

DEĞİŞEN MAKRO EKONOMİK KOŞULLARDA FİRMALARIN FİNANSMANA ERİŞİMİ:

SORUN TESPİTİ VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ



İSTANBUL
TİCARET
ODASI 1882

İTOSAM
İSTANBUL TİCARET ODASI
STRATEJİK ARAŞTIRMALAR MERKEZİ

DEĞİŞEN MAKRO EKONOMİK KOŞULLARDA FİRMALARIN FİNANSMANA ERİŞİMİ: SORUN TESPİTİ VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Yazar

Prof. Dr. Mesut Karakaş

SEKTÖREL ARAŞTIRMALAR
YAYIN NO: 2024 - 27
İSTANBUL



İTO Çağrı Merkezi

444 0 486

İTO Yayın Kurulu

Mehmet Develioğlu
Münir Üstün
Prof. Dr. Nihat Alayoğlu
Erhan Çardaklı
Hasan Uluç Hacıhasanoğlu
A.Erdem Kiracı
Tolunay Dayı Yalçın

Odamız yayınlarına
internet sitemizden ulaşabilirsiniz.
www.ito.org.tr

Yazar

Prof. Dr. Mesut Karakaş

Tasarım

Melike Özkara (İTOSAM)

Baskı

İmak Ofset Basım Yayın A.Ş.
Akçaburgaz Mh. 137. Sk. No: 12, 34522
Esenyurt / İstanbul
www.imakofset.com.tr

978-625-6722-28-6 (Basılı)
978-625-6722-29-3 (Elektronik)

1.Baskı: Kasım 2024, İstanbul

Copyright © İTO (İstanbul Ticaret Odası)

Tüm hakları saklıdır. Bu yayının hiçbir bölümü, yazarın ve İTO'nun önceden yazılı izni olmaksızın mekanik olarak, fotokopi yoluyla veya herhangi bir şekilde çoğaltılamaz. Bu eserin bazı bölümleri veya paragrafları, sadece araştırma veya özel çalışmalar amacıyla yazarın adı ve İTO belirtilerek bilgisi dahilinde kullanılabilir.

TABLO VE ŞEKİLLER	5
KISALTMALAR LİSTESİ	6
YÖNETİCİ ÖZETİ	7
1. GİRİŞ	10
2. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE COVID-19 SONRASI GÜNCEL DURUM	12
2.1. COVID-19 SONRASI MALİYE POLİTİKALARI	12
2.2. COVID-19 SONRASI PARA POLİTİKALARI	14
2.2.1. Merkez Bankası Bilanço Büyüklükleri	14
2.2.2. Merkez Bankası Faizleri	17
3. COVID-19 SONRASIYAYGINLAŞAN BİR FİRMA TÜRÜ: ZOMBİ FİRMALAR	19
3.1. 1990'LARDA JAPONYA EKONOMİSİ VE FİRMALAR	19
3.2. COVID-19 SALGIN DÖNEMİ VE FİRMALAR	19
3.2.1. Sağlıksız (Zombi) Firmaların Sağlıklı Firmalara Etkileri	21
3.2.2. Sağlıksız (Zombi) Firmaların Elimine Edilmesinin Önemi	22
4. FİRMA FİNANSMANI	24
4.1. İÇ KAYNAKLARDAN FİNANSMAN	26
4.1.1. Dağıtılmamış Kârların Kullanılması	27
4.1.2. Firma Varlıklarının Likidite Edilmesi	27
4.1.3. İşletme Sermayesinin Kontrolü	28
4.2. DIŞ KAYNAKLARDAN FİNANSMAN	29
4.2.1. Borç Finansmanı	31
4.2.1.1. Banka Kredileri	32
4.2.1.2. Borçlanma Araçlarıyla Finansman	34
4.2.1.2.1. Bono ve Tahvil İhracı	35
4.2.1.2.2. Kira Sertifikası (Sukuk) ve Gayrimenkul Senedi İhracı	42
4.2.1.2.3. Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracı	46
4.2.1.3. Firmalar Borç Finansmanında Banka Kredisine Mecbur Mu Yoksa Mecbur Mu Bırakılıyor?	50
4.2.2. Öz Sermaye Finansmanı	55
4.2.2.1. Firma Birleşmeleri ve Satın Almaları	55
4.2.2.2. Hisse Senedi Halka Arzları	57
5. DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE ÖZ SERMAYE KULLANIMI VE ÖNEMİ	62
6. TÜRKİYE'DE FİRMALARIN ÖZ SERMAYE KULLANIMININ ÖNÜNDEKİ ENGELLER	67

6.1. TÜRKİYE’DE ÖZ SERMAYE KULLANIMINA DAİR YAPILAN YARI YAPILANDIRILMIŞ MÜLAKAT KAPSAMI VE İÇERİĞİ	67
6.2. TÜRKİYE’DE ÖZ SERMAYE KULLANIMINA DAİR YAPILAN YARI YAPILANDIRILMIŞ MÜLAKAT ÇIKTILARI	69
6.2.1. Birinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi	69
6.2.2. İkinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi	71
6.2.3. Üçüncü Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi	72
6.2.4. Dördüncü Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi	74
6.2.5. Beşinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi	75
6.2.6. Altıncı Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi	77
6.2.7. Yedinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi	80
6.3. TÜRKİYE’DE ÖZ SERMAYE FİNANSMANI VE ENGELLER: YARI YAPILANDIRILMIŞ MÜLAKATLARIN GENEL BİR DEĞERLENDİRMESİ	83
7. FİRMALARDA ÖZ SERMAYE KULLANIMININ ARTIRILMASI İÇİN POLİTİKA ÖNERİLERİ VE SONUÇLAR	86
7.1. EKONOMİNİN İSTİKRARLI HALE GETİRİLMESİ	86
7.2. SAĞLIĞI TAMAMEN BOZULMUŞ FİRMALARIN TASFİYE EDİLMESİ	87
7.3. BANKA KREDİLERİNDE ÖZ SERMAYE YETERLİLİĞİ ŞARTI ARANMASI	87
7.4. FİRMALARIN ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI İHRAÇLARININ TEŞVİK EDİLMESİ	88
7.5. ŞİRKET ORTAKLIKLARI VE BİRLEŞMELERİNİ TEŞVİK ETMEK İÇİN DAHA KAPSAMLI BİR HUKUKİ ALT YAPININ OLUŞTURULMASI	89
7.6. HALKA ARZLARIN KOLAYLAŞTIRILMASI VE HALKA ARZLAR İÇİN YENİ BİR PİYASANIN OLUŞTURULMASI	89
7.7. FİRMALARA ÖZ SERMAYE KULLANIMINI TEŞVİK EDECEK YENİ VERGİ AVANTAJLARI TANINMASI	91
KAYNAKÇA	92

Tablo 1.	Borçlanma Araçları İhracında SPK Ücretleri
Tablo 2.	Kira Sertifikaları İhracında SPK Ücretleri
Tablo 3.	Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracında SPK Ücretleri
Tablo 4.	Banka Kredileri ile Finanse Edilen Yatırım Oranı (%)
Tablo 5.	Banka Kredisi ile Finanse Edilen İşletme Sermayesi (%)
Tablo 6.	Öz Sermaye ile Finanse Edilen Yatırım Oranı (%)
Şekil 1.	Gelişmiş Ülkelerde COVID-19 Sonrası Kamu Müdahalesi (2020 GSYH'ye Oran) (%)
Şekil 2.	Gelişmekte Olan Ülkelerde COVID-19 Sonrası Kamu Müdahalesi (2020 GSYH'ye Oran) (%)
Şekil 3.	Fed'in Bilanço içi Toplam Varlıkları (Milyon Dolar)
Şekil 4.	Euro Sistemi'ndeki Bilanço içi Toplam Varlıklar (Milyon Euro)
Şekil 5.	TCMB Bilanço içi Toplam Varlıklar (Milyon TL)
Şekil 6.	1 Haftalık Repo Faizleri
Şekil 7.	Firma Finansmanı
Şekil 8.	Reel Faiz (%)
Şekil 9.	SPK Tarafından İzahnamesi/İhraç Belgesi Onaylanan Borçlanma Araçları (Milyon TL)
Şekil 10.	Özel Sektör Bono İhracı (Milyar TL)
Şekil 11.	Özel Sektör Tahvil İhracı (Milyar TL)
Şekil 12.	SPK Tarafından İzahnamesi/İhraç Belgesi Onaylanan Kira ve Gayrimenkul Sertifikaları (Milyon TL)
Şekil 13.	SPK Tarafından İzahnamesi/İhraç Belgesi Onaylanan Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Milyon TL)
Şekil 14.	Özel Sektör Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracı (Milyar TL)
Şekil 15.	Dünyada Bankacılık Dışı Finansman Sektör Büyüklüğü (Trilyon Dolar)
Şekil 16.	Bankacılık Dışı Finansman Sektöründe Hisse Senedi Hariç Menkul Kıymet Stokları (Milyar Dolar)
Şekil 17.	Özel Sektör Hisse Senedi Hariç Menkul Kıymet Stoğu Oranı (%)
Şekil 18.	Nominal Hisse Senedi Stoğu (Milyon TL)
Şekil 19.	Hisse Senedi Stok Değişimi (%)

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
Fed	: Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGF	: Kredi Garanti Fonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
RE:	: Türk Lirası Referans Faiz Oranı
Vd	: Ve Diğerleri

C OVID-19 pandemisi esnasında uygulanan gevşek ekonomi politikaları daha sonra ilerleyen zamanlarda tüm dünyada enflasyona neden olmuştur. Kimi ülkeler enflasyonla mücadele için sıkı para ve maliye politikalarına vakit kaybetmeden geçerken Türkiye ekonomik büyümeyi ön plana koyarak enflasyonla mücadeleyi ertelemiştir. Enflasyonla mücadeleye geç başlayan ülkemizde bu mücadeleyi kazanmak için oldukça sıkı para ve maliye politikaları uygulamaya koyulmuştur. Sıkı maliye ve para politikaları enflasyonu dizginlerken reel sektörün finansal yapısına ise zarar vermektedir.

Türkiye’de firma finansmanı denilince kuşaktan kuşağa farklılaşan bir algı söz konusudur. Eski kuşaklar işlerinde öz sermaye finansmanına önem verirken genç kuşaklar daha çok borçlanmayı ön plana çıkarmaktadır. Borçlanma denilince ise akıllara sadece banka kredileri gelmektedir. Firmalar banka kredisi dışında borç finansmanı araçlarını kullanmamaktadır. Ayrıca firmaların çoğu da bu enstrümanlar hakkında detaylı bilgi sahibi değildir. Halbuki banka kredilerinin çok seçici olarak verildiği, banka kredi maliyetlerinin oldukça yüksek seyrettiği ve banka kredi limitlerinin birçok firma tarafından tüketildiği günümüz koşullarında; özel sektör bono ve tahvil ihracı, kira sertifikası ihracı veya varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı ve benzeri araçlar firmalara alan açacak ve onları rahatlatacak enstrümanlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunlar yanında öz sermayenin güçlendirilmesi için firma satın alma ve birleşmeleri veya halka arzlar da önem arz etmektedir.

Türkiye’de firmalar dünya ile karşılaştırıldığında yatırımlar için daha çok banka kredisi kullanmaktadır. Firmalar işletme sermayesi için ise daha nadir banka kredisi kullanmayı seçmektedirler. İşletme sermayesi için banka kredisi yerine vadeli alışverişler kullanılırken bir firma ödeme yapmadığında ise zincirleme tahsilat krizleri yaşanmaktadır. Yatırımlarında öz sermaye finansmanını göz ardı ederek banka kredilerine aşırı bir şekilde yüklenen firmalarda ise kredi maliyetlerinin artmasıyla birlikte ödeme güçlükleri görülmektedir.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda bu durum bir firma sahibi tarafından şöyle özetlenmektedir:

“Biz faizler bu kadar düşük değilken yatırımımızı hep kendimizden yaptık, kendi yağımızda kavrulduk, çok uzamadık ama çok da kısalmadık. Fakat faizler düşünce firmamızı genişlettik, kaynak robotları aldık, yeni ve büyük bir tesise kiraya geçtik. Şimdi faizler çok yükseldi, satışlar kötü ve hatta sattığımız malın parasını bile tahsil etmekte zorlanıyoruz. Varlığımız, arazilerimiz

ve araçlarımız var ama kredilerimizi çeviremez, ödeyemez duruma geldik. Madem faizler bu kadar yükselecekti niye krediye bulaştık diyorum çoğu zaman, ne güzel kendi düzenimizle kendi yağımızda kavrulup gidiyorduk...”

Benzer bir yorum inşaat sektöründen bir firma sahibinden şu şekilde ifade edilmektedir:

“Hani derler ya hava güneşliydi herkesin keyfi yerindeydi; lazım olmasa da şemsiye veren çoktu. Faizlerin artmasıyla; satışlar kesildi, müşteri adeta bizi unuttu. Kredi yükü arttı. Şimdilerde ise yağmur yağıyor bardaktan boşanırcasına ve bankalar verdikleri şemsiyeleri geri istiyor. Ne yapacağımızı şaşırmış durumdayız.”

Finans yönetimini daha profesyonel bir anlayışla sürdürmeye gayret gösteren şirketlerin, çeşitli finansal alternatifler kullanarak işlerini büyütme konusunda yakaladıkları esneklik ve kapasite artışını anlama açısından mülakatlardan elde edilen aşağıdaki satırlar da oldukça ilginçtir:

“Banka kredilerinde tıkanma var. Biz de emekli bir banka müdürünü danışman olarak aldık. Şimdi onunla çalışıyoruz. Kira sertifikası gibi alternatif araçlara yöneldik. Artık şirketimiz büyüdü, büyüyen şirket ile eski usulde gidemiyoruz.”

Yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlar bu ve benzeri saha bilgilerini vererek öz sermaye finansmanının önemini ve geliştirilmesinin gerekliliğini vurgulamaktadır.

Rapor kapsamında gerçekleştirilen yarı yapılandırılmış mülakatlar, Türkiye’deki farklı sektörlerden firma sahipleri ve üst düzey yöneticilerin finansmana erişim sorunlarına dair doğrudan sahadan gelen bilgileri sağlamaktadır. İnşaat, tekstil, enerji ve sağlık gibi 17 farklı sektörden 32 firma ile yapılan görüşmelerde yüksek faiz oranlarının ve daraltıcı para politikalarının firmalar üzerindeki etkileri detaylı olarak incelenmektedir. Katılımcıların kredi maliyetlerinin artışı ve krediye erişimde yaşanan zorluklarla ilgili deneyimleri öz sermayenin önemini vurgularken aynı zamanda çözüm önerilerine de ışık tutmaktadır. Firmaların yaşadığı sorunların kökenine inme fırsatı sunan bu mülakatlar, öz sermaye finansmanının gerekliliği konusunda da derinlemesine içgörüler sağlamaktadır.

Mülakatlardan derlenen sonuçlar ve öneriler aşağıda sunulmaktadır:

- Öz sermaye ile finansmanı geliştirmek için öncelikle ekonominin istikrarlı hale getirilip enflasyonun düşürülmesi gereklidir. Aksi takdirde TL ile iş yapan firma sahipleri firma sermayesini firma dışına çıkarmaktadır.
- Sağlığı tamamen bozulmuş ve zombileşmiş firmaların tedavi edilmesi ve tedaviye cevap vermeyenlerin ekonomiden tasfiyesi gereklidir. Zombi firmalar sağlıklı firmaların kârlılığını düşürüp öz sermaye ve finansman yapısını bozmakta ve onların finansman kaynaklarına ulaşımını sınırlamaktadır.
- Firmaların öz sermaye yapısının güçlendirilmesi için banka kredilerinde öz sermaye yeterliliği şartı aranmalıdır. Böylelikle firmalar proje ve yatırım finansmanında belli bir oranda öz sermaye kullanmak zorunda kalacaktır.

- Özel sektör borçlanma araçları ihraçları teşvik edilmelidir. Özel sektör borçlanma araçları ihraçlarının çoğunluğu öz sermayeye ile belirlenen bir tavan ile sınırlanmaktadır. Daha çok özel sektör borçlanma aracı ihraç etmek isteyen firma daha çok öz sermayeye sahip olmalı ve öz sermayesini zamanla artırmalıdır.
- Firmaların öz sermaye yapısını geliştirmenin ve finansmanını artırmanın bir yolu da şirket ortaklıkları ve birleşmelerini teşvik etmekten geçmektedir. Fakat Türkiye’de sosyal sermaye seviyesi oldukça düşüktür. Bu sebeple şirket ortaklıkları ve birleşmelerini teşvik etmek için daha kapsamlı bir hukuki alt yapının oluşturulması gereklidir.
- Öz sermaye kullanımının artırılması ve yapısının güçlendirilmesi için halka arzların kolaylaştırılması ve halka arzlar için yeni bir piyasanın oluşturulması gereklidir. Bilindiği gibi halka arzlar sadece büyük firmalar ile sınırlı kalmaktadır. Özellikle orta ölçekli firmaların halka arz fırsatlarından yeni bir piyasa (örneğin halka arz piyasası) vasıtasıyla yararlanabilmesi elzemdir.
- Firmalara öz sermaye kullanımını teşvik edecek yeni vergi avantajları tanınması günümüz koşullarında firmaların ayakta kalmasını sağlayacak değerli bir adım olacaktır.

1. GİRİŞ

Dünyada ve ülkemizde özellikle COVID-19 salgınıyla beraber süregelen ekonomik şoklar hem küresel düzeyde hem de yerel düzeyde makro ekonomik koşulları değiştirmiştir. Para arzının bollaşması firmaların krediye daha kolay ulaşabilmesini sağlamış ve düşük faiz ortamında firmalar bu durumdan oldukça yararlanmışlardır. Aynı zamanda hükümetler, reel sektörün çöküşünü önlemek için çeşitli destek paketleriyle firmaların vergi yüklerini azaltma yoluna başvurmuşlardır. Gevşek para politikaları, gevşek maliye politikalarıyla beraber uygulanmış ve bir yandan reel sektör bir yandan da tüketim canlı tutulmaya çalışılmıştır.

Genişletici ekonomi politikaları salgın ve jeopolitik riskler kaynaklı arz şoklarıyla birleşince dünya genelinde enflasyon son 40 yılın en yüksek seviyelerine doğru yükselişe geçmiştir. Salgının sönümlenmesi ve enflasyonun artması sonrasında politika yapıcılarının iktisadi öncelikleri de değişmeye başlamıştır. Bu kapsamda enflasyonla mücadele ana hedef haline gelmiştir. Bu hedefe ulaşmak için ülkeler, bir taraftan faizleri artırarak ve para arzındaki artışı frenleyerek sıkı para politikasına diğer taraftan ise devlet harcamalarının azaltıldığı ve vergilerin artırıldığı daraltıcı maliye politikalarına doğru geçiş yapmışlardır. Kısacası hem dünya hem Türkiye için COVID-19 öncesi ile sonrası dönem birbirinden oldukça farklıdır. Makro ekonomik koşullar taban tabana zıt bir hal almıştır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar, artan faiz oranları ve daralan likidite koşulları nedeniyle finansmana erişimde ciddi zorluklar yaşamaktadır. Ekonomi politikalarındaki sıkılaşma ve artan belirsizlikler, reel sektörün finansmana erişimini ve karar alma süreçlerini zorlaştırmaktadır. Değişen makro ekonomik koşullar, küresel ve yerel ölçekte tüm firmaları farklı düzeylerde etkilemektedir. Bazı firmalar bu durumdan oldukça fazla etkilenirken bazı firmalar ise daha az etkilenmektedir. Özellikle ülkemizde 2018 yılından itibaren artan Kredi Garanti Fonu (KGF) kefaletli krediler ile başlayan COVID-19 ile hızlanan ucuz kredi kullanım süreci normal koşullarda piyasaı terk etmesi gereken birçok firmayı ayakta tutmuştur. Dünyada da bu durum COVID-19 destekleri dolayısıyla genel olarak yaygındır. Uluslararası Para Fonu (IMF) çalışanları tarafından yapılan ve 2023 yılında yayınlanan “Yürüyen Ölülerin Yükselişi: Dünyadaki Zombi Firmalar” adlı çalışmada¹ bu tür firmalar zombi firmalar olarak tanımlanmıştır. Öte yandan ekonomilerde sağlıklı fakat düşük maliyetli banka kredileriyle yatırım aşamasında olan ve daraltıcı para ve maliye politikalarından etkilenen firmalar da bulunmaktadır. Bu tip firmalar ayakta kalmak için mücadele vermekte ve varlıklarını sürdürmek için alternatif finansman yollarını aramaktadır.

Salgınla birlikte yaşanan değişimin ve sonrasında normalleşmenin getirdiği şoklar hem finansal sektörü hem de reel sektörü yıpratmaktadır. Finansal sektörün sağlığının devamı için verimli ve üretken olmayan zombi olarak adlandırılan firmaların ekonomiden ayıklanması ve ekonomi dışına çıkarılması gerekmektedir. Buna karşın üretken firmaların ekonominin yüksek enflasyondan

¹ Bruno Albuquerque ve Roshan Iyer, “The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World,” (Working paper, International Monetary Fund, 2023), 1-69.

kurtulma sürecinde geçici finansman problemlerini çözmesi ve üretime devam etmesi gerekmektedir. Özellikle bu firmaların finansman çözümlerinde öz sermayenin ön plana çıkarılması büyük bir önem taşımaktadır.

Makro ekonomik koşullarda yaşanan değişimlerin firmaları finansman kanalı üzerinden nasıl etkilediğinin analizi, hem reel sektörün kısa vadeli performansındaki dalgalanmaları hem de reel sektörün uzun vadede karşılaşılabileceği fırsatları ve riskleri tespit etmek açısından değerlidir. Bu rapor, Türkiye’de reel sektörün değişen koşullarda finansmana erişimde yaşadığı sorunları tespit etmek, sorunların kökenini anlamak ve daha finansal sürdürülebilirliği geliştirmek ve koruyabilmek için atılabilecek adımları ele almayı amaçlamaktadır.

Bu raporda devam eden bölümde dünyada ve Türkiye’de COVID-19 sonrası güncel durum ortaya konacaktır. COVID-19 sürecinde artan ucuz kredi kullanımının zombi firmaların artışına yol açtığı ve bu firmaların ekonomiye verdiği zararlar üçüncü bölümde detaylı bir şekilde ele alınacaktır. Finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve öz sermayeye dayalı finansman modellerine geçiş ise dördüncü bölümde tartışılacak olan çözümler arasında yer almaktadır. Beşinci bölümde ise firmaların daraltıcı para politikalarının etkisini hafifletecek şekilde öz sermaye kullanımına ağırlık vermesi gerektiği vurgulanacak ve bu konuda dünyada ve Türkiye’deki uygulamalar değerlendirilecektir.

Türkiye’de firmaların finansmana erişim sorunlarını ve öz sermaye kullanımına dair zorlukları daha iyi anlayabilmek adına geniş veri setlerinin bulunmaması nedeniyle seçilmiş sektörlerden orta ve büyük ölçekli firma sahipleri ve üst düzey yöneticileri ile yarı yapılandırılmış mülakatlar yapılmıştır. Bu mülakatlar, firmaların karşılaştıkları sorunları ve çözüm önerilerini doğrudan iş sahalarına hâkim kişilerden elde edebilmemizi sağlamıştır. Yarı yapılandırılmış mülakatların yapısı sayesinde hem standart hem de açık uçlu sorular sorularak, firma sahiplerinin ve yöneticilerinin deneyimleri ve sektörel bazda yaşadıkları zorluklar detaylı olarak ortaya konmuştur.

Mülakatlar kapsamında inşaat, tekstil, enerji, sağlık gibi 17 farklı sektörden 32 firma sahibi ve yöneticisi ile görüşülmüş; firma adlarının gizli tutulması, katılımcıların görüşlerini daha açık şekilde paylaşımlarına imkân tanımıştır. Mülakatların amacı; firmaların zombi firma olup olmadıklarının belirlenmesi, sıkı para politikalarının bankacılık ekosistemine etkilerinin incelenmesi ve firmaların kredi bağımlılığının boyutunun tespit edilmesi gibi önemli konularda nitel veri elde etmektir. Bu görüşmelerde elde edilen bulgular raporun altıncı bölümünde alıntılarla sunulacaktır. Bu bölümde yarı yapılandırılmış mülakatlar çerçevesinde Türkiye’de firmaların öz sermaye kullanımının önündeki engellerin analizi yapılacak ve bu sorunların çözümüne yönelik öneriler sunulacaktır.

Raporun son kısmında ise bu sorunlar ve çözümler doğrultusunda politika önerileri şekillendirilmektedir. Firmalarda öz sermaye kullanımını önceliklendiren politika önerileri makro ölçekten mikro ölçeğe birçok sorunun çözümünü kapsamaktadır. Makro ölçekte enflasyonun düşürülmesi ve zombileşmiş firmaların tedavi ve tasfiyesini içeren öneriler; mezo ve mikro ölçekte ise banka kredilerinin regüle edilmesini, özel sektör borçlanma araçları ihracının teşvik edilmesini, şirket ortaklıkları ve birleşmeleri için daha iyi bir hukuki alt yapının oluşturulmasını, orta ölçekli firmaların halka arzlarının kolaylaştırılmasını ve öz sermaye kullanımını teşvik edecek vergisel avantajların tanınmasını içermektedir.

2. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE COVID-19 SONRASI GÜNCEL DURUM

Dünya ekonomisine Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa Birliği (AB) yön vermektedir. Çin, İngiltere ve diğer büyük ülkeler de dünya ekonomisine farklı oranlarda etki etmektedirler. Fakat başat aktörler çoğu zaman ABD ve AB olmuştur. COVID-19 ile başlayan süreçte duraksayan ekonomilerini ayakta tutmak için ABD ve AB ülkeleri başta olmak üzere gelişmiş ülkeler gevşek para ve maliye politikaları uygulamışlardır. Gevşek para politikası uygulamalarında bu ülkelerin merkez bankalarının politika faizi olarak adlandırılan 1 haftalık repo faizlerini azalttıkları ve piyasadan devlet tahvili ve bonolarını satın aldıkları görülmüştür. Bu durum para arzını artırmış ve ekonomik aktörleri rahatlatmıştır. Aynı zamanda çeşitli ülkelerde değişmekle birlikte devletlerden bazıları gevşek mali politikalar çerçevesinde vatandaşlarına harcama yapmaları için harcama çekleri göndermiş, karşılıksız ödemeler yapmış, vergi ödemelerini ötelemiş, kira yardımı yapmış ve bazı regülasyonları yumuşatmışlardır.

2.1. COVID-19 SONRASI MALİYE POLİTİKALARI

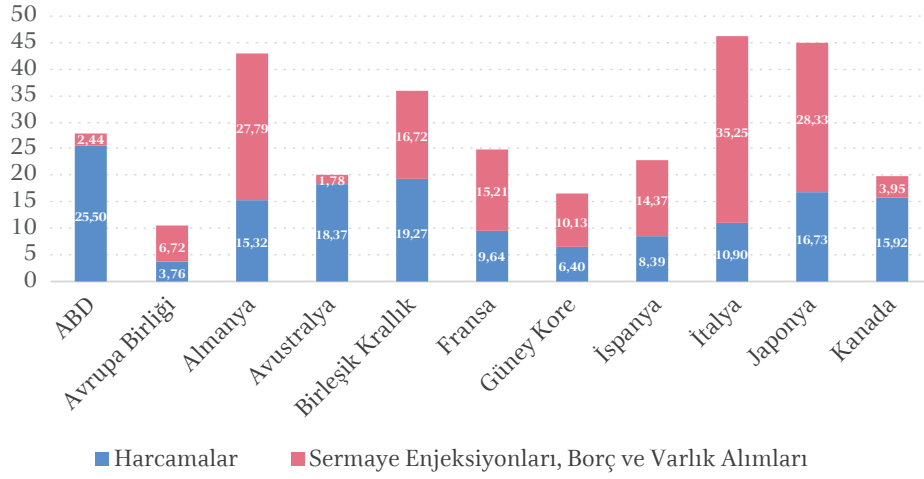
COVID-19 sonrası maliye politikaları uygulamalarına harcanan kaynaklar ülkeden ülkeye değişmektedir. Maliye politikaları doğrudan harcamalar yanında devletler tarafından stratejik firmalara yapılan sermaye enjeksiyonları, devletler tarafından maliyetsiz veya ucuz maliyetli borçların verilmesi ve devletler tarafından varlık alımları yapılması yoluyla da uygulanmıştır. 2020 yılı Ocak ayından itibaren 2021 yılı Eylül ayına kadar bazı gelişmiş ülkelerin mali önlemlerinin miktarlarının gayri safi yurtiçi hasılaya oranı Şekil 1’de verilmektedir. ABD, Avustralya, Kanada ve Birleşik Krallık maliye politikaları bağlamında daha çok sağlık sektöründe ve diğer sektörlerde direkt harcamaya öncelik verirken Avrupa Birliği ülkelerinin geneli, Almanya, Fransa, Güney Kore, İspanya, İtalya ve Japonya ise firmalara sermaye enjeksiyonu, borç verilmesi ve varlık alımı gibi dolaylı mali önlemlere başvurmuşlardır.

Doğrudan harcamalar ekonomiye makro açıdan etki ederken firmalara sermaye enjeksiyonları mikro bağlamda etki göstermektedir. Bu sebeple maliye politikaları açısından sermaye enjeksiyonları, sübvansiyonlu borçlar ve zor durumdaki şirketlerin varlıklarının satın alınması firma finansman yapılarını değiştirmekte ve firmaları kamu sektörüne gittikçe bağlı hale getirmektedir.

Gelişmekte olan bazı ülkeler için COVID-19 sonrası maliye politikalarına harcanan kaynakların büyüklükleri Şekil 2’de ülkelerin 2020 yılı GSYH’lerine oranla verilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde COVID-19 sonrası daha az kaynak kullanıldığı göze çarpmaktadır. Çin, Meksika ve Suudi Arabistan’da bu harcamalar oldukça düşük düzeydedir. Brezilya, Hindistan ve Türkiye’de COVID-19 sonrası mali politikaların büyüklüğünün 2020 yılı GSYH’sinin %10’unu geçtiği görülmektedir.

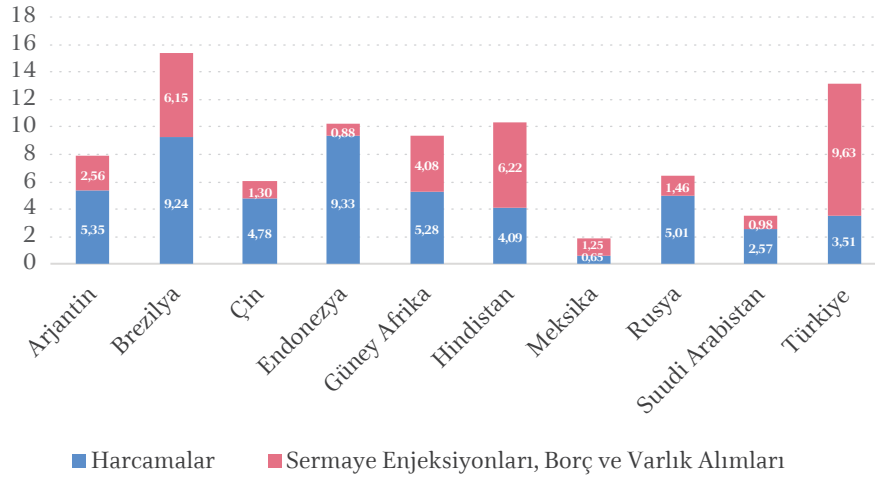
Hindistan ve Türkiye haricinde mali politikalar daha çok harcamalara dayanmaktadır. Harcamalar makro ölçekte yapıldığı için ekonominin genelini uyarmıştır. Fakat Hindistan ve Türkiye’de maliye politikaları; sermaye enjeksiyonlarına, borç verilmesine ve finansal açıdan zor durumda olan firmaların varlıklarının satın alınmasına dayanmaktadır. Bu sebeple Hindistan ve Türkiye ayrışma göstermektedir.

Şekil 1. Gelişmiş Ülkelerde COVID-19 Sonrası Kamu Müdahalesi (2020 GSYH'ye Oran) (%)

Kaynak: IMF, 2021²

Türkiye'nin COVID-19 sonrası yoğun olarak uyguladığı kamu bankaları gibi kurumlara sermaye enjeksiyonları ve düşük faizli kredi plasmanları finansal olarak COVID-19 öncesi zor durumda olan şirketlerin batmasını engellemiş ve bu şirketler bir nevi COVID-19 sayesinde batmaktan kurtulmuşlardır.

Şekil 2. Gelişmekte Olan Ülkelerde COVID-19 Sonrası Kamu Müdahalesi (2020 GSYH'ye Oran) (%)

Kaynak: IMF, 2021³

² International Monetary Fund (IMF), *Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic*, (2021), <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>, (Erişim Tarihi: 2024).

³ International Monetary Fund (IMF), "Country Fiscal Measures".

2.2. COVID-19 SONRASI PARA POLİTİKALARI

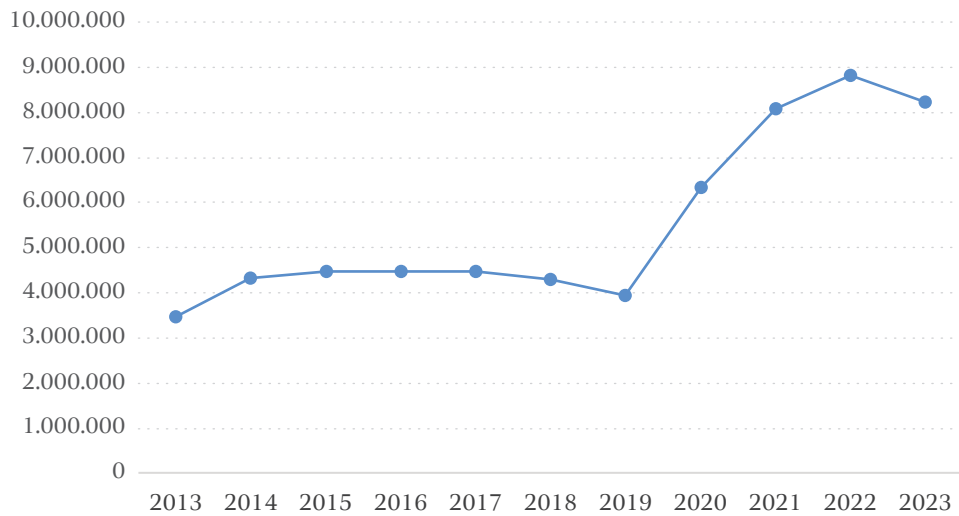
COVID-19 sonrası merkez bankaları geçmiş ekonomik ve finansal krizlerdekine kıyasla olduğundan çok daha hızlı ve proaktif davranmışlardır. Merkez bankaları özellikle 1929 ekonomik buhranından aldıkları derslerle görece sıkı para politikası uygulamalarından hızlı biçimde vazgeçmişlerdir. Ekonominin olağandışı faktörlerin etkisiyle ani bir şekilde yavaşladığı durumlarda para arzını artırıcı politikalar, ekonomik sistemin aniden çöküşünü engelleyicidir.

Bu sebeple merkez bankaları para arzını artırmak için devlet bono ve tahvillerini piyasadan satın almışlardır. Hatta merkez bankalarından bazıları özel sektör bono ve tahvillerini de piyasadan satın alarak özel sektörün borçlanmasını kolaylaştırmış ve böylece piyasada daha çok borç verilebilecek fon bırakarak özel sektör borçlanma kapasitesini çok daha yüksek bir seviyeye çıkarmışlardır.

2.2.1. Merkez Bankaları Bilanço Büyüklükleri

Şekil 3'te ABD merkez bankası Fed'in bilançosundaki varlık büyüklüğü verilmektedir. 2013 yılında 3,5 trilyon dolar olan varlık büyüklüğü 2019 yılı sonunda 4 trilyon dolara çıkarken 2019 yılı sonundan başlayarak 2022 yılına kadar artışını devam ettirmiştir. Fed'in bilanço içi varlık toplamı 2022 yılı sonunda yaklaşık 9 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu, şu ana kadar Fed'in bilanço içi varlıklarının ulaştığı en yüksek seviyedir.

