

## **Türkiye’de Şirketler Kesiminin Doğrudan Finansman Yoluyla Kaynak Sağlaması**

Eyup BASTI\*

### **ÖZET**

Şirketler kesimi doğrudan ve dolaylı olmak üzere başlıca iki şekilde finansal kaynak sağlama alternatifine sahiptir. Doğrudan finansman hisse senedi, tahvil, finansman bonusu vb. menkul kıymetlerin şirketler tarafından yatırımcılara arz edilmesi yoluyla sağlanır. Dolaylı finansman ise, tasarruf sahiplerinin bankalar ve benzeri finansal araçlara yatırdığı fonların şirketlere kredi olarak kullanılmasıyla gerçekleşir.

Bu çalışmada, doğrudan finansman araçları olan hisse senedi, tahvil ve finansman bonusu ihraçlarının Türkiye’deki gelişimi incelenmektedir. Çalışmada ayrıca, şirketler kesimi ve finans sektörü bilançoları kullanılarak, doğrudan ve dolaylı finansman alternatiflerinin şirketler kesiminin finansmanındaki payı değerlendirilmektedir. Çalışma, Türkiye’de şirketler kesiminin finansmanında bankacılık sektörü kredilerinin büyük bir ağırlığa sahip olduğunu, doğrudan finansman alternatiflerinin ise henüz kayda değer bir gelişme göstermediğini göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** *Doğrudan Finansman, Dolaylı Finansman, Şirketler Kesimi*

### **Corporate Sector’s Funding through Direct Financing in Turkey**

#### **ABSTRACT**

Corporate sector has mainly two financing alternatives as direct and indirect financing. Direct financing is provided through issuance of common stocks, bonds and commercial papers to investors. Indirect financing is materialized through extending deposits, placed by savers to financial intermediaries such as banks, and other resources as loans to firms.

In this study, development of issuance of common stocks, corporate bonds and commercial papers, which are direct financing tools, are examined in Turkey. Besides, weights of direct and indirect financing alternatives in corporate sector’s funding are investigated by utilizing corporate sector and financial sector balance sheets. This study shows that banking sector loans have a very high weight in corporate sector financing; on the other hand, direct financing alternatives do not have a noteworthy development yet.

**Keywords:** *Direct Financing, Indirect Financing, Corporate Sector*

### **1. Giriş**

Finansal piyasalarda fon transferi doğrudan finansman ve dolaylı finansman olmak üzere iki şekilde gerçekleşir. Doğrudan finansman, firmaların tahvil ve hisse senedi gibi finansal varlıkları çıkararak doğrudan tasarruf sahiplerine arz etmesi şeklinde gerçekleşir. Aslında, bu finansman modelinde, firmalar yatırım bankası veya aracı kurum olarak adlandırılan finans sektörü şirketlerinden ücret karşılığında danışmanlık, aracılık vb. hizmetler alırlar. Bu finansman şeklinin doğrudan finansman olarak adlandırılmasının nedeni, şirketlerin çıkardığı menkul kıymetlerin (finansman bonusu, tahvil, hisse senetleri, vb. enstrümanların) değişime uğramadan yatırımcılara arz

---

\* Doç. Dr., Bankacılık ve Finans Bölümü, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Fatih Üniversitesi, 34500, Büyükdere, İstanbul, ebasti@fatih.edu.tr

edilmesidir. Başka bir ifadeyle, tasarruf sahiplerinden şirketlere fon aktarılırken tek bir finansal varlığın kullanılmasıdır. Doğrudan finansmana aracılık, yatırım bankaları ya da Türkiye’deki ismiyle aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleşmektedir. Doğrudan finansman, ortaklık hakkı sağlayan (hisse senetleri satın alınarak) ve alacaklılık hakkı sağlayan (finansman bonusu, tahvil vb. satın alınarak) finansman olmak üzere iki farklı şekilde gerçekleşebilmektedir.

