Borrowing: International Evidence. *IMF Working Paper*. 07:186.
- Bekaert, G., C. Harvey ve C. Lundblad (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth. *Journal of Financial Economics*. 77, 3-55.
- Bhaduri, Saumitra N. (2005). *Investment, Financial Constraints and Financial Liberalization: Some Stylized Facts from a Developing Country, India*, *Journal of Asian Economics*. 16, 704-718.
- BDDK (2009). *Aralık Aylık Bülteni*. İstanbul: BDDK Yayınları
- Boratav, K. ve E. Yeldan (2006). Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)Stability and Patterns of Distribution, Chp. 14, in Lance Taylor (ed.) *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe and Brazil*. Oxford University Press
- Chang, Ha-Joon (1998). Korea: The Misunderstood Crisis. *World Development*. 26:8
- Çimenoğlu, A. N. Yentürk (2005). Effects of International Capital Inflows on the Turkish Economy. *Emerging Markets Finance & Trade*. 41:1, 90-109.
- Denizer, C., M. Gültekin ve N. Gültekin (2000). Distorted Incentives and Financial Development in Turkey. *Paper presented at the World Bank Financial Structure and Economic Development Conference*
- Dullien, S.(2009). Central Banking, Financial Institutions and Credit Creation in Developing Countries. *Discussion Papers*. UNCTAD
- Gezici, A. (2009). *Liquidity, Uncertainty and Investment: Financial Liberalization in the Turkish Economy*. VDM Verlag
- Guiso, L., P. Sapienza ve L. Zingales (2006). The Cost of Banking Regulation. *NBER Working Papers*. 12501
- Günçavdı, Ö., M. Bleaney ve A. McKay (1998). Financial Liberalization and Private Investment: Evidence from Turkey. *Journal of Development Economics*. 57: 443-455
- Harrison, A., I. Love ve M. McMillan (2004). Global Capital Flows and Financing Constraints. *Journal of Development Economics*. 75:1, 269-301.
- Laeven, L. (2003). Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints. *Financial Management*. 32:1, 5-34.

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. 35, 688-726

McKinnon, I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC: Brookings Institution

Prasad, ES, Rajan, RG ve Subramaian (2007). Foreign Capital and Economic Growth, Brookings Papers on Economic Activities, Economic Studies Program. The Brookings Institutions

Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press

UNCTAD (2008). *Trade and Development Report*.

Uygur, E. (1993). *Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey*. Ankara: The Central Bank of Turkey Publications.

World Bank (2008). *Turkey: Country Economic Memorandum*. Vol.II, Report No. 39194-TR.