Şekil 3. Fed'in Bilanço içi Toplam Varlıkları (Milyon Dolar)



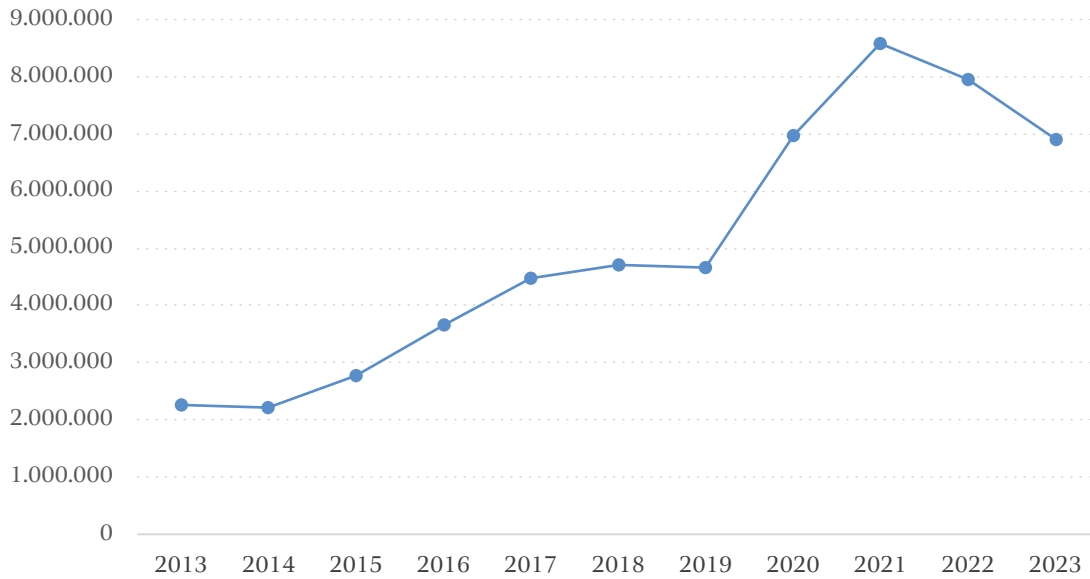
Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024⁴

⁴ Federal Reserve Bank of St. Louis (Fred), *Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level*, (2024), <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>, (Erişim Tarihi: 2024).

9 trilyon dolara ulaşan bu bilanço günümüzde enflasyonla mücadele çerçevesinde azaltılmaya çalışılmaktadır. Bilanço azaltılırken COVID-19 döneminde ABD piyasalarından alınan ABD tahvil ve bonolarının tekrardan piyasalara satıldığı ve piyasalardan ABD dolarının çekildiği görülmektedir. Bu durum sadece ABD ekonomisinde likiditeyi daha değerli hale getirmekle kalmayıp dünya genelinde de ABD dolarının değerini oldukça yüksek seviyelere taşımaktadır. Böylece dünya genelinde ABD doları başta olmak üzere yabancı para cinsinden borçlanmış şirketler artan kur maliyetleri ile zor duruma düşmüşlerdir ve öncelikle işletme sermayesi için olmak üzere yeni finansal kaynaklara ulaşmak zorunda kalmışlardır.

Şekil 4'te ise Euro sisteminin bilançosundaki varlık büyüklüğü verilmektedir. Euro sistemi bilançosu sisteme üye olan ülkelerin merkez bankalarının ve Avrupa Birliği Merkez Bankası'nın (ECB) bilançoları toplamından oluşmaktadır. 2013 yılında yaklaşık 2,2 trilyon olan bilançodaki varlık büyüklüğü 2019 yılında 4,6 trilyon Euro civarına ulaşmıştır. Daha sonra ise 2020 ve 2021 yıllarında bilançodaki varlık büyüklüğü artarak 2021 yılında 8,5 trilyon Euro'ya kadar ulaşmıştır. Fakat 2022 yılında bilançodaki varlık büyüklüğü 7,9 trilyon Euro'ya kadar geri çekilmiş; 2023 yılında ise küçülme devam etmiştir. Özellikle 2023 yılındaki daralma yaklaşık 1 trilyon Euro'yu geçmiştir. 2023 yılı itibarıyla Euro sistemindeki bilanço varlık büyüklüğü 6,9 trilyon Euro civarındadır ve azalmaya devam etmektedir.

Şekil 4. Euro Sistemi'ndeki Bilanço içi Toplam Varlıklar (Milyon Euro)



Kaynak: European Central Bank, 2024⁵

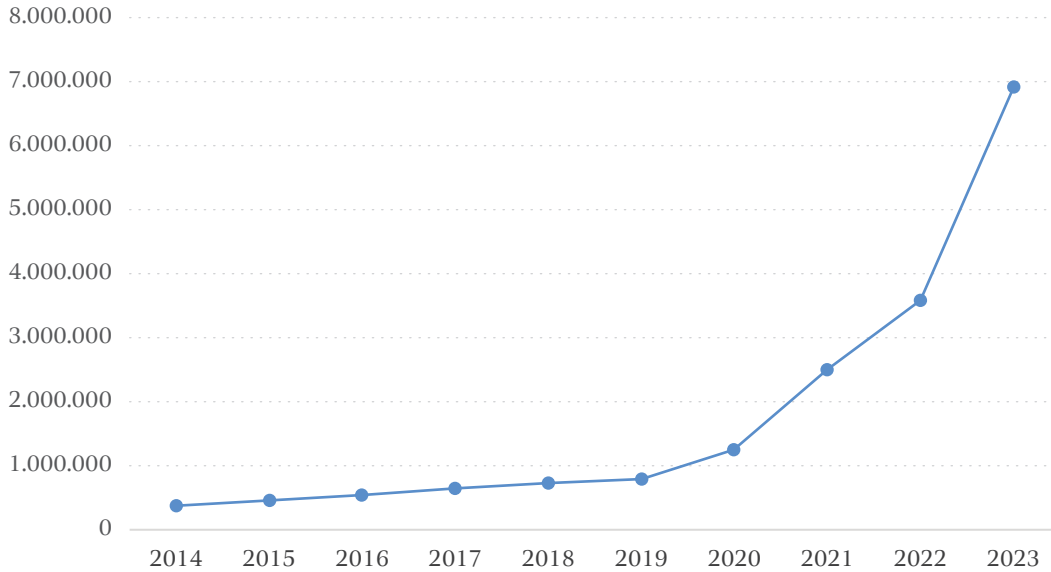
⁵ European Central Bank (ECB) Euro System, *Annual Consolidated Balance Sheet of the Eurosystem* (Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank, 2024),

<https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/balance/html/index.en.html>.

Fed'e benzer şekilde Avrupa Merkez Bankası da bilançosundaki varlıkları 2022 yılı itibariyle elden çıkararak küçülmeye gitmektedir. Bu durum Avrupa genelinde likidite daralmasına yol açmakta ve firmalar başta olmak üzere piyasa aktörlerinin likiditeye erişimini zorlaştırmakta ve maliyetini artırmaktadır.

Türkiye açısından ise durum gelişmiş ülke örneklerine kıyasla taban tabana zıttır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) bilanço içi toplam varlıkları Şekil 5'te gösterilmektedir. 2013 yılında 346 milyar TL olan toplam varlıklar git gide artmış ve 2019 yılında 786 milyar TL değerine ulaşmıştır. 2019 yılında başlayan COVID-19 pandemisiyle birlikte bu artış iyice hızlanmıştır. Bu durumda TCMB'nin izlediği ultra gevşek para politikasının da büyük payı vardır. 2020 yılında TCMB'nin bilanço içi toplam varlıkları 1,2 trilyon TL'yi aşmıştır. 2021 yılında bilanço içi toplam varlıklar 2,4 trilyon TL'yi geçmiş, 2022 yılında ise artış hızlanarak devam etmiş ve bilanço içi toplam varlıklar 3,5 trilyon değerini yakalamıştır. 2023 yılında ise bilanço içi toplam varlıklar 7 trilyon TL'ye yaklaşarak bir rekor kırmıştır. Bu durum COVID-19 salgınının bitişiyle oluşan enflasyonu kontrol etmek isteyen gelişmiş ülke merkez bankalarının attıkları adımlarla ters bir görünüm arz etmektedir. Gelişmiş ülkeler 2022 yılı itibariyle para politikasını sıkılaştırırken TCMB tam aksi bir istikamette gitmiş, yükselen enflasyon oranlarına rağmen para politikasını daha da gevşetmiştir.

Şekil 5. TCMB Bilanço İçi Toplam Varlıklar (Milyon TL)



Kaynak: TCMB, 2024⁶

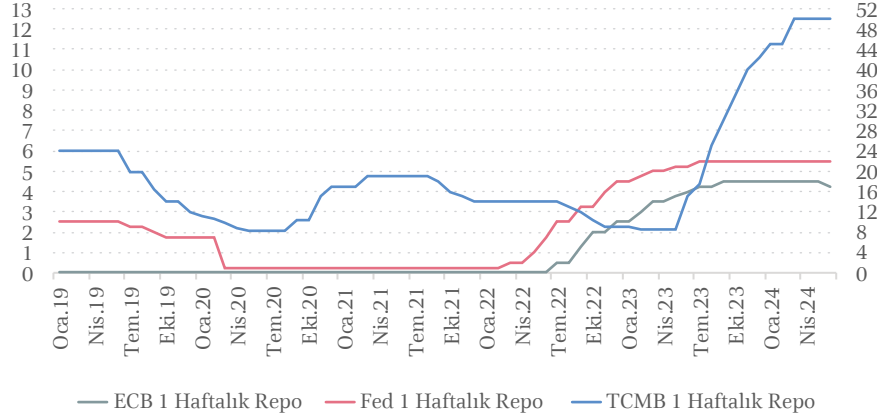
⁶ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS, *Merkez Bankası Bilançosu (Yeni)*, (2024), https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?evds/serieMarket/collapse_13/5934/DataGroup/turkish/bie_mbblnca/, (Erişim Tarihi: 2024).

TCMB'nin 2022 yılıyla beraber uyguladığı politika, COVID-19 salgını sonrası oluşan enflasyonu kontrol etmeyi amaçlamamış, büyümeyi desteklemeye odaklanmıştır. Fakat bu durum firmaların likiditeye ulaşımını kolaylaştırırken fiyatlama mekanizmasını tahrip etmiştir. Böylece ekonomi yüksek enflasyonla seyreden göreceli yüksek büyümeye maruz kalmıştır.

2.2.2. Merkez Bankaları Faizleri

Para politikasının en önemli enstrümanlarından birisi de politika faizidir. Politika faizi bir haftalık repo faizi olup merkez bankaları tarafından belirlenmektedir. Politika faizi kısa vadeli bir faiz çeşidi olmasına rağmen tüm diğer faiz oranları (örneğin; tüketici kredisi faizleri, ticari kredi faizleri veya kredi kartı faizleri gibi) üzerinde etkilidir. Merkez bankalarının bu faizi artırmaları ticari kredi faizlerini artırmakta, firmaların kredi maliyetleri arttığı için de firmaların kredi iştahı azalmaktadır. Yine merkez bankalarının politika faizini azaltmaları ticari kredi faizlerini aşağıya çekmekte, kredi maliyeti azalan firmaların kredi iştahı artmaktadır. Aynı durum tüketiciler için de geçerlidir. Birçok ülkede merkez bankaları politika faizini enflasyonu kontrol altına almak için, büyümeyi ve finansal istikrarı da gözeterek dengeli bir şekilde kullanmaktadır. Bu sebeple politika faizi para politikası açısından oldukça önemlidir.

Şekil 6. 1 Haftalık Repo Faizleri (%)



Kaynak: TCMB, ECB, Fed, 2024⁷

⁷ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS, 1 Hafta Repo, (2024),

<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/1+Hafta+Repo>, (Erişim Tarihi: 2024).

European Central Bank (ECB) Euro System, Key ECB interest rates, (2024),

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html, (Erişim Tarihi: 2024).

Board of Governors of the Federal Reserve System, Policy Tools: Open Market Operations, (2024),

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, (Erişim Tarihi: 2024).

TCMB, Avrupa Merkez Bankası ve Fed'in uyguladıkları 1 haftalık repo faizleri Şekil 6'da karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır. Politika faizleri karşılaştırıldığında 2023'ün ortalarına kadar TCMB'nin gelişmiş iki merkez bankasından ayrıştığı ve enflasyonla mücadeleyi önceliklendiren bu iki merkez bankasının tam tersi politika adımları attığı görülmektedir.

2022 yılı başlarında Fed ve Avrupa Merkez Bankası 1 haftalık repo faizlerini artırırken TCMB 1 haftalık repo faizleri sabit tutup, daha sonra da hızla indirmeye başlamıştır. Gelişmiş ülkeler COVID-19 sonrasında enflasyon ile mücadeleyi önceliklendirdikleri için politika faizlerini artırırken TCMB büyümeyi önceliklendirmiş, enflasyondaki artış pahasına politika faizlerini düşük tutmuş ve hatta daha da indirmiştir. Bu süreçte Amerika ve Avrupa'da firmaların krediye erişimi zorlaşır ve bu ülkelerdeki kredi maliyetleri artarken Türkiye'de bu durum tam tersine dönmüştür. Türkiye'de ucuz krediye kolay erişim firmaların öz sermayeden çok krediye dayalı bir büyüme rejimini benimsemesine yol açmış ve bazı firmalarda adeta ucuz krediye bağımlılık oluşmuştur. Firmaların içine girdiği kısa vadeli ve bu miyop bakış yapılan yatırımların daha çok verimsiz alanlara kaymasına neden olmuştur. Öyle ki çoğu yatırım, firmaların esas faaliyet konusu dışında bulunan arsa, arazi, konut ve otomobil gibi varlıkların satın alınması şeklinde gerçekleşmiş; ucuz likidite üretimle bağlantılı olmayan alanlara akmış ve likit olmayan varlıklara dönüşmüştür.

3. COVID-19 SONRASI YAYGINLAŞAN BİR FİRMA TÜRÜ: ZOMBİ FİRMALAR

3.1. 1990'LARDA JAPONYA EKONOMİSİ VE FİRMALAR

Zombi firma kavramı 1990'ların başında Japon ekonomisindeki varlık fiyatları balonunun çökmesiyle ortaya çıkmıştır. 1990 öncesi özellikle 1980'lerde Japon bankaları hükümetin getirdiği düzenlemelerle kredi verme kotalarına tabi tutulmuştur. Kısacası bankalar belli bir miktar krediyi belli bir zaman dilimi içerisinde vermeye zorlanmışlardır. Bu kotalar verilen kredilerin kredi alan firmaların bilanço kalitesine ve ödeme imkanına bakılmadan dağıtılmasına neden olmuştur. İyi firmaların yanında kötü durumdaki birçok firma da bu kredilerden yararlanmıştır.⁸ Böylece bir varlık balonu oluşmuş ve Japon Merkez Bankası (BOJ) politika faizlerini 1980'lerin sonunda artırdığında varlık balonu patlamıştır. Varlık balonunun patlaması hisse senetlerinin büyük bir değer kaybetmesi ve bankaların bilançolarının zehirli varlıklarla (genellikle ödenemeyecek krediler) dolmasına neden olmuştur.

Normal bir ekonomide bu zehirli varlıkların bilanço dışına çıkarılması ve firmaların ekonomiden tasfiye edilmesi gerekmektedir. Fakat Japon bankaları bu varlıkları bilançolarında tutup borçlarını ödeyemeyecek firmaları sürekli finanse ederek, bu firmaların borçlarını banka bilançoları içerisinde yüzdürmüşlerdir. Bu sebeple aslında ölü fakat yaşıyormuş gibi görünen birçok firma ekonomiyi işgal etmeye başlamıştır. Bu firmalar yatırım yapmak için kredi kullanımının ötesine geçip, biraz da bankacılık kurallarının sınırlarını zorlayarak işletme sermayesi için bile sürekli olarak banka finansmanı kullanmışlardır. Böylelikle bu firmalar ancak yarı aktif bir şekilde ayakta kalmışlardır.⁹ Bu tip firmalar normal işleyen bir ekonomide ayıklanmalı ve likidite edilmeliyken adeta bir yaşayan ölüler yani zombiler gibi varlıklarını sürdürmüşlerdir.

3.2. COVID-19 DÖNEMİ VE FİRMALAR

Bu raporda COVID-19 sonrasının ele alınması, 1990'ların Japonya ekonomisi ile günümüz ekonomisinin karşılaştırılarak zombi firmalara değinilmesi; finansman açısından öncelikli olarak öz sermaye kullanımının özendirilmesinin ve diğer finansman yöntemlerine başvurulmasının ilk adımını oluşturmaktadır.

COVID-19 dönemi Japonya'da 1990'ların başında yaşananlara oldukça benzemektedir. Bilhassa Türkiye'de TCMB'nin politika faizini oldukça düşük tutması, bankaların daha uzun bir süre düşük faizli krediler vermesine neden olmuş bu da zombi firmaların sayısının artmasını körüklemiştir. Elbette ki COVID-19 salgını firmalara yaşam alanı açılması gereken bir dönemi ifade ediyordu. Bu yaşam alanı para ve maliye politikalarıyla sağlanırken firmaların yanında tüketicilerin de ayakta kalması için birçok önlem alındı. Fakat COVID-19 sonrası hemen hemen tüm ülkeler oluşan enflas-

⁸ Fumio Hayashi ve Edward C. Prescott, "The 1990s in Japan: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics* 5, no. 1 (2002): 206-235.

⁹ Takeo Hoshi, "Economics of The Living Dead," *The Japanese Economic Review* 57, no. 1 (2006): 30-49.

yonaya karşı mücadeleye başlarken Türkiye büyümeyi ön planda tutmuş ve ne para politikasında ne de maliye politikasında sıkılaştırıcı adımları ivedilikle atmamıştır. Bu sebeple ülkemizde aslında ekonomiden kaldırılması gereken birçok zombi firma bulunmaktadır.

Joseph Schumpeter¹⁰ ekonomik ilerlemeyi “yaratıcı yıkım” süreci ile açıklamaya çalışır. Bu süreçte inovasyonlar eski yapıları yok ederek ekonomik büyümeyi sağlar. Yaratıcı yıkıma benzer bir şekilde etkin ve verimli üretim yapamayarak kredi kullanımıyla ayakta duran firmaların yerlerini daha etkin ve verimli üretim yaparak kendi ayaklarının üzerinde durabilen firmalara bırakması gerekmektedir. Bu noktada bir firmanın kendi ayakları üzerinde durabilmesi açısından öz sermaye kullanımının önemi ortaya çıkmaktadır.

Ekonomide zombi firmalar tasfiye edilmeden atılacak her mikro adımın etkisi sınırlı olacaktır. Bunu kötü paranın iyi parayı ekonomiden dışlayıp onu kovmasına benzetebiliriz. Varsayalım ki bir ekonomide saf altından yani iyi paralar mevcut olsun. Eğer bazı altın paraların içlerine başka metaller katılarak ayarları düşürülür ve piyasaya kötü paralar sürülürse, insanlar ellerindeki paranın iyi mi kötü olduğunu anlayamayacak ve ellerine geçen her parayı kötü para olarak görecektir. Hatta ellerindeki iyi paraların da değerini düşürüp piyasaya süreceklerdir. Karşı taraf kötü para kullanırken insanlar iyi para vermekten geri duracaklardır. Böylelikle bir müddet sonra piyasadaki tüm paralar kötü para olacaktır. Bu duruma benzer şekilde ekonomide kredi ile ayakta kalan ve yaşamını sürdüren oldukça verimsiz firmalar varken verimliliği artırmak için atacağınız her adım sizi maddi ve manevi olarak oldukça yoracaktır. Büyük ihtimalle bir müddet sonra zaten işler yürüyor, organizasyonumu bozup tekrar tekrar yeniden şekillendirmenin, makine parkurunu daha üst teknolojiye yükseltmenin ne anlamı var diye sormaya başlayacaksınız. Ayrıca zombi firmaların gereksizce kullandığı krediler sizin için mevcut olan kredi havuzunu daha da daraltacak ve sizin kredi maliyetinizi oldukça yukarı seviyelere çekecektir. Bu sebeple firmanız gün geçtikçe istemese-niz de zombi firmalara benzeyecek ve günün birinde zombileşecektir. Kısacası kötü paranın iyi parayı piyasadan kovduğu gibi zombi şirketler de sağlıklı şirketleri ekonomiden dışlayacaktır.

Dünya genelinde zombi şirketler Japonya’nın 1990’larda başlayan ekonomideki kayıp yılları ile belirgin hale gelmiş, 2007-2008 yılları arasında yaşanan küresel finansal kriz bu tip firmaların sayılarını artırmış ve son olarak da COVID-19 bu şirketlerin artık dünya ekonomisinde büyük bir yer tutmasına neden olmuştur. Zombi şirket sayılarında artışı körükleyen zaman dilimlerinin kriz dönemleri ile örtüştüğü görülmektedir. Bu zaman dilimlerinde firmalar arasında ayırım yapılmadan, ekonomiye makro ölçüde destek verilmesi ve faiz oranlarının oldukça düşük tutulması bu firmaların ortaya çıkmasındaki etken faktördür.¹¹

Zombi firmalar batmanın eşiğinde olan riskli ve verimsiz firmalardır ve kriz yılları onlar için büyük bir fırsat penceresi oluşturur. Çünkü bu tip firmalar kriz yıllarında finansmanları için gerekli kaynakları oldukları kaynakları kriz zamanlarında devlete, bankacılık sistemine ve yeni yatırımcılara dayanarak daha kolay elde eder ve aynen yaşam destek ünitesindeki hastalar gibi varlıklarını sürdürürler.

¹⁰ Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, (London, UK: Routledge, 2013).

¹¹ Carlos Carreira ve Joana Lopes, “The Role of Different Types of Creditors on Zombie Firm Creation,” *Notas Económicas* 55, (2022): 129-140.

Zombi firma sorununun üstesinden gelebilmek için bu tip firmaları detaylı bir şekilde tanımlamak ve ayırmak gerekmektedir. Genellikle bu tip firmalar borçlarının biriken faizlerini bile ödeyemeyecek durumda olan firmalardır. Fakat bazı durumlarda yeni kurulan ve sağlıklı firmalar bu tip firmalar ile karıştırılabilmektedir. Yeni firmalar kuruluşlarından sonra yeterli bir gelişim süreci geçirmediği için bu firmaların nakit girişleri nakit çıkışlarının oldukça altındadır. Bu sebeple yeni kurulan firmalar borçlarının faiz kısmını ödeyecek durumda değil gibi gözükürler. İlerleyen zamanda ise bu firmalar üretime geçecek, pozitif serbest nakit akımları oluşturacak ve borçlarının en azından faiz kısmını ödeyecek duruma gelebileceklerdir. Ayrıca genç olmayan bir firma da zombi firma olarak görülebilir. Firma yaşlı bir firma olmasına rağmen yeniden yapılanma periyodundan geçiyordur veya büyük çapta yeni ve verimli yatırımlar yaptığı için borç faizlerini birebir karşılayamayacak duruma düşmüş olabilir. Fakat bu durum, firmanın zombi firma olduğunu göstermez. Zombi firmalar normal işleyişlerinde ve devamlı olarak borçlarının biriken faizlerini ödeyemeyecek durumda olan firmalardır.

3.2.1. Sağlıksız (Zombi) Firmaların Sağlıklı Firmalara Etkileri

Makro koşulların oluşturduğu finansman sorunları tüm firmaları olumsuz etkilemektedir. Yaşam destek üniteleriyle birçok firmanın ayakta tutulması hastalığa kesin çare olmayarak hastalığın tüm vücuda yavaş yavaş sirayet etmesi gibi zombi firmalar tüm ekonomiye yayılmaktadır. Ekonomide işletmesini uzun süre krediye dayanarak ayakta tutan firmalar verimli bir üretim yapmaktan uzaktır. Verimli üretim yapamayan firmaların mal ve hizmetlerinin aynı sektördeki sağlıklı firmalarla aynı koşul ve şartlar altında piyasada yer aldıklarında piyasada arz fazlalığı oluşmakta ve ürün ve hizmet fiyatları düşmektedir. Bu süreçte sağlıklı firmaların kârlılığı negatif etkilenmekte ve kârlılığı negatif etkilenen firmalar çoğu zaman finansmanlarını öz sermaye dışındaki araçlarla sağlamaya yönelmektedir.¹² Böylece sağlıklı firmalar da zaman içinde zombileşmektedir. Bu durum bir sepette bulunan taze meyvelerin içine konulan çürük bir meyvenin tüm sepetteki meyveleri çürütmesine benzemektedir.

Ayrıca sağlıklı firmalar hammadde ve eleman ihtiyacı için de zombileşmiş firmalar ile rekabet etmektedir. Bu rekabet hem hammadde fiyatlarını hem de iş gücü fiyatlarını yükseltmekte, üretim yapacak ve hizmet sağlayacak sağlıklı firmaların maliyetlerini artırmaktadır.¹³ Özetle maliyet açısından bakıldığında da ekonomide bulunan sağlıksız firmaların sağlıklı firmaların gelirlerini azalttığı görülmektedir.

Ürün ve hizmet fiyatları sağlıksız veya zombi firmaların varlığı tarafından baskılanan ve hammadde ve eleman maliyetleri de bu tip firmalar tarafından artan diğer firmalar zorunlu olarak yatırım ve büyüme fırsatlarını kaçırmaktadır. İyi işleyen bir ekonominin ana hedefi ekonomide oluşan kaynakların hakkaniyetli ve verimli bir biçimde dağıtılmasıdır. Fakat zombi firmaların

¹² Ricardo J. Caballero, Takeo Hoshi ve Anil K. Kashyap, "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan," *American Economic Review* 98, no 5 (2008): 1943-1977.

¹³ Guangjun Shen ve Binkai Chen, "Zombie Firms and Over-Capacity in Chinese Manufacturing," *China Economic Review* 44, (2017) : 327-342.

ekonomide bulunması sağlıklı firmaların kredi gibi borçlanma araçlarına ulaşmasını zorlaştırmakta ve öz sermaye kullanımı dışındaki finansman kaynaklarının maliyetini artırmaktadır.¹⁴

Mezo açıdan bakıldığında bu tip sağlıklı firmaların iş gücü piyasasına verdiği zararın büyüklüğü de yadsınamaz derecededir. Özellikle içinde bulunulan sektörün olması gerekenden fazla büyümesiyle zombi firmalar verimli üretim yapamayan ve hizmet sağlayamayan çalışanları da iş piyasası içine çekerler. Böylece sektöre yönelik iş gücü arzı artar. Artan iş gücü miktarı ise işe alımlarda verimli çalışanları verimsiz çalışanlardan ayırmayı zorlaştıracaktır. Böylece sağlıklı firmalarda verimli çalışanlarla verimsizler aynı anda işe alınacak ve bu durum sağlıklı firmaların verimliliğini düşüren bir unsur olacaktır.

Bu soruna raporun en başında değinilmesinin başlıca nedeni 2023 yılında Uluslararası Para Fonu tarafından yayınlanan Albuquerque ve Iyer tarafından hazırlanan “The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World”¹⁵ adlı ön raporda Türkiye’de bulunan özel firmaların yaklaşık %14’ünün zombi firma olarak kategorize edilmesidir. Bu veri ülkemizdeki özel firmalar 1997 ile 2020 yılları arasındaki periyot içerisinde ele alındığında geçerlidir ve Türkiye dünyada bulunan özel firmalar değerlendirildiğinde zombi firmaların en çok olduğu ülkedir. COVID-19 dolayısıyla da bu oranın git gide arttığı düşünülmektedir. Aynı rapora göre zombi firmalar hem ülkemizde hem de dünya genelinde genellikle inşaat ve enerji sektörlerinde yoğunlaşırken bilişim ve perakende gibi sektörlerde de baskındırlar.

3.2.2. Sağlıksız (Zombi) Firmaların Elimine Edilmesinin Önemi

Makro açıdan bakıldığında günümüz koşullarında firmaların finansal problemlerinin daha kolayca çözülmesi için zombi firmaların ekonomiden elimine edilmesi elzemdir. Zombi firmalar elimine edilmeden atılacak her adım etkisiz kalacaktır. Örneğin, finansman ihtiyacı olan sağlıklı bir firmaya sermaye artırımını salık vermek veya firmaların birleşmesinin gerekliliğini vurgulamak kaynak dağılımının bozuk yapıldığı ve yapılmaya devam edildiği bir ortamda geçici bir çözüm önerisi olmaktan öteye gidemeyecektir. Bu sebeple makro açıdan sağlıklı ve sağlıksız firmaların aynı bir elekten geçen buğday taneleri ve geçemeyen taş, toprak gibi diğer kalıntılar şeklinde ayrıştırılmaları gerekmektedir. Bu ayrıştırmayı yapmak için bankacılık sektöründen başlanarak tüm borçlanma kanallarının rehabilite edilmesi lazımdır.

Sağlıklı firmaların sağlıksız, zombi firmalardan ayrıştırılması için kredi kanallarının nasıl rehabilite edileceği sorusuna odaklanırsak çözümün çok da kolay olmayacağı aşikârdır. Öncelikle bankacılık sisteminde sermaye yeterlilik oranları artırılmalıdır. Bu sayede zombi firmaların ekonomiden elimine edilmesi sürecinde bankacılık sistemini etkileyecek bir şoka karşı proaktif bir önlem alınacaktır. Sağlıksız firmalar ekonomiden tasfiye edilirken bankacılık sisteminin takipteki kredilerin

¹⁴ Yiqiu Wang ve Yunyi Zhu, “The Financing and Investment Crowding-out Effect of Zombie Firms on Non-zombie Firms: Evidence from China,” *Emerging Markets Finance and Trade* 57, no 7 (2021): 1959-1985.

¹⁵ Albuquerque ve Iyer, “Zombie Firms Around the World”, WP/23/125.

tasfiyesinden olabildiğince az etkilenmesi gerekmektedir. Takipteki kredilerin tasfiye edilmesi bankaların sermaye yapısını negatif bir şekilde etkileyecek ve bankacılık sektöründe sermaye erimesi görülecektir. Sermaye yeterlilik oranlarının artırılması bu konuda bankacılık sisteminde tampon görevi görecektir. Takipteki kredilerin tasfiye edilmesinin yanında, takipteki kredi oranının belirlenecek bir değerin üzerine çıkmaması için düzenleyici kurallar konulması ve bankaların bu kural setine uyup uymadıklarının da denetlenmesi gerekmektedir.

Bankacılık sisteminde verilen kredilerin sağlıklı şirketlere kullandırılması için ise yeni düzenlemeler yapılmalıdır.¹⁶ Yeni düzenlemeler kredilerin daha çok proje bazlı yatırım amacıyla kullanılmasını özendirmelidir. Bu düzenlemeler kredilerin ve borçlanma araçlarının ani işletme sermayesi ihtiyaçları dışında işletme sermayesini sürekli olarak destekleyici şekilde kullanılmasını engellemelidir. Böylece sağlıklı firmalar bankaların sağladıkları krediler ile uzun yıllar yaşam destek ünitesine bağlı gibi ayakta duramayacaklar ve ekonomiden tasfiye olacaklardır.

Makro açıdan bakıldığında önlem alınması gereken diğer bir önemli olgu da zombi haline gelmiş firmaların tasfiyesinin ötesine de geçilerek bu yolda ilerleyen, bilançoları tamamen bozulmasa da bozulma yolunda olan firmaların rehabilite edilmesidir. Yukarıda da altı çizildiği üzere, dünya genelinde en çok zombi özel şirket oranına sahip ülke Türkiye'dir.¹⁷ Bu sebeple zombi firmalar ekonomiden ayıklanırken diğer firmaların da kapsamlı bir onarım sürecinden geçirilmesi gereklidir. Bazı firmalara sektörel bazda sermaye enjeksiyonları yapılarak firmaların sermaye yapısının güçlendirilmesi düşünülebilecek ilk önlem olarak görülebilir. Fakat bu yaklaşım sadece özel sektörün kaynaklarıyla altından kalkılamayacak kadar büyük bir maliyet oluşturacaktır. Gerektiğinde firmaların küçülmesi ve yeniden organize olması için kamu, danışmanlık faaliyetleriyle önderlik etmeli; gerektiğinde de özellikle stratejik sektörlerde firmalara sermaye enjeksiyonlarını devlet kamu kaynaklarını kullanarak yapmalıdır. Kamu kaynaklarıyla yapılacak sermaye artırımlarında, şirketlerin yönetimlerinde profesyonel yöneticilerin bulunması şart koşulmalıdır. Böylelikle ekonominin hassas damarlarını oluşturan stratejik sektörlerdeki birçok aile şirketinin de kurumsallaşması yolunda önemli bir adım da atılacaktır. Bunun yanında onarım sürecinden geçen firmalara devlet tarafından kredi garantileri verebilir ve firmaların düzlüğe çıkması için onlara gerekli zaman kazandırılabilir. Fakat bu kredi garantileri 2018'den beri süregelen Kredi Garanti Fonu kefaletli kredileri gibi kontrolsüz olmamalıdır. Kredi garantilerinin amacı dışında kullanılmasını engellemek için yüksek seviyede denetim ve izleme mekanizmaları geliştirilmelidir. Aksi takdirde bilanço yapısı bozulmuş firmalar kurtarılmak istenirken derken bu firmalar daha kötü bir duruma sokulabilir ve kamu kaynakları boşa harcanabilir.

¹⁶ Viral V. Acharya, vd., "Zombie Lending: Theoretical, International, and Historical Perspectives," *Annual Review of Financial Economics* 14, no 1 (2022): 21-38.

¹⁷ Albuquerque ve Iyer, "Zombie Firms Around the World", WP/23/125.

4. FİRMA FİNANSMANI

Firmaları insan anatomisine benzetirsek, damarlardan oluşan kan dolaşım sistemi finansman kanallarına, kan ise nakde karşılık gelir. İnsanın sağlıklı yaşaması için damarlarının temiz ve açık olması ve kan akışının düzenli olarak sağlanması gerekmektedir. Firmalar için de aynı insanlarda geçerli olan bu ilke gibi finansman kanallarının açık olması ve nakit akışının düzenli bir şekilde sağlanması gerekmektedir. İnsanların organlarına kan gitmediğinde yaşamlarının sonlanması gibi firmalar da nakit akışını sağlayamadıklarında batacaklardır. Öyle ki çok yüksek miktarda likit olmayan varlığa sahip büyük şirketler şirketlerin batma sebebi gerekli zamanlarda likiditeye ulaşamamış olmalarıdır. Basitçe bir örnek vermek gerekirse milyonlarca dolarlık arazileri olan bir firma düşünelim. Bu firmanın kasasında nakdi olmasın ve nakit akışları birdenbire kesilsin. Bu firma temerrüde düşüp 100 bin dolar gibi küçük bir meblağlı bir senedinin karşılığını ödeyemezse iflas tehlikesi ile karşılaşacaktır. Çünkü alacaklı taraf borcuna karşılık bu firmanın arazilerinin satılıp, likidite edilmesini ve kendisine ödeme yapılmasını talep edecektir. Bu sebeple insanın hayatını sürdürebilmesi için kan ne kadar hayatiyse firma için de nakit aynı şeydir. Kısacası finans yönetimi büyük ölçüde likidite yönetimidir ve ne kadar zengin, varlıklı ve büyük olurlarsa olsunlar likiditeye ulaşamayan firmaların batma riski ile karşı karşıya kalmaları kaçınılmazdır.

Sıkı para ve maliye politikalarının uygulanmaya başladığı günümüz koşullarında hem dünya genelinde hem de ülkemizde firmalar nakit akışlarını yönetmekte güçlük çekmektedir. Bu durum aslında dönemsellik gösteren bir olgudur. Öncelikle faiz oranlarının düşük seyrettiği parasal ve mali genişleme dönemlerinde firmalar yatırımların getirisini detaylı bir şekilde değerlendirmeden hızlıca genişlemekte, çalışan sayısını artırmakta ve nakit akışını daha çok banka kredileri ile sağlamaya yönelmektedir. Gevşek para ve maliye politikaları enflasyonist baskılar dolayısıyla sonsuza kadar sürdürülememektedir. Bu tip politikalar fiyatlama mekanizmalarını bozmakta ve enflasyonun kontrol altına alınması için faizlerin yüksek olduğu sıkı para politikalarına ve daraltıcı maliye politikalarına geçişi gerektirmektedir. Sıkı para politikaları ve daraltıcı maliye politikaları ise piyasa faizlerini artırıcı yönde etki etmekte ve harcamaları düşürmektedir. Faizlerin yükseldiği bir ortamda ise kredi maliyetleri artmakta, bunun yanında gerek devlet gerek birey harcamaları azaldığında firmalar zor duruma düşmektedir. Kredi maliyetlerinin artması ve satışların azalması ise firmaların nakit akışlarını bozmaktadır.