Dolaylı finansmanda ise, tasarruf sahiplerinin fonları tasarruf açığı olan firmalara aktarılırken en az iki farklı finansal varlık kullanılır. Örneğin, hane halkları tasarruflarını ticaret bankalarına vadeli olarak yatırdığında, bankadan hesap cüzdanı, dekont, mevduat sertifikası gibi bir finansal varlık satın almış olurlar. Ticaret bankaları da, kendi finansal varlıkları karşılığında topladıkları mevduatı şirketlere kredi olarak kullanırken, kredi alan firmaların borç senetlerini satın alırlar.<sup>1</sup> Aracı kurumlar dışındaki tüm finansal kurumlar dolaylı finansmana aracılık ederler. Ticaret bankaları, sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, finansal kiralama şirketleri, tüketici finansman şirketleri, emeklilik fonları ve faktöring şirketleri dolaylı finansmana aracılık eden finansal kurumlara örnek olarak verilebilir.

Günümüzde gelişmiş ülkelerin tümünde hem doğrudan, hem de dolaylı finansman yöntemleri yaygın olarak kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin büyük çoğunluğunda da şirketler hisse senetlerini halka arz ederek doğrudan finansman sağlayabilmekte ve söz konusu hisse senetlerinin işlem gördüğü hisse senedi borsaları bulunmaktadır. Fakat gelişmekte olan ülkelerde hisse senetleri karşılığında sağlanan finansmanın toplam finansman içindeki ağırlığı, genel olarak oldukça düşük seviyelerdedir.<sup>2</sup> Gelişmekte olan dünyada firmaların tahvil çıkararak fon sağlamasına ve bu tahvillerin işlem gördüğü ikincil tahvil piyasalarına ise nadiren rastlanmaktadır.

Türkiye’de de tasarrufların şirketler kesimine aktarılmasında, dolaylı finansman yönteminin çok büyük bir ağırlığı bulunmaktadır. Türkiye’de dolaylı finansmana aracılık eden finansal kurumların başında ticaret bankaları gelmektedir. Türkiye’de doğrudan finansman bağlamında ise, hisse senedi satın alınarak firmalara ortaklık yoluyla finansman sağlanması ilk sıradadır. Şirketlerle borçluluk ilişkisi sağlayan doğrudan finansman alternatifleri olan finansman bonusu ve özel sektör tahvili piyasaları ise, son yıllarda yeni yeni gelişmeye başlamıştır.

Türkiye’de kamu kesimi 1933 yılından başlayarak iç borçlanmaya gitmekte<sup>3</sup>, 1985 yılından bu yana da ihale yoluyla hazine bonusu ve devlet tahvili ihraç ederek finansman sağlamaktadır.<sup>4</sup> Türkiye’de şirketler kesimi de 1967 yılından itibaren tahvil ihraç etmektedir. Türkiye’de 1980 sonrası Sermaye Piyasası düzenlemeleri çerçevesinde ilk şirket tahvilleri 1986 yılında, finansman bonoları da 1987 yılında ihraç edilmeye

<sup>1</sup> Cudi Tuncer Gürsoy, *Finansal Yönetim İlkeleri*, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2012, s. 28-29; Frederic S. Miskin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 5. Baskı, Addison Wesley, California, 1998, p. 198; Mustafa İbicioğlu, “Türkiye’de Mali Araçlar Sektörünün Mali Sistem İçindeki Yeri ve Finansal İşlemlerinin Mali İstatistiklere Yansıtılması”, *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2006, s. 8-10.

<sup>2</sup> Makoto Sakurai, “Economic Topics on Transition Economies”, *Economic and Social Research Institute*, Mart 2001, 25 Nisan 2013, <http://www.esri.go.jp/en/tie/russia/russia2-e.pdf>, s.8.

<sup>3</sup> Cihan Kanlıgöz, “Kamu Borçlanma (İstikraz) Sözleşmeleri”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Cilt 52, Ocak-Aralık 1997, s. 344.

<sup>4</sup> Tülin Mutluer, “Teoride ve Türkiye’de Kamu İç Borç Yönetimi”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon, 2008, s. 1.

başlanmıştır. 1990'lı yılların ortalarına kadar belirli bir gelişme gösteren tahvil ve finansman bonusu ihraçları, 1990'ların sonunda ise sıfırlanmıştır. Türkiye'de 1990'lı yılların sonlarında şirketlerin borçlanma araçları piyasasından dışlanmasında, enflasyonun yüksek seyretmesi ve kamu kesimi borç dinamiğinin yüksek olması nedeniyle Devlet iç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) faiz oranlarının çok yüksek seyretmesi etkili olmuştur. DİBS'ler vergiden muaf tutulurken şirketler kesimi borçlanma araçlarından %10 vergi alınması da, şirketler kesimi borçlanma araçları piyasasını olumsuz etkileyen bir diğer faktör olmuştur.<sup>5</sup> Türkiye'de tahvil ihraçları 2006 yılından itibaren, finansman bonusu ihraçları da 2007 yılından itibaren yeniden başlamıştır.