Dünyada bu durumun en güzel örneği Çin özelinde inşaat sektörü için verilebilir.¹⁸ Özellikle dünya açısından Çin'deki inşaat sektörü çok önemli olup bu sektörün daralıp genişlemesi tüm dünyadaki demir çelik ve benzeri hammaddelerin fiyatlarını etkilemektedir. Kültürel alışkanlıkları gereği Çin toplumu elle tutulabilen, gözle görülen, somut yatırım araçlarına yatırım yapmayı tercih etmektedir. Bu tip yatırım araçlarının başında da konut gelmektedir. Fakat COVID-19 dönemi ve sonrasında özellikle de 2024 yılında yaşanan ekonomik koşullar çalışanların iş güvenliğini tehlikeye atmış ve çalışanların gelecekteki gelir beklentilerini oldukça aşağıya çekmiştir. Bir bakıma işten

¹⁸ Lerong Lu ve Anat Keller, "Is it China's Lehman Brothers Moment? Unveiling Evergrande Debt Crisis, Financial Risks, and Regulatory Implications," *Law and Financial Markets Review* 16, no 1-2 (2022): 133-144.

çıkarılma korkusu insanların uzun vadeli yatırımlardan uzak durmasına neden olmuştur. Bu sebeple Çin’de konuta olan talep azalmıştır. Aynı zamanda inşaat şirketleri tarafından tamamlanamayan yapılar ve geciken teslimatlar tüketicileri sektörden daha çok uzaklaştırmıştır. Çin’de yaşanan popülasyon da artık konut talep etmemektedir. Tüm bu faktörler konut sektörünün gün geçtikçe zayıflamasına neden olmuştur. Çin hükümeti bu duruma karşı ilk defa ev alacakların ev peşinatlarını sınırlamış ve konut kredi faizlerini aşağıya çekmiştir. Devlet tarafından alınan bu önlemlere rağmen inşaat sektörü krizi aşamamıştır. 1996 yılında kurulan Çinli şirket Evergrande 2021 yılında aşırı stok birikimi ve yüksek seviyede borçlanma dolayısıyla 300 milyar dolarlık borcunu ödeyememiş ve 2024 yılında tasfiye edilmiştir.¹⁹ Benzer şekilde Çin’in en büyük inşaat şirketi Country Garden da 205 milyar dolarlık bir likidite sıkıntısı ile karşı karşıya kalmış ve tasfiye sürecinin başlatılması için incelemeye alınmıştır.²⁰

Dünya genelinde olduğu gibi Türkiye’de de benzer olaylar yaşanmaktadır. Yüksek enflasyonu kontrol altına almak için artırılan faiz oranları konut kredi maliyetlerini yukarıya çekerken, tüketicilerin konut talebini ise oldukça azaltmıştır. Ayrıca yükselen faizler, banka mevduatını emlak yatırıma alternatif bir yatırım aracı olarak ön plana çıkarmıştır. Bu durum emlak piyasasındaki durgunluğu körüklemiştir. İnşaat firmaları açısından bakıldığında ise satılamayan konutlar aşırı stok birikimine yol açmış ve stok maliyetleri gün geçtikçe artmıştır. Aynı zamanda yüksek faizlerin etkisiyle piyasa fiyatında düşüşler görülen araziler inşaat firmaları tarafından satın alınmış ve firmalar nakit girişi olmamasına rağmen genişlemek uğruna büyük miktardaki nakit çıkışlarına maruz kalmışlardır. Net nakit akışının negatife düştüğü bu zaman diliminde inşaat firmaları dış finansman kaynaklarını (banka kredileri ve benzeri) aşırı bir şekilde kullanmaya başlamışlardır. Nakit akışlarını iyi bir şekilde yönetemeyen inşaat firmaları ödemelerde zorlandıkları için geçici koruma sağlamak amacıyla konkordato talebinde bulunmaya başlamışlardır. 2024 yılının mayıs ayı ortasına kadar konkordato talep eden inşaat firması sayısı 391’dir.²¹ İnşaat firmalarını tekstil firmaları ve akaryakıt istasyonları izlemektedir.

Finansman bir firmanın olmazsa olmazıdır. Nakit akışının sürekli devam etmesi için finansman kanallarının, önceki sayfalarda benzerliği kurulan insan vücudundaki damarlar gibi açık olması ve kanın vücudu beslemesi gibi firmaları nakit ile besleyerek ayakta tutması gerekir. Firma finansmanı kaynağına göre iç ve dış kaynaklardan sağlanan finansman olmak üzere iki ayrı kategoriye ayrılır. Dış finansman ise borçlanma finansmanı ve öz sermaye finansmanı olarak iki biçimde incelenir.²²

Şekil 7’de bir firmanın finansman kaynakları basite indirgenmiş bir şekilde sunulmaktadır. Firmaların finansman kaynaklarını kaynağına göre sınıflandırma imkânı olduğu gibi finansman

¹⁹ “Understanding China’s Real Estate Crisis”, *The Global Treasurer*, 29 Nisan 2024,

<https://www.theglobaltreasurer.com/2024/04/29/understanding-chinas-real-estate-crisis/>.

²⁰ Mariko Oi, “Country Garden: China property giant suspends shares in Hong Kong”, BBC, 2 Nisan 2024,

<https://www.bbc.com/news/business-68710728>.

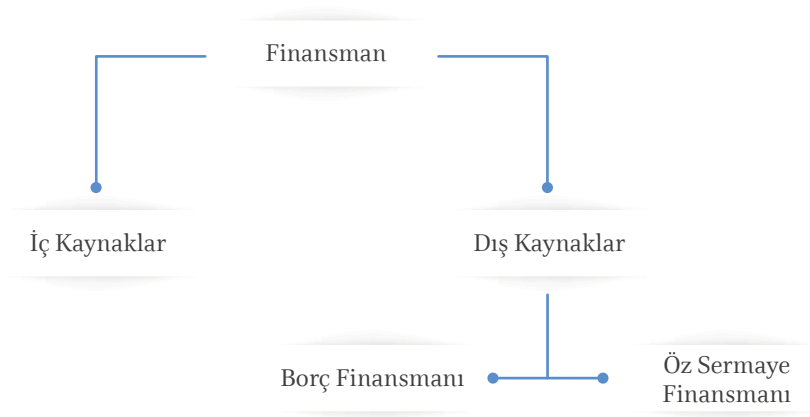
²¹ Merve Kıcı, “İnşaat’tan Tekstil’e Birçok Sektör Konkordato Alarmı Veriyor!”, Sanayi Gazetesi, 21 Mayıs 2024,

<https://sanayigazetesi.com.tr/insaattan-tekstile-bircok-sektor-konkordato-alarmi-veriyor/>.

²² Eugene F. Brigham ve Michael C. Ehrhardt, *Financial Management: Theory & Practice* (Hampshire, UK: Cengage Learning, 2016).

kaynakları vadesine göre de sınıflandırılabilir. Vadesine göre sınıflandırma genel olarak bilgilendirme amacıyla kullanılmasına rağmen bu çalışmada kaynağına göre sınıflandırma üzerinde durulmaktadır. Çünkü firma finansmanının vade yapısından çok ülkemizde kaynağı önem arz etmektedir. Özellikle öz sermayenin güçlendirilmesi, biriken kârların firma içinde bırakılıp yatırıma döndürülmesi olgusu iş dünyasında tam olarak yerleşmemiştir. Bu nedenle firmalar daha çok dış kaynak ile finansmana bağlı kalmaktadır.

Şekil 7. Firma Finansmanı



Kaynak: Ross vd., 2015²³

Vadeye göre sınıflandırıldığında finansman kaynakları temel olarak ikiye ayrılır: Kısa vadeli finansman kaynakları ve uzun vadeli finansman kaynakları. Bu raporda finansmanın vade yapısı kaynak bazında değerlendirilecek ve finansmanın vade yapısından çok finansmana duyulan ihtiyaç ve finansmanın kaynağının özellikleri üzerinde durulacaktır. Vadesi kısa olan finansman kaynaklarının genellikle bilançoları kötüleşmiş firmalarda işletme sermayesini desteklemek için kullanıldığı görülmektedir. Örneğin bilançoları kötüleşen firmalar bankalardan daha kısa vadeli, yüksek maliyetli ve yüksek teminatlı krediler bulabilirken, güçlü bilançooya sahip firmalar uzun vadeli, düşük maliyetli ve teminatsız krediler bulabilmektedirler.

4.1. İÇ KAYNAKLARDAN FİNANSMAN

Bir firmanın iç kaynaklardan finansmanını gerçekleştirmesi en çok arzu edilen finansman çeşididir. İç kaynaklardan finansman çeşitli şekillerde ele alınabilir. İç kaynaklardan finansman genel olarak üç şekilde ele alınabilir:²⁴

1. Dağıtılmamış kârların kullanılması
2. Varlık satışı yapılması
3. İşletme sermayesinin kontrol altına alınması

²³ Ross, Westerfield ve Bradford, *Fundamentals of Corporate Finance*, 11.

²⁴ Tse, T. C. M. (2017), *Corporate Finance: The Basics*. Routledge.

4.1.1. Dağıtılmamış Kârların Kullanılması

İç kaynaklardan en önemlisi dağıtılmamış kârlardır. Sağlıklı firmalar ürün ve hizmetlerden elde ettikleri kârların bir kısmını ortaklarına dağıtırken bir kısmını da firmada bırakırlar. Genellikle büyük kurumsal firmaların temettü dağıtımını yapmadığı gözlenmektedir. Bu durum kâr payı dağıtımının çifte vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. İstisnalar hariç her firma elde ettiği kâr üzerinden kurumlar vergisi ödemektedir. Kurumlar vergisi ödendikten sonra kalan kâr dağıtıldığında, dağıtılan kâr üzerinden firma ortakları tekrardan vergi ödemektedirler. Bu durum firmaları kâr payı dağıtımından kaçınmaya ve firma kârını firma bünyesinde tutmaya yönlendirmektedir. Gelişmekte olan ve yatırım için kaynağa ihtiyaç duyan ülkelerde kârın firma bünyesinde tutulması bir dezavantaj olmaktan çok bir avantajdır. Çünkü firmalar dağıtılmamış kârları kullanarak yatırımlarını finanse edebilmekte ve işletme sermayesini desteklemektedir. Böylece dış finansman kaynaklarına bağımlılık azalmaktadır. Sermaye piyasaları açısından bakıldığında ise dağıtılan kârların çifte vergiye tabi tutulması sermaye piyasalarının gelişmesini engellemektedir. Fakat firmaların daha sağlıklı büyümesi ile sermaye piyasalarının gelişmesi karşılaştırıldığında firma kârlarının firmaların bilançolarında bırakılması daha doğru bir yaklaşımdır ve bu sayede reel sektör daha fazla desteklenmektedir.

4.1.2. Firma Varlıklarının Likidite Edilmesi

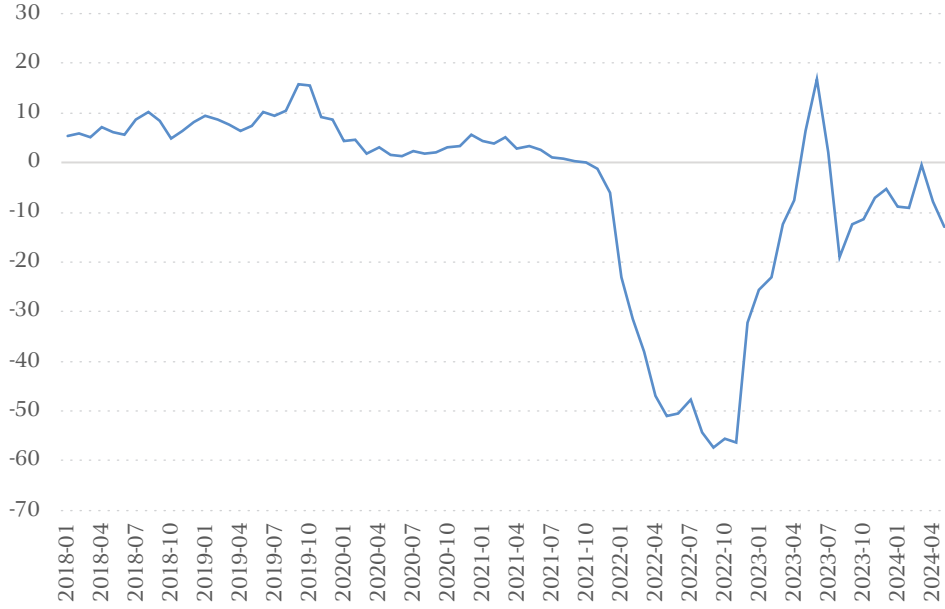
İçsel kaynakların ikinci unsuru firmanın elinde bulundurduğu varlıkları likidite etmesi yani elden çıkarmasıdır. Firmalar çoğu zaman ellerinde yatırım amacıyla taşınmazlar veya taşıtlar tutabilmektedirler. Özellikle likidite sıkıntısına düşmüş firmalarda dış finansman kaynaklarına başvurmadan önce bu tip yatırımların elden çıkarılması doğru olacaktır.

Kimi zaman ise firmalar olması gerekenden fazla büyümektedirler. Düşük kredi faizlerinin bulunduğu bir ortamda firmalar gereksiz ve verimsiz alanlara yatırım yapabilmektedirler. Bu durum firmanın aşırı ve dengesiz büyümesine ve çoğu zaman da esas faaliyet alanının dışına çıkmasına neden olmaktadır. Son yıllarda ülkemizde reel faizler çoğu zaman sıfırın altına düştüğü için verimli yatırımların yanı sıra verimsiz yatırımlar da yapılmıştır. Reel faizin çok düşük olduğu ekonomilerde verimsiz yatırımlardaki artışın yüksek olması doğaldır. Çünkü kullanılan kaynağın anlamlı bir fırsat maliyeti bulunmamaktadır. Böyle bir ortamda yatırım kararları hızlı bir şekilde verilmekte; yatırımın uygunluğu ve verimliliği göz ardı edilmektedir. Şekil 8’de Türkiye’de reel faizin son yıllardaki gidiş hattı verilmektedir.

Şekil 8’de 1 aylık ortalama mevduat faiz oranından enflasyon değerleri çıkarılarak elde edilen reel faiz oranları yüzde olarak verilmiştir. 2019 yılında pozitif seyreden reel faiz oranı giderek azalmış ve 2021 yılının sonunda negatif bölgeye geçmiştir. Reel faiz oranı bu tarihten itibaren negatif bölgede seyretmiş, kimi zaman eksi %50’nin altına bile düşmüştür. Bu zaman dilimi borç alanların oldukça avantajlı olduğu bir periyot olarak göze çarpmaktadır. Bu zaman diliminde borç verenlerden borç alanlara doğru güçlü bir servet transferi yaşanmıştır. Özellikle kredi ve benzeri finansman kaynaklarına ulaşabilen firmalar hızlı bir şekilde büyürken ve çoğu zaman büyüme sürecinde yapılan yatırımların verimliliğini ön planda tutmamışlardır. Bu sebeple iç kaynaklardan finansman yapılır-

ken firmaların küçültülmesine bu yatırımlardan başlanabilir. Örneğin, esas faaliyet alanı gıda olan bir firma, gıda sektörünü tamamlayıcı bir yatırım olmayan sigorta sektörüne yatırım yapmışsa, rekabetin çok yoğun ve kâr marjlarının düşük olduğu bu sektörden ayrılabilir ve elde ettiği gelir ile yeni yatırımlarını finanse edebilir veya işletme sermayesini destekleyebilir.

Şekil 8. Reel Faiz



Kaynak: TCMB, 2024²⁵

4.1.3. İşletme Sermayesinin Kontrolü

İçsel kaynaklardan finansman oluşturma diğer bir yolu da işletme sermayesinin kontrol altına alınmasıyla gerçekleştirilebilir. İşletme sermayesi firmaların günlük işletme faaliyetlerini yerine getirebilmeleri için gerekli olan nakit ve kısa vadede nakde dönüştürülebilecek varlıkları ihtiva eder. İşletme sermayesinin yeterliliği firmaların kapasitelerinin yüksek düzeyde kullanılması ve kısa vadeli borçların ödenebilmesi için elzemdir. İşletme sermayesinin düşük olduğu firmalarda genellikle üretim aksarken üretim kapasitesi de düşer ve ayrıca kısa vadeli borçların çevrilmesinde büyük zorluklar yaşanır.

İşletme sermayesini firmalara giren ve çıkan nakit akımları oluşturur. Fakat nakit girişleri ve çıkışları çoğu zaman birbiriyle uyumluluk göstermezler ve firmalar kısa vadeli borçlarını ödeyemeyerek likidite krizi içine düşerler. Özellikle ekonominin daraldığı, ürün ve hizmetlere olan talebin düştüğü ekonomik koşullarda likidite sıkıntılarıyla sık sık karşılaşmaktadır. Firmaların bu tip ekonomik koşullara göre finans yönetimini şekillendirmesi ve bu koşullara uyum sağlama yönünde gereken önlemleri alması gerekmektedir. Aksi takdirde üretici veya hizmet sağlayıcı firmalar ürün

²⁵ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS (2024), *Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (Stok, %)(Aylık)*, <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (Erişim Tarihi: 2024).

ve hizmetlerinin satışını istenen ölçüde gerçekleştiremeyecektir. Böylece üretici firmaların envanterlerinde aşırı stok birikimi gerçekleşecektir. Hizmet sağlayıcı firmalarda ise çalışanlar optimal bir seviyede çalışmayacak ve firmalarda iş gücü atıl kalacaktır. Ürünlerini ve hizmetlerini ekonomiye kazandıramayan firmalara nakit girişleri azalacak ve bu firmaların işletme sermayesi ihtiyaçları artacaktır.

Makro ekonomik ve sektörel gidişata göre işletme sermayesinin kontrol altına alınması oldukça önemlidir ve ayrıca işletme sermayesine yönelik yapılacak düzenlemeler işletme için kaynak olacaktır. Örneğin, ekonomik durgunluğun yaşandığı koşullarda üretimi daraltmak ve iş gücünde tenkisata gitmek stok birikimini engelleyerek stok maliyetlerinin önüne geçecek ve üretim maliyetlerini azaltacaktır. Böylece nakit akımları pozitif etkilenecek, işletme sermayesi ihtiyacı azalacak ve diğer faaliyetler için kaynak oluşturulabilecektir.

İç kaynaklardan finansmanın son unsuru, firma ortaklarının firmaya yeni sermaye koymasudur. Bu durum genellikle ortak sayısının az olduğu firmalarda sıklıkla kullanılır. Firmalar ekonominin genişlediği zamanlarda kârlıdırlar ve ortaklarına kâr payı dağıtırlar veya maddi kaynak aktarırlar. Fakat çoğu zaman kâr payı dağıtımı veya maddi kaynak aktarımı ekonomik koşulların ileride kötü olabileceği düşünülmeden yapılır. Ekonomi kötüleştiğinde ise firmanın işletme sermayesi başta olmak üzere sermaye ihtiyacı doğar ve firma ortaklarının firmaya yeni sermaye enjekte etmesi gerekir. Ülkemizde firmalar daha çok aile şirketi yapısı taşıdığı için bu durumla sık sık karşılaşmaktadır. Özellikle kurumsallaşamayan ve aile işletmesi yapısından çıkamayan firmalar, firmanın maddi kaynaklarını ortaklar arasında kullanırmaya meyillidirler. Bu sebeple firma içerisinde sermaye birikimi sağlanamamakta ve zor zamanlarda firmalar ekonomik olarak ortaklara ve onların firmaya yeni sermaye koymasına bağlı kalmaktadır.

4.2. DIŞ KAYNAKLARDAN FİNANSMAN

Dış finansman kaynakları iç finansman kaynakları dışındaki tüm finansman kaynaklarını kapsar.²⁶ Dış finansman kaynaklarının seçilmesi firmalar için hayati öneme sahiptir. Dış finansman kaynaklarının yanlış seçimi kaynak maliyetini artırarak yapılacak projelerin fizibilitesini etkileyecek verimli olabilecek projelerin göz ardı edilmesine neden olacaktır. Ayrıca dış finansman kaynaklarının vade yapısının gerçekleştirilecek proje ile uyumlu olması gereklidir. Kısa vadeli kaynaklar kısa vadeli projeleri finanse etmek için kullanılabilirken uzun vadeli projeler için kısa vadeli kaynakların kullanılması proje bitmeden değişen koşullarda tekrar kaynak arayışına girilmesine yol açacaktır.

Finansal yönetim, bir proje gerçekleştirildiğinde projenin oluşturacağı nakit akımlarının projenin maliyetinden büyük olup olmayacağını belirlemeye çalışır.²⁷ Böylece kârlı olmayacak projelerin elenmesi ve kârlı projeler arasından en iyisinin seçilmesi sağlanır. Çoğu zaman bir firmanın önünde birden çok proje veya yatırım seçeneği vardır. Finansal yönetim bu yatırım seçeneklerinden en kârlı-

²⁶ Frank J. Fabozzi, Pamela P. Drake ve Ralph S. Polimeni, *The Complete CFO Handbook*, (New York, US: Wiley, 2007).

²⁷ Ross, Westerfield ve Bradford, *Fundamentals of Corporate Finance*, 11.

sının seçilmesine yardımcı olacak ve “yatırım kararlarının” doğru bir biçimde verilmesini sağlayacaktır. Örneğin, bir firmanın yeni bir ürün üretmek için yatırım yapması, iş hacmini genişletmesi veya yeni bir şube açması kararları finansal yönetim aracılığıyla net nakit akımlarının büyüklüğü projekte edilerek verilir. Finans yöneticileri bu kararları verirken yatırımın büyüklüğünü, zamanlamasını ve riskini de göz önüne alarak değerlendirirler ve yatırımlarda indirgenmiş net nakit akışları toplamını maksimize etmeye çalışırlar.

Finansal yönetimin önemli bir amacı da finansman ihtiyaçları için kullanılacak kaynakların tespit edilmesidir. Özellikle uzun vadeli yatırımlar için borç finansmanı ve öz sermaye finansmanı yapılabilmektedir. Finans yönetimi bu iki kaynağı eş anlı olarak kullanmaktadır. Firmanın finansman maliyeti ve yapısı bu iki finansman türünün karışımına bağlıdır.

Firma finansman yapısı firmanın taşıdığı riski ve firmanın değerini belirler. Ayrıca bu yapı firmanın finansman maliyetini de değiştirecektir. Borçlanmanın maliyeti yüksek fakat hisse senedi ihracı ise düşük maliyetlidir. Firma borçlandıkça faiz ödemelerini artırır. Hisse senedi ihraçlarında ise firma yeni ortaklarına kâr payı dağıtma durumu ortaya çıkar. Kısaca özetlemek gerekirse bir firmanın finansman yapısı finansman maliyetini ve firmanın ürettiği katma değer borç verenlere mi firma ortaklarına mı gideceğini belirler.

Finans yönetimi borçlanırken çeşitli borçlanma araçlarını kullanır. Borçlanma araçları vade yapısı ve şartları açısından değişkenlik gösterebilir. Aynı zamanda firmaya fon sağlayanlar da çeşitli kurum, kuruluş veya bireysel yatırımcılar olabilirler.

Finansal yönetim uzun vadeli yatırım kararlarının verilmesi ve bu yatırımlar için kaynak temin edilmesinin yanında kısa vadeli finansman yönetiminden de sorumludur. Kısa vadeli finansman yönetimi işletme sermayesinin kontrolüne odaklıdır. İşletme sermayesinin doğru yönetimi bir firmanın günlük aktivitelerini yürütmesi için gereklidir. Firmalardaki nakit ve stok miktarı dengeli bir şekilde gitmelidir. Ekonominin kötü olduğu bir ortamda talep daralacak ve aşırı stok birikimi olacaktır. Aşırı stok birikimi ise stok maliyetlerini artıracaktır. Böyle bir durumda firmanın kapasite kullanımını düşürmesi ve firmaya nakit girişleri azaldığı için nakit çıkışlarını kontrol altına alarak azaltması gerekecektir. Ekonomi düzeldiğinde ise talebin artışıyla birlikte biriken stoklar azalacak, firmanın kapasite kullanımını artırması beklenecektir. Bu sebeple daha çok hammadde alınması ve daha çok iş gücü kullanılması gerekecektir. Bu duruma finans yönetimi ise artan nakit girişine karşılık nakit çıkışını artırarak karşılık verecektir.

Kısa vadede finans yönetiminin birinci önceliği firmada ne kadar nakit ve nakit benzeri tutulacağının belirlenmesidir. İkinci olarak finans yönetimi firmadaki stok birikimini dikkate almalı ve stok birikiminin artış hızını kontrol etmelidir. Finans yönetiminin dikkate alması gereken üçüncü faktör ise ürün ve hizmetlerin satış koşullarıdır. Finans yönetimi ürün ve hizmetlerin peşin mi satılacağına, kredili mi arz edileceğine karar vermelidir. Bu sayede nakit girişleri üzerinde daha yüksek kontrol sağlanabilecektir. Son olarak ise finans yönetimi kısa vadeli finansmanı nasıl ve ne koşullarda sağlayacağına karar vermelidir.

Türkiye’de iç kaynaklardan finansman çok tercih edilmemektedir. Dış kaynaklardan finansman

ise banka kredileri çerçevesinde yoğunlaşmaktadır. Öz sermaye finansmanı ise gerek halka açılmanın gerektirdiği şartlar dolayısıyla gerekse de sermaye piyasalarının gelişmişliğinin ve derinliğinin düşüklüğü yüzünden tercih edilen bir yöntem değildir. Öz sermaye finansmanı ancak firma sahiplerinin firmaya ek sermaye koymaları veya sermaye enjeksiyonları sayesinde gerçekleştirilebilmektedir.

Finansal yönetim halka açık olmayan firmalarda kârlılığın maksimize edilmesine odaklanmaktadır. Kârlılığın maksimize edilmesi için satışların artırılması birim ürün başına düşen sabit maliyetleri düşüreceği için en basit yoldur. Kârlılığın artırılması için büyük fon kullanımı gerektiren yatırımlardan çoğu zaman kaçınılmakta; yatırımlar güncel kârlılığı düşürmeyecek şekilde parça parça yapılmaktadır. Yatırımlar küçük çaplı olduğu için halka açık olmayan firmalar uzun vadeli finansman kaynağına daha az ihtiyaç duymaktadır. Buna karşın bu tip firmalar işletme sermayesi için finansmana daha fazla ulaşmak istemektedir.

Halka açık olan firmalarda ise finansal yönetim firma kârlılığının yanında hisse senedi sahiplerinin varlıklarının maksimize edilmesine odaklanılmaktadır. Türkiye’de halka açık firmalar genellikle aile firması yapısından sıyrılarak kurumsallaşma yönünde adım atmışlardır. Halka açık firmalar büyük yatırımları yapmakta çekimser kalmamakta; yatırımlar için yüksek maliyetlere katlanmaktadır. Böylece halka açık firmalar bulundukları sektörlerde büyük adımlar atmaktadır. Çünkü bu tip firmaların yüksek düzeydeki yatırım harcamaları şimdiki kârlılığı düşürüyor gibi gözükse bile bu yatırımların gelecekteki kârları artırma ihtimalleri vardır. Eğer yatırımın gelecekteki kârları artıracığı sermaye piyasaları tarafından pozitif olarak algılanırsa hisse senetlerinin fiyatları bugünden artacak ve gelecekteki kârlılık bugünden hisse fiyatı içinde değerlendirilecektir. Hisse fiyatlarının artması ise hisse senedi sahiplerinin varlığını artıracaktır. Halka açık şirketlerde finansal yönetim kâr payı dağıtımına da karar vermektedir. Kâr payı dağıtımındaki çifte vergilendirme genellikle kârların firma bünyesinde bırakılmasına neden olurken bu durum bir dezavantaj olmamakta aksine firmaların sermaye yapısını güçlendirmektedir.

Dış finansman kaynakları borç finansmanı ve öz sermaye finansmanı olarak ikiye ayrılmaktadır. Ülkemizdeki firmalar daha çok aile şirketi yapısında olduğu ve halka açılmadığı için borç finansmanı sıklıkla kullanılmaktadır. Öz sermaye finansmanı ise sermaye piyasalarının derin olmaması dolayısıyla daha az tercih edilmektedir. Halbuki faiz oranlarının yükseldiği ve borçlanmak için fon bulmanın zorlaştığı ekonomilerde halka açılmak oldukça mantıklı bir seçenektir.

4.2.1. Borç Finansmanı

Borç finansmanı denince akla bankalardan alınan kısa veya uzun vadeli borçlar gelmektedir. Fakat borç finansmanı bunlarla sınırlı değildir. Firmaların; birbirleriyle vadeli çalışması, banka ve sigorta şirketleri gibi finansal kurumlardan teminat mektupları almaları, leasing yapmaları ve kira sertifikası, bono veya tahvil ihraç etmeleri gibi finansal aktiviteler de borç finansmanı örnekleridir. Borç finansmanı bağlamında birçok enstrüman tartışılabilirken bu enstrümanlardan sıklıkla kullanılanlara odaklanmak; kompleks borçlanma araçlarıyla kafa karışıklığı oluşturmamak açısından atılacak doğru bir adım olacaktır.

4.2.1.1. Banka Kredileri

Banka kredileri Türkiye’de oldukça sık kullanılmaktadır. Banka aracılığıyla finansmanın kullanımı büyük yatırımlardan çok işletme finansmanı sağlanmasına odaklıdır. Bu durum Türkiye’de firmaların birçoğunun küçük ve orta ölçekli bir yapı olmalarından kaynaklanmaktadır. Ülkemizde kültürel koşullar kredi kullanımına soğuk bakılmasına sebebiyet verse de geleneksel bankacılık sisteminin yanında katılım bankacılığı da oldukça gelişmiştir. Katılım bankacılığının da sıklıkla kredi amacıyla kullanıldığı görülmektedir. Türkiye’de katılım bankacılığı en az geleneksel bankacılık kadar yaygındır. Katılım bankacılığı geleneksel bankacılık sisteminin sağladığı ürünleri de kolaylıkla sağlayabilmekte ve firmalara fon akışını çeşitli yollarla gerçekleştirmektedir.

Banka kredileri temelde bankalardan belli bir miktar borcun belirlenmiş bir takvim dahilinde önceden kararlaştırılmış bir faiz oranıyla alınmasına dayanmaktadır. Bankalar kullandıkları kredileri faiziyle tahsil ederler. Faiz oranını makro ekonomik şartların şekillendirdiği borç verilebilir fon piyasası ve firmanın durumu belirler. Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını belirleseler de kısa vadeli faiz oranları piyasadaki tüm faiz oranlarının şekillenmesine yol açar. Merkez bankalarının gecelik repo faizi çerçevesinde borç alma ve borç verme olanakları ve bu işlemler için belirledikleri faiz oranları bulunmaktadır. Bankalar bu kısa vadeli likidite penceresiyle kendilerinde bulunan âtil kaynakları merkez bankasına, merkez bankasının borç alma faizi oranından park edebilirler. Böylece piyasadaki kısa vadeli faizlerin alt bandı oluşmaktadır. Ayrıca fon ihtiyacı olan bankalar gecelik borç alma faizi üzerinden kaynak ihtiyaçlarını giderebilmektedirler. Böylece merkez bankaları kısa vadeli piyasa faiz oranlarını şekillendirmektedirler.

Piyasada birden çok faiz oranı bulunmaktadır. Bunlardan en bilineni mevduat faizleridir. Kredi kartı faizleri, tüketici kredisi faizleri, ticari kredi faizleri ve benzeri faizler de piyasadaki diğer faizlere örnek olarak verilebilir. Mevduat faizleri bankacılık sistemi açısından oldukça önemlidir. Çünkü bankacılık sistemi kredi vermek için topladığı fonların büyük kısmını mevduatlardan elde etmektedir. Mevduatların oluşturduğu maliyet bankalar tarafından kredilere de yansıtılır. Yüksek faizle toplanan mevduatlar bankalar tarafından yüksek kredi faizlerinin talep edilmesine neden olacaktır. Aynı şekilde bankalar tarafından düşük faizle toplanan mevduatlar kredi faizlerinin düşmesine sebep olur.

Merkez bankaları hem gecelik repo faizleriyle hem de politika faizi diye adlandırdığımız bir haftalık repo faizleriyle mevduat faizleri başta olmak üzere piyasadaki faizler oranlarına yön verir. Burada yön verilen faizlerin vade yapısının kısa veya uzun vadeli olması merkez bankaları kararlarının etki düzeyini belirler. Merkez bankaları daha çok kısa vadeli faizler üzerinde etkili olsa da uzun vadeli faizleri de etkileme kapasitesine sahiptirler. Bir merkez bankası tüm bir şehre su veren ana vananın başında vanayı kontrol eden bir figür olarak düşünülebilir. Vana kısıldığında nasıl şehre giden su miktarı azalıyorsa; merkez bankası da faiz oranlarını artırarak para arzını azaltır ve mevduat faizleri başta olmak üzere tüm faiz oranlarını yükseltir. Yine aynı şekilde nasıl vana açılıp su akışı çoğaltılıyorsa; merkez bankası da faizleri düşürüp para arzını artırır. Böylece piyasa faizleri merkez bankasının attığı adımlara uyum sağlar.

Merkez bankalarının düşük politika faizleri belirlediği koşullarda bankalar düşük maliyetli likidi-

teye daha kolay ulaşabildikleri için kredi faizleri düşme eğilimi göstermektedir. Bu durumda firmalar daha çok kredi talep edeceklerdir. Kredi kullanma iştahı artan firmalar daha büyük yatırımlara başlayacaktır. Fakat merkez bankaları düşük faiz, bol likidite politikasında değişime de gidebilmektedir. Düşük faiz yüksek yatırım demek olsa bile yüksek tüketimi de tetiklemektedir. Reel faiz çok düşük seviyelere geldiğinde hem tüketicinin arttığı hem de yatırımların kalitesinin bozulduğu görülmektedir. Fırsat maliyetlerinin oldukça düştüğü ekonomik koşullarda yatırımların birçoğu verimli alanlara gitmemektedir. Bazı zamanlarda ise yatırımların sabit sermaye yatırımı şeklinde bile gerçekleştirilmeyip tamamen finansal yatırımlara dönüştüğü görülmektedir. Yüksek yatırım ve yüksek tüketim piyasa fiyatlaması mekanizmasını bozmakta ve çoğu zaman da enflasyonist bir dönemi beraberinde getirmektedir. Merkez bankaları ise enflasyonla mücadele için politika değişimine giderek gecelik ve 1 haftalık repo faizlerini yükseltmektedir. Kısacası faizlerin çok düşük olduğu periyotları faizlerin oldukça yüksek olduğu periyotlar izleyebilmektedir. Merkez bankalarının yüksek politika faizi uygulaması buna hazır olmayan firmaların zorlanmasına ve adeta ekonomik olarak havlu atmasına neden olmaktadır.

Özetle borç finansmanında makro ekonomik koşullar ve merkez bankasının atacağı adımlar önemlidir. Bugün firmaların bulduğu ucuz maliyetli kredilerin yarın da ucuza bulunabileceğinin garantisi bulunmamaktadır. Buna örnek olması açısından rapor kapsamında yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlarda (bakınız Bölüm 6) medikal sektöründen bir iş adamının şu sözleri manidardır:

“Biz faizler bu kadar düşük değilken yatırımımızı hep kendimizden yaptık, kendi yağımızda kavrulduk, çok uzamadık ama çok da kısaltmadık. Fakat faizler düşünce firmamızı genişlettik, kaynak robotları aldık, yeni ve büyük bir tesise kiraya geçtik. Şimdi faizler çok yükseldi, satışlar kötü ve hatta sattığımız malın parasını bile tahsil etmekte zorlanıyoruz. Varlığımız, arazilerimiz ve araçlarımız var ama kredilerimizi çeviremez, ödeyemez duruma geldik. Madem faizler bu kadar yükselecekti niye krediye bulaştık diyorum çoğu zaman, ne güzel kendi düzenimizle kendi yağımızda kavrulup gidiyorduk.”

Genel olarak değerlendirirsek firma sahiplerinin kredi kullanırken makro ekonomik koşulların aynı şekilde devam edeceğini varsaydığı görülmektedir. Halbuki makro ekonomik koşullar oldukça değişkendir. Firmalar düşük faizin hüküm sürdüğü ortamlarda firmalarının büyüklüğü ile orantısız yatırımlara başlamakta ve makro ekonomik koşullar değiştiğinde likidite problemleri başta olmak üzere birçok sorunla karşı karşıya kalmaktadırlar.

Banka kredilerinde ikinci önemli olgu ise kredi talep eden firmanın finansal durumudur. Finansal durumu iyi olan firmalar bankalarca sağlanan kredi imkânlarına kolaylıkla ulaşabilirken, bilançosu, gelir ve nakit akım tablosu bozuk olan firmalar krediye ulaşmakta güçlük çekmektedir.