Çalışmanın geri kalanı şu şekilde organize edilmiştir: İkinci bölümde Türkiye'de hisse senedi arzı yoluyla sağlanan finansman incelenmektedir. Türkiye'de tahvil ihracı yoluyla finansman sağlanması konusundaki gelişmeler üçüncü bölümün konusunu oluşturmaktadır. Dördüncü bölümde finansman bonusu ihraçları ele alınmaktadır. Beşinci bölümde şirketler kesiminin mali finansmanı şirketler kesimi bilançosu ve finans kesimi bilançosu üzerinden analiz edilmektedir. Sonuç bölümünde ise çalışmanın bir özeti yer almaktadır.

## 2. Türkiye'de Şirketlerin Sermaye Piyasasından Hisse Senedi Arzı Yoluyla Finansman Sağlaması

Türkiye'de Cumhuriyetin ilk yıllarında İstanbul Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsası adında bir borsa faaliyet göstermekle birlikte, modern anlamda sermaye piyasasını geliştirme yolunda ilk adımlar 1980'li yılların başından itibaren atılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. 1985 yılı sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuş, 3 Ocak 1986 tarihinde de İMKB'de alım satım faaliyetleri başlamıştır.<sup>6</sup> İMKB Hisse Senetleri Piyasasında işlem gören şirket sayısı İMKB'nin faaliyete geçtiği 1986 yılı başında 80 iken<sup>7</sup>, 2013 Mart sonu itibarıyla 407'ye çıkmıştır. 2013 Mart sonu itibarıyla İMKB'de işlem gören şirketlerin toplam piyasa değeri de 336,8 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmıştır.<sup>8</sup> İMKB'nin yıllık işlem hacmi 1986 yılında 13 milyon dolar seviyesinde iken<sup>9</sup>, 2012 yılında 347,9 milyar dolara yükselmiştir.<sup>10</sup>

1986 – 2011 döneminde hisse senedi ihracı yoluyla reel sektöre aktarılan kaynaklar Tablo 1'de verilmektedir. Buna göre, incelenen dönemde, hisse senedi ihraçları yoluyla sağlanan kaynak miktarı yıllık 152 milyon dolar ile 7,7 milyar dolar

<sup>5</sup> Özcan Çikot, "Türkiye'de ve Dünyada Özel Sektör Borçlanma Araçları", *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 116, Nisan 2012, s.16.

<sup>6</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, 2011 Faaliyet Raporu, 10 Mayıs 2013, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=867&fn=867.pdf&submenuheader=null>, Ankara, 2012, s. 26.

<sup>7</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, a.g.e., s. 28.

<sup>8</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık İstatistik Bülteni, Mart 2013, 25 Haziran 2013, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>

<sup>9</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, 2010 Faaliyet Raporu, Ankara, 2011, 20 Haziran 2013, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=811&fn=811.pdf>, s. 30.

<sup>10</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, 2012 Faaliyet Raporu, 3 Temmuz 2013, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=922&fn=922.pdf&submenuheader=null>, Ankara, Haziran 2013, s.49.

arasında değişim göstermiştir. Hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan yıllık kaynak miktarı 1994 yılında 1 milyar dolar sınırını aşmış ve o tarihten sonra da, kriz dönemi dâhil, 1 milyar doların altına hiç düşmemiştir. Finansal piyasalarda kamunun ağırlığına rağmen, hisse senedi ihracı yoluyla reel sektöre aktarılan kaynak toplamı 2012 yılı sonu itibarıyla 68,5 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 1. Türkiye’de Hisse Senedi İhraçları (Milyon \$)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
152	218	255	458	1.576	1.064	774	867	1.261	1.122

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1.256	2.010	2.669	1.616	4.823	1.375	1.061	1.172	2.690	2.977

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Toplam
7.704	6.783	7.686	2.968	7.610	2.606	3.711	68.464

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu 2010 Faaliyet Raporu, Ankara 2011, s.29; Sermaye Piyasası Kurulu 2012 Faaliyet Raporu, Haziran 2013, s.47.