Banka kredileri teminatsız veya teminatlı şekilde verilebilmektedir. Nakit akımı oluşturmada güçlük çeken; bilançosu ve gelir tablosu bozulmuş firmalardan kredi karşılığı çeşitli teminatlar talep edilir. Bu sayede alınan kredinin sorunsuz bir şekilde ödenmesi garanti altına alınmaya çalışılır. Bankalar genellikle yeni çalışmaya başladıkları müşterileriyle de teminatlı bir şekilde çalışmak isterler.

Banka kredileri için talep edilen teminatlar şahsi veya maddi şekilde olabilir.²⁸ Şahsi teminatın bir diğer adı kefalettir. Şahsi kefalette kredi kullanan firma borcunu ödemediği takdirde şahsi kefalet veren kişi tüm mal varlığıyla bu borçtan sorumludur. Ayrıca diğer banka ve sigorta kuruluşları ve benzeri yerlerden alınan teminat mektupları da bu kapsama girer. Bankalar şahsi kefaleti çok kullanmak istemezler. Bu teminat türü ancak uzun yıllar bankayla iş yapan ve bankayla arasında ticari bir bağ oluşturan müşterilere sağlanır. Banka ve firma arasındaki güven şahsi kefalette en belirleyici unsurdur.

Banka teminatlarının ikinci çeşidi ise maddi teminatlardır. Maddi teminatlar taşınır veya taşınmazlar üzerinden alınır. Bu teminatların içine; ipotek, menkul rehini ve ticari işletme rehini gibi teminatlar girer. Maddi teminatlar verilen kredi miktarını birebir karşılayacak şekilde alınabileceği gibi kredi miktarından daha yüksek bir miktarda da talep edilip alınabilir.

Firmaların mali yapıları bozuldukça firmalardan talep edilen teminat çeşitleri değişir ve teminat miktarları artar. Bunun yanı sıra firmaların mali yapısına göre değişmekle birlikte firmalardan talep edilen kredi faizlerinde de artışlar görülür. Bankalar, firmaların riskini hem aldıkları teminatlara hem de kredi faizlerine yansıtmak durumundadır.

Banka kredisi ülkemizde firmaların öncelikli olarak tercih ettiği bir yöntemdir. Firmalarımız daha çok küçük ve orta ölçekli olduğu için çoğunlukla kapsamlı bir finans departmanına sahip değildirler. Kredi kullanımı diğer borç finansmanı çeşitlerine göre görece basit olsa da daha maliyetlidir fakat çoğu firmada finans departmanlarının yetersiz olması veya bazen de bulunmaması; bu yüzden de finans departmanlarının işlerinin muhasebe departmanları üzerinden yürütülmesi sebebiyle kredi çoğunlukla tercih edilen bir seçenektir.

4.2.1.2. Borçlanma Araçlarıyla Finansman

Banka kredilerine alternatif olarak firmalar kendi bono, tahvil veya kira sertifikalarını da çıkarabilirler. Özel sektörün kullanabileceği fon havuzunun gerek mali baskınlık gerekse de piyasa koşulları dolayısıyla daraldığı zamanlarda firmaların kendi borçlanma araçlarını çıkararak doğrudan kendi firma adı ve unvanıyla borçlanmaları ve fon kaynağına direkt ulaşmaları daha kolaydır. Örneğin, kredi koşullarının sıkılaştığı bir ortamda bankalar daha çok çalıştıkları ve verimli müşteri diye nitelendirdikleri firmalara kredi olanaklarını kullandırırken, çok fazla çalışmadıkları veya daha az verimli olan müşterilerine kredi kullandırmaktan kaçınacaklardır. Bu tip durumlarda bankalar verimsiz müşterilerine daha yüksek faizli krediler teklif ederek onları kredi kullanmaktan caydırarak isterler. Buna rağmen kredi kullanmak durumunda kalan verimsiz müşterilerinden ise yüksek düzeyde kâr etme yolunu seçeceklerdir. Bu sebeple kredi koşullarının sıkı olduğu periyotlarda firmaların kendi borçlanmalarını ad ve unvanlarını kullanarak yapmaları daha doğru olacaktır.

Borçlanma araçları firmaların kontrolsüz bir biçimde kendi başına çıkarabileceği araçlar değildir.

²⁸ İsmail Kaban, "Kullanımı Yaygın Olan Teminat Türleri Çerçevesinde Bankalarda Nakdi Krediler İçin Ayrılacak Özel Karşılıkların Muhasebeleştirilmesi," *Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 39, no 1 (2017): 195-211.

Bono ve tahvil gibi borçlanma araçları Borçlanma Araçları Tebliği'ne²⁹, kira sertifikası gibi araçlar Kira Sertifikaları Tebliği'ne³⁰ göre çıkarılır.

4.2.1.2.1. Bono ve Tahvil İhracı

Borçlanma araçlarından bono ve tahviller faizli borçlanma araçlarıdır. Özel sektör firmalarının bono ve tahvil ihracı yakın zamanda oldukça popüler olmaya başlamıştır. Bu duruma etki eden başlıca sebepler devletin gün geçtikçe borçlanma miktarını azaltması ve borçlanma faizlerinin görece düşmesidir.

Özellikle 1980 ve 1990'larda devletin finansman için yüksek miktarda borçlanmaya gitmesi özel sektördeki firmalara borç vermek için kaynak ayrılmamasına neden olmaktadır. Finansal piyasalar-daki aktörler ödeme riski olmayan devlet kurumlarına ve hazineye borç vermeye daha çok teveccüh etmekteydi. Bu sebeple çoğu özel sektör firması kendi başına borçlanmaya gidememekteydi. Hatta firmalar ve bireyler bankalardan bile borçlanmakta zorlanıyorlardı. Holdingler kendilerine fon sağlamak ve yatırımlarını finanse etmek için kendi bankalarını kurmuşlardı. Zamanla devletin borçlanma gereksinimi azaldı ve kamu şirketleri ve hazine 2000'lerden başlayarak daha az borçlanmaya başladılar. Bu sayede kamunun borçlandığı miktar azalarak, piyasada borç alınabilir fon fazlası oluştu. Bu fon fazlası özel sektörün kullanımına sunuldu ve özel sektördeki firmalar bono ve tahvil çıkarmaya başladılar.

Firmaların bono ve tahvil çıkarmasını kolaylaştıran ikinci bir faktör de mali baskınlığın azalması-nın yanında faiz oranlarının da düşmesidir. Uygulanan sıkı maliye ve para politikaları yanında Avrupa Birliği ve diğer ülkelerle geliştirilen ilişkiler sonucu yurt dışından fon girişlerinin sağlanma-sıyla kontrol altına alınan enflasyon ile faiz oranları 2000'li yılların başından itibaren düşmüş ve bu durum firmalara finans piyasalarından ucuz maliyetli borçlanabilme kolaylığı sağlamıştır.

Bono ve tahviller çeşitli şekillerde çıkarılabilir. Garantili bono ve tahviller, ikramiyeli bono ve tahviller, endeksli bono ve tahviller, sabit faizli bono ve tahviller ve değişken faizli bono ve tahviller en genel bono ve tahvil örnekleridir. Özel sektör borçlanma araçları (bono ve tahvil) yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin veyahut yurt dışında satılmak üzere ihraç edilebilir.³¹ Borçlanma araçları yurt içinde de yurt dışında ihraç edilsede Sermaye Piyasası Kurulu'ndan (SPK) ihraç tavanı almak zorundadır. İhraç tavanı ihraç edilebilecek borçlanma araçlarının toplam mikta-rını sınırlar. İhraç tavanı üzerinde borçlanma yapılamaz. Fakat ihraç tavanı kademeli biçimde kulla-nılabilir. Firma tüm ihraç tavanını borçlanmak için bir anda kullanmak zorunda değildir. İhraç tavanı farklı farklı zamanlarda parça parça kullanılabilir. Bu durum firmalara borçlanmak için

²⁹ Resmi Gazete, *Borçlanma Araçları Tebliği*, (2013),

<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=18452&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5> (Erişim Tarihi: 2024).

³⁰ Resmi Gazete, *Kira Sertifikaları Tebliği*, (2013),

<https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=18451&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5> (Erişim Tarihi: 2024).

³¹ Resmi Gazete (2013), "*Borçlanma Araçları Tebliği*".

yüksek düzeyde esneklik sağlar. Çünkü ihraç limitleri dahilinde faizler yüksek iken firmalar daha az miktarda bono ve tahvil ihraç edebilirken faizler düştüğünde borçlanmanın miktarı artırılabilir. Böylece borçlanmanın ortalama maliyeti düşecektir.

Firmaların ihraç tavanı yurt içindeki ihraçlar için TL cinsinden yapılır. Fakat firmalar yurt dışına da borçlanma araçları ihraç edebilirler. Sermaye Piyasası Kurulu yurt dışında yapılan ihraçlarda ihraç tavanını TL veya döviz cinsinden belirleyebilir.

Borçlanma araçları (bono ve tahvil) ihracı için verilecek ihraç tavanı halka açık olmayan firmalarda bilançoya bakılarak belirlenir. Konsolide bilanço varsa konsolide bilançoya bakılır. Halka açık olmayan firmalarda ihraç limiti özkaynak tutarının 3 katını geçemez.³² Halka açık olmayan firmalar daha çok küçük ve orta ölçekli firmalar olduğundan firma sahipleri ve ortakları firmalarda özkaynağın artışı sağlayacak adımlar atmamaktadır. Bu sebeple küçük ve orta ölçekli firmalar borçlanma aracı ihracı yapamamakta ve zorunlu olarak banka kredisi kullanmak durumunda kalmaktadır. Sıkı para politikasının uygulandığı ve kredi bulmanın zorlaştığı koşullarda firmaların öz sermayelerini attırma yoluna gitmemesinin bir sonucu da borçlanma araçları ihracı konusunda ortaya çıkmaktadır.

Halka açık ortaklıklarda ise ihraç limiti özkaynak tutarının beş katını geçemez.³³ Halka açık olmayan ortaklıktaki gibi halka açık firmalarda da varsa konsolide bilanço dikkate alınır.

SPK bono ve tahvil satışının gerçekleştirilebilmesi için firmalardan izahname düzenlenmesini istemektedir. SPK başvurusu ve ihraç için bir yatırım firmasından danışmanlık ve aracılık hizmeti alınması gereklidir. İzahnameler yatırımcılara aydınlatıcı bilgiler verirler. Bu bilgiler bono ve tahvil ihraç eden şirketin; ad ve unvanını, sermayesini, ihraç eden şirketin bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosunu ve bilanço ile belirlenen mali durumunu, bono ve tahvilin taşıdığı riski, borçlanma araçlarının itfa sürecini, şeklini ve zamanını gösterir. İzahnamelerin hazırlanmasında şirket yönetimi, hukuk birimi, muhasebe birimi ve finans birimi birlikte ve eşgüdümlü olarak çalışmak zorundadır. Bu sebeple izahnamenin oluşturulma süreci küçük ve orta ölçekli işletmelerin altından kalkabilecekleri bir iş olmayabilir. Bu durum küçük ve orta ölçekli firmaların bono ve tahvil piyasasını kullanarak finansmana erişimini kısıtlamaktadır.

Firmaların tahvil ve bono ihraçlarında borçlanmaya gidecek firma için kredi derecelendirme notu istenebilir. Ayrıca borçlanmalarda garantör olarak kurum ve kuruluşlar bulunabilir. Bu durumda garantörlerin bilgileri de izahnamede yer almak zorundadır.

Borçlanma araçları tebliğine göre borçlanma araçları yurtiçinde;³⁴

- Halka arz
- Halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış
- Halka arz edilmeksizin tahsisli satış

³² Resmi Gazete (2013), “Borçlanma Araçları Tebliği”.

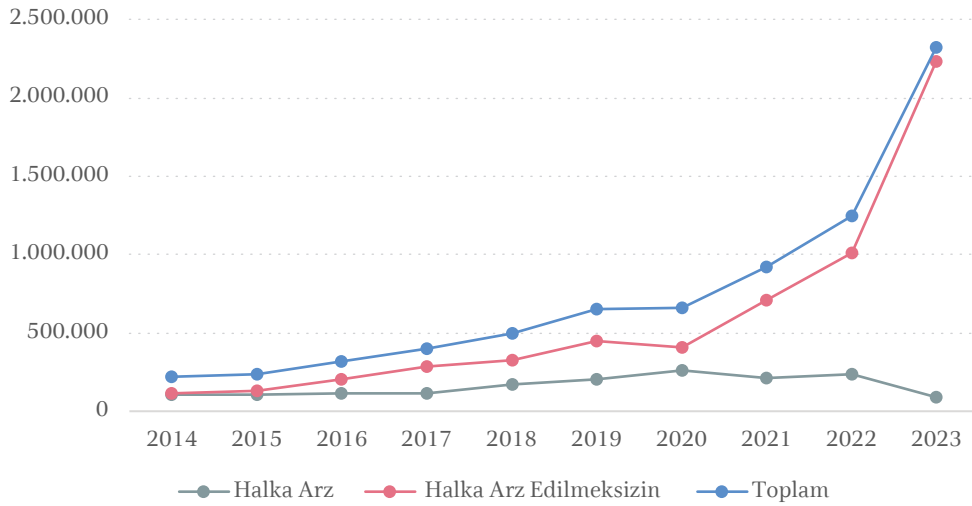
³³ Resmi Gazete (2013), “Borçlanma Araçları Tebliği”.

³⁴ Resmi Gazete (2013), “Borçlanma Araçları Tebliği”.

olarak yapılır. Borçlanma araçlarının yurt dışına satılması da mümkündür. Halka arz yönteminde bireyler ve kurumlar sınırlama olmaksızın bono veya tahvilleri satın alabilir. Halka arzlarda borçlanma araçlarının borsada işlem görmesi zorunludur. Bu yöntem finansal piyasalarımıza yeterli ilgi olmaması ve finansal piyasalarımızın yeterli gelişimi nedeniyle dolayısıyla kullanılmamaktadır.

Bono ve tahvil ihraçlarında daha çok halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış veya tahsisli satış kullanılmaktadır. Şekil 9'da SPK tarafından izahnamesi veya ihraç belgesi onaylanan borçlanma araçlarının miktarları verilmektedir. 2014 yılında 104,2 milyar TL'lik borçlanma aracı halka arz yoluyla satılmak istenmiştir. Halka arz edilmeden ihraç edilmek istenen miktar ise 112,6 milyar TL'dir. Borçlanma araçlarının halka arz edilerek yapılmak istenilen ihracı yıllar içerisinde sınırlı bir şekilde artmış ve 2022 yılında 233 milyar TL'yi bulmuştur. Fakat bu değer 2023 yılında büyük bir düşüş gösterip 90 milyar TL'ye kadar inmiştir. Buna karşın halka arz edilmeksizin yapılmak istenilen borçlanma aracı ihraç miktarları 2022 yılında 1 trilyon TL'yi geçip 2023 yılında 2,2 trilyon TL'ye ulaşmıştır. 2024 yılının ilk dört ayında ise halka arz yoluyla ihraç edilmek istenilen borçlanma araçları miktarı 5 milyar TL iken halka arz edilmeksizin ihraç edilmek istenilen miktar 1,37 trilyon TL'yi bulmuştur.

Şekil 9. SPK Tarafından İzahnamesi/İhraç Belgesi Onaylanan Borçlanma Araçları (Milyon TL)



Kaynak: SPK, 2024³⁵

Şekil 9'da görüldüğü gibi 2014 yılında halka arz ile satılmak istenilen miktar ile halka arz edilmeksizin satılmak istenilen miktar benzer iken halka arz yoluyla ihraç edilmek istenilen miktar da yıllar boyunca yüksek bir artış gözlenmemiştir.

³⁵ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 2024 Yılı İstatistik Bültenleri, (2024), <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2024-yili-istatistik-bultenleri>.

Nitelikli yatırımcıya arzda ve tahsisli satışlarda süreç daha hızlı işlemektedir. Ayrıca bu tip satışlarda düzenlemeler daha esnektir. Borçlanma araçlarının nitelikli yatırımcıya satışlarında ve tahsisli satışlarda sürecin hızlı işlemesinin ve düzenlemelerin esnek olmasının ihraç maliyetlerini oldukça düşürdüğü gözlenmektedir. Bu sebeple halka arz yöntemiyle karşılaştırıldığında halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış ve tahsisli satış daha çok rağbet görmektedir.

Nitelikli yatırımcı tanımı SPK tarafından şöyle yapılmaktadır: “Nitelikli yatırımcı, Kurul’un yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşterilerdir. Yatırım fonları, emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, özel finans kurumları, portföy yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve halka arz tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler nitelikli yatırımcılar arasında yer almaktadır.”³⁶

Nitelikli yatırımcıya bono ve tahvil satışının yapılması bono ve tahvil alan birey veya kurumun riskini azaltmayı hedeflemektedir. Herhangi bir temerrüt durumunda borçlanma aracını elinde tutan taraf profesyonel müşteri varsayıldığı ve belirli bir miktarın üzerinde varlığa sahip olduğu için yüksek düzeyde zarar görmeyecektir. Aksi takdirde temerrüde düşen bir şirketin yüksek miktarda bono ve tahvilini alan bir müşteri de iflasa sürüklenebilir ve temerrüt ve iflaslar domino etkisiyle ekonomi dinamiklerine tesir edebilir.

Tahsisli ihraç yönteminde bono ve tahvil ihraç eden şirketler ihraca aracılık eden kurumlar yardımıyla potansiyel müşterilerle irtibata geçer. Aracılık eden kurum potansiyel alıcıya bir izahname, şirketin mali tablolarını içeren bir sunum dosyası ve planlanan ihracın büyüklüğü, faizi ve vadesini belirten bir özet doküman gönderir. Böylelikle bono ve tahvil ihraç eden şirket de borç veren ile doğrudan ilişki kurma fırsatını yakalar.

Tahsisli ihraçlarda her zaman beklenen talep gelmeyebilir. Bu durum borçlanan firmanın ihraç edilecek bono ve tahvil üzerindeki faizi yükseltmesine yol açabilir. Böyle bir durum borçlanma maliyetlerini artıracaktır. Özellikle parasal sıkılaştırmanın yoğunlaştığı, bono ve tahvile alternatif olarak mevduat faizlerinin yükseldiği ekonomik koşullarda bono ve tahvil ihracına çıkan firmaların ihraçlarına yeterli talep gelmediği gözlenmektedir. Artan konkordato talepleri, gazete, televizyon ve internette yayınlanan iflas haberleri ve ekonominin küçüldüğünün gözlenmesi yatırımcıları tahvil ve bono ihraçlarına katılımdan uzaklaştırmaktadır. Bu koşullarda yatırımcıların daha çok mali yapısı güçlü büyük kurumların (örneğin bankalar ve holdingler) bono ve tahvillerine yöneldiği gözlenmektedir.

³⁶ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi*, (2024),

<https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/girisim-sermayesi-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (Erişim Tarihi: 2024).

Özel sektör bono ve tahvilleri Borsa İstanbul'da (BİST) işleme açılabilir. Bunun için ihraç edilen bono ve tahvillerin kote edilmesi gerekecektir. Firmalar SPK'dan aldıkları ihraç tavanı içerisinde ihraç tavanının tamamı kadar borçlanma aracını kote ettirebilirler. Firmalara SPK'dan alınan ihraç tavanı içerisinde kalmak üzere çıkardıkları borçlanma araçlarını tertipler halinde kote ettirmeleri imkânı da tanınmıştır. Borçlanma araçlarının satışının tamamlanması sonrası Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) yapılacak bildirim sonrası Borsa İstanbul'a kote edilen borçlanma araçları borsada işlem görmeye başlar.³⁷

Borçlanma araçlarının BİST'e kote edilmesi bu araçların ikinci el piyasada işlem görmelerini sağlayacak ve likiditelerini artıracaktır. Likiditesi artan yatırım araçlarına olan talep ise artmaktadır. Örneğin, ABC firmasından 5 sene vadeli bir tahvil satın alan nitelikli yatırımcı elindeki tahvili vade sonuna kadar tutmak zorunda kalmayacak; bu tahvili piyasa şartlarında Borsa İstanbul Borçlanma Araçları Piyasası'nda elden çıkarabilecektir. BIST, firmaların borçlanma araçlarını kote etmek için;³⁸

- Firmanın kuruluşundan itibaren iki takvim yılının geçmiş olmasını,
- SPK düzenlemelerine uygun olarak düzenlenen ve bağımsız denetime tabi tutulmuş son finansal tablolarına göre toplam özsermayesinin sermayesinden büyük olmasını,
- SPK düzenlemelerine uygun olarak düzenlenen ve bağımsız denetime tabi tutulmuş son finansal tablolarına göre son 2 yıllık hesap dönemine ait gelir tablosunda en az bir net dönem kârı elde etmesini,
- Firmanın finansal durumunun faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde yürütebilecek düzeyde olmasını,
- Üretim ve faaliyetini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların bulunmamasını ve bu hususla birlikte ihraççının kuruluş ve faaliyet bakımından hukuki durumu ile borçlanma araçlarının hukuki durumunun tâbi oldukları mevzuata uygun olduğunun ihraççı ile doğrudan ya da dolaylı ilişkisi olmayan bir hukukçu tarafından düzenlenen hukukçu raporu ile belgelenmesini

talep etmektedir.

SPK özel sektör bono ve tahvil ihraçları için kurul ücreti talep etmektedir. Kurul ücretleri Tablo 1'de verilmiştir. Kurul ücretleri çıkarılan borçlanma araçlarının nominal değerinden az olmamak kaydıyla ihraç değeri üzerinden alınır. Sermaye piyasası kurumları dışında kalan kurumlardan Tablo 1'de verilen ücretlerin %75'i alınmaktadır.

³⁷ Borsa İstanbul (BİST), *Kotasyon Yönergesi (Revizyon 29.12.2023)*, (2023), https://borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf (Erişim Tarihi: 2024).

³⁸ Borsa İstanbul (BİST), *Borçlanma Araçlarının Kotasyonu*, (2024), <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/257/borclanma-araclarinin-kotasyonu> (Erişim Tarihi: 2024).

Tablo 1. Borçlanma Araçları İhracında SPK Ücretleri

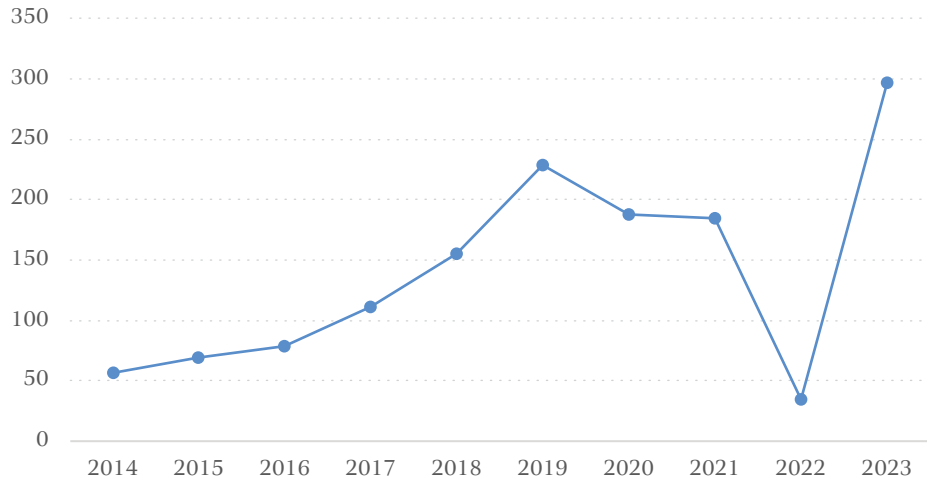
Vade	Kurul Ücreti
Vadesi 179 güne kadar	On binde 5
Vadesi 180 gün ile 364 gün arası	On binde 7
Vadesi 365 gün ile 730 gün arası	Binde 1
Vadesi 730 günden daha uzun	On binde 5

Kaynak: Resmi Gazete, 2013³⁹

Tablo 1’de görüldüğü gibi vadesine göre azalan oranlarda SPK ücreti talep edilmekte olup bono ve tahvil ihracı teşvik edilmektedir. Özellikle 730 günden uzun vadelerde tahviller için talep edilen ücret firmalarımızın daha uzun vadelerde borçlanabilmesinin önünü açmaktadır.

Özel sektör bonoları kısa vadeli (vadesi 1 yıldan az) borçlanma için kullanılmaktadır. 2010’lu yılların başlarından önce özel sektörün finansman için sattığı bono miktarı oldukça düşüktü. Özel sektör bono ihraçlarının nispeten yeni başladığı ve devam ettiği görülmektedir. Özel sektörün ihraç ettiği bono miktarı yıllara yayılmış bir biçimde Şekil 10’da gösterilmektedir.

Şekil 10. Özel Sektör Bono İhracı (Milyar TL)



Kaynak: SPK, 2024⁴⁰

2014 yılında 56,7 milyar TL’lik özel sektör bonosu ihraç edilirken 2019 yılına kadar ihraç edilen miktar gitgide artmıştır. 2019 yılında ihraç edilen miktar yaklaşık olarak 229 milyar TL’dir. 2019 yılından sonra borçlanmanın vade yapısı değişmiş ve borçlanmalar daha çok uzun vadeli olmaya

³⁹ Resmi Gazete, “Borçlanma Araçları Tebliği”.

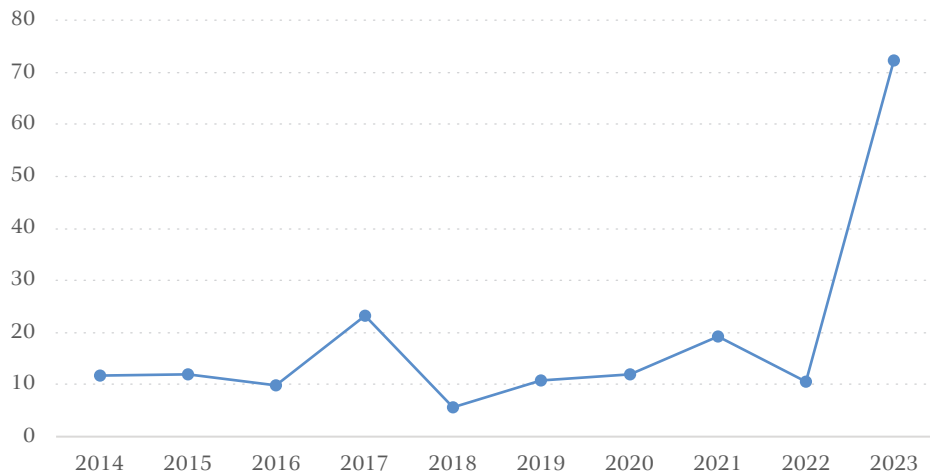
⁴⁰ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “2024 Yılı İstatistik Bültenleri”.

başlamıştır. 2019 yılının ardından 2020 yılında ihraç edilen özel sektör bono miktarı 34,6 milyar TL'ye kadar düşmüştür. Bu düşüşte yükselen döviz kurlarıyla beraber ekonomide artan belirsizliğin payı büyüktür. Özel sektör firmaları 2022 yılında oldukça düşük seyreden faizlerin oluşturduğu ekonomik ortamda borçlanmak avantajlı olsa bile bunu tercih etmemişlerdir. 2023 yılıyla beraber özel sektör tahvilleriyle kısa vadeli borçlanmanın oldukça artıp 296,6 milyar TL'ye ulaştığı görülmektedir. 2024 yılının ilk dört ayında bu değer 110 milyar TL'yi aşmıştır. 2024 yılında özel sektör bono ihraç miktarında bir rekor beklenmektedir. Banka kredilerine ulaşamayan veya yüksek maliyetler yüzünden banka kredilerini tercih etmeyen özel sektör firmaları bonolar aracılığıyla kısa vadeli de olsa borçlanmaya adeta hücum etmişlerdir.

Özel sektör 1 yıldan uzun vadelerde borçlanmaya gittiğinde özel sektör tahvillerini kullanmaktadır. Özel sektör tahvilleri de 2010 öncesinde nadiren kullanılan finansman araçları arasında yer almaktadır. 2010'lu yılların ortalarıyla beraber özel sektör tahvil ihraçları belli bir büyüklüğe ulaşmıştır. Özel sektör tahvillerinin ihraç miktarları, 2014 yılından 2023 yılına kadar olan zaman diliminde yıllık olarak Şekil 11'de verilmektedir.

Özel sektör 2014 yılında 11,7 milyar TL'lik tahvil ihracı yapmıştır. 2017 yılı haricinde 2020 yılına kadar özel sektör tahvil ihraçları 10 milyar TL civarında gerçekleşmiştir. 2021 yılında bu miktar 19,1 milyar TL'ye ulaşmış fakat 2022 yılının getirdiği belirsizlikle 2022 yılında ihraçlar hız kesmiştir. 2022 yılında özel sektörün yaptığı tahvil ihraç miktarı 10,6 milyar TL'dir. 2023 yılında ise özel sektörün tahvil ihracı 72,1 milyar TL ile rekor seviyeye yükselmiştir. 2024 yılının ilk dört ayında bu değer 28,2 milyar TL'dir. 2024 yılında özel sektör bono ihraçlarına benzer bir şekilde özel sektör tahvil ihraçlarının da rekor kırması beklenmektedir.

Şekil 11. Özel Sektör Tahvil İhracı (Milyar TL)



Kaynak: SPK, 2024⁴¹

⁴¹ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), "2024 Yılı İstatistik Bültenleri".

Ülkemizde özel sektör tahvil ihraçları bono ihraçlarının oldukça altında kalmaktadır. İstikrarlı ekonomik koşullara sahip gelişmiş ekonomilerde özel sektör tahvillerinin de borçlanmalarda büyük yer tuttuğu gözlenmektedir. Fakat ülkemizde ekonomik koşullar oldukça değişkendir ve uzun vadeli borçlanmalara yeterli talep gelememektedir. Yatırımcılar daha çok kısa vadeli yatırım araçlarına odaklanmakta ve uzun vadeli yatırım araçlarına teveccüh göstermemektedir. Bu nedenle firmalar tahvil ihraçlarında beklenen hedefe ulaşamamaktadırlar. Bu sorunu aşmak için firmalar daha çok bonoları kullanarak kısa vadeli borçlanmakta ve vadesi gelen borçlarını yeniden borçlanarak uzun vadeye yaymaktadırlar. Bu sayede uzun vadeli finansman ihtiyaçları gidermektedirler.

4.2.1.2.2. Kira Sertifikası (Sukuk) ve Gayrimenkul Senedi İhracı

Özel sektör bono ve tahvilleri faiz içeren araçlardır. Bu araçlar hem ihraç eden firma hem de yatırımcılar tarafından kullanılmak istenmeyebilir. Bono ve tahvil gibi borçlanma araçlarının yerine faiz içermeyen ve kültürel ve dini olarak uygun olan kira sertifikaları tercih edilebilir. Kira Sertifikaları Tebliği'ne⁴² göre kira sertifikaları,

- Sahipliğe,
- Yönetim Sözleşmesine,
- Alım-satıma,
- Ortaklığa,
- Eser Sözleşmesine,

dayalı olarak veya bunların birlikte kullanılması suretiyle çıkarılır. Kira sertifikalarının ihracında varlık kiralama şirketleri bir sermaye piyasası kurumu olarak görev alır.

Sahipliğe dayalı kira sertifikası *icara sukuk*, yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası *wakala sukuk*, alım-satıma dayalı kira sertifikası *murabaha sukuk*, ortaklığa dayalı kira sertifikası *mudaraba/muşaraka sukuk* ve eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası *istisna sukuk* olarak adlandırılır.⁴³

Sahipliğe dayalı kira sertifikaları kaynak kuruluşa veya üçüncü kişilere kiralanmak veya varlık kiralama şirketi adına yönetilmek üzere varlık kiralama şirketi tarafından kaynak kuruluştan devralınacak varlık ve hakların finansmanını sağlamak için ihraç edilen kira sertifikalarıdır.⁴⁴ Sahipliğe dayalı kira sertifikalarında devredilecek varlık veya haklar üzerinde haciz ve tedbir bulunmaması gereklidir. Aynı zamanda üçüncü kişiler lehine herhangi bir ayni veya şahsi hak tesis edilmemiş olmalıdır. Sahipliğe dayalı kira sertifikalarında dayanak varlık veya hakların değerlendirilmesi Sermaye Piyasası Kurulu'nun mevzuatına göre yapılmalıdır. İhraç edilecek sahipliğe dayalı kira sertifikasının miktarı değerlemenin %90'nını geçmemektedir.

⁴² Resmi Gazete, *Kira Sertifikaları Tebliği*, (2013),

<https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=18451&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5> (Erişim Tarihi: 2024).

⁴³ "Sukuk Nedir, Çeşitleri Neler? Sukuk İhracı Nasıl Yapılır?", *Ekonomist*, Erişim Tarihi: 2024,

<https://www.ekonomist.com.tr/sozluk/sukuk-nedir-cesitleri-neler->

⁴⁴ Resmi Gazete, "Kira Sertifikaları Tebliği".

Yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikaları firmalara ait varlıkların veya hakların varlık yönetim şirketi yönetimine bırakılmasını içerir. Varlık yönetim şirketi bu varlık ve hakları kiralayabilir. Varlık kiralama şirketinin yönetimiyle elde edilen gelirler varlık kiralama şirketine aktarılır. Elde edilecek gelir veya bu gelirin hesaplanması varlık kiralama şirketi ile kaynak firma arasında yapılacak sözleşme ile detaylı olarak belirlenir.⁴⁵

Alım-satıma dayalı kira sertifikası bir varlık veya hakkın varlık kiralama şirketi tarafından satın alınarak bankalara, aracı kurumlara, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına, halka açık ortaklıklara, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir seviyesinde derecelendirilen ortaklıklara veya %51 veya fazlası Hazine Müsteşarlığı'na ait ortaklıklara vadeli olarak satılması ile gerçekleşir.⁴⁶ Alım-satıma dayalı kira sertifikalarında ihraca konu varlık ve hakların Borsa İstanbul'da veya diğer likit piyasalarda alınıp satılması zorunludur.

Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık kiralama şirketi, ortak girişime sermaye koymak için kira sertifikası ihraç eder ve sermayenin tamamını koyar.⁴⁷ Ortak girişimin yönetimi ya girişimci ya da girişimcinin atadığı üçüncü bir kişi tarafından yapılır. Bir ortaklık sözleşmesiyle varlık kiralama şirketi ile girişimci arasındaki kâr paylaşımı yapılır ve girişimcinin alacağı sabit ücret belirlenir. Kimi zaman ise girişimci de kişisel emek veya ticari itibar yanında sermaye de koyabilir. Bu durumda da kâr paylaşımı ve girişimciye ödenecek sabit ücret ortaklık sözleşmesiyle belirlenir.

Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında değerlendirme raporu düzenlenmesi gerekmektedir. İhraç edilecek kira sertifikası tutarı değerlemenin %90'nını geçemez. Bu sözleşmelerde girişimci veya girişimcinin atadığı üçüncü kişi girişimin yönetiminde bulunduğu için girişim zarar edebilir. Eğer ortaklık yönetimindeki girişimci veya atadığı girişimcinin kötü niyeti veya hukuka aykırı davranışları yoksa varlık kiralama şirketi oluşacak zararlardan sadece koyduğu sermaye ile sınırlı olarak sorumludur.⁴⁸ Ortaklığa dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık kiralama şirketi lehine girişimcinin ortaklıkla ilgisi olmayan varlıklarına rehin konur ve ortaklık sözleşmesi, şirket sözleşmesi, esas sözleşmede belirtilen teminatlar alınabilir. Ortaklık yönetimindeki girişimci veya atadığı girişimci kötü niyetli bir biçimde ortaklığı zarara uğrattırsa; varlık kiralama şirketi teminatları veya rehin alınan varlıklar likidite edilir ve kira sertifikası sahiplerine ödemeleri yapılır.

Firmalar tarafından eser sözleşmesine dayanarak da kira sertifikası ihracı yapılabilir. Eser sözleşmelerinde varlık kiralama şirketleri iş sahibi olarak taraftır, kaynak firma ise yüklenicidir. Eser sözleşmelerine dayalı kira sertifikalarında bu sözleşmelerin kapsamı genişletilerek hizmet, kat veya arsa karşılığı inşaat veya ortaklığa dayandırılabilir. Varlık kiralama şirketi oluşturulacak eseri kiralar ve satışa konu eder. Varlık kiralama şirketi eseri kiralamadan da satışa konu edebilir. Kira sertifikasının vadesi dolduğunda satış bedeli varlık kiralama şirketi tarafından tahsil edilip kira sertifikası sahiplerine ödemeleri yapılır.⁴⁹

⁴⁵ Resmi Gazete, "Kira Sertifikaları Tebliği".