### 3. Türkiye’de Şirketlerin Sermaye Piyasasından Tahvil İhracı Yoluyla Finansman Sağlaması

Tahvil kamu kesiminin ve anonim şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla çıkardıkları borçlanma senedidir. Tahvillerin vadesi 1 yıldan az olmamak şartıyla serbestçe belirlenebilmektedir.<sup>11</sup>

Türkiye’de şirketler kesimi 1967 yılından başlayarak tahvil ihracı yoluyla finansman sağlama yöntemini kullanmaya başlamışlardır. Ancak, 1980 öncesi dönemde az sayıda şirket tahvil ihraç etmiş ve şirket tahvili piyasası pek fazla gelişmemiştir. 1980 – 82 döneminde özel sektör kaynaklı tahvil ihraçları artmakla birlikte, bu ihraçlar, bankerlerin tahvil ihraçlarını mevduat toplamının bir yolu olarak kullanmalarından kaynaklanmıştır.<sup>12</sup>

1986 - 1991 yılları arası dönemde, Türkiye şirket tahvili piyasası yavaş da olsa belirli bir gelişme göstermiştir. Söz konusu dönemde yıllık şirket tahvili ihraçları, 98 milyon dolar ile 271 milyon dolar arasında seyretmiştir. 1992 yılında 91 milyon dolara inen şirket tahvili ihraçları, bu tarihten sonra sürekli azalarak 1999 yılında sıfırlanmıştır (Tablo 2). 1998 yılı Ekim ayından 2006 yılı Temmuz ayına kadarki 8 yıla yakın bir süre boyunca, Türkiye’de şirketler kesimi kaynaklı hiçbir tahvil ihracı olmamıştır.<sup>13</sup> 1999-2005 döneminde şirketlerin tahvil ihracı yoluyla finansman sağlama alternatifinden yararlanamamasında, yüksek borçlanma ihtiyacı içindeki kamu kesiminin DİBS'lere çok yüksek faiz vererek özel sektörü sermaye piyasasından dışlaması ve ekonomik istikrarsızlık nedeniyle tasarruf sahiplerinin kısa vadeli yatırım yapmayı tercih etmeleri

<sup>11</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi, Mevzuat, <http://www.spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/?submenuheader=-1>, 17 Haziran 2013.

<sup>12</sup> Akgül, Filiz, “Türkiye’deki Tahvil Piyasası: Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmine Etkisi”, *Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2005, s. 36-39.

<sup>13</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık İstatistik Bültenleri, 25 Haziran 2013, <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>

etkili olmuştur. DİBS'ler vergiden muaf tutulurken özel sektör tahvillerinden %10 vergi alınması da, şirket tahvili piyasasını olumsuz etkileyen bir diğer faktör olmuştur.<sup>14</sup>

Tablo 2. 2000 Yılı Öncesinde Türkiye'de Özel Sektör Tahvil İhraçları

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Milyon TL	0,077	0,338	0,178	0,546	0,796	0,807	0,778
Milyon \$	101,3	330,4	97,7	235,5	271,3	158,6	90,8
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
Milyon TL	0,785	0,540	1,733	0,972	2,536	2,533	
Milyon \$	54,2	14,0	28,2	9,0	12,3	8,1	

**Kaynak:** SPK Aylık İstatistik Bültenleri,

<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>

Türkiye'de 2003 yılından başlayarak enflasyonun tek haneli rakamlara inmesi ve kamu kesimi borçlanma gereğinin göreceli olarak azalması sonucunda, faiz oranları gerilemeye başlamıştır. Türkiye'de faiz oranlarının gerilemesinde, yurtdışı piyasalardaki kaynak bolluğu da etkili olmuştur. Ekonomide istikrarın sağlanmasıyla, 2006 yılından itibaren, Türkiye'de şirketler yeniden tahvil ihracı yoluyla sermaye piyasasından finansman sağlama olanağına kavuşmuşlardır. Şirket tahvili ihraçları, Amerika'da ortaya çıkan mortgage krizinin etkisiyle 2009 yılındaki gerilemenin dışında, 2006 yılından itibaren artmaktadır. Şirket tahvili ihraçları, 2010 yılından itibaren de 1 milyar dolar sınırını aşmıştır (Tablo 3). Ekonomik istikrarın devam etmesi koşuluyla, şirketler kesiminin, gelecekte tahvil ihracı yoluyla sermaye piyasasından finansman sağlama imkânından daha fazla yararlanacağı beklenmektedir.