⁴⁶ Resmi Gazete, "Kira Sertifikaları Tebliği".

⁴⁷ Resmi Gazete, "Kira Sertifikaları Tebliği".

⁴⁸ Resmi Gazete, "Kira Sertifikaları Tebliği".

⁴⁹ Resmi Gazete, "Kira Sertifikaları Tebliği".

Eser sözleşmelerinde de sahipliğe dair ve ortaklığa dair kira sertifikalarındaki gibi değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu değerlendirme SPK mevzuatına uygun olarak yapılır. İhraç edilecek kira sertifikası tutarı değerlendirme sonucu çıkan değer %90'ını geçemez. Varlık kiralama şirketi eser sözleşmesine dair ödemelerini peşin yaparsa, eser sözleşmesinin tam ve zamanında tamamlanması için yüklenici tarafından varlık kiralama şirketine menkul ve gayrimenkul rehini veya teminat verilmesi zorunludur.

Kira sertifikalarının dini kurallara uygun olduğuna dair icazet belgesi verilmektedir. Kira sertifikalarının dayandığı işlemler dini kurallara uygun olmalı ve bu kuralların dışına çıkmamalıdır. Bu sebeple kira sertifikaları bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Ayrıca, katılım esaslı menkul kıymet veya emeklilik fonları bu borçlanma araçlarını satın almaktadır. Genel olarak değerlendirildiğinde kira sertifikası arzının oldukça düşük, talebinin ise oldukça yüksek olduğu söylenebilir. Firmaların finansman amacıyla kira sertifikası ihraç etmesi onların hem borçlanmasını kolaylaştıracak hem de borçlanma maliyetlerini aşağıya çekecek önemli bir adım olacaktır.

Kira sertifikası ihracında SPK'nın belirlediği kurul ücretleri bulunmaktadır. Kurul ücretleri Tablo 2'de verilmiştir. Kurul ücretleri çıkarılan kira sertifikalarının nominal değerinden az olmak kaydıyla, ihraç değeri üzerinden alınır.

Tablo 2. Kira Sertifikaları İhracında SPK Ücretleri

Vade	Kurul Ücreti
Vadesi 180 güne kadar	On binde 2,5
Vadesi 181 gün ile 364 gün arası	On binde 3,5
Vadesi 365 gün ile 730 gün arası	On binde 5
Vadesi 730 günden daha uzun	Binde 1

Kaynak: Resmi Gazete, 2013⁵⁰

Tablo 2'den görüldüğü gibi kira sertifikaları ihracında uzun vade desteklenmektedir. Vade uzadıkça alınan ücret süreye göre azalan bir şekilde artmaktadır. Fakat bono ve tahvil ihraçlarında olduğu gibi 730 günden uzun vadelerde teşvik edici bir avantaj sağlanmamaktadır. Bu sebeple kira sertifikaları daha çok kısa vadede çıkarılmaktadır. Kira sertifikalarının özendirilmesi ve vade yapısının uzatılmaya çalışılması için en azından 730 günden uzun vadede SPK'nın talep ettiği ücretin tıpkı bono tahvil ihraçlarında olduğu gibi azaltılması yerinde olacaktır. Bu sayede bono ve tahvil ihraçlarının kira sertifikaları ihraçları üzerindeki haksız avantajı ortadan kaldırılacak böylece firmaların daha düşük maliyetle ve daha uzun vadede kira sertifikası ihraç etmelerine olanak sağlanacaktır.

Kira sertifikalarının yanında gayrimenkul sertifikaları da ihraç edilmektedir. Gayrimenkul serti-

⁵⁰ Resmi Gazete, "Kira Sertifikaları Tebliği".

fikaları özellikle inşaat sektörünün finansmanı için önem arz eder. Gayrimenkul sertifikaları kira sertifikalarının bir tamamlayıcısı olarak değerlendirilebilir. Gayrimenkul sertifikaları gayrimenkul projesi başlayan veya devam eden şirketlerin bağımsız bölümleri küçük birimlere bölerek sertifikalaştırması ve satmasıyla işlev görür.⁵¹ Çıkarılan sertifikalardan yeterli sayıda alanlar bağımsız bölümün tapu devrine hak kazanırlar. Yeterli sayıya ulaşamayanlar ise sertifikaların değer artışından fayda sağlarlar. Bu sertifikalar BİST’te işlem gören sermaye piyasası araçlarıdır.

Gayrimenkul sertifikalarından her biri ya bir alanı ya da parasal bir birimi temsil eder. Bu sertifikalar ancak yeni başlayan veya süregelen inşaat projelerinin finansmanında kullanılır. Gayrimenkul sertifikalarının amacı dışında kullanılması ve değerlendirilmesi yasaktır. Bu sertifikalar ve sertifikaya konu olan bölümler rehin olarak verilemez, teminat gösterilemez, hacze konu olamaz, iflas masasına dahil olamaz ve bu sertifikalar ve bağımsız alanlar üzerinde ihtiyati tedbir kararı alınamaz.⁵²

Gayrimenkul sertifikaları hem inşaat firmalarına hem de yatırımcılara bazı avantajlar sağlamaktadır. Öncelikle gayrimenkul sertifikalarının getirileri faiz içermemektedir. Yatırımcılar bağımsız bölümler için ayrı ayrı şerefiyelerine göre belirlenen sertifikaları topladıklarında gayrimenkulleri teslim alabilirler. Bu duruma asli edim denmektedir. Eğer yatırımcılar bağımsız bölümlerden herhangi birini teslim almak için başvuramazlarsa tali edim talep edilmiş varsayılır. Tali edimde düzenlenen açık arttırma sonucunda satılan bağımsız bölümlerin gelirleri yatırımcılara dağıtılır.⁵³ Bazı durumlarda açık arttırmayla satışı gerçekleştirilemeyen bağımsız bölümlerin değerleri son üç ayda borsada oluşan fiyat üzerinden veya değerlendirilerek elde edilen değer üzerinden bulunur ve sertifika bedelleri ödenir. Gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesi sertifikaların kolayca nakde çevirebilmesini sağlar ve likit olmayan bir varlığın likit bir varlığa çevirebilmesi olanağını yatırımcılarına sunar.

Ülkemizde gayrimenkul sertifikası ihraçları yapılmış fakat bu ihraçlar başarılı olamamıştır. Gayrimenkul sertifikalarının basit düzeydeki ilk örnekleri konut sertifikalarıdır. Bu sertifikalar hamiline düzenlenmiştir ve borsada işlem görmemiştir. İlk gayrimenkul sertifikası ise 1996 yılında Türkiye Emlak Bankası A.Ş.’nin İstanbul-Ataşehir projesinde yer alan 382 konut için çıkarılmıştır.⁵⁴ İkinci gayrimenkul sertifikası deneyimi ise bundan uzun zaman sonra 2017 yılında TOKİ tarafından Park Maveria III projesinin finansmanı için ihraç edilmiştir.⁵⁵ Bundan sonra başka bir gayrimenkul sertifikası ihracı yapılmamıştır.

Gayrimenkul sertifikaları borsada işlem görürken kira sertifikaları aynı özel sektör bono ve tahvillerinde olduğu gibi;

⁵¹ Borsa İstanbul (BİST), *Gayrimenkul Sertifikaları*, (2024),

<https://www.borsaistanbul.com/files/gayrimenkul-sertifikalari-brosuru.pdf> (Erişim Tarihi: 2024).

⁵² Resmi Gazete, “Kira Sertifikaları Tebliği”.

⁵³ Borsa İstanbul (BİST), “Gayrimenkul Sertifikaları”.

⁵⁴ İbrahim Sırma, “Gayrimenkul Sertifikalarının İhracında Yatırımcıların Korunması,” *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* 10, no 18 (2018): 125-136.

⁵⁵ Toplu Konut İdaresi (TOKİ), *Park Maveria III Gayrimenkul Sertifikası*, (2024),

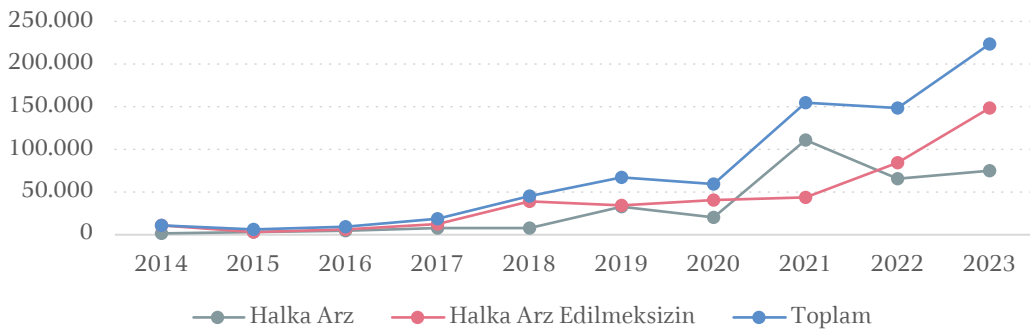
<https://www.toki.gov.tr/park-maveria-iii-gayrimenkul-sertifikasi> (Erişim Tarihi: 2024).

- Halka arz
- Halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış
- Halka arz edilmeksizin tahsisli satış

şekillerinde yapılır. Halka arz edilen kira sertifikalarının borsada işlem görmesi zorunludur. Borsa İstanbul, firmaların kira sertifikalarının kotasyona alınmasında firmanın kuruluşundan itibaren iki takvim yılının geçmiş olması gibi borçlanma araçlarıyla benzer şartları aramaktadır.⁵⁶

Şekil 12’de SPK tarafından izahnamesine veya ihraç belgesine izin verilen kira ve gayrimenkul sertifikalarının yıllar itibariyle değişimleri gösterilmektedir. Grafikten de görüldüğü gibi toplam kira sertifikası ihraç talepleri bir artış eğilimindedir. Bu durum firmaların banka kredisi dışında kendi kültürel değerlerine uygun borçlanma araçlarını tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır.

Şekil 12. SPK Tarafından İzahnamesi/İhraç Belgesi Onaylanan
Kira ve Gayrimenkul Sertifikaları (Milyon TL)



Kaynak: SPK, 2024⁵⁷

Gayrimenkul sertifikası ihracı 2017 yılında tek bir defa ile sınırlıdır. Bu sebeple grafiğin sadece kira sertifikalarını kapsadığı söylenebilir. Genellikle halka arz edilmeksizin yapılmak istenilen ihraçlar halka arz edilerek yapılmak istenilen ihraçlardan çok daha fazladır. Bunun istisnası 2021 yılındadır. 2014 yılında 10,7 milyar TL olan ihraç ve izahname onayları gün geçtikçe artmış ve 2023 yılında 223,6 milyar TL’ye ulaşmıştır. 2024 yılının ilk dört ayında ise halka arz yoluyla ihraç edilmek istenilen kira sertifikası bulunmamakla birlikte halka arz edilmeksizin ihraç edilmek istenilen 56,3 milyar TL’lik kira sertifikası bulunmaktadır.

4.2.1.2.3. Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracı

Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı firmaların likiditeye ulaşamadığı durumlarda kullanılabileceği bir enstrümandır. Bu enstrüman ile finansman temini için varlık finansmanı fonu veya

⁵⁶ Borsa İstanbul (BİST), *Borçlanma Araçlarının Kotasyonu*, (2024),

<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/257/borclanma-araclarinin-kotasyonu> (Erişim Tarihi: 2024).

⁵⁷ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “2024 Yılı İstatistik Bültenleri”.

konut finansmanı fonunun oluşturulması gerekir.

Firmalar ve finansal kuruluşlar varlık finansmanı fonu içerisine;

- Tüketici kredileri ile ticari kredilerden kaynaklanan alacakları,
- Finansal kiralama sözleşmelerinden doğacak alacakları,
- Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nın gayrimenkul satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşme-ye bağlanmış alacakları,
- Finansal kuruluşlar hariç mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim ortaklıkların müşterilerine yaptıkları faturalı satışlardan kaynaklanan senede veya teminata bağlanmış ticari alacakları,
- Fon portföyünde yer alan varlıkların nemalandırılması için yapılan üç aydan kısa vadeli mevduat, katılım hesabı, ters repo işlemleri, para piyasası fonları, kısa vadeli borçlanma araçları fonları ve Takasbank Para Piyasası işlemleri,
- Banka veya ipotek finansman kuruluşlarının yurt içinde veya dışında ihraç ettikleri teminatlı menkul kıymetleri,
- Varlık yönetim şirketlerinin bankalardan devraldığı kredilerden kaynaklanan alacakları

koyabilirler.⁵⁸

Fona konulabilecek varlıklar içerisinde anonim ortaklıkların müşterilerine yaptıkları satışlardan kaynaklanan senede veya teminata bağlanmış ticari alacakların bulunması firmaların nakit akışlarını daha sağlıklı bir şekilde yapmalarına imkan sağlayacaktır. Ekonomik koşulların kötüleştiği zamanlarda firmalar üretimlerini devam ettirmekte ve ürün ve hizmetlerini satmaya çalışmaktadır. Fakat firmalar daralan likidite koşulları dolayısıyla ödemelerini vadeli olarak almaktadır. Firmaların alacaklarının vadeli senetler ile yapılması nakit akışlarını aksatmakta ve nakit dengelerini bozmaktadır. Firmalar bu durumdan varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ile çıkabilirler. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları kullanılarak gelecekteki alacaklar bugünden nakde çevrilerek firmanın işletme sermayesi ihtiyacı başta olmak üzere tüm finansman ihtiyaçları karşılanabilecektir.

Konut finansmanı fonu içerisine;

- Bankaların ve finansman şirketlerinin, ilgili sicilde ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış konut finansmanından kaynaklanan alacakları,
- Konut finansmanından kaynaklanmak kaydıyla yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları,
- Bankaların, finansal kiralama ve finansman şirketlerinin ilgili sicilde ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış ticari kredi ve alacakları,

⁵⁸ Resmi Gazete, *Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği*, (2013),

<https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=19246&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5> (Erişim Tarihi: 2024).

- Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nın gayrimenkul satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşme-ye bağlanmış alacakları,
- Fon portföyünde yer alan varlıkların nemalandırılması için yapılan üç aydan kısa vadeli mevduat, katılım hesabı, ters repo işlemleri, para piyasası fonları, kısa vadeli borçlanma araçları fonları ve Takasbank Para Piyasası işlemleri,
- Varlık yönetim şirketlerinin bankalardan devraldığı kredilerden kaynaklanan alacakları,
- Türev araçlardan kaynaklanan haklar ve yükümlülükler

konabilir.⁵⁹

Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı ipotek finansman kuruluşları tarafından fon kurulmadan yapılabilmektedir. Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetler halka arz edilerek veya halka arz edilmeden yapılır. İpotek finansman kuruluşları tarafından halka arz yöntemiyle yapılan ihraçlarda ihraç tek seferde yapılır ve izahname tek belgeden oluşur. Halka arz yöntemiyle yapılan varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin borsada işlem görmesi zorunludur. Halka arz edilmeksizin veya yurtdışında ihraç edilecek varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetler için SPK ihraç tavanını son bilançoda bulunan firma varlıklarının iki katını geçmeyecek şekilde süresiyle birlikte belirler. İhraç tavanı içerisinde farklı miktarlarda varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet satılabilir. İhraç tavanı içerisinde yapılan satışlarda tüm menkul kıymetler itfa edilmedikçe firmalara yeni bir ihraç tavanı verilmez. Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin borsaya kote edilmesinde borçlanma araçları ve kira sertifikası kotasyonundaki gibi firmanın kuruluşundan itibaren iki takvim yılının geçmiş olması gibi özel şartlar aranmaz.⁶⁰

Bono ve tahvil ve kira sertifikası ihraçlarında olduğu gibi varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracında da SPK'nın belirlediği kurul ücretleri bulunmaktadır. Kurul ücretleri Tablo 3'te verilmiştir. Kurul ücretleri, çıkarılan kira sertifikalarının nominal değerinden az olmamak kaydıyla ihraç değeri üzerinden alınır.

Tablo 3. Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracında SPK Ücretleri

Vade	Kurul Ücreti
Vadesi 179 güne kadar	On binde 5
Vadesi 180 gün ile 364 gün arası	On binde 7
Vadesi 365 gün ile 730 gün arası	Binde 1
Vadesi 730 günden daha uzun	Binde 2

Kaynak: Resmi Gazete, 2013⁶¹

⁵⁹ Resmi Gazete, "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği".

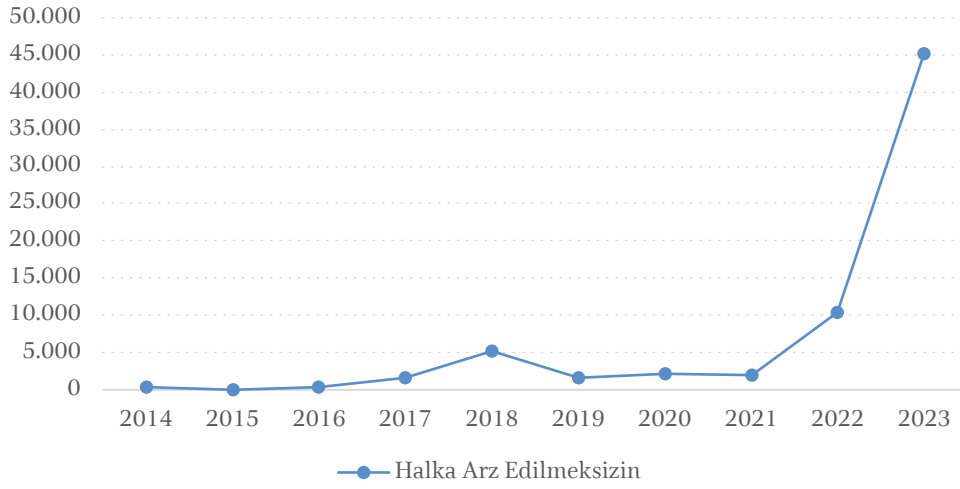
⁶⁰ Borsa İstanbul (BİST), "Borçlanma Araçlarının Kotasyonu".

⁶¹ Resmi Gazete, "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği".

Doğrudan ipotek finansman kuruluşları veya ipotek finansman kuruluşları tarafından yönetilen fonlar tarafından çıkarılan varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde bu oranların %50'si alınmaktadır.

Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı halka arz yöntemiyle veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış ve tahsisli satış şeklinde yapılabilmektedir. Halka arz yöntemiyle yapılan satışın borsada işlem görme zorunluluğu bulunduğu için bu yöntem tercih edilmemektedir. Şekil 13'te SPK tarafından izahnamesi veya ihraç belgesi onaylanan borçlanma araçlarının ihraç miktarları verilmektedir. 2014-2023 yılları arasında halka arz yoluyla ihraç için onay alan izahname veya ihraç belgesi bulunmamaktadır. Bu sebeple sadece halka arz edilmeksizin yapılan ihraçlar verilmiştir.

Şekil 13. SPK Tarafından İzahnamesi/İhraç Belgesi Onaylanan Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Milyon TL)



Kaynak: SPK, 2024⁶²

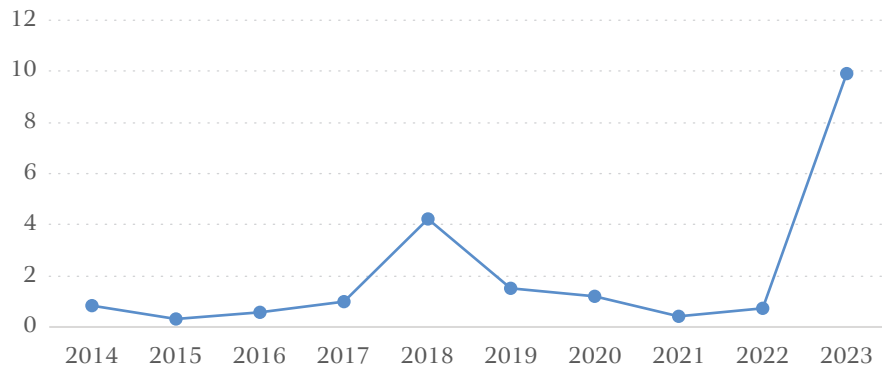
Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı için onaylanan izahname ve ihraç belgesi 2014 yılında bulunmamakta iken 2015 yılından başlayarak 2018 yılına kadar artış göstermiştir. 2018 yılında izahnamesi ve ihraç belgesi onaylanan varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet miktarı 2 milyar TL'yi geçmiştir. 2019-2020 yılları arasında bu değer azalmış fakat 2022 ve 2023 yıllarında artış göstererek 45 milyar TL'yi yakalamıştır. 2024 yılının ilk 4 ayında izahnamesi ve ihraç belgesi onaylanan varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet miktarı 18 milyar TL'dir ve artmaya devam etmektedir.

Şekil 14'te özel sektörün varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç miktarları gösterilmektedir. Özel sektörün varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı 2014 yılında 0,8 milyar TL'yi ancak bula-

⁶² Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), "2024 Yılı İstatistik Bültenleri".

bilmektedir. 2014 yılında yeni ihraçların onaylanmaması nedeniyle bu değer 2015 yılında neredeyse sıfıra kadar düşmüş, 2016 yılında ise 0,5 milyar TL’lik bir satış gerçekleşmiştir. 2017 ve 2018 yıllarında ihraçlar artmış ve 2018 yılında 4,2 milyar TL’lik bir değere ulaşılmıştır. 2018 yılından itibaren 2021 yılına kadar özel sektör varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracına teveccüh etmemiştir. 2022 yılında özel sektörün ihracında ufak bir artış olsa da asıl artış 2023 yılında gerçekleşmiştir. 2023 yılında özel sektörün varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı 10 milyar TL’ye yaklaşmıştır.

Şekil 14. Özel Sektör Varlığa/İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet İhracı (Milyar TL)



Kaynak: SPK, 2024⁶³

2024 yılının ilk dört ayında ise 4,9 milyar TL’lik bir ihraç gerçekleşmiştir. Sıkılaştıran para politikasının banka kredi maliyetlerini artırması ve banka kredilerine erişimde üzerinde baskı yapması özel sektörün finansman sorununu varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç ederek çözmeye çalışmasına neden olmuştur.

4.2.1.3. Firmalar Borç Finansmanında Banka Kredisine Mecbur Mu Yoksa Mecbur Mu Bırakılıyor?

Bankalar elde ettikleri kaynakları plase ederek kâr elde eden kuruluşlardır. Bankaların kaynakları oldukça sınırlıdır. Faizlerin düşük olduğu, kredi talebinin ise had safhaya çıktığı ekonomik koşullarda bankalar müşteri verimliliği esasına göre müşterilerini ayırtmaktadır. Örneğin, ABC bankasıyla çok eskiden beri çalışan bir firmaya finansal durumunun ve teminat yapısının elverdiği ölçüde kredi sağlanırken finansal durumu daha iyi ve teminat yapısı daha sağlam olan başka bir firmaya bankanın verimli bir müşterisi değilse kredi verilmemektedir.

Faizler yükseldiğinde ve ekonomik koşullar kötüleştiğinde talep edilen kredi miktarı azalsa da bankalar topladıkları mevduat miktarını bu durumla paralel bir şekilde azaltarak kredi verilebile-

⁶³ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “2024 Yılı İstatistik Bültenleri”.

cek fon büyüklüğünü sınırlamaktadır. Örneğin, ABC bankası ekonomik koşulların kötüleştiği, faiz oranlarının yükseldiği kötü ekonomik koşullarda mevduat faizlerini piyasadan bir miktar düşük tutarak daha az fon toplamakta ve bu fonu belli sektörlerde güçlü firmalara kullanırmaktadır. Bu durum günümüzde de yaşanmaktadır.

Genellikle inşaat ve otomotiv sektörleri kriz dönemlerinden yüksek seviyede etkilenirler. Kredi faizlerinin yükselişi bu sektörlerdeki ürün ve hizmetlere olan talebi oldukça azaltır ve sektördeki firmalara nakit girişini adeta akan suyun önüne kurulan bir baraj gibi yavaşlatır. Nakit ihtiyacı had safhaya çıkan firmalara ise bankalar özellikle de ekonomik koşullar kötüyse ve gitgide daha kötüye doğru gidiyorsa kredi açmaktan çekinir.

Yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlarda inşaat sektöründen bir firma sahibinin banka kredileri üzerinde sarf ettiği şu sözler bunu destekler niteliktedir:

“Faizler düşükken işlerimiz iyiydi, satış yapmaya yetişemiyorduk. Gerek müşteri gerek firma kısmında kredi sorunumuz olmuyordu. Hani derler ya hava güneşliydi herkesin keyfi yerindeydi, lazım olmasa da şemsiye veren çoktu. Faizlerin artmasıyla, satışlar kesildi, müşteri adeta bizi unuttu. Kredi yükü arttı. Şimdilerde ise yağmur yağıyor bardaktan boşanırcasına ve bankalar verdikleri şemsiyeleri geri istiyor. Ne yapacağımızı şaşırmış durumdayız.”

Tekstil sektöründen bir firma sahibi ise banka kredileri hakkındaki görüşlerini şu şekilde bildirmektedir:

“İyi ki faizler düşükken kredi çekip işlerimizi genişletmedik. Kendi sermayemizle döndük. Şimdi döviz kuru çok düşük. Yurt dışına fiyat veremez olduk. Şu an kapasitemizin %40-50’sini kullanıyoruz. Kredi çekseydik geri ödemekte zorlanacaktık.”

Medikal sektöründeki bir firma sahibi ise banka kredilerine dair şunları belirtmektedir:

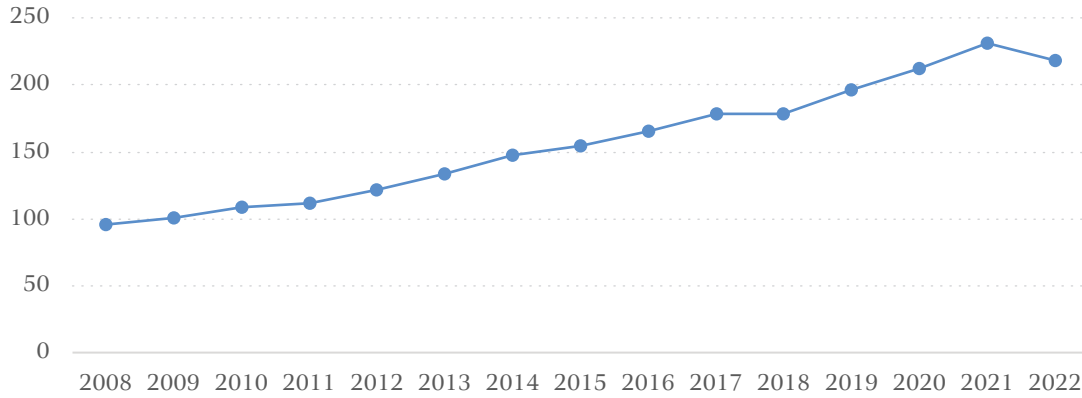
“Epey kredi çektim, rotatif kredi...İşlerim hiç duraksamadı; oldukça iyi zaten sektördeki tek üretici benim. Ürünlerim sektörün en büyüklerinin yanında diğer tüm büyüklükteki firmalar tarafından talep görüyor. Fakat ödemelerimi zamanında alamıyorum; ödemelerim ya yapılmıyor ya da çok geç yapılıyor. TLREF arttığı için kredi faizlerim çok arttı; bankalar yeni kredi de açmıyor. İlk başta yatırım için aldığım otomobilleri sattım. En son Ataşehir’deki dairemi elden çıkardım. Bu durumun uzun sürmemesini umuyorum.”

Üç firma sahibinin söylemlerinden görüldüğü gibi banka kredileri aracılığıyla finansman firmaları kısıtlarken bu tür bir finansman onlara en gereken zamanlarda yeni alanlar açmayarak firmaları likidite krizine sürüklemektedir. Bu sebeple borç finansmanında banka kredilerinin yanı sıra farklı borçlanma araçlarının ön plana çıkarılması mevcut ülke koşullarında elzemdir.

Bankacılık dışı finansman kesimi dünyada yüksek düzeyde yer tutmaktadır. Şekil 15’te bankacılık dışı finansman büyüklüğünün toplamı 29 ülke için verilmiştir. Bu ülkeleri Arjantin, Avustralya, Brezilya, Kanada, Cayman Adaları, Şili, Çin, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Japonya, Kore,

Meksika, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, İsviçre, Türkiye, Birleşik Krallık, ABD ve Avrupa Birliği ülkeleri Belçika, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda ve İspanya oluşturmaktadır.⁶⁴ 2021 ve 2022 yılları içerisindeki verilere Rusya'nın değerleri dahil değildir.

Şekil 15. Dünyada Bankacılık Dışı Finansman Sektör Büyüklüğü (Trilyon Dolar)



Kaynak: Financial Stability Board, 2024⁶⁵

Dünyanın finansal açıdan en büyük ülkelerinin bankacılık dışı finansman sektörü toplam büyüklüğüne bakıldığında, 2008 yılında 100 trilyon dolardan başlayan sektör ivme kaybetmeden büyümektedir. Sektör yıllık ortalama %6'lık bir büyümeye göstermektedir. Sadece 2022 yılında sektörde bir daralma gözlenmektedir. Buna rağmen 2022 yılında sektör 218 trilyon dolar büyüklüğe ulaşmaktadır.

Türkiye bağlamında bankacılık dışı finansman sektörüne hisse senetleri hariç menkul kıymet stokları bağlamında bakıldığında veriler oldukça çarpıcıdır. Şekil 16'da bankacılık dışı finansman sektöründeki hisse senedi hariç menkul kıymet stokları milyar dolar olarak verilmektedir.

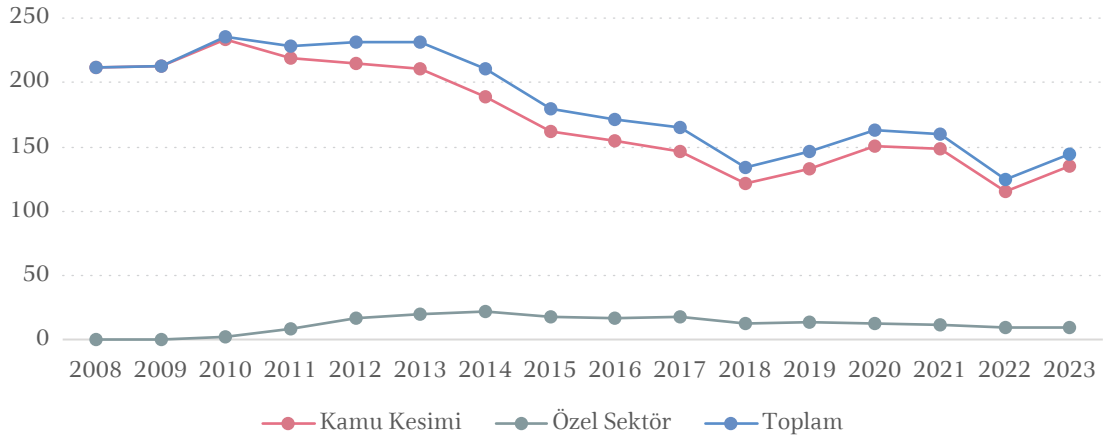
2008-2023 yılları arasında kamu kesiminin bankacılık dışı finansmanda oldukça baskın olduğu görülmektedir. Bu durumun nedeni devletin daha çok devlet tahvil ve bonolarıyla borçlanmaya elverişli fonları kendinde toplaması ve özel sektörün borçlanmasını baskılamasıdır. 2008 yılında 211 milyar dolar olan devletin menkul kıymet stoğu yıllar boyunca dalgalansa da azalan bir trendi ortaya koymuştur. 2018 yılında bu stok 121 milyar dolar seviyesine inmiştir. 2018 ve 2023 yılları arasında kamu kesimi menkul kıymet stoğu dalgalanmakla birlikte 2023 yılında 144,3 milyar dolar seviyesindedir. Özel sektör menkul kıymet stokları ise 2008 ve 2009 yıllarında neredeyse sıfır seviyesinden artış göstermiş ve artış trendini 2014 yılında 21,8 milyar dolar seviyesine kadar sürdürmüştür. Fakat 2014 yılından itibaren bu trend tersine dönmüştür. 2023 yılında özel sektör menkul kıymet stokları 9,4 milyar dolar civarındadır.

⁶⁴ Financial Stability Board, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, (2024), <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P181223.pdf> (Erişim Tarihi: 2024).

⁶⁵ Financial Stability Board, "Non-Bank Financial Intermediation".

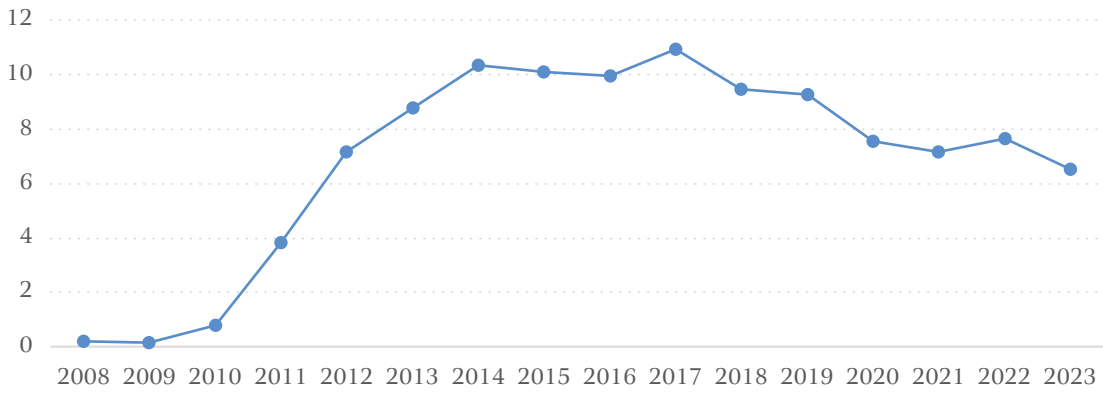
Şekil 16’da hisse senedi hariç toplam menkul kıymet stoklarına bakıldığında dünya genelinde bankacılık sektörü dışı finansman sektör büyüklüğü hızla artarken Türkiye’de bu durumun tam tersi bir şekilde gerçekleştiği görülmektedir. 2008 yılında hisse senedi hariç menkul kıymet stoğu 211,8 milyar dolar iken yıllar boyunca bu değer dalgalanarak düşmüş ve 2023 yılında 144,3 milyar dolara kadar gerilemiştir. 2008-2023 yılları arasında hisse senedi harici menkul kıymet stoğu yıllık ortalama %1,9 gerilemiştir.

Şekil 16. Bankacılık Dışı Finansman Sektöründe Hisse Senedi Hariç Menkul Kıymet Stokları (Milyar Dolar)



Kaynak: SPK, 2024⁶⁶

Şekil 17. Özel Sektör Hisse Senedi Hariç Menkul Kıymet Stoğu Oranı (%)



Kaynak: SPK, 2024⁶⁷

⁶⁶ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “2024 Yılı İstatistik Bültenleri”.

⁶⁷ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “2024 Yılı İstatistik Bültenleri”.

Şekil 17’den görüldüğü üzere özel sektör hisse senedi hariç menkul kıymet stoğu 2008 yılında toplam stoğun binde ikisini teşkil ederken 2017 yılına kadar artış trendi göstermiş ve 2017 yılında da %10,9 değerini almıştır. Ancak daha sonra düşüş trendine girerek 2023 yılında %6,5 oranına gerilemiştir. Bu durum devletin borçlanma piyasasında bir hayli baskın olduğuna işaret etmektedir. Ülkemizde yüksek bütçe açıkları, devletin tahvil, bono ve benzeri finansman araçlarıyla aşırı borçlanmasına neden olmaktadır. Türkiye’de hane halkı tasarruf oranı 2021 yılında %11,5; 2022 yılında ise %10,5 seviyesinde gerçekleşmiştir.⁶⁸ Hane halkı tasarruf oranları kamu ve özel sektör tarafından yapılacak harcama ve yatırımların finansmanı için oldukça yetersizdir. Hane halkının borç verebileceği kaynağı oldukça sınırlıdır. Bu sebeple yurt dışından yabancı sermaye girişi her zaman Türkiye’de beklenen ve istenilen bir durumdur. Devlet ise hane halkı tasarrufunun yetersiz ve yurt dışından yabancı sermaye girişinin az olduğu bir ortamda kendi iç borçlanma dinamiğiyle adeta borçlanılabilecek tüm fonları bir sünger gibi emmekte ve piyasada özel sektöre borçlanabilmek için yeterli fon bırakmamaktadır.

Firmaların borçlanma araçlarıyla finansman sağlamasının önüne geçen diğer önemli bir neden de borçlanma araçları ihracı prosedürünün karışık ve maliyetli olmasıdır. Son yıllarda borçlanma araçları ihracı üzerindeki vergi ve harçların azaltıldığı veya bazılarının tamamen kaldırıldığı gözlenmektedir. Borsa İstanbul kotasyon açısından borçlanma araçlarından alınan ücretleri iyileştirmiş ve kotasyon şartlarını gevşetmiştir. Fakat borçlanma araçları ihraç sürecinde düşürülen ihraç maliyetleri ve sağlanan kolaylıklar firmalar tarafından yeterli bulunmamaktadır. Bazı firmalar için ise ihraç süreci karışık bir süreçtir. Yarı yapılandırılmış mülakatlarda (bakınız Bölüm 6) inşaat sektöründen bir firma sahibi borçlanma araçları ihraç sürecini şu şekilde nitelendirmektedir:

“Kira sertifikası hakkında pek bir bilgimiz yoktu. Daha sonra öğrenip çıkarmak istedik, internetten mevzuatı araştırdık ve bankaya gittik. Bize sertifika vermediler...”

Firma sahibinin beyanından yeni finansman araçları aradığı anlaşılmaktadır. Ayrıca kira sertifikaları ilgili de araştırma yaptığı görülmektedir. Fakat firma sahibi mevzuatın karışıklığından dolayı konu hakkında net bilgi sahibi olmak için son çare olarak bankaya gitmeyi uygun görmüş ve banka da asli görevi kredi vermek olduğundan firma sahibimizi bilgilendirmeyerek geri göndermiştir. Bu sebeple borçlanma araçlarının ihracında ihraç maliyetlerinin düşürülmesi yanında başvuru adımlarının sadeleştirilmesi ve basitleştirilmesi ve süreçlerin aydınlatıcı bir şekilde kamuoyuna duyurulması gereklidir.

Borçlanma araçlarının ihracında vadeye yönelik teşvikler bulunsa da miktara yönelik teşvikler bulunmamaktadır. SPK ücretleri vadeye göre ihraçlarda uzun vadeyi teşvik ederken miktara göre de teşvikler sağlamalıdır. Miktara göre verilecek teşvikler, ihraç sürecinin sadeleştirilmesiyle borçlanma araçları piyasasını canlandıracaktır. Ayrıca kira sertifikası ihracında 730 gün ve üzeri vadede ihraçlar için kurul ücreti benzer vadedeki tahvil ihracından fazladır. Kültürel olarak insanımıza daha uygun olan kira sertifikası ihracında kira sertifikası ihraç maliyetlerinin düşürülmesi sermaye

⁶⁸ Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), *Kurumsal Sektör Hesapları*, (2022), <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Kurumsal-Sektor-Hesaplari-2022-49669>, (Erişim Tarihi: 2024).

piyasaları açısından da yararlı olacaktır. Nitekim kira sertifikaları katılım menkul kıymet fonları bireysel yatırımcılar ve katılım bankaları tarafından oldukça fazla talep görmekte ve ihraçlar talebi karşılayamamaktadır. Kira sertifikalarının getirilerine göre toplumun her kesiminden talep oluşurken bono ve tahvil ihraçlarına kültürel ve dini hassasiyeti olan yatırımcıların teveccüh göstermediği göz ardı edilmemelidir.

Borçlanma araçlarının ihracının gelişmesinin önünde yer alan bir başka unsur ise herhangi bir ihraçta yapılan ihracı toptan satın alıp perakende bir biçimde satan yatırım bankaları gibi kurumların yeterli bir şekilde bulunmamasıdır. Bu durum özel sektör borçlanma araçlarına bireysel yatırımcıların erişimini kısıtlamaktadır. Ayrıca özel sektör borçlanma araçlarının ikinci el pazarı da daralmakta ve likiditesi de oldukça düşmektedir.

4.2.2. Öz Sermaye Finansmanı

Firmalar çeşitli şekillerde sermayelerini artırabilirler. Bunlardan en çok kullanılanları firma birleşmeleri ve satın almaları ve hisse senedi halka arzlarıdır. Firmaların sermayelerini güçlendirebilmeleri için öz sermayesi zayıf firmaların azınlık hissesi veya çoğunluk hissesi veya tamamı daha güçlü bir firma tarafından satın alınabilir. Ayrıca firmaların başka bir firma adı altında birleşmeleri mümkündür. Firma birleşmeleri ve satın almaları büyüklüğüne bakılmaksızın küçük, orta veya büyük ölçekli firmaların sermayelerini güçlendirebilmeleri için kullanılabilir.

Hisse senedi halka arzları belli bir büyüklüğün üzerindeki firmalar için geçerlidir. Hisse senedi halka arzlarında firmalar hisselerini satışa çıkararak borsada işlem görmelerini sağlarlar. Hisselerini borsada işlem görmek üzere satışa çıkan firmalar artık halka açtırlar ve hisseler sermaye artırım şeklinde satılmışsa satış hasılatı direkt olarak firmaya girer. Böylece firmanın sermaye yapısı güçlenir.

4.2.2.1. Firma Birleşmeleri ve Satın Almaları

Firma birleşmeleri iki veya daha fazla şirketin bir araya gelip mevcut bir firmanın veya yeni kurulan bir firmanın çatısı altında güç birliği yapmasıdır. Birleşme ve Bölünme Tebliği⁶⁹ birleşmeyi iki ayrı şekilde tanımlamaktadır:

- i. Devralma şeklinde birleşme
- ii. Yeni kuruluş şeklinde birleşme

Devralma şeklinde birleşme; en az bir şirketin, aktif ve pasif mal varlığı unsurlarını bir bütün olarak başka bir şirkete devrederek tasfiyesiz sona ermesi ve devrolunan şirketin ortaklarına belirli

⁶⁹ Resmi Gazete, *Birleşme ve Bölünme Tebliği*, (2013), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/12/20131228-7.htm> (Erişim Tarihi: 2024).

bir değişim oranına göre hesaplanacak miktarda devralan şirketin paylarının verilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Yeni kuruluş şeklinde birleşme ise; iki veya daha fazla şirketin, aktif ve pasif malvarlığı unsurlarını bir bütün olarak yeni kurulacak olan bir şirkete sermaye olarak koyarak tasfiyesiz sona ermesini ve sona eren şirketlerin ortaklarına sahip oldukları paylara karşılık gelen belirli bir değişim oranına göre hesaplanacak olan miktarda yeni kurulan şirketin paylarının verilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Devralma şeklinde birleşmelerde sadece bir firmanın tüzel kişiliği devam ederken yeni kuruluş şeklinde birleşmelerde ise hiçbir firmanın tüzel kişiliği devam etmez. Birleşmelerde ele geçirme (takeover) söz konusu değildir. Aksine firma birleşmelerinde birleşen firmaların yöneticileri ortak bir anlaşmaya vararak uzlaşırlar.

Firma satın almaları ise bir firmanın diğer bir firmanın varlıklarını veya ortaklık paylarını satın almasını içerir.⁷⁰ Satın alma işlemi ortaklık paylarının bir kısmını veya tamamını kapsayabilir.

Satın almalarda satın alınan firma varlığını sonlandırıp satın alan firmaya devrolunabilir ve böylelikle bir nevi birleşme gerçekleşir. Alternatif olarak satın alınan firma varlığını devam ettirir. Her iki durumda da satın alınan firmanın ürünleri kendi markalarıyla piyasaya arz edilebilir. Örneğin, ilk durumda ABC firması DEF firmasını tamamen satın aldığı anda firmanın unvanı ve tüzel kişiliğini sonlandırıp kendi bünyesine katabilir ve DEF firmasının ürünlerini DEF firması markalarını kullanarak satabilir. İkinci durumda ise ABC firması DEF firmasını tamamen satın alabilir ve DEF firmasının kendi tüzel kişiliği altında kendi markalarıyla çalışmasına izin verebilir.

Satın alma işleminde ortaklık paylarının bir kısmı da satın alınabilir. Ortaklık paylarının çoğunluğu satın alınınca firma yönetimi satın alan firmanın eline geçer. Bu duruma ele geçirme (takeover) denmektedir.

Aynı sektördeki firmalar, birleşme ve satın alma adımını daha çok ölçek ekonomilerinden yararlanmak için atmaktadırlar.⁷¹ Böylelikle firmalar üretim kapasitelerini artırma imkanına kavuşarak ürün başına düşen üretim maliyetlerini azaltmaktadırlar. Kimi zaman da firma birleşme ve satın almaları farklı sektörlerden firmalar arasında olabilmektedir. Bu durumda firmalar örneğin hammadde sağlayıcısı başka bir firmayla birleşmekte veya bu firmayı satın alma yoluna başvurmaktadır.

Firma birleşme ve satın almalarını tetikleyen faktörler çoğaltılabilir. Fakat günümüz koşullarında güçlü ve nakit fazlası olan bir firmanın bu nakdi verimsiz ve zararda olan bir firmayla birleşerek veya onu satın alarak kullanması bu faktörlerden en önemlisi olarak ön plana çıkmaktadır. Böylelikle firma nakdini kâr payı olarak dağıtmak zorunda kalmayacaktır. Aynı zamanda birleşilen veya satın alınan firmanın birikmiş zararları güçlü olan firmaya geçeceği için bu firma bu zararları

⁷⁰ Fred J. Weston ve Samuel C. Weaver, *Mergers & Acquisitions*, (New York, US: McGraw Hill, 2004).

⁷¹ Weston ve Weaver, *Mergers & Acquisitions*.

gelecek yılların kârlarından düşüp vergi avantajı sağlayabilecektir. Böylece bir firma sermaye yapısını güçlendirirken, diğer firma da vergi avantajlarından yararlanarak büyüme fırsatı bulacaktır.

Günümüz ekonomik koşullarında güçlü firmaların sermaye yapısı bozulmuş firmalarla kendi çatıları altında birleşmeleri veya onları satın almaları elzemdir. Öz sermayeleri tükenmiş, banka kredilerinin maliyetleri altında ezilen, finansman kaynaklarına ulaşamayan ve gün geçtikçe daha da kötü bir duruma doğru ilerleyen firmalar için firma birleşme ve satın almaları bir çıkış yolu olacaktır. Ayrıca firma birleşme ve satın almalarının firma performansı üzerinde olumlu etkide bulunduğu görülmektedir.⁷² Firmalar birleşme ve satın almalarla daha optimal kaynak dağılımı yaparak maliyetlerini düşürebilmektedir.⁷³ Özellikle aynı sektör içerisinde yapılan firma birleşme ve satın almaları, firmanın kârlılığını farklı sektörlerde yapılanlarla karşılaştırıldığında daha fazla olumlu etkilemektedir.⁷⁴

4.2.2.2. Hisse Senedi Halka Arzları

Halka arz hisse senedi yanında bono ve tahvil, kira sertifikası ve benzeri sermaye piyasası araçlarını satmak için kullanılan bir yöntemdir. Bir firma ortaklık paylarının tamamının veya bir kısmının satın alınması için halka çağrı yapıyorsa halka arz yapıyor demektir. Halka arz ilk defa yapıyorsa birincil halka arz veya halka açılma olarak adlandırılır. Ortaklık paylarının bir kısmı halka arz edilen bir firma, halka arza konu olmayan payları da halka arz edebilir. Bu durum ise ikincil halka arz olarak adlandırılır.

Türkiye’de firmalar ne kadar büyük olursa olsun halka arz sürecine girip sermaye yapılarını güçlendirmekten imtina edebilmektedirler.⁷⁵ Halbuki halka arzlar firma için yeni bir finansman kaynağıdır. Firmaları halka arzlardan çekinmeye yol açan nedenlerin başında daha çok aile şirketi olmaları gelmektedir. Aile içinde belli bir düzen içinde yönetilen firmalar firmanın yönetimine ve denetimine dışarıdan başka aktörlerin dahil olmasını genellikle istememektedir. Halka arz edilen bir firmada öncelikle yeni ortaklar olacaktır. Bu ortaklar genel kurullara katılıp söz sahibi olacaklardır. İkinci olarak ise SPK firmayı gözetim altında tutacak ve gerektiğinde denetleyecektir. Son olarak ise firma bağımsız denetimden geçen finansal tablolarını ve firma işleyişini etkileyecek önemli olayları kamuya KAP aracılığıyla bildirmek zorundadır. Bu durumda firmalar firma işleyişinin tamamen değişmesi ve firmada profesyonel bir yönetimin bulunması gerektiğini ve aynı nedenlerle maliyetlerinin de artacağını düşünmektedirler.

⁷² Harbir Singh ve Maurizio Zollo (1998), “The Impact of Knowledge Codification, Experience Trajectories and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions,” *Wharton Financial Institutions Working Paper Series*.

⁷³ Laurence Capron, “The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions,” *Strategic Management Journal* 20, no 11 (1999): 987-1018.

⁷⁴ John Hagedoorn ve Geert Duysters, “The Effect of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in a High-Tech Environment,” *Technology Analysis & Strategic Management* 14, no 1 (2002): 67-85.

⁷⁵ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Halka Arz*, (2024),

<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Halka%20Arz.pdf> (Erişim Tarihi: 2024).

Firma sahipleri aynı zamanda firma değerlerinin borsada eksik bir biçimde yansıtılacağını düşünmektedirler. Halka arz edilen payların tam olarak satılamayacağı düşüncesi de firmaların halka arzdan imtina etmesine neden olan bir diğer faktördür.

Oysa ki halka arzlar;⁷⁶

- Firmalara finansman kaynağı sağlar,
- Ortaklık paylarının alınıp satılabilirliğini artırarak likidite oluşturur,
- Firmanın tanıtımının yapılmasını sağlayarak firma değerini artırır,
- Firmanın kurumsallaşmasına katkıda bulunarak firmaların ömrü uzar,
- Firmanın kredibilitelerini artırıp borçlanmasını kolaylaştırır,
- Firmanın ikincil halka arzlar yaparak sermayesini daha da çok kuvvetlendirmesini sağlar,
- Firmanın yurt dışına açılmasını kolaylaştırarak firmaya yurt dışında hisse senedi ihracı, bono ve tahvil ve benzeri ihraçları yapması için olanak tanır.

Halka arzlar iki şekilde yapılır:⁷⁷

i. Ortak Satışı: Ortak satışında daha önceden ihraç edilmiş mevcut paylar halka satılmaktadır. Bu yöntemde firmaya yeni bir kaynak girmez. Sadece firmanın ortak sayısında artış görülür ve firma halka açık hale gelir. Halka arz geliri ortakların şahsi hesaplarına giderken ortakların firmadaki ortaklık oranı azalır.

ii. Sermaye Artırımı: Sermaye artırımı yönteminde yeni pay ihracı yapılır. Yeni pay ihracı yapılmadan önce halihazırda bulunan ortakların tamamının sermaye taahhütlerini gerçekleştirmiş olmaları zorunludur. Ödenmemiş sermaye bulunmamalıdır. Sermaye artırımında mevcut ortakların yeni pay alma hakları tamamen veya kısmen kısıtlanır. Böylece yeni paylar çoğunlukla halka satılarak firmaya hisse senedi satışlarından gelir sağlanır ve firma bu geliri finansman ihtiyaçları için kullanabilir.

Halka arzlarda ortak satışı yöntemi ve sermaye artırımı yöntemi beraber ve eşanlı olarak uygulanabilir.

Halka arz için firmalar (Resmi Gazete, 2013⁷⁸; SPK, 2024⁷⁹):

i. Sermaye piyasası mevzuatına göre esas sözleşmelerini değiştirip genel kurullarında karar alırlar.

⁷⁶ Borsa İstanbul (BİST), *Halka Arzın Faydaları ve Halka Arza Karar Verme*, (2024),

<https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/151/halka-arzin-faydalari-ve-halka-arza-karar-verme> (Erişim Tarihi: 2024).

⁷⁷ Resmi Gazete, *Pay Tebliği*, (2013), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-8.htm> (Erişim Tarihi: 2024).

⁷⁸ Resmi Gazete, “*Pay Tebliği*”.

⁷⁹ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Halka Arz*, (2024),

<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Halka%20Arz.pdf> (Erişim Tarihi: 2024).

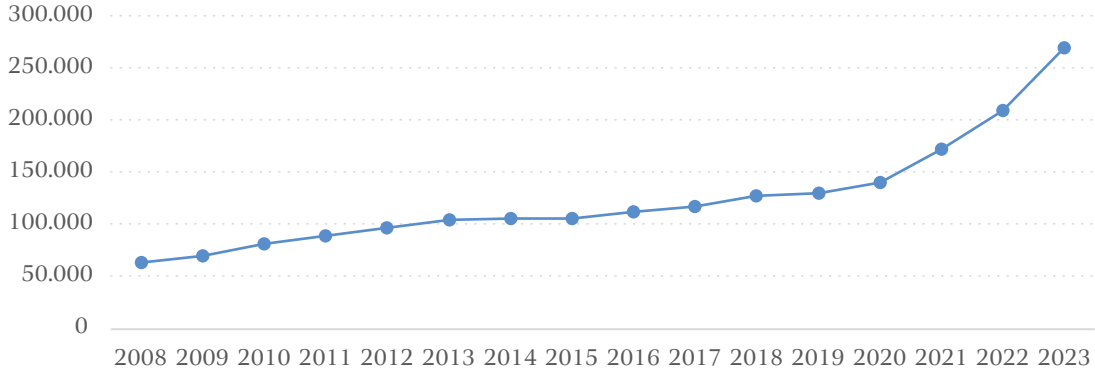
- ii. Finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirirler.
- iii. Halka arza aracılık yapmaya yetkili bir kuruluşla anlaşıp halka arz izahnamesi hazırlar ve SPK'ya sunarlar.
- iv. Firmalar SPK'ya başvururken BİST'e de kotasyon amacıyla başvururlar.
- v. SPK halka arz izahnamesinin yatırımcıyı şeffaf bir şekilde bilgilendirip bilgilendirmediğini, yanıltıcı olup olmadığını ve standartlara uygun olup olmadığını denetler ve halka arza onay verir.
- vi. İzahname KAP'da, ihraççının internet sitesinde ve halka arzda aracılık yapmaya yetkilendirilen kurumun internet sitesinde duyurulur ve satışa başlanır.
- vii. Satış sonuçları SPK'ya ve BİST'e bildirilir.

Halka arzlarda borsada satış yöntemi ve talep toplama yöntemi olarak iki çeşit satış yöntemi bulunur.⁸⁰ Borsada satış ile halka arzda, yatırımcı borsada satışı onaylanan hisse senedi için belirli bir fiyattan emir girer. Borsada satış ile halka arz daha çok küçük hacimli halka arzlarda gerçekleştirilmektedir. Talep toplama yönteminde ise halka arzı gerçekleştirilecek hisse senedi için yatırımcıların talepleri talep formu aracılığıyla toplanır. Talepler değerlendirilir ve satış işlemi halka arz edilen hissenin izahnamesinde belirtilen yöntemle göre paylar yatırımcılar arasında dağıtılarak gerçekleştirilir. Talep toplama yöntemi esnek bir yöntemdir ve bu yöntemde fiyat sabit tutulmayabilir. Aynı zamanda halka arzlarda nitelikleri izahnamede belirlenmiş yatırımcı gruplarına tahsisli satış yapılması da söz konusudur. Halka arzlarda SPK ihraç değerinin binde ikisi kadar ücret alır.

Şekil 18'de nominal değer cinsinden ifade edilen hisse senedi stoğu 2008 ve 2023 yılları arasında verilmektedir. 2008 ve 2013 yılları arasında sınırlı bir artış gösteren nominal hisse senedi stoğu 2013 ile 2015 yılları arasında fazla bir değişim göstermemiştir. 2015 ile 2020 yılları arasında ise nominal hisse senedi stoğu yeni bir artış trendine girmiştir. 2020 yılından sonra ise nominal hisse senedi stoğu oldukça hızlı bir şekilde artmıştır. 2024 yılının ilk dört ayında nominal hisse senedi stoğu 300 milyar TL'yi geçmiştir. Hisse senedi stoğunun 2020 yılından itibaren büyük bir ivmeyle artışının arkasında yatan neden halka arzların oldukça artmış olmasıdır. 2024 yılında da bu artış hız kesmemiştir çünkü halka arz ile finansman kredi koşullarının ağırlaştığı günümüzde oldukça ucuz bir yöntem olarak görülmektedir ve firmaları halka arza yönlendirmektedir. Firmaların halka arz başvurusuna hücum etmeleri halka arz takviminin yoğunlaşmasına ve borsada halihazırda işlem gören hisse senetlerinden para çıkışı olmasına yol açmaktadır. Borsa gerek yatırımcı sayısı gerekse de mevcut likidite açısından yüksek sayıda halka arzı kısa bir zaman dilimi içinde kaldırabilecek yapıda değildir.

⁸⁰ Resmi Gazete, *Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği*, (2013), <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130628-16.htm> (Erişim Tarihi: 2024).

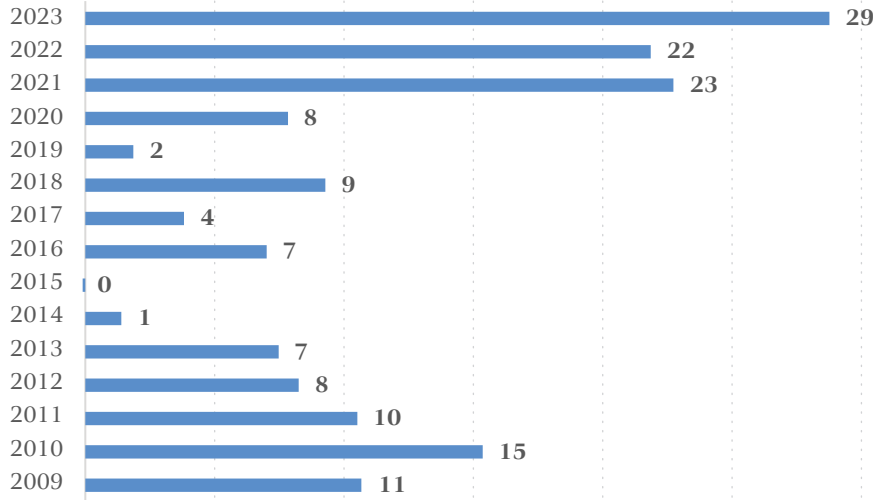
Şekil 18. Nominal Hisse Senedi Stoğu (Milyon TL)



Kaynak: SPK, 2024⁸¹

Hisse senedi stoğu yıllık artış oranları ise Şekil 19’da verilmektedir.

Şekil 19. Hisse Senedi Stok Değişimi (%)



Kaynak: SPK, 2024⁸²

2009-2011 arasında hisse senedi stoğu %10-15 seviyesinde artarken 2012 ile 2020 arasında artış durağanlaşmıştır. 2021’den sonra ise artış hızı güçlenmiş ve %20’lerin üzerine çıkmıştır. Bu artışın önüne geçmek ve belli bir büyüklüğün altındaki firmaların halka arz olmasını kısıtlamak için SPK ve BİST yeni düzenlemeler yapmıştır.

⁸¹ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “2024 Yılı İstatistik Bültenleri”.

⁸² Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “2024 Yılı İstatistik Bültenleri”.

Yeni düzenlemelere göre halka arzlarda bağımsız denetimden geçmiş firma bilançosunda varlıkların en az 1,5 milyar TL ve gelir tablosunda net satış hasılatının en az 750 bin TL olması istenmektedir.⁸³ Böylelikle halka arz için başvuran firmaların belli bir büyüklükte olması şart koşulmuştur. Ayrıca SPK kayıtlı sermaye sistemine geçiş için ise asgari sermayeyi 100 milyon TL olarak belirlemiştir.⁸⁴ Bu sayede halka arz olan firmaların sermaye kalitesi artırılmaya çalışılmış ve firmalara büyüklük açısından ekstra bir sınırlama getirilmiştir. BİST de halka arz edilen firmalarda büyüklüğü ön plana çıkararak kotasyon şartlarını ağırlaştırmış ve halka arz edilen payların asgari piyasa değerini alt pazar için 100 milyon, ana pazar için 250 milyon ve yıldız pazar için 1 milyar TL olarak belirlemiştir.⁸⁵ Tüm bu alınan önlemler SPK'nın ve BİST'in iş yükünü hafifleten ve mevcut piyasaları rahatlatan adımlar olsa da orta ölçekli firmalar halka arz enstrümanını kullanmaktan mahrum bırakılmışlardır.

⁸³ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni* 2023/82, (2023), <https://spk.gov.tr/data/658f25ff8f95db27604610b0/82-2023.pdf> (Erişim Tarihi: 2024).

⁸⁴ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “*Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni*”.

⁸⁵ Borsa İstanbul (BİST), *Halka Arz ve Borsada İşlem Görme*, (2024), <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/202/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme> (Erişim Tarihi: 2024).

5. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE ÖZ SERMAYE KULLANIMI VE ÖNEMİ

Firmalar finansman kararları alırken öz sermaye ile mi borçlanma ile mi finansman yapacaklarına karar verirler. Borçlanma bankalardan alınan kredileri ve borçlanma aracı ihraçlarını kapsamaktadır.

Borçlanma ve öz sermaye ile finansman arasında bazı farklar bulunmaktadır. Borçlanma ile finansmanın özellikleri;

- Finansman kaynağı geri ödenmek zorundadır,
- Finansman kaynağı için önceden belirlenmiş bir faiz/getiri oranı bulunmaktadır,
- Finansman kaynağının bir vadesi vardır,
- İflas durumunda borç ve benzeri şeklinde finansman kaynağı sağlayanlar hisse sahiplerinden önce ödemelerini iflas masasından alır,
- Finansman kaynağı genellikle öz sermaye finansmanından ucuzdur,
- Finansman kaynağı işletmenin riskini artırır,
- Finansman kaynağının kullanımında genellikle vergi avantajı vardır

şeklindedir.⁸⁶

Öz sermaye finansmanının özellikleri ise;

- Finansman kaynağı geri ödenmek zorunda değildir,
- Finansman kaynağı faiz/getiri vaat etmez, fakat ortaklara temettü ödemesi yapılabilir,
- Finansman kaynağının bir vadesi yoktur,
- İflas durumunda finansman kaynağı sağlayanlar (ortaklar) tüm borçlar ödendikten sonra kalan varlığı paylaşır,
- Yabancı kaynaklardan daha maliyetli bir kaynaktır

şeklindedir.⁸⁷

Firmalar borç-öz sermaye oranını ayarlayarak optimal sermaye yapısını bulmaya çalışırlar.⁸⁸ Borç-öz sermaye oranının firmalara etkisi oldukça önemli bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu konuda oldukça fazla bilimsel araştırma olmasına rağmen optimal borç-sermaye oranı (finansal kaldıraç) hakkında kesin bir sonuca varılamamıştır. Örneğin, finansal kaldıraç ile firma kârlılığı arasında negatif bir ilişkinin var olduğu vurgulanırken⁸⁹ finansal kaldıraç ile firma kârlılığı arasın-

⁸⁶ Ross, Westerfield ve Bradford, *Fundamentals of Corporate Finance*, 11.

⁸⁷ Ross, Westerfield ve Bradford, *Fundamentals of Corporate Finance*, 11.

⁸⁸ Clement G. Krouse ve Wayne Y. Lee, “Optimal Equity Financing of the Corporation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, no 4 (1973): 539-563.

⁸⁹ Nikolaos P. Eriotis, Zoe Frangouli ve Zoe Ventoura-Neokosmides, “Profit Margin and Capital Structure: An Empirical Relationship,” *The Journal of Applied Business Research* 18, no 2 (2002): 85-88.

da pozitif bir ilişkinin varlığından da söz edilmektedir.⁹⁰ Son yıllarda ise finansal kaldıraç firmalarda belli bir noktaya kadar firma değerini artırıcı etki gösterdiği fakat bu nokta aşıldığında finansal kaldıraç firma üzerinde firma değerini azaltıcı yönde etki ettiği vurgulanmaktadır.⁹¹

Firmanın sermaye yapısının (finansal kaldıraç oranının) firmanın mevcut finansal durumu etkilediği gibi makro ekonomik koşullar, fon sağlayan birey ve kurumların davranışları, sektörel gelişmeler, para ve maliye politikaları da etkiler. Sermaye yapısı ülke ekonomik şartlarına bağlı olduğu için ülkeden ülkeye; sektör şartlarına bağlı olduğu için sektörden sektöre; firmanın mevcut durumuna bağlı olduğu için de firmadan firmaya değişir.

Öz sermaye genellikle maliyetli bir kaynak olarak değerlendirilmektedir.⁹² Bir firma sahibi için öz sermayenin fırsat maliyeti yüksektir. Eğer firma sahibi firmasına sermaye enjeksiyonu yaparsa önüne çıkabilecek çok daha kârlı yatırımları kaybedebilecektir. Örneğin kendi firmasına ek sermaye koyan firma sahibi önüne yeni bir iş fırsatı çıktığında o işe yönelik yeni bir firma kuramayacak ve fırsatı kaçıracaktır. Bu sebeple öz sermaye pahalı bir finansman çeşididir. Aynı zamanda firma iflas ettiğinde ortaklar işletmenin nakde çevrilen varlığından tüm borç ve yükümlülükler ödendikten sonra kalan bir varlık olursa pay alabilmektedir. Bu durum da öz sermayeyi maliyetli bir kaynak yapmaktadır.

Borç finansmanının kullanımı öz sermaye ile karşılaştırıldığında genellikle ucuz bir finansman çeşidi olduğu görülür. Borçlanma ile finansman işletme riskini artırmaktadır. Örneğin, yüzde yüzü borç ile finanse edilen projede başarısızlıkla karşılaşılırsa öz sermaye geri ödenmek zorunda olmasına rağmen borç faizi ile birlikte geri ödenmek zorundadır. Borçlanma arttıkça finansal kaldıraç derecesi artar. Finansal kaldıraç seviyesi artan firmalar ekonomi iyi durumdayken yüksek düzeyde kâr elde ederken ekonomi kötüleştiğinde kâr oranları düşmeye başlar ve yüksek düzeyde zarar ederler. Bu sebeple borçlanma ile finansmanın artması firma riskini de artırır.⁹³

Borç finansmanı risklidir fakat borçlanma ile finansmanın bazı avantajları da bulunmaktadır. Bunlardan ilki finansman maliyetlerinin vergiden düşülebilmesidir. Bunun yanında borç finansmanı öz kaynaklar ile yapılamayacak yatırımlara kapı aralar. Örneğin, bir firma öz sermayesi yeterli olmasa da bir petrol rafinerisini kredi kullanımıyla veya borçlanma araçları ihracıyla rahatlıkla alıp borç finansmanından doğan yükümlülüklerini zaman içerisinde petrol rafinerisini işleterek ödeyebilecektir.

⁹⁰ Han-Suck Song, "Capital Structure Determinants an Empirical Study of Swedish Companies," *CESIS Electronic Working Paper Series*, 25(2005): 1-26.

⁹¹ Yu-Shu Cheng, Yi-Pei Liu ve Chu-Yang Chien, "Capital Structure and Firm Value in China: A Panel Threshold Regression Analysis," *African Journal of Business Management* 4, no 12 (2010): 2500-2507.

⁹² Dan Dhaliwal, Shane Heitzman ve Oliver Z. Li, "Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research* 44, no 4 (2006): 691-723.

⁹³ Alan Kraus ve Robert H. Litzenger, "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage," *The Journal of Finance* 28, no 4 (1973): 911-922.

Finansal açıdan bakıldığında firmaların borçlanarak da öz sermaye ile de finansman yapması elzemdir. Her ne kadar borç finansmanı genellikle ucuz, vergi avantajı sağlayan bir yöntem olsa da öz sermaye finansmanı; riski, faiz maliyeti ve geri ödeme vadesi olmamasından dolayı tercih edilebilir.⁹⁴

Dünya genelinde ve Türkiye özelinde firma seviyesinde açık kaynaklı mikro veri tabanları bulunmamaktadır. Bu tip veriler ancak anketler vasıtasıyla spesifik çalışmalar için toplanmakta ve anket soruları standardize olmadığı için çalışmadan çalışmaya değişmektedir. Bu raporda açık kaynaklı veri tabanı olarak Dünya Bankası'nın İşletme Anketleri'nin 2021 yılında çıkan en son versiyonu kullanılmaktadır.⁹⁵ Dünya Bankası İşletme Anketleri 146 ülkede 125 bin firmaya uygulanmaktadır. İşletme Anketleri her ülke için her yıl yapılmadığı ve aralıklı olarak uygulandığı için bu anketlerde yer alan ülkelerin son açıklanan verisi dikkate alınmıştır.

Tablo 4'te Dünya Bankası'nın İşletme Anketleri'nde yer alan seçilmiş ülke verileri ve tüm 146 ülkenin ortalama verisi sunulmaktadır. Ülkelerden Belçika, İsrail, İsveç, İtalya ve Portekiz gelişmiş ülkeler iken Brezilya, Çin, Güney Afrika, Hindistan, Rusya ve Türkiye gelişmekte olan ülkelerdir.

Tablo 4. Banka Kredileri ile Finanse Edilen Yatırım Oranı (%)

Ülke	Oran	Ülke	Oran
Belçika	34,6	İsveç	12,0
Brezilya	32,3	İtalya	19,0
Çin	4,5	Portekiz	9,0
Güney Afrika	25,8	Rusya	8,3
Hindistan	18,1	Türkiye	16,1
İsrail	31,6	Anket Ortalaması (146 Ülke)	15,0

Kaynak: The World Bank, 2021⁹⁶

Tablo 4'te görüldüğü gibi 146 ülke için yatırımların ortalama %15'i banka kredileri ile yapılmaktadır. Türkiye'deki firma yatırımlarının ise %16,1'i banka kredisiyle yapılmakta olup ankette yer alan tüm ülkelerin ortalamasının bir miktar üstündedir. Gelişmekte olan ülkelere Rusya ve Çin hariç tüm ülkelerdeki firmalar Türkiye'deki firmalardan ortalama daha fazla banka kredisi kullanmaktadır. Gelişmiş ülke grubunda ise İsveç ve Portekiz dışındaki ülkelere banka kredileri yatırım amacıyla Türkiye'den daha fazla oranda kullanılmaktadır. Bu durum gelişmiş ülkelere ekonomik stabilitenin sağlanmış olmasından kaynaklanmaktadır.

⁹⁴ Charles Goodhart ve Manoj Pradhan, *A Switch from Debt to Equity Finance? In: The Great Demographic Reversal*, (London, UK: Palgrave Macmillan, 2020).

⁹⁵ The World Bank, *Enterprise Surveys*, (2021),

<https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037947/Enterprise-Surveys> (Erişim Tarihi: 2024).

⁹⁶ The World Bank (2021), "*Enterprise Surveys*".

Tablo 5'te banka kredileri ile finanse edilen işletme sermayesi oranı verilmektedir. Tablo 5'te de Tablo 4'teki ülke seti kullanılmaktadır. Dünya Bankası'nın İşletme Anketleri'nde bulunan 146 ülkenin ortalaması %11,6'dır. Türkiye'nin oranı anket ortalamasının altında kalmaktadır. İsveç ve İtalya hariç gelişmiş ülkelerde işletme sermayesi için banka kredisi Türkiye'den fazla kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerden Brezilya ve Hindistan'da yoğun olarak işletme sermayesinin banka kredileriyle finanse edildiği görülmektedir. Türkiye'de işletme sermayesinin %10 gibi ufak bir kısmının banka kredileriyle finans ediliyor olması sevindirici bir durumdur. Fakat ülkemizde işletme sermayesinin ağırlıklı bir kısmının tedarikçilerden vadeli mal alımıyla finanse edildiği de unutulmamalıdır.

Tablo 5. **Banka Kredisi ile Finanse Edilen İşletme Sermayesi (%)**

Ülke	Oran	Ülke	Oran
Belçika	22,9	İsveç	8,7
Brezilya	21,5	İtalya	6,3
Çin	6,4	Portekiz	11,2
Güney Afrika	7,1	Rusya	7,6
Hindistan	17,8	Türkiye	10,0
İsrail	16,6	Anket Ortalaması (146 Ülke)	11,6

Kaynak: The World Bank, 2021⁹⁷

Öz sermaye ile finanse edilen yatırımlara dair veriler Tablo 6'da sunulmaktadır. Anket ortalaması %71,8'dir. Dünya genelinde yatırımların daha çok öz sermaye ile finanse edildiği görülmektedir. Türkiye'de yapılan yatırımların öz sermaye ile finansman oranı anket ortalamasının üzerindedir ve %76,6 olarak gerçekleşmektedir.