Tablo 3. 2000'li Yıllarda Türkiye'de Özel Sektör Tahvil İhraçları

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Milyon TL	120	150,21	220	140,4	3.208,24	8.222,75	29.060,41
Milyon \$	84,5	128,4	144,8	92,8	2.065,2	4.292,3	16.224,0

**Kaynak:** SPK Aylık İstatistik Bültenleri,

<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>

#### 4. Türkiye'de Şirketlerin Finansman Bonusu İhracı Yoluyla Finansman Sağlaması

Finansman bonusu, mevzuatta, ihraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyip, iskonto esasına göre ihraç ettikleri menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır. Finansman bonusu, anonim şirketler tarafından, en fazla 1 yıl vadeyle, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan (SPK) izin alınarak çıkarılabilen bir para piyasası aracıdır.<sup>15</sup> Finansman bonusu Türkiye para piyasası mevzuatına 30.10.1986 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan Bakanlar Kurulu kararı ve 24.12.1986 tarihli SPK tebliği ile girmiştir. Türkiye'de anonim şirketler, 1987 yılından itibaren finansman bonusu ihraç ederek finansman sağlamaya başlamışlardır. Türkiye'de şirketlerin finansman bonusu ihraçları da, tahvili ihraçlarıyla

<sup>14</sup> Çikot, a.g.m., s.16.

<sup>15</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi, Mevzuat,

<http://www.spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/?submenuheader=-1>, 17 Haziran 2013.

benzerlik göstermektedir. Finansman bonusu ihraçları 1987-1991 döneminde dolar bazında yıldan yıla artarak, 1991 yılında 187,6 milyon dolara çıkmış, 1992’den itibaren ise sürekli azalarak 1998 yılında sıfırlanmıştır (Tablo 4).

Tablo 4. 2000 Yılı Öncesinde Türkiye’de Finansman Bonusu İhraçları

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Milyon TL	0,05	0,13	0,58	0,27	0,55	0,85	1,20	0,21	1,53	2,88	2,20
Milyon \$	68,8	129,3	319,4	116,6	187,6	166,1	139,7	14,7	39,8	46,9	20,4

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni, Ağustos 2012,

<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>

Ekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte, Türkiye’de şirketler 2007 yılından itibaren tekrar finansman bonusu ihraç etmeye başlamışlardır. 2007-2012 döneminde yıllık finansman bonusu ihraçları 33 milyon dolar ile 521,3 milyon dolar arasında dalgalanmıştır (Tablo 5). Finansman bonusu ihraçlarının nispeten düşük seyretmesinde, ekonomik istikrar ortamında, şirketlerin finansman bonusu yerine, daha uzun vadeli olan tahvil ihracını tercih etmelerinin etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Tablo 5. 2000’li Yıllarda Türkiye’de Finansman Bonusu İhraçları

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Milyon TL	230	90	50	105	100	933,8
Milyon \$	196,5	59,2	33,0	67,6	52,2	521,3

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni, Mart 2013,

<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>

## 5. Türkiye’de Şirketler Kesiminin Mali Dış Finansman Kompozisyonu

Türkiye’de şirketler kesimi hisse senedi, tahvil vb. sermaye piyasası araçları ihracı yoluyla finansman sağlama alternatifinden pek yararlanamadığına göre, acaba hangi finansman alternatiflerini kullanmaktadırlar? Yukarıda da belirtildiği üzere, firmaların finansal (ticari olmayan) kaynak sağlama alternatifleri temelde ikiye ayrılır: bunlar finansal piyasalarda finansal varlık ihraç etmek (doğrudan finansman) veya finansal araçlardan borç almaktır (dolaylı finansman). Dolaylı finansman kaynakları bankalar (mevduat, katılım, kalkınma ve yatırım bankaları), finansal kiralama şirketleri ve faktöring şirketleridir. Şirketlerin borçluluk sağlayan doğrudan finansman alternatifleri ise finansman bonusu ve tahvildir.