Tablo 6. **Öz Sermaye ile Finanse Edilen Yatırım Oranı (%)**

Ülke	Oran	Ülke	Oran
Belçika	59,4	İsveç	75,9
Brezilya	55,3	İtalya	57,9
Çin	89,6	Portekiz	78,6
Güney Afrika	68,5	Rusya	81,0
Hindistan	71,8	Türkiye	76,6
İsrail	63,8	Anket Ortalaması (146 Ülke)	71,8

Kaynak: The World Bank, 2021⁹⁸

⁹⁷ The World Bank (2021), "Enterprise Surveys".

⁹⁸ The World Bank (2021), "Enterprise Surveys".

Tablo 6'ya bakıldığında gelişmekte olan ülkelerden Brezilya, Güney Afrika ve Hindistan'ın Türkiye ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelere ise sadece Portekiz Türkiye ortalamasının üzerinde bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde yatırımların öz sermaye ile finansmanı anket genel ortalamasıyla karşılaştırıldığında öz sermaye finansmanı ile yatırımın daha az yapıldığı görülmektedir. Bu durum gelişmiş ülkelerde kredi sisteminin daha çok gelişmesinden, makro ekonomik koşulların daha stabil olmasından ve faiz oranlarının çok düşük seyretmesinden kaynaklanmaktadır.

Özetle, Türkiye banka kredisiyle finanse edilen yatırımların oranında dünya seviyesinin üzerine çıkarken banka kredisiyle finanse edilen işletme sermayesinde dünya ortalamasının altında kalmaktadır. Bu durumun ana nedeni Türkiye'de firmaların işletme sermayesinin büyük bölümünü tedarikçilerden vadeli hammadde satın alımlarıyla finanse etmesinden kaynaklanmaktadır. Öz sermaye ile yatırımların finansmanında ise gelişmiş ülkelerde öz sermaye kullanımının düşük olduğu görülmektedir. Bu durum gelişmiş ülkelerde finans sisteminin gelişmiş olmasından, düşük faiz ortamının sağlanmasından ve ekonominin istikralı olmasından kaynaklanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde öz sermaye ve banka kredileri dışında özel sektör borçlanma araçlarının kullanımı da oldukça yüksektir.

6. TÜRKİYE’DE FİRMALARIN ÖZ SERMAYE KULLANIMININ ÖNÜNDEKİ ENGELLER

Ülkemizde öz sermaye kullanımı veya başka bir deyişle öz sermaye finansmanı ile ilgili geniş mikro veri setleri bulunmamaktadır. Raporun bu kısmında ikincil verilerden yararlanma imkanı olmadığı için seçilmiş sektörlerden orta ve büyük ölçekli firma sahipleri/üst düzey yöneticileri ile yarı yapılandırılmış mülakatlar yapılmıştır. Yarı yapılandırılmış mülakatlar iş sahasına hâkim olan firma sahiplerinin/üst düzey yöneticilerinin hem standart hem de açık uçlu sorulara cevap vermelerini sağlayarak iş sahasında ve sektörde yaşanan sorunları ve varsa çözüm önerilerini kolaylıkla elde etmemize yardımcı olmaktadır. Standart sorular ise mülakatlarda konuların dağılmamasını ve mülakat süresinin verimli bir şekilde kullanılmasını sağlamaktadır.

6.1. TÜRKİYE’DE ÖZ SERMAYE KULLANIMINA DAİR YAPILAN YARIYAPILANDIRILMIŞ MÜLAKAT KAPSAMI VE İÇERİĞİ

Türkiye’de öz sermaye kullanımının önündeki engellerin tespit edilmesi için 32 firma sahibi/üst düzey yöneticisiyle yarı yapılandırılmış mülakatlar yapılmıştır. Mülakatlara dahil edilen firmalardan 7’si büyük ölçekli firma olup kalan 25 firma orta ölçeklidir. Firma sahibi/üst düzey yöneticilerine 45-60 dakikalık bir zaman diliminde sorular yöneltilmiş ve soruların cevapları firma sahiplerinin, yöneticilerinin ve firma adlarının spesifik olarak raporda ifade edilmeyeceği belirtilerek sektör bazında yazılı olarak kayda alınmıştır. Böylelikle firma sahipleri ve üst düzey yöneticilerinin çekimser kalıp, üstü kapalı ve detaylara girmeyen cevaplar vermelerinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Firmalar sektörel olarak;

- 4 adet firma inşaat sektöründen,
- 4 adet firma tekstil sektöründen,
- 2 adet firma ayakkabı sektöründen,
- 2 adet firma lojistik sektöründen,
- 2 adet firma elektrik ekipmanları sektöründen,
- 2 adet firma enerji sektöründen,
- 2 adet firma plastik sektöründen,
- 2 adet firma maden sektöründen,
- 2 adet firma tekstil yan sanayinden,
- 2 adet firma makina sektöründen,
- 2 adet firma sağlık ve sağlık ekipmanları sektöründen,
- 1 adet firma peyzaj ve çiçekçilik sektöründen,
- 1 adet firma otomotiv sektöründen,
- 1 adet firma mobilya sektöründen,
- 1 adet firma turizm ve otelcilik sektöründen,
- 1 adet firma perakende ticaret sektöründen

olmak üzere 17 sektöre dağılım göstermektedir. Mülakatlarda soru seti olarak aşağıda belirtilen sorular kullanılmıştır:

1. COVID-19 süreci sonrası para ve maliye politikaları gevşek tutulmuş ve firmaların ucuz finansmana ulaşması kolaylaştırılmıştır. COVID-19 öncesi finansman ihtiyacınız var mıydı? COVID-19 döneminde ve sonrasında finansman ihtiyacınız hangi alanlarda (proje finansmanı, sabit sermaye yatırımı, varlık alımı, işletme sermayesi ve benzeri) nasıl gelişti?

2. Bildiğiniz gibi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından sıkı para politikası çerçevesinde kredi büyümesine sınırlamalar getirildi. COVID-19 öncesi dönem ile bugünü karşılaştırdığınızda banka kredilerine ulaşma konusunda karşılaştığınız zorluklar bulunmakta mıdır?

i) Bulunmakta ise bu zorluklar nelerdir?

ii) Bankalar kredi sürecinde teminatlar ve diğer şartlar bağlamında nasıl bir politika izlemektedir?

iii) Kredi maliyetleri firmanızı zorlamakta mıdır?

3. Dış finansman kaynakları açısından sadece banka kredilerine mi bağlısınız? Bağlı değilseniz dış finansmanınızı sayacaklarımin hangisini/hangilerini kullanarak yapmaktasınız;

a) Aile, akraba, arkadaş çevresinden borçlanarak,

b) Tedarikçilere borçlanarak,

c) Bono veya tahvil ihraç ederek,

d) Kira sertifikası (sukuk) ihraç ederek,

e) Gayrimenkul sertifikası ihraç ederek,

f) Varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç ederek.

4. Banka kredileri dışında borçlanma araçlarını (bono ve tahvil, kira sertifikası, gayrimenkul sertifikası ve varlığa dayalı menkul kıymetler ve benzeri gibi) finansman için yoğun olarak kullanmakta mısınız?

i) Borçlanma araçlarını finansman için kullanmıyorsanız nedenleri nelerdir?

ii) Kullanıyorsanız karşılaştığınız zorluklar nelerdir?

5. Firmanızın finansman sorunlarını çözmek için sayacaklarımin hangisini/hangilerini kullanmayı düşünürsünüz;

a) Başka bir firma ile ortak proje yapmayı,

b) Başka bir firma ile ortaklık yapmayı,

c) Başka bir firma ile yeni bir firma altında birleşmeyi,

d) Firmanızı halka arz etmeyi.

i) Kullanmayı düşünmediğiniz seçenekleri kullanmak istememe nedenleriniz nelerdir?

6. Öz sermaye basitçe firmaların varlıkları ve borçları arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Firmanızda yeterli öz sermaye bulunuyor mu?

i) Firmanızda yeterli öz sermaye bulunmuyorsa nedenleri nelerdir?

7. Öz sermaye ile finansman yapıyor musunuz, diğer bir deyişle firmanın finansman koşullarını iyileştirmek ve finansman ihtiyaçlarını karşılamak için firmaya firma sahibi ve/veya ortakları ekstra sermaye koyuyor mu?

i) Koymuyorsa nedenleri nelerdir?

ii) Koyuyorsa karşılaşılan güçlükler nelerdir?

6.2. TÜRKİYE'DE ÖZ SERMAYE KULLANIMINA DAİR YAPILAN YARI YAPILANDIRILMIŞ MÜLAKAT ÇIKTILARI

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda her soru farklı konularda bilgi edinilmek üzere yöneltmiştir. Örneğin, birinci yarı yapılandırılmış mülakat sorusu ele alınan şirketin zombi firma olup olmadığını ortaya çıkarmak için yöneltilmektedir. Birinci soruya verilen cevaplara bakılarak firmanın kredi bağımlılığı ölçülmeye çalışılarak, nitel olarak firmanın sağlığı hakkında bilgi edinilmiştir. Yine örnek olarak ikinci yarı yapılandırılmış mülakat sorusu ile sıkı para politikası sonucunda oluşan bankacılık ekosistemi hakkında bilgi edinilmek istenmiş ve bankaların firmalara sektörel bazda yaklaşımları bağlamında nitel bilgi edinilmeye çalışılmıştır. Bu sebeple her soru için alınan cevapların bir özeti ayrı ayrı verilmekte ve firma sahiplerinin/üst düzey yöneticilerinin önemli görüşleri alıntılar yapılarak sunulmaktadır.

6.2.1. Birinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi

Uygulanan yarı yapılandırılmış mülakatların ilk sorusu olarak firma sahiplerine/üst düzey yöneticilerine:

“COVID-19 süreci sonrası para ve maliye politikaları gevşek tutulmuş ve firmaların ucuz finansmana ulaşması kolaylaştırılmıştır. COVID-19 öncesi finansman ihtiyacınız var mıydı? COVID-19 döneminde ve sonrasında finansman ihtiyacınız hangi alanlarda (proje finansmanı, sabit sermaye yatırımı, varlık alımı, işletme sermayesi ve benzeri) ve nasıl gelişti?” sorusu yöneltmiştir.

Genel olarak bu soruya verilen cevaplar finansman ihtiyacının her dönemde var olduğunu, fakat 2023 yılının ikinci yarısından başlayarak günden güne arttığını ve 2024 yılının ikinci yarısı itibarıyla had safhaya ulaştığını göstermektedir. COVID-19 öncesi değerlendirildiğinde firmaların büyük çoğunluğu finansman ihtiyaçlarının bulunduğunu belirtmektedirler. COVID-19 öncesi finansman ihtiyacının daha çok sabit sermaye yatırımları için talep edildiği ifade edilirken bazı firmalar işletme sermayesini desteklemek için de finansman ihtiyaçları olduğunu belirtmektedirler.

COVID-19 dönemi tüm firmalar için zor geçmesine rağmen finansman ihtiyaçlarının ivedi bir şekilde banka kredileri ile karşılandığı firmalar tarafından vurgulanmaktadır. COVID-19 döneminde finansman ihtiyaçları genellikle işletme sermayesinin desteklenmesi için kullanılmıştır. Bazı firmaların COVID-19 döneminde kullandıkları banka kredileriyle varlık alımlarında bulundukları da gözlenmektedir.

COVID-19 sonrası periyotta dünyadaki diğer merkez bankaları enflasyonla mücadele amacıyla faiz oranlarını yükseltirken TCMB faizleri daha da düşürme yoluna gitmiştir. Bu zaman diliminde firmaların yatırımlarını artırdıkları ve sabit sermaye yatırımlarının yanında arazi, konut ve otomotiv gibi yatırımlar yaptıkları da görülmektedir.

Parasal sıkışmanın güçlü bir şekilde yaşandığı 2024 yılının başlangıcı itibarıyla firmaların finansman ihtiyacının en üst seviyede olduğu görülmektedir. Öyle ki rantabl bazı projeler finansman ihtiyacı giderilemediğinden rafa kaldırılmaktadır. Bu durumu peyzaj ve çiçekçilik sektöründen bir firma sahibi:

“Elimde büyük bir projem var, hazır. Fakat finansmanında zorluk çektiğimiz için rafa kaldırdık, bekliyoruz. Artık kimse proje ortaklığı da yapmaz oldu. Büyük projeleri hayata geçiremiyoruz. Koşulların iyileşmesini bekliyoruz.”

diyerek ifade etmektedir.

Aynı zamanda inşaat ve otomotiv sektörü başta olmak üzere diğer birçok sektörde satışların durduğu ve finansman ihtiyacının devam eden yatırımları ve işletme sermayesini desteklemek amacıyla gerekli olduğu görülmektedir. Bu durum inşaat sektöründen bir firma sahibi tarafından:

“Satışlar sıfır düzeyinde. Devam eden inşaatlarımız var; işçilerin ücretleri, malzeme alımları devam ediyor. Şu an çıkmazdayız. Finansman için çalmadığımız kapı kalmadı. Kentsel dönüşüm projelerine girerek günü çıkarmaya çalışıyoruz.”

şeklinde nitelendirilmektedir.

Firma sahipleriyle/üst düzey yöneticileriyle yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlar şu temel bulgulara işaret etmektedir:

- Bazı firmalar COVID-19 öncesi dönemde bile işletme sermayesi için finansmana ihtiyaç duymakta, COVID-19 döneminde gevşeyen finansal koşullar dolayısıyla ayakta kalabilmekte, 2023 yılının ikinci yarısından itibaren ise kredi koşullarının sıkışmasıyla finansal olarak kötü duruma düşmektedirler. Firmalar arasında finansal sağlığı bozulmakta olan ve zombileşen yapılar olması olasıdır.
- Firmalar devam eden yatırımları ve işletme sermayesi için finansmana ihtiyaç duymaktadır.
- Firmalar (inşaat sektöründe kentsel dönüşüm projeleri hariç) yeni projelere girememektedir.
- İnşaat firmaları nakit akışı sağlayabilmek için kentsel dönüşüm projelerini tercih etmektedir.
- Sektörlerin genelinde satış ve tahsilat sorunları bulunmaktadır.

Finansal açıdan sağlığı tamamen bozuk firmaların bulunması, bazı sektörlerde satış ve tahsilat sorunları, bazı firmaların devam eden yatırımlarının ve projelerinin bulunması önlem alınmazsa yüksek olasılıkla bir kısım firmayı konkordato ve iflasa sürükleyecek düzeydedir.

6.2.2. İkinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi

Yarı yapılandırılmış mülakatların ikinci sorusu olarak firma sahiplerine/üst düzey yöneticilerine:

“Bildiğiniz gibi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından sıkı para politikası çerçevesinde kredi büyümesine sınırlamalar getirildi. COVID-19 öncesi periyod ile bugünü karşılaştırdığınızda banka kredilerine ulaşma konusunda karşılaştığınız zorluklar bulunmakta mıdır?

- i) Bulunmakta ise bu zorluklar nelerdir?
- ii) Bankalar kredi sürecinde teminatlar ve diğer şartlar bağlamında nasıl bir politika izlemektedir?
- iii) Kredi maliyetleri firmanızı zorlamakta mıdır?” sorusu yöneltilmiştir.

Yarı yapılandırılmış mülakatın ikinci sorusuna verilen cevaplar sektörden sektöre değişmekle birlikte firmalar banka kredilerine ulaşmakta oldukça büyük zorluklar yaşamakta olduklarını vurgulamaktadır. Bankalar kredi konusunda inşaat sektörünü adeta yasaklı ilan ederken, madencilikte net sıfır karbon hedeflerini öne sürmekte, diğer sektörlerde ise teminat miktarını yüksek tutup, teminat yapısını şahıs veya firma kefaletinden ipotek ve rehine çevirmektedirler. Tüm firma sahipleri/üst düzey yöneticileri genel olarak kredi faizlerinin çok yüksek olduğunu ve kredi faizlerinin yüksek olmasının banka kredisi kullanımında başlı başına caydırıcı bir unsur olduğunu vurgulamışlardır.

İnşaat sektöründen bir firma sahibi:

“Bankaların kapılarını aşındırıyoruz. Kapılar adeta üstümüze kapalı. Bankalar inşaat firmalarına ambargo koymuş gibi. Limitimiz olsa dahi kredi kullanamıyoruz. Ne yapacağımızı şaşırdık.”

diyerek banka kredilerine ulaşmanın zorluğunu ifade etmektedirler.

Ayakkabı sektöründen bir firma sahibi ise;

“Biz banka kredisine çok kolay ulaşıyoruz. Ulaşımında sıkıntı yok. Gel gör ki aylık faiz %5-6. %5-6 faizle kredi alsam bankaya çalışsam yine de üzülmem. %5-6 faizli kredi ile direkt zararına çalışırım. Bankalar kredi almayalım diye mi böyle yapıyor? Anlamadım bu işi...”

diyerek bankaların krediye ulaşımı örtülü olarak kısıtladığına işaret etmektedir.

Lojistik sektöründen bir firma sahibi banka kredileri konusunda diğer sektör firmalarının yetkililerinden farklı cevap vermiş ve:

“Kredi konusunda başlarda çok zorlandık. Bu faizlerle kredi çekmek akıl kârı değil zaten. Bize Eximbank kredisi çıktı. Şu an çok rahatız. Maliyeti oldukça düşük. Bizi ekonomik koşullarda iyileşme olana kadar götürmesini umut ediyoruz.”

diyerek kötüleşen ekonomi koşullarında seçici kredilerin önemini vurgulamıştır.

Turizm ve otelcilik sektöründen bir üst düzey firma yöneticisi ise:

“Bankalarla kredi konusunda bazı sorunlarımız olmuştu. Bunları zamanında çözmüştük. Fakat bu sefer bana durum öncekilerden çok farklı gibi gözüküyor. Bankalar yüksek faizli de olsa kredi almak istediğimizde krediye karşı bire birden fazla ipotek istiyor. Eskiden kefaletle çekebildiğimiz kredilerden eser yok.”

diyerek bankaların teminat koşullarını ağırlaştırdığına dikkati çekmektedir.

Firma sahipleri/üst düzey yöneticileriyle yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlar özetle şu bulguları ortaya koymaktadır:

- Krediye ulaşımında özellikle inşaat ve otomotiv gibi sektörlerde sorunlarla karşılaşilmektedir. Bankalar bu sektörlerde kredi vermekten açık bir şekilde imtina etmektedir.
- Bankalar kredi konusunda bazı sektörlerde örtük bariyerler koymaktadır. Bunlar kredi teminatlarının olması gereken düzeyin çok üstünde talep edilmesi ve kredi faizlerinin piyasa faizlerinin üzerine çekilmesi ve benzeri uygulamalardır.
- Bankalar daha önce alınmış kredi limitlerini de kullandırmaktan kaçınabilmektedir.
- Kredi maliyetleri kârlılığı düşük olan sektörlerde firmaları yüksek düzeyde zorlamaktadır.

Ekonomik belirsizlikler ve özellikle yüksek değerli ürünlerin alınıp satıldığı inşaat ve otomotiv gibi sektörlerdeki talep yetersizliği bankaların daha tedbirli davranarak ekonomik büyümenin yavaşladığı bu zaman dilimini atlatmaya çalışmalarına neden olmaktadır. Bu koşullarda bankalar mevduat toplamakta oldukça isteksiz davranmakta ve toplanan mevduatların plasmanında ince eleyip sık dokuyan bir anlayışla hareket etmektedir.

6.2.3. Üçüncü Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi

Yarı yapılandırılmış mülakatların üçüncü sorusu:

“Dış finansman kaynakları açısından sadece banka kredilerine mi bağlısınız? Bağlı değilseniz dış finansmanınızı sayacaklarımdan hangisini/hangilerini kullanarak yapmaktasınız;

- a) Aile, akraba, arkadaş çevresinden borçlanarak,
- b) Tedarikçilere borçlanarak,
- c) Bono veya tahvil ihraç ederek,
- d) Kira sertifikası (sukuk) ihraç ederek,
- e) Gayrimenkul sertifikası ihraç ederek,
- f) Varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç ederek.” şeklinde firma sahiplerine/üst düzey yöneticilerine yöneltilmiştir.

Yarı yapılandırılmış mülakatların üçüncü sorusuna verilen cevaplar daha çok aile, akraba, arkadaş çevresine ve tedarikçilere borçlanmaya yoğunlaşmaktadır. Sadece 4 firma kira sertifikası/sukuk ihracı için girişimde bulunmuştur. Bu firmalardan bir tanesi kira sertifikası ihracı yapmış, bir firma SPK’dan ihraç tavanı almış ama ihraç yapmamış, bir firma ön çalışma yürütmeye başlamış ve bir firma ise kira sertifikası ihracında başarıya ulaşamamıştır.

Elektrik ekipmanları sektöründen bir firma sahibi:

“Banka kredilerinde tıkanma var. Biz de emekli bir banka müdürünü danışman olarak aldık. Şimdi onunla çalışıyoruz. Kira sertifikası gibi alternatif araçlara yöneldik. Artık şirketimiz büyüdü, büyüyen şirket ile eski usulde gidemiyoruz.”

diye belirterek firmaların aile, akraba, arkadaş çevresinden borçlanma, tedarikçilere borçlanma ve banka kredilerinin ötesine geçerek yeni finansman araçları arayışında olduklarını ifade etmektedir.

İnşaat sektöründen bir firma üst düzey yöneticisi de:

“Baktık bankalar limitlerimizi kullanırmıyor, teminatları artırdılar, danışmanımız kira sertifikası çıkaralım dedi. SPK’dan 1 milyar TL’lik ihraç tavanı aldık, 300 milyon TL’lik dilimler halinde çıkarıp borcumuzu ihraç tavanı dahilinde çevirerek devam edeceğiz. Bizi epey rahatlatacak.”

diyerek banka dışı borçlanma araçlarıyla finansmanın getirdiği kolaylığa işaret etmektedir.

Metal sektöründen bir firma sahibi ise:

“Bizim sektörde alacak verecekler döviz ile olur. Sektörde borcum borç zaten malı dolar aldım dolar ödeyeceğim furyası başladı. Firmalar zaten dolar borcum var diyerek tedarikçilere borçlanıyorlar. Borçlar erteleniyor, böylece tedarikçiler üzerinden finansman sağlanıyor. Dolar da artmıyor...”

diye belirterek sektörde tedarikçilere olan borçlar ile kısa vadeli finansmanın sağlanmaya çalışıldığını altını çizmektedir.

Yarı yapılandırılmış mülakat sonuçları özetle aşağıdaki olgulara işaret etmektedir:

- Firmalar finansman için banka kredilerine aşırı derecede bağlıdır.
- Firmalar banka kredileri dışında yakın çevreden borçlanma yoluna da gidebilmektedir fakat bu borçlanmalar ufak çaplı ve kısa süreli finansman ihtiyaçlarının giderilmesi için yapılmaktadır.
- 2024 yılıyla beraber tedarikçilere borçlanarak kısa vadeli finansman sağlamak yaygın hale gelmiştir. Bu durum firmaları likidite sıkıntısına itmektedir.
- Banka dışı sermaye piyasası araçlarıyla borçlanma tercihi yaygın değildir. Bazı büyük firmalar bu alanı yeni yeni keşfetmekte ve kullanmaya başlamaktadır.

Banka kredileri maliyetlerinin yüksek olduğu ve bankaların bazı sektörlerle örtülü de olsa bariyerler koyduğu ekonomik koşullar firmaları geleneksel finansman kalıpları içerisinde hareket alanı oluşturmaya itmektedir. Firmaların çoğunlukla özel sektör borçlanma araçlarıyla borçlanma adımını henüz atmadıkları görülmektedir.

6.2.4. Dördüncü Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi

Uygulanan yarı yapılandırılmış mülakatların dördüncü sorusu olarak firma sahiplerine/üst düzey yöneticilerine:

“Banka kredileri dışında borçlanma araçlarını (bono ve tahvil, kira sertifikası, gayrimenkul sertifikası ve varlığa dayalı menkul kıymetler ve benzeri gibi) finansman için yoğun olarak kullanmaktasınız mı?”

- i) Borçlanma araçlarını finansman için kullanmıyorsanız nedenleri nelerdir?
- ii) Kullanıyorsanız karşılaştığınız zorluklar nelerdir?”

sorusu yöneltmiştir.

Yarı yapılandırılmış mülakatların dördüncü sorusuna verilen cevaplar sınırlı sayıdadır. Birçok firma sahibi/üst düzey yöneticisi sorulan soruya soruyla karşılık vermiş ve borçlanma araçları hakkında detaylı bilgi edinmeye çalışmıştır. Firmalar borçlanma araçları hakkında ayrıntılı bilgi sahibi değildirler ve bu tip borçlanmalara oldukça çekimser yaklaşmaktadırlar.

İnşaat sektöründen bir firma sahibi:

“Firmamın kira sertifikası ihraç edip bankadan bağımsız finansman elde edebileceğini duydum. Çevremde yok böyle bir şey. Maliyeti ne kadar olur banka kredisiyle karşılaştırdığınızda merak ediyorum, makulse biz de çıkarabiliriz.”

diyerek bu soruya verilen cevapların geneline özetlemektedir.

İnşaat sektöründen bir üst düzey firma yöneticisi ise:

“Biz sadece ihraç tavanı aldık, henüz kira sertifikası çıkaramadık. İhraç tavanı almak bile çok uzun sürdü. Sistem çok karışık. Firmalar bu kadar bekleyemez, bu ortamda paraya daha hızlı ulaşmamız lazım. Malum, bankalar sektörü bu ara hiç desteklemiyor...”

diyerek banka kredisi dışı borçlanma araçlarının ihraç sürecinin karışıklığını ve banka kredisi kullanımıyla karşılaştırıldığında özel sektör borçlanma araçlarının ihracının çok fazla zaman aldığını belirtmektedir.

Firma sahipleri/üst düzey yöneticileriyle yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlardan şu sonuçlar çıkmaktadır:

- Firmalar banka kredisi dışındaki borçlanma araçları hakkında oldukça az bilgi sahibidirler.
- Firmalar daha çok orta ölçekli olduğu için özel sektör borçlanma araçlarıyla borçlanmaya mesafeli durmakta ve gerekli araştırmaları yapma konusunda çekimser kalmaktadırlar.
- Özel sektör borçlanma araçları ihraç süreci firmalara oldukça karmaşık gelmektedir.
- Özel sektör borçlanma araçları ihraç süreci oldukça uzun sürmekte ve firmaların acil finansman ihtiyaçlarını gidermekten uzak araçlar olarak görülmektedir.

Firmaların yeterli büyüklükte olmaması onları borçlanma araçlarını kullanmaktan caydırırken, nakit ihtiyaçlarının anlık bir şekilde ortaya çıkması onları banka kredilerine daha çok itmektedir.

6.2.5. Beşinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi

Uygulanan yarı yapılandırılmış mülakatların beşinci sorusu olarak firma sahiplerine/üst düzey yöneticilerine:

“Firmanızın finansman sorunlarını çözmek için sayacaklarımin hangisini/hangilerini kullanmayı düşünürsünüz;

- a) Başka bir firma ile ortak proje yapmayı,
- b) Başka bir firma ile ortaklık yapmayı,
- c) Başka bir firma ile yeni bir firma altında birleşmeyi,
- d) Firmanızı halka arz etmeyi.
- i) Kullanmayı düşünmediğiniz seçenekleri kullanmak istememe nedenleriniz nelerdir?”

sorusu yöneltilmiştir.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda beşinci soruya verilen yanıtlar genellikle benzerdir. Firma sahipleri/üst düzey yöneticileri başka bir firma ile ortak proje yapmayı düşünmelerine rağmen başka bir firma ile ortaklık yapmayı veya başka bir firma ile yeni bir firma altında birleşerek el birliği yapmaya sıcak bakmamaktadırlar. Üst düzey yöneticisiyle mülakat yapılan sadece bir firma halka arz olmuştur. Bir firma ise halka arzı düşünmektedir. Halka arz yapan veya halka arz olmak isteyen firmaların bu isteğinin altında yatan ana nedenlerden biri firmalarda kurumsallaşmayı artırarak

firmanın temellerini sağlamlaştırmaktır. Ayrıca halka arzdan elde edilecek gelirin faizlerin çok yüksek seviyede olduğu ortamda çok etkili bir finansman kaynağı olacağı düşünülmektedir.

Firmalar ortak projelerde güçlerini birleştirmeye olumlu bakarken ortaklık yapmayı veya başka bir şirket çatısı altında birleşmeyi uygun görmemektedirler. Bu durum genellikle daha önce yapılan ortaklıklardan yeterli verimin alınamamasından ve ülkemizde ortaklıklar konusunda hukuksal düzenlemelerin ortakların haklarını yeterli düzeyde koruyamamasından kaynaklanmaktadır. Bazı firma sahipleri ise daha önceleri ortaklık yaptıklarını fakat bu ortaklıkların iyi yürümediğini belirtmişlerdir. Ayrıca ortaklıkların sonlandırılmasında hukuki süreçlerin işlevsiz olduğu konusuna da dikkat çekmişlerdir. Yarı yapılandırılmış mülakatlarda aile şirketleri ortaklık kapsamına alınmadığında, mülakatlara katılan firmalardan sadece 8'inde ortaklık bulunmaktadır. Fakat hali hazırda ortaklık yapan firmalar da ortaklıklarını koşullar elverdiğinde bitirmenin daha yararlı olacağına işaret etmektedirler. Yarı yapılandırılmış mülakatlardan elde edilen sonuçlar ülkemizde sosyal sermayenin gelişmediğini ve ortaklık kültürünün yerleşmediğini göstermektedir.

Peyzaj ve çiçekçilik sektöründen bir firma sahibi:

“Firmada ortağım var. Fakat ortaklığa artık pek sıcak bakmıyorum. Koşullar iyileşir ve fırsat bulursam ortaklıktan çıkmak isterim...Bizim memlekette ortaklık ancak projede olabilir. Yoksa ortaklıkların yürümesi çok zor.”

diye belirterek ortaklık kültürünün yerleşmediğine işaret ederken ortaklıkların ancak proje ortaklığı şeklinde işlevsel olabileceğini vurgulamaktadır.

Aynı şekilde tekstil sektöründen bir firma sahibi:

“Daha önce ortaklık yaptım. Bir kere yaparsan hata iki kere yaparsan aptallık olur derler ya...Artık kesinlikle yapmam. Ortaklıklar hiç yürümüyor. Hukuki problemler var, düzenlemeler yetersiz...”

diyerek ortaklıkların yürümediğini ve sürdürülebilir ortaklıklar kurmak için gerekli hukuki alt yapının yetersiz olduğunu belirtmektedir.

Elektrik ekipmanları sektöründen bir firma sahibi ise:

“Ortaklık ve birleşmeye sektör elverişli değil. Bizim sektörde kâr marjları düşük. Ancak şirket satın alma imkânı olabilir. Aile şirketlerinin kurumsallaşması için halka arzlar önemli. Halka arzdan elde edilecek gelirden bile daha önemli. Biz üç kardeşiz, aramızda anlaşabiliyoruz, çocuklar nasıl hareket eder bilmek zor. Büyüyen şirketlerin elbette ki borsada olması lazım...”

diyerek ortaklıkların ve birleşmenin sektörel açıdan uygun olmadığını, ancak bir firmanın tamamen alınabileceğini ve aile şirketlerinin kurumsallaşma açısından halka arzı denemeleri gerektiğini ortaya koymaktadır.

İnşaat sektöründen bir firma sahibi:

“Sektörde finansman ihtiyacı çok büyük. Bu problemi birleşme ile çözemeyiz. İnşaat firmaları birleşemez zaten. Ancak birlikte proje yapabiliriz. Şu an banka kredileri de durdu. Firmamızın nakit ihtiyaçlarını karşılamakta zorlanıyoruz, satışlar da yok, biz de inşaatlarımızı yavaşlattık...”

diye vurgulayarak bazı sektörlerin doğası gereği firma birleşmelerine kapalı olduğunu ortaya koymaktadır.

Yarı yapılandırılmış mülakat sonuçları aşağıdaki sonuçları ortaya koymaktadır:

- Firmalar ortak proje yapmaya açıktırlar, bu sayede daha büyük projelerde yer alıp ölçek ekonomilerinden yararlanmak istemektedirler.
- Firma sahipleri ortaklık yapmaya karşıdırlar. Bazı sektörlerde ise ortaklık imkânları sektörün kârlılığı ve yapısı itibarıyla zordur.
- Firma sahipleri sosyal sermayenin yetersizliği ve hukuki düzenlemelerin eksikliğinden ötürü de ortaklık kurmayı düşünmemektedirler.
- Firma sahipleri başka bir firma veya başka firmalarla yeni bir firma altında birleşmeye sıcak bakmamaktadırlar. Bu durum ortaklıktaki gibi sosyal sermaye yetersizliğinden ve hukuki alt yapı eksikliğinden kaynaklanmaktadır.
- Aile şirketleri kurumsallaşma yolunda adım atmak için halka arz gerçekleştirmek istemektedirler. Kurumsallaşma adımı halka arz gelirlerinin yanında ağır basan bir unsur olarak firmaları halka arza itmektir. Fakat firmaların çoğunluğu halka arz için yeterli büyüklüğe sahip değildirler.

Firmalar ortaklığa sadece proje ortaklığı dışında yeşil ışık yakmazken firma ortaklıklarının yürümediğini, şirket birleşmelerine olumlu bakmadıklarını belirtmektedirler. Çoğu firma halka arz için yeterli büyüklükte olmadığı için halka arz ancak firmaların yeterince büyüdüklerinde gerçekleştirebileceği bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Fakat firma sahiplerinin halka arzı buradan elde edecekleri gelirin ötesinde gördükleri ve kendi aile şirketlerini kurumsallaştırma yönünde atılacak bir adım olarak tasvir ettikleri anlaşılmaktadır.

6.2.6. Altıncı Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi

Yarı yapılandırılmış mülakatların altıncı sorusu olarak firma sahiplerine/üst düzey yöneticilerine:

“Öz sermaye basitçe firmaların varlıkları ve borçları arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Firmanızda yeterli öz sermaye bulunuyor mu?

i) Firmanızda yeterli öz sermaye bulunmuyorsa nedenleri nelerdir?”

sorusu yöneltilmiştir.

Yarı yapılandırılmış mülakatların altıncı sorusuna firma sahipleri/üst düzey yöneticileri tarafından verilen cevaplar genellikle firmalarda öz sermayenin yetersiz olduğu yönündedir. Firmaların hemen hemen hepsi yeterli öz sermaye ile çalışmamaktadır. Bazı firma sahipleri tüm varlıklarını firmaya koyduklarını belirtirken bazıları da öz sermayenin bir kısmını firmadan çıkardıklarını vurgulamaktadırlar. Firma sahiplerinin öz sermayenin bir kısmını firmadan çıkarmalarının nedeni ekonomik koşulların istikrarlı olmaması, öz sermayenin döviz kuru ve enflasyon karşısında hızla erimesi ve paranın değerini koruyan ve kimi zaman da kazançlı olan arazi ve konut başta olmak üzere alternatif yatırım çeşitlerinin bulunması olarak sıralanmaktadır.

Firma sahiplerinin firmalarda yeterli öz sermaye tutmamaları başlı başına bir sorundur. Ekonomik koşullar iyi iken firmalar öz sermaye eksikliğinin negatif etkisini düşük maliyetli krediler ile gidermektedirler. Fakat ekonomik koşullar kötüleştiğinde ve para politikası sıkılaştığında kredi maliyetleri yükselmektedir. Bu sebeple firma sahiplerinin firmalarına sermaye enjeksiyonu yapmaları gerekmektedir.

Öz sermaye ve borç arasındaki oran işletmenin aldığı riski ifade eder. Yaptığı yatırımlarda borçlanmayla karşılaştırıldığında daha çok öz sermaye kullanan firmalar daha az risk alıp ekonomik koşullardan daha az etkilenmektedir. Finansman için öz sermayeyi krediye tercih eden iş insanları daha az risk almayı seven, temkinli yöneticilerdir. Öz sermaye yapısı ekonomik koşullardan, kâr dağıtımının firma kaynakları ve ihtiyaçları düşünülmeden yapılmasından ve firmanın iyi yönetilip kâr elde edememesinden ötürü bozulabilir. Yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlar firmaların öz sermaye yapısını birinci derecede ekonomik koşulların etkilediğine işaret etmektedir. İkinci unsur ise ekonomik koşullar iyi olsa dahi firma sahiplerinin firma içerisinde elde edilen kârları bırakmak istememelerinden kaynaklanmaktadır. Bazı firmalar ise büyük yatırımlara düşük öz sermaye ile başlayıp, borçlanmışlar ve bu durum da firmalarda öz sermaye yetersizliğine yol açmıştır.