Şirketlerin finansal dış kaynak kompozisyonu, işletmeler kesiminin bilançosundan izlenebilir. T.C. Merkez Bankası firmaların toplulaştırılmış finansal tablolarını yıllık bazda yayımlamaktadır. İşletmeler kesimi bilançosunu temsilen T.C. Merkez Bankasının yayımladığı bu veri seti kullanılabilir. T.C. Merkez Bankası’nın yayımladığı sektör bilançolarından, 2003-2011 dönemi için, şirketler kesimi finansal kaynak kullanımı verileri derlenerek aşağıda Tablo 6’da ayrıntılı olarak verilmiştir. T.C. Merkez Bankası veri setindeki toplam şirket sayısı 2003’te 7.103 iken, 2011’de 8.925’e çıkmıştır. Tablo 7’de ise her bir finansal kaynağın şirketler kesiminin toplam finansal kaynak kullanımı içindeki payı verilmiştir. Buna göre, şirketler kesiminin 2003-2011 döneminde kullandığı finansal kaynaklar içinde banka kredilerinin ağırlığı %90 ile %93

arasında değişmiş, 2010 yılında ise %93,2 ile en yüksek düzeye ulaşmıştır. Diğer mali borçların ağırlığı ise 2003 yılında %8,5 iken, yıldan yıla azalarak 2011 yılında %4,4'e inmiştir. Finansal kiralama yoluyla sağlanan kaynakların ağırlığı 2008 yılına kadar istikrarlı bir şekilde artarak %4,1'e çıkmış, 2008 sonrasında ise azalarak 2011 itibariyle %2,6 civarına gerilemiştir. Şirketler kesiminin finansmanında finansal kiralama yoluyla sağlanan kaynakların payının 2008'den sonra azalmasında, 2007 yılı sonunda finansal kiralamada katma değer vergisi avantajının kaldırılması etkili olmuştur. T.C. Merkez Bankası veri setine göre, tahviller ve diğer menkul kıymetlerin ise, şirketler kesiminin finansmanında henüz kayda değer bir ağırlığı bulunmamaktadır.

Tablo 6. TCMB Sektör Bilançolarına Göre Türkiye'de Özel Sektörün Mali Dış Finansman Kompozisyonu (Milyon TL)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Banka Borçları	47.26 2	50.303	61.432	99.135	114.32 6	159.83 8	143.81 5	176.51 1	226.8 86
Fin. Kir. İşlemler. Borçlar	13	1.284	1.479	3.430	4.895	7.244	4.107	4.486	6.278
Çıkarılmış Tahviller	0	4	0	26	21	8	8	140	252
Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0	0	0	1	7	0	319	373
Diğer Mali Borçlar	4.391	4.406	4.436	6.283	6.294	7.823	7.976	7.889	10.83 0
Toplam Mali Borçlar	51.66 6	55.996	67.347	108.87 4	125.53 8	174.91 9	155.90 6	189.34 6	244.6 19

Kaynak: TCMB Web Sitesi, <http://www.tcmb.gov.tr/>

Tablo 7. TCMB Sektör Bilançolarına Göre Türkiye'de Özel Sektörün Dış Finansman Kompozisyonu (%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Banka Borçları	91,48	89,83	91,22	91,06	91,07	91,38	92,24	93,22	92,75
Fin. Kir. İşlemlerinden Borçlar	0,02	2,29	2,19	3,15	3,90	4,14	2,63	2,37	2,57
Çıkarılmış Tahviller	0,00	0,01	0,00	0,02	0,02	0,01	0,01	0,07	0,10
Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,17	0,15
Diğer Mali Borçlar	8,50	7,87	6,59	5,77	5,01	4,47	5,12	4,17	4,43
Toplam Mali Borçlar	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Kaynak: TCMB Web Sitesi, <http://www.tcmb.gov.tr/>

Şirketler kesiminin finansal dış kaynak kompozisyonu, finans sektörünün bilançosundan da izlenebilir. Finans sektörünün bilançosu incelenerek, şirketlerin

borçlanma (dolaylı finansman) yoluyla ve finansal varlık çıkararak (doğrudan finansman yoluyla) sağladığı finansal kaynaklarla ilgili bilgiler derlenmiş ve Tablo 6’da verilmiştir.<sup>16</sup> Tablodan da görüldüğü üzere, şirketler mali dış finansmanı neredeyse tamamen bankacılık sektöründen sağlamaktadır. 2005 Aralık - 2013 Mart döneminde şirketler kesiminin mali dış finansmanında banka kredilerinin ağırlığı %91 ile %94 arasında değişmiştir. Şirketlerin mali dış finansmanında faktöring kaynaklarının ağırlığı ise %3 civarında seyretmiştir. Şirketler kesiminin mali dış finansmanında finansal kiralamanın payı 2005-2008 döneminde %5’in üzerinde iken, 2007 yılı sonunda finansal kiralamaya sağlanan katma değer vergisi avantajının kaldırılmasının etkisiyle, 2009’dan itibaren azalmıştır. 2011 yılı sonunda finansal kiralamaya yeniden katma değer vergisi avantajı sağlanmasına rağmen, finansal kiralamanın şirketler kesiminin finansmanındaki ağırlığı henüz %3 seviyesini aşamamıştır. Özel sektörün mali dış finansmanında tahvillerin payı 2013 Mart itibarıyla %2’ye yükselmiştir. Finansman bonosunun ise incelenen dönemde şirketlerin mali dış finansmanında herhangi bir ağırlığı bulunmamaktadır.

Tablo 8. Finans Sektörü Bilançosuna Göre Türkiye’de Özel Sektörün Mali Dış Finansman Kompozisyonu (Milyon TL)

	Tahvil		Finansman Bonosu		Bankacılık Sek. Kredileri		Faktöring		Finansal Kiralama		Toplam	
		%		%		%		%		%		%
2005	0	0,00	13	0,01	106.65 3	91,76	3.509	3,02	6.061	5,21	116.23 6	100
2006	120	0,07	0	0,00	149.40 5	91,60	5.107	3,13	8.480	5,20	163.11 2	100
2007	140	0,07	23 0	0,11	190.14 2	91,24	6.223	2,99	11.66 1	5,59	208.39 6	100
2008	240	0,09	32 0	0,12	249.43 4	92,45	5.430	2,01	14.38 5	5,33	269.80 9	100
2009	360	0,13	10 0	0,04	261.67 2	94,23	8.351	1,62	11.06 6	3,98	281.54 9	100
2010	1.28 1	0,34	10 5	0,03	351.62 7	93,49	12.37 0	3,29	10.71 1	2,85	376.09 4	100
2011	4.22 1	0,86	10 0	0,02	456.02 5	93,13	14.21 8	2,90	15.11 2	3,09	489.67 6	100
2012	9.52 6	1,68	73 4	0,13	522.93 7	92,29	16.33 0	2,88	17.12 2	3,02	566.64 9	100
2013 Mart	11.8 19	1,99	75 9	0,13	546.11 2	92,11	16.30 3	2,75	17.90 0	3,02	592.89 3	100

Kaynak: SPK Web Sitesi,

<http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1>;

BDDK Web Sitesi, <http://ebulten.bddk.org.tr/BDMKBulten/Basit.aspx>

<sup>16</sup> Borç şeklinde finansman sağlayan kurumlar Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’na bağlı olduğu için, banka kredileri, finansal kiralama ve faktöring verileri BDDK’nın web sitesinden, diğer menkul kıymetlerle birlikte, finansman bonosu ve tahviller Sermaye Piyasası Kurulu’nun yetki alanına girdiği için, bu veriler de SPK’nın web sitesinden derlenmiştir.



## 6. Sonuç

Şirketler kesimi finansman ihtiyaçlarını dağıtılmamış kârlardan, ticari kredilerden ve finansal sistemden karşılamaktadır. Finansal sistemdeki finansman olanakları, banka kredileri, finansal kiralama ve faktöring fonları gibi dolaylı finansman kaynaklarından ve hisse senedi, tahvil, finansman bonusu vb. menkul kıymet ihracıyla sağlanan doğrudan finansman kaynaklarından oluşmaktadır. Türkiye’de 1986 yılı başından itibaren sermaye piyasalarında hisse senedi, tahvil ve finansman bonusu ihracı yoluyla doğrudan finansman sağlama olanağı bulunmasına rağmen, şirketler kesimi menkul kıymet ihracı yoluyla finansman sağlama alternatifinden pek fazla yararlanmamaktadır. 2000’li yılların ortalarına kadar şirketler kesiminin sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç etmemesinde, kamu kesiminin yüksek borçlanma ihtiyacı nedeniyle şirketleri sermaye piyasalarından dışlamasının etkili olduğu söylenebilir. Son yıllarda şirketler hisse senedi ve tahvil ihracı yoluyla finansman sağlama alternatifinden daha fazla yararlanmaya başlamışlardır. Tahvillerin şirketlerin finansmanındaki ağırlığı da %2’ye çıkmıştır.

Türkiye’de şirketler kesiminin geleneksel olarak en çok başvurduğu mali finansman alternatifi banka kredileridir. Banka kredilerinin şirketler kesiminin mali finansman kaynakları içindeki ağırlığı %90’ın üzerinde kalmaya devam etmektedir. Dolayısıyla, bankacılık sektörünün gelecekte de şirketler kesiminin finansmanındaki hayati rolünün devam edeceği söylenebilir.

Üretimin artması ve ekonomik büyümenin devam etmesi için şirketlerin finansman sağlayabilmesi kritik önemdedir. Bununla birlikte, finansmanın piyasalar yoluyla mı, yoksa bankacılık sektöründen mi sağlandığı çok da önemli değildir. Önemli olan, tasarruf oranlarının artırılması ve bu tasarrufların daha çok finansal piyasalarda toplanmasının sağlanmasıdır. Bu bağlamda, özel emeklilik sistemine teşvikin artırılması tasarrufların artması yönünde yerinde bir adım olmuştur. Sürdürülebilir büyüme sürecinin yakalanabilmesi için finansal piyasaların boyutlarını büyütmeyi hedefleyen reformlar Türkiye’de şirketler kesiminin finansman imkânlarını da genişletecektir.

## Kaynakça

- AKGÜL, Filiz, “Türkiye’deki Tahvil Piyasası: Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmine Etkisi”, *Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, Ankara, 2005.
- BANKACILIK Düzenleme ve Denetleme Kurumu Web Sitesi, <http://ebulten.bddk.org.tr/BDMKBulten/Basit.aspx>, 10 Haziran 2013.
- ÇİKOT, Özcan, “Türkiye’de ve Dünyada Özel Sektör Borçlanma Araçları”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, Sayı 116, Nisan, 2012.
- GÜRSOY, Cudi Tuncer, *Finansal Yönetim İlkeleri*, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2012.
- İBİCİOĞLU, Mustafa, “Türkiye’de Mali Araçlar Sektörünün Mali Sistem İçindeki Yeri ve Finansal İşlemlerinin Mali İstatistiklere Yansıtılması”, *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, 2006.
- İSTANBUL Menkul Kıymetler Borsası 2009 Faaliyet Raporu, [http://borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet\\_raporlari](http://borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet_raporlari), 5 Temmuz, 2013.

- KANLIGÖZ, Cihan, “Kamu Borçlanma (İstikraz) Sözleşmeleri”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, Ocak-Aralık 1997.
- MİSHKİN, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 5. Baskı, Addison Wesley, California, 1997.
- MUTLUER, Tülin, “Teoride ve Türkiye’de Kamu İç Borç Yönetimi”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*, Afyon, 2008.
- SAKURAI, Makoto, “Economic Topics on Transition Economies”, *Economic and Social Research Institute*, Mart 2001, 25 Nisan 2013, <http://www.esri.go.jp/en/tie/russia/russia2-e.pdf>,
- SERMAYE Piyasası Kurulu, 2010 Faaliyet Raporu, Ankara, 2011, 20 Haziran 2013, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=811&fn=811.pdf>
- SERMAYE Piyasası Kurulu, 2011 Faaliyet Raporu, Ankara, Nisan 2012, 10 Mayıs 2013, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=867&fn=867.pdf&submenuheader=null>
- SERMAYE Piyasası Kurulu, 2012 Faaliyet Raporu, Ankara, Haziran 2013, 3 Temmuz 2013, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=922&fn=922.pdf&submenuheader=null>
- SERMAYE Piyasası Kurulu Web Sitesi, Mevzuat, 17 Haziran 2013, <http://www.spk.gov.tr/apps/MevzuatEski/?submenuheader=-1>
- TÜRKİYE Cumhuriyet Merkez Bankası Web Sitesi, 22 Haziran 2013, <http://www.tcmb.gov.tr/>