Sağlık ve sağlık ekipmanları sektöründen bir firma sahibi yarı yapılandırılmış mülakatlarda:

“Sağlık sektöründe kimsenin üretmediği ekipmanlar üretmekteyim. Şu ana kadar kazancım iyiydi. İşler iyiymken üretim tesisimi genişlettim. Ekonominin kötü olması tahsilatları çok etkiledi. Öz sermayem git gide azaldı, yine daha da çok banka kredileri ile dönmeye çalışır olduk.”

diyerek ekonomik koşulların ve ölçsüz yatırımların öz sermaye yapısını bozduğunu belirtmektedir.

Tekstil sektöründen bir firma sahibi ise:

“İşletme giderleri son zamanlarda bizi zorladı. Kurların durumu belli, yurt dışı ayağımız da çok yok artık. Yeni makinalar sipariş etmiştik full kredi. Kredileri öduyoruz, rotatif krediler değişken faizli. Bizi zorluyor, mecburen öz sermayeden yemek zorunda kalıyoruz.”

diye fikirlerini belirtmektedir. Söz konusu firma sahibi yerel para biriminin aşırı değerlenmesinden dolayı bozulan ihracat ortamının ve faizler düşük iken değişken faizle ve sıfır özsermaye ile yapılan yatırımın öz sermaye yapısını bozduğuna işaret etmektedir.

Peyzaj ve çiçekçilik sektöründen bir firma sahibi de:

“Bir projeye %50 öz sermayem yoksa girmem. Kredi çekip bankaya niye çalışayım. Yanıma ortak alayım daha iyi. Bekleyen projelerim var bu yüzden. Büyük bir projemi rafa kaldırdım. Yeterli öz sermayem olsa bu projelere başlayacağım bir an önce.”

diyerek öz sermayesinin yeni projelere başlamak için yetersiz olduğunu ortaya koymaktadır.

Maden sektöründen bir firma sahibi:

“Bizim sektörde kredi ile çalışma pek yok. Kömür, karbon salınımı dolayısıyla kimsenin girmek istemediği bir alan. Termik santrallere kredi veriyorlar. Öz sermaye ile gitmek zorundayız.”

diye vurgulayarak bazı sektörlerdeki firmaların öz sermaye ile finansmandan başka çaresinin olmadığını belirtmektedir.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda dikkat çeken önemli bir olgu da yeni nesil firma sahiplerinin krediyi öz sermayeye daha çok tercih etmesi; üst yaş grubundaki firma sahiplerinin ise krediden çok öz sermayeye önem vermeleridir. Jenerasyon gençleştikçe kredi kullanımı artmakta ve öz sermayeye verilen önem azalmaktadır. Bu durumun oluşumunda kültürel ve dini algıların etkisi de yadsınmamaktadır.

Örneğin, plastik sektöründen üst yaş grubundan bir firma sahibi:

“Benim kredi ile işim yok, bizim zamanımızda yaygın değildi bu işler. Benim olmayan parayı niye kullanayım ki. İnsanlar kendilerinin olmayan para ile iş yapıyorlar. Sonra dara düşüyorlar. Dara düşünce de yardım eden olmuyor. En iyisi kendi yağında kavrulmak.”

diye belirterek öz sermaye dışındaki finansman araçlarının sakıncalarını ortaya koymakta ve kendi jenerasyonunun temkinli yaklaşımını yansıtmaktadır.

Yarı yapılandırılmış mülakatlardan elde edilen sonuçları şöyle özetleyebiliriz:

- Firmaların öz sermayeleri genellikle yetersizdir.
- Firmaların öz sermaye yapısını ekonomik koşullar bozmakta ve özellikle döviz kurlarının arttığı ve yüksek enflasyonun süre geldiği dönemlerde öz sermaye hızlıca erimektedir.
- Firma sahipleri ülkemizde ekonomi stabil olmadığı için kendilerini koruma güdüsüyle hareket ederek, firmalarından kâr dağıtımını ve benzeri şekillerde sermaye çıkışı yapmakta ve öz sermayeyi zayıflatıp kırılgan hale getirmektedir.
- Firmaların öz sermaye yetersizliğinin arkasında yatan bir diğer neden de firmaların kredi faizleri düşüken çok az öz sermaye kullanarak büyük yatırımlar yapmaları veya büyük çapta projeleri başlatmalarıdır. Bu durum ekonomi kötüleştiğinde ve kredi faizleri arttığında firmaların yetersiz öz sermaye ile ekonomik durgunluğa yakalanmalarına neden olmaktadır.
- Firmaların çoğunluğu ekonomi kötüleştiğinde ve kredi kanalları tıkanıldığında öz sermayeyi kendi varlıklarını kullanarak desteklemektedirler.

- Üst yaş grubuna ait firma sahipleri yatırımlarda ve yeni proje başlangıçlarında daha çok öz sermaye kullanmayı tercih etmektedirler. Genç jenerasyon ise öz sermayeyi oldukça düşük tutarak, daha çok borçlanma ile yeni yatırımları yapma ve yeni projeleri gerçekleştirme eğilimindedir.
- Üst yaş grubuna ait bazı firma sahiplerinde kültürel ve dini algılar baskındır ve bu jenerasyon tarafından banka kredileri gibi borçlanma araçlarının kullanımı benimsenmemektedir.

Özetle, ülkemizde bulunan firmaların öz sermayeleri genellikle yetersizdir. Kimi zaman elde edilen kârlar yüksek enflasyon ve döviz kuru değişimlerinden korunmak için şirket dışına çıkarılıp arsa, arazi, konut ve otomobil gibi varlıklara yönlendirilmektedir.

6.2.7. Yedinci Yarı Yapılandırılmış Mülakat Sorusuna Verilen Yanıtların Özeti ve Değerlendirmesi

Yarı yapılandırılmış mülakatların yedinci sorusu:

“Öz sermaye ile finansman yapıyor musunuz, diğer bir deyişle firmanın finansman koşullarını iyileştirmek ve finansman ihtiyaçlarını karşılamak için firmaya firma sahibi ve/veya ortakları ekstra sermaye koyuyor mu?”

- i) Koymuyorsa nedenleri nelerdir?
- ii) Koyuyorsa karşılaşılan güçlükler nelerdir?”

şeklinde firma sahiplerine/üst düzey yöneticilerine yöneltilmiştir.

Firma sahipleri/üst düzey yöneticileri yarı yapılandırılmış mülakatların yedinci sorusuna genel olarak üç farklı şekilde cevap vermişlerdir. Bunlardan ilki firma sahiplerinin tüm varlıklarının şirketin içinde olduğudur. Bu tip firmalar genellikle aile şirkettir. Bu firmalarda tüm aile bireyleri firma çalışanı olduğu için tüm ailenin giderleri firma vasıtasıyla karşılanmaktadır. Firma dışına varlık çıkarılması ve ayrı özel şahsi hesap tutulması aile büyükleri tarafından hoş karşılanmamaktadır. Bu sebeple aile bireylerinin tüm varlıkları firmada sermaye olarak bulunmaktadır.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda bu durum üzerine inşaat sektöründen bir firma sahibinin oğlu olan bir üst düzey yönetici:

“Tüm varlığımızı firmaya koyduk. Öyle ki bireysel hesaplarımızda bile bir şey yok. Hiç unutmam öğrenci olarak yurt dışına gidecektim, benden velimin hesabında şu kadar para var diye bankadan belge almam söylendi; alamadım. Çünkü babamın öyle bir şahsi hesabı yok; aldığımızın, yaptığımızın, kazandığımızın hepsi firmada. Şükür ki annem eczacı, firmadan bağımsız kendi eczanesinde, kendi hesabına çalışıyor. Onun hesabındakilerle bulup buluşturup tamamlamıştık da annemin hesabını belgelemiştim gitmek için.”

diyerek bu durumu güzel bir şekilde özetlemektedir.

İkinci durumda ise firma sahipleri firmalarından öz sermayeyi kâr dağıtımı gibi yöntemlerle dışarı çıkardıklarını belirtmişlerdir. Firma sahipleri döviz kurlarındaki aşırı artışın ve yüksek enflasyonun TL ile iş yapan firmalarda firmaların öz sermayelerini erittiğini ifade etmektedirler. Bu yüzden ekonomi iyi iken firma sahipleri firmalarından öz sermayeyi çıkarıp arsa, arazi, konut, otomobil ve benzeri gibi değer koruyucu yatırımları yaparken, ekonomi kötü iken bu yatırımları likidite ederek firmaya sermaye enjeksiyonunda bulunmaktadır.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda tekstil yan sanayi sektöründen bir firma sahibi:

“Firmamdan kârımı çıkarmam lazım. Döviz çok hızlı artıyor. Hiçbir şeyin fiyatı aynı değil. Kârı çıkarmazsam döviz karşısında eriyip gidecek. Ben arsa alıyorum yatırım için. Arsa değeri koruyor. Bugüne kadar beni hiç hüsrana uğratmadı arsa yatırımı. Firmada paraya ihtiyaç olursa arsalarımı satıp firmaya geri koyuyorum. Biz böyle yapıyoruz. Sektörde de böyle.”

diyerek firmaların iyi zamanlarda elde ettikleri kârları firma dışına çıkararak bu kârların yüksek enflasyon nedeniyle döviz karşısında erimesini durdurmaya çalıştıkları; kötü zamanlarda ise bu kârları firma içine ek sermaye olarak enjekte ettikleri görülmektedir. Bu durum aslında firma sahibinin stabil olmayan koşullarda firmasını koruma refleksinden başka bir şey değildir.

Firmaya ilave sermaye koymanın önünde de bazı engeller bulunmaktadır. Bunlardan ilki firma sahiplerinin zaten tüm varlıklarını firmaya koymuş olmalarıdır. İkincisi firma sahiplerinin firma dışına çıkardıkları sermayeyi likit olmayan arsa, arazi, konut ve otomobil gibi varlıklara yatırımlarıdır. Ekonomi kötü durumdayken bu varlıkların satışları ya değerinin altında ve zar zor yapılmakta ya da bu varlıklar uzun süre nakde çevrilememektedir. Böylece firmaya ek sermaye enjeksiyonu gecikmekte ve firmanın finansal yapısı daha da kötüleşmektedir.

Yine yarı yapılandırılmış mülakatlarda bu durum firma sahipleri/üst düzey yöneticileri tarafından açıkça ifade edilmektedir. Tekstil sektöründen bir firma sahibi bu durumu:

“İki yıl önce işler çok iyiydi. İhracat yapıyorduk, kurlar iyiydi. İyi kazanıyorduk. Biz de yeni makine yatırımı yaptık, bankadan kredi aldık. Şimdi işler kötü. Değerli TL yüzünden ihracat yapamıyoruz, fiyat veremiyoruz yurt dışına. Kapasitemizin %40'ı çalışıyor. Kredileri ödemek için firmaya para koymam gerek. Büyükçekmece'de arsalarım var satışa koydum, aylardır arayan soran yok. Ne yapacağımı şaşırdım.”

şeklinde ifade etmektedir.

Firma sahipleri/üst düzey yöneticileri gerektiğinde firmalarını desteklemekten çekinmemektedir. Fakat bazı durumlarda firma sahiplerinin firmalarına sermaye enjeksiyonu yapmaktan da kaçındıkları görülmektedir.

Örneğin, tekstil yan sanayiinden bir firma sahibi:

“TL ile iş yapanlarda bir sorun da kendi şahıslarına aldıkları mallardan kolayca vazgeçememe-

leri. Yakın arkadaşım mesela banka kredilerini ödeyemez hale geldi. Vefa'da çok değerli bir arsası vardı, kendi de çok değer veriyordu bu arsaya. Sermaye eklemek için satmadı arsayı, daha çok borç aldı. Borçları büyüdükçe büyüdü, şimdi Vefa'daki arsası dahil tüm varlığını kaybetti. Bazen böyle durumlar oluyor, kismet işte..."

diyerek firma sahiplerinin "Ben bu işin içinden malımı satmadan da çıkarım." güdüsüyle hareket ettiklerini göstermektedir. Nadir de olsa firma sahipleri firmalarına imkânlar dahilinde yeni sermaye koymaktan da imtina edebilmektedirler.

Üçüncü bir durum ise firma sahiplerinin varlıklarının yeterli olmamasıdır. Firma dışına çıkan kâr tamamen varlık yatırımlarına gitmemekte; kimi zaman büyük bir kısmı da tüketim harcamalarına kanalize edilmektedir. Bu sebeple firma sahipleri yeterli düzeyde ve yeterli süre boyunca firmalarını destekleyememektedirler. Bu durumu çeşitli sektörlerdeki firma sahiplerinin beyanatları desteklemektedir.

Ayakkabı sektöründen bir firma sahibi:

"Geçen sene sekizinci aydan beri sermaye koyuyoruz. Ne kadar devam eder bilmiyoruz. Pek fazla gücümüz kalmadı..."

diye ifade ederek belirsizlikten dolayı önlerini göremediklerini ve süreci yönetemediklerini vurgulamıştır.

İnşaat sektöründen bir firma sahibi ise:

"Firmamıza devamlı sermaye koyuyoruz. Sermaye koymadan işlerimiz zaten gitmez. Aralık ayına kadar idare ederiz diye düşünüyorum. Sonrası tufan..."

diyerek firmalarını sınırlı bir süre destekleyebileceklerine işaret etmiştir.

Gözlük ve saatçilik sektöründen bir firma sahibi de:

"Pandemiyle satışlarımız çok düştü. Diğer sektörler gibi biz yeni yeni sermaye koymaya başladık. Pandemiden beri yeni sermaye koyuyoruz..."

diye vurgulayarak bazı sektörlerde firma sahiplerinin firmalarına yeni sermaye enjeksiyonları dolayısıyla oldukça yıprandıklarını ortaya koymaktadır. Firma sahiplerinin kafasını firmalara konulacak ek sermayenin miktarından çok ne kadar daha firmalarını desteklemek zorunda kalacakları kurcalamakta ve bu durum onları oldukça rahatsız etmektedir.

Firma sahipleri/üst düzey yöneticileriyle yapılan yarı yapılandırılmış mülakatlar şu temel sonuçları ortaya koymaktadır:

- Aile şirketlerinde genellikle aile bireylerinin tüm varlıkları şirkettedir.

- Firma sahipleri ekonomik koşullar iyi iken firma içindeki öz sermayeye eklenecek kârları/varlığı kâr dağıtımını ve benzeri şekillerde firma dışına çıkarmaktadır. Firma dışına çıkarılan kısım ile arsa, arazi, konut ve otomobil gibi şahsi satın almalar yapılmaktadır. Böylelikle özellikle TL ile iş yapan firmalar öz sermayelerini döviz kuru artışlarına ve enflasyona karşı korumaya çalışmaktadırlar.
- Firma sahipleri ekonomik koşullar kötüleştiğinde ise şahsi olarak satın aldıkları varlıkları satıp firmaya sermaye enjekte etmektedirler. Fakat satın alınan şahsi varlıkların hızlı bir şekilde nakde çevrilememeleri veya değerlerinin oldukça altında nakde çevrilmeleri firma sahiplerini zorlamaktadır.
- Firma sahipleri firma dışına çıkardıkları firma kârlarının bir kısmıyla tüketim harcamaları yapmaktadır. Bu durum onların gerektiğinde yeterli düzeyde ve uzun bir süre öz sermayeyi destekleyecek varlıkları olmamasına neden olmaktadır.
- Firma sahipleri öz sermaye ve borç oranını optimal bir şekilde belirleyememektedir. Firma sahipleri kimi zaman firma dışına çıkarılan sermaye ile alınan varlıkların satışında çekimser davranabilmektedir. Bu durum firmaların borcu borç ile çevirmesine neden olmakta ve firma sahipleri bir müddet sonra firmalarını kaybetmektedir.
- Firma sahiplerini firmalarına yeni sermaye enjeksiyonu yaparken tedirgin eden ekonomik belirsizliktir. Firma sahipleri sermaye enjeksiyonunun miktarından çok sermaye enjeksiyonu sürecinin daha ne kadar devam edeceğini bilmek istemektedir. Bu sorunu ancak ekonomi yönetiminin reel sektörle makro belirsizlikleri giderecek şekilde, şeffaf bir biçimde iletişimi çözecektir.

6.3. TÜRKİYE'DE ÖZ SERMAYE FİNANSMANI VE ENGELLER: YARIYAPILANDIRILMIŞ MÜLAKATLARIN GENEL BİR DEĞERLENDİRMESİ

Türkiye'de finansman denilince akla ilk gelen banka kredileridir. Banka kredileri kullanımı en kolay ve meşakkatli prosedürler içermeyen finansman araçları arasında yer almaktadır. Bu sebeple firmalar finansmana ihtiyaç duyduklarında ilk önce banka kredisi arayışına girmekte ve kredi faizleri düşük olduğunda kendilerini ayakta tutmak için bu kredilere adeta yaslanmaktadır. Özellikle 2018 yılı sonrası KGF destekli sübvans edilmiş kredi paketleri firmaları daha da çok kredi kullanımına itmiştir. Fakat krediler dağıtılırken firmalar bankalar tarafından detaylı bir şekilde ayrıştırılmamış ve seçici davranılmamıştır. Çoğu zaman da verilen kredilerin sabit sermaye yatırımlarına yönelik finansal varlık alımları için kullanıldığı görülmüştür. Kredi politikası sonraki yıllarda özellikle kamu bankaları nezdinde fatura karşılığı kredi gibi uygulamalarla iyileşse de özel sektörün sabit sermaye yatırımı açısından tam anlamıyla istenilen sonucun alındığından söz etmek oldukça zordur. Bir politika adımı olarak sektörel bazda seçicilik sağlanamaması; kredi paketlerinin daha çok genele odaklanması uygulanan kredi politikalarının başlıca handikaplarıdır.

Yarı yapılandırılmış mülakatlar banka kredilerinin bir bölümünün aslında sektörlerinden tasfiye olması gereken şirketlerin finanse edilmesi için kullanıldığını göstermektedir. Krediler yaşam destek ünitesi gibi kullanılırken firmalar adeta kredi destek mekanizmasına bağlı olarak yaşatılmıştır. Bu durum hem sağlıklı firmaların iş ortamını hem onların kullanımına aktarılacak fon

miktarını ve kalitesini ve bu firmaların içinde bulunduğu iş gücü ve hammadde piyasalarını bozmaktadır. Türkiye’de öz sermaye finansmanının başındaki en önemli engellerden bir tanesi artık sağlığını tamamen kaybetmiş firmaların piyasalardan tasfiye edilmemesidir. Bu tip firmalar iş gücünü kalitesizleştirirken ham madde fiyatlarının aşırı talep nedeniyle artmasına neden olmakta ve fiyat oluşumunu sağlıklı firmalar aleyhine bozmaktadır. Böylece sağlıklı firmalar daha yüksek maliyetle mal ve hizmet arz etmek durumunda kalarak kârlılıklarını düşürmektedir. Düşen kârlar ise sağlıklı firmalarda öz sermayenin gitgide zayıflamasına neden olmaktadır.

Bankalar ekonomi iyi giderken kredi kanallarını sonuna kadar açarken firmalar alternatif finansman kaynakları aramamaktadır. Fakat ekonomi kötüleştiğinde bankalar çok daha seçici davranırken bazı sektörlerle kredi vermemeyi tercih edebilmektedir. Böyle bir durumda sermayesi yetersiz olan firmalar zorlanmaktadır. Yarı yapılandırılmış mülakatlarda inşaat sektöründen bir firma sahibinin:

“Hani derler ya hava güneşliydi herkesin keyfi yerindeydi; lazım olmasa da şemsiye veren çoktu. Faizlerin artmasıyla; satışlar kesildi, müşteri adeta bizi unuttu. Kredi yükü arttı. Şimdilerde ise yağmur yağıyor bardaktan boşanırcasına ve bankalar verdikleri şemsiyeleri geri istiyor. Ne yapacağımızı şaşırmış durumdayız.”

diye beyanı bu durumu açıkça ortaya koymaktadır. Öz sermaye ile finansmanın yaygınlaştırılabilmesi için bankacılık sektörünün projelerin veya yatırımların tamamını kredilendirmemesi; yapılacak yatırımın veya projenin bir kısmının da öz sermaye ile finanse edilmesini talep etmesi gereklidir. Bankacılık sektörü proje ve yatırım finansmanında yüksek oranda kredi finansmanı sağlamamalıdır. Riskin paylaşılması ve firmaların aşırı ve mantıksız büyümesinin önüne geçilmesi açısından bankaların proje ve yatırımlarda belli oranda öz sermaye finansmanını zorunlu tutması elzemdir.

Türkiye’de firmaların özel sektör borçlanma araçları açısından bilgileri oldukça sınırlıdır. Özel sektör borçlanma araçları banka kredileriyle karşılaştırıldığında firmalarda bulunan öz sermayenin daha çok dikkate alınmasını sağlamaktadır. Örneğin, özel sektör bono ve tahvil ihraç tavanı halka açık olmayan firmalarda firma öz sermayesinin üç katını geçememektedir. Firmalar daha çok borçlanma aracı kullanmak için daha çok öz sermaye sahibi olmak durumundadır. Banka kredileriyle karşılaştırıldığında firmaların özel sektör borçlanma araçlarıyla borçlanmasının teşvik edilmesi firmaların öz sermayelerini artırmalarını sağlayacaktır.

Sosyal sermaye firmaların ortaklık yapmasının katalizörüdür. Ne yazık ki ülkemizde sosyal sermaye yetersizdir. Yetersiz sosyal sermaye firmaların ortaklık yapmasının önüne geçmektedir. Sosyal sermaye seviyesinin düşük olduğu toplumlarda ortaklıkları düzenleyecek ve ortakların birbirlerine karşı olan haklarını koruyacak detaylı hukuki düzenlemelerin olması gerekmektedir. Yarı yapılandırılmış mülakatlarda firmaların ortak projeye olumlu; firma ortaklığına ve firma birleşmesine olumsuz bakmalarının nedeni de budur. Ortaklıklar ve birleşmeler hem firmaların öz sermaye miktarını hem de kalitesini artıracaktır. Hukuki alt yapının firma sahipleri tarafından eksik görülmesi, 2024 yılı itibarıyla reel sektöre adım adım yaklaşan fırtınada firmaların el ele verip güç birliği yapmasının önündeki en önemli engeldir.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda katılımcılara yöneltilen sorular eski jenerasyonun daha çok öz sermaye ile iş yapmayı; yeni jenerasyonun ise krediyi tercih ettiğini göstermektedir. Ayrıca firma sahipleri döviz kurlarının arttığı ve enflasyonun yüksek seyrettiği ekonomik koşullarda öz sermayelerini koruma güdüsüyle öz sermayelerinin bir kısmını firma dışına çıkarmakta ve kendilerini enflasyona karşı koruyacağına inandıkları yatırımlar yapmaktadırlar. Ekonominin istikrarlı gitmemesi firmalarda öz sermaye birikimini engellemekte ve öz sermaye finansmanının önünü kesmektedir. Döviz kurlarının oynak olmadığı ve enflasyonun düşük düzeyde seyrettiği bir ekonomik ortamın oluşturulması öz sermaye finansmanının artırılması için elzemdir.

Firma sahipleri genellikle ekonomik koşullar kötüleştiğinde, örneğin kredi faizleri aşırı derecede arttığında ve krediye erişim sıkıntısı yaşandığında şahsi varlıklarıyla firma öz sermayesini desteklemeye hazırdır. Kâr payı dağıtımları ve benzeri yöntemlerle daha önce firma dışına çıkarılan değerler likidite edilerek firmaya sermaye enjeksiyonu yapılmaktadır. Fakat, firma sahipleri makro ekonominin gidişatı hakkında daha fazla bilgi sahibi olmayı ve firmalarını daha ne kadar desteklemeleri gerektiğini bilmek istemektedirler. Firma sahiplerinin kafalarındaki soruların giderilmesi öz sermaye miktarını ve kalitesini etkileyecektir. Örneğin, faizlerin daha ne kadar süreyle yüksek seyredeceğinin şeffaf bir iletişimle reel sektöre iletilmesi gerekmektedir. Ancak bu sayede firmalar kendi stratejilerini oluşturabileceklerdir.

7. FİRMALARDA ÖZ SERMAYE KULLANIMININ ARTIRILMASI İÇİN POLİTİKA ÖNERİLERİ VE SONUÇLAR

Yarı yapılandırılmış mülakat sonuçlarının da işaret ettiği üzere Türkiye’de firmaların öz sermayeleri yetersizdir. Firmaların öz sermaye yapılarının iyileştirilmesi ve öz sermaye finansmanının yaygınlaştırılması için alınabilecek önlemler ve atılabilecek adımlar bulunmaktadır. Alınacak önlem ve atılacak adımlar yarı yapılandırılmış mülakatlardan elde edilen saha bilgileri çerçevesinde şekillendirilmiştir. Bu önlem ve adımlar:

1. Ekonominin istikrarlı hale getirilmesi,
2. Sağlığı çok bozulmuş ve zombilemiş firmaların tasfiye edilmesi,
3. Banka kredilerinde öz sermaye yeterliliği şartı aranması,
4. Firmaların özel sektör borçlanma araçları ihracının teşvik edilmesi,
5. Şirket ortaklıkları ve birleşmelerini teşvik etmek için daha kapsamlı bir hukuki alt yapının oluşturulması,
6. Halka arzların kolaylaştırılması ve halka arzlar için yeni bir piyasanın oluşturulması,
7. Firmalara öz sermaye kullanımını teşvik edecek vergi avantajları tanınması olarak sıralanabilir.

7.1. EKONOMİNİN İSTİKRARLI HALE GETİRİLMESİ

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda firma sahipleri, artan döviz kurlarının ve yüksek enflasyonun özellikle TL ile işlem yapan işletmelerde sermayeyi erittiğini vurgulamaktadırlar. Bu sebeple öz sermayenin firma dışına çıkarılıp varlık alımlarında kullanılmasının aslında firmayı koruma refleksi olarak geliştiğinin üstünde durmaktadırlar ve kimi zaman firmadan çıkarılan değerlerin şahsi tüketim amacıyla da kullanılabildiklerini ifade etmektedirler.

Firma sahiplerini, ekonomi iyi seyrederken öz sermayelerinin bir kısmını firma dışına aktarmaya zorlayan temel neden enflasyondur. Enflasyon döviz kurlarının da hızlı bir şekilde artmasını tetiklemekte ve TL’ye olan güveni sarsmaktadır. Bu sebeple hem çalışanlar gelirlerini hem de firma sahipleri firmalarındaki kârlarını yabancı paralar, değerli metaller, arsa, arazi, konut veya otomobil gibi mallar cinsinden tutmaya meyillidirler. Böylelikle firma sahipleri firmaların elde ettikleri kârları öz sermayeye eklemek yerine kâr dağıtımı ve benzeri yöntemlerle firmadan çıkarmakta ve firmanın öz sermaye yapısını bozmaktadırlar.

Firmalardan öz sermayenin çıkarılmaması ve öz sermaye birikiminin sağlanması için enflasyonun oldukça düşük seviyede tutulması elzemdir. Bu sebeple Türkiye’de kurala bağlı para ve maliye politikalarının devreye alınması ve enflasyon artmaya başladığında para ve maliye politikalarının otomatik olarak sıkılaştırılmaları fayda sağlayacaktır. Aksi takdirde enflasyonda yukarı doğru savrulmalar kaçınılmaz olacaktır.

7.2. SAĞLIĞI TAMAMEN BOZULMUŞ FİRMALARIN TASFİYE EDİLMESİ

Ülke ekonomisi içerisinde sağlığı tamamen bozulmuş diğer bir deyişle zombileşmiş firmaların bulunması kaynak dağılımının hakkaniyetli bir şekilde yapılmasına engel olmaktadır. Zombileşmiş firmalar işletme sermayesi için bile banka kredilerine bağımlıdır. Bu tip firmalar sağlıklı firmalar için kullanıma sunulabilecek borç verilebilir fon havuzuna ortak olmakta ve sağlıklı firmaların finansman maliyetlerini yükseltmektedir.

Zombileşmiş firmalar hammadde ve iş gücü temininde de sağlıklı firmalar ile rekabet etmektedir. Bu yüzden hammaddeye ve iş gücüne olan talep artmaktadır. Bu sebeple sağlıklı firmalar daha yüksek fiyatlı hammadde ve iş gücü temin etmek durumunda kalmaktadırlar. Aynı zamanda iş gücü talebi de yüksek olduğundan firmaların içinde bulundukları sektörlerde daha çok ama ortalamada daha az kaliteli iş gücü istihdam edilmektedir. Sektörde bulunan kalitesiz iş gücü sağlıklı firmaların üretim maliyetlerini artırırken, üretim verimliliğini oldukça düşürmektedir.

Sağlığını tamamen kaybetmiş (zombileşmiş) firmaların sektördeki varlığı sağlıklı firmaların kârını, öncelikle finansman maliyetlerini ve hammadde fiyatlarını artırarak sonrasında ise iş gücü kalitesini kötüleştirerek düşürmektedir. Kârı düşen sağlıklı firmalar daha düşük miktarda kârı öz sermayelerine eklemek zorunda kalırken ve firmaların öz sermayeleri olması gerekenden daha yavaş artmaktadır. Öz sermaye finansmanının yaygınlaşması ve firmaların öz sermaye yapısının iyileşmesi için sağlığını tamamen kaybetmiş firmaların sektörel bazda tespit edilmesi ve ekonomiden tasfiye edilmesi gereklidir. Bu tip firmaların tasfiyesi için atılacak en büyük adım bunların banka kredilerine ulaşabilirliğini kısıtlamak olacaktır. Örneğin, uzun yıllardır kredisini kredi ile çeviren firmalara faiz ve anaparanın belli bir bölümünün ödenmesi şartı getirilmesi sağlığını tamamen kaybetmiş zombi firmaların ekonomiden tasfiyesi için yeterli olacaktır.

7.3. BANKA KREDİLERİNDE ÖZ SERMAYE YETERLİLİĞİ ŞARTI ARANMASI

Banka kredileri firmaların; gelir tablolarına, bilançolarına, risk değerlendirmelerine, diğer bankalardan alınmış ve ödenmekte olan kredilere, firmalar için düzenlenen istihbarat raporlarına bakılarak yapılmaktadır. Bankalar kredi verirken kesin kurallarla sınırlı bulunmamaktadır. Örneğin, firma risk notu bilançodaki bazı kalemler makyajlanarak artırılabilmekte, önceden çalışılan kredi müşterileri önceliklendirilebilmekte veya müşteri verimliliğine göre görece daha zayıf finansalları olsa da verimli çalışılan firmalar kredi için tercih edilebilmektedir. Böylece firmalar öz sermayelerinin katbekat üzerinde kredi alabilmekte ve yatırımlarını veya projelerini neredeyse hiç öz sermaye kullanmadan yapabilmektedir.

Firmaların başındaki kuşaklar değişirken, öz sermaye kullanımına önem veren eski kuşakların yerine büyük projelerde risk almayı seven, sıfır öz sermaye ve tam kredi ile ilerlemeyi tercih eden yeni kuşaklar gelmiştir. Bu sebeple bankacılık sisteminin de reel sektörü koruyucu adımlar atıp çağa ayak uydurması gerekmektedir. Bilindiği gibi kredi kartlarında kredi kart toplam limiti ilk yıl aylık

ortalama gelirin 2 katı, sonraki yıllar ise 4 katı sınırıyla belirlenen düzeyin üzerine çıkamamaktadır.⁹⁹ Fakat bankaların firmalara verdikleri kredilerde bu kesinlikte sınırlayıcı bir düzenleme bulunmamaktadır. Bankalar kredi plasmanında sermaye yeterlilik rasyosu vasıtasıyla ekonomide toplam verebilecekleri kredi miktarı çerçevesinde sınırlıdır. Bu sebeple öz sermayesi yetersiz firmalara yüksek düzeyde kredi verilebilmekte ve bu krediler tekrar tekrar yenilenerek verilen krediler yüzdürülebilmektedir.

Firmaların öz sermaye ile finansmanının teşvik edilmesi ve öz sermayelerinin düzenli olarak artırılması için bankaların firmaların öz sermayeleriyle orantılı kredi vermeleri gereklidir. Örneğin, bir firmanın öz sermayesinin ancak 9 katına kadar banka kredisi kullanabileceği ve bunun üzerine çıkamayacağı yasal olarak düzenlendiğinde firma yatırımlarının veya projelerinin bir kısmının finansmanında öz sermaye kullanmak zorunda kalacaktır. Bu sebeple de firma sahipleri öz sermayeyi firma içinden çıkarma yoluna başvurmaz; bunun yerine öz sermayelerini artırma yollarını arayacaktır. Böyle bir kural ilk adımda reel sektörü finansal açıdan sıkıntıya sokmadan çok gevşek bir biçimde konulabilecek ve daha sonra da ekonominin gidişatı ile birlikte sıkılaştırılabilecektir. Örneğin, bir firma öz sermayesinin 1000 katı kadar banka kredisi kullanabilir denildikten sonra bu rakam ekonomik koşullar iyileştikçe gitgide düşürülebilecektir.

7.4. FİRMALARIN ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI İHRAÇLARININ TEŞVİK EDİLMESİ

Finansal açıdan çeşitli özel sektör borçlanma araçları bulunmaktadır. Yarı yapılandırılmış mülakatlar firmaların bu tip borçlanma araçları üzerinde yeterli bilgi sahibi olmadığını göstermektedir. Özel sektör borçlanma araçlarından en yaygın olarak kullanılanlarına bu çalışmada yer verilmiş ve reel sektör aydınlatılmaya çalışılmıştır. Özel sektör borçlanma araçlarından en çok kullanılanları bono ve tahviller, kira sertifikaları ve varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdir.

Özel sektör bono ve tahvillerinin ihracında halka açık olmayan firmalar için ihraç limiti özkaynak tutarının üç katını halka açık firmalarda ise ihraç limiti özkaynak tutarının beş katını geçememektedir. Firmalar özel sektör bono ve tahvil ihraçlarında daha çok borçlanabilmek için öz sermayelerini artırmak durumundadırlar.

Kira sertifikaları ihracında ise ihraççı firma ortaya bir varlık, hak veya eser ortaya koymakta veya ortaklık oluşturmaktadır. Ortaklığa ve eser sözleşmesine dair kira sertifikaları haricinde firmaların daha çok borçlanmak için daha çok varlık sahibi olmaları diğer bir deyişle öz sermayelerini yüksek düzeyde tutmaları ve artırmaları gerekmektedir. Ortaklığa ve eser sözleşmesine dair kira sertifikalarında ise değerlendirme raporları düzenlenmekte ve ihraç miktarı değerlemenin %90'ını geçememektedir.

Aynı zamanda varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihracında da ihraç tavanı son bilançoda

⁹⁹ Resmi Gazete, *Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanunu*, (2006),
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/03/20060301-1.htm> (Erişim Tarihi: 2024).

bulunan firma varlıklarının iki katını geçememektedir. Varlığa/ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihraçlarında daha fazla menkul kıymet çıkarmak isteyen firmalar bilançolarında daha fazla varlık tutmak durumunda kalmaktadır. Böylece öz sermaye yapısı güçlenmekte ve miktarı artmaktadır.

Banka kredileri ile karşılaştırıldığında özel sektör borçlanma araçlarında öz sermayeyi destekleyici sınırlandırmalar olduğu görülmektedir. Firmaların bu borçlanma araçlarını kullanmaları finansman kompozisyonunu öz sermaye lehine güçlendirecektir. Özel sektör borçlanma araçlarının firmalar nezdinde kullanımının özendirilmesi ve yaygınlaştırılması elzemdir. Bu maksatla SPK ihraç ücretlerinde indirimlere gidilmesi ve vergi avantajları sağlanması elzemdir.

7.5. ŞİRKET ORTAKLIKLARI VE BİRLEŞMELERİNİ TEŞVİK ETMEK İÇİN DAHA KAPSAMLI BİR HUKUKİ ALT YAPININ OLUŞTURULMASI

Dünya Değerler Araştırması¹⁰⁰ sonuçlarına göre Türkiye’de aile dışındaki sosyal aktörlere (örneğin; komşular, arkadaşlar, yeni tanışılan kişiler ve benzeri) güven oldukça düşüktür. Bu durum Türkiye’de sosyal sermayenin de aşırı derecede düşük olmasına neden olmaktadır. Sosyal sermaye insanların birlikte ortaklaşa iş yapma ve ortaklıklar kurma istekliliğini belirlemektedir. Düşük sosyal sermayenin hüküm sürdüğü toplumlarda toplumsal güven eksikliği ancak hukuk kurallarının sağladığı uygulama ve yaptırımlarla sağlanabilmektedir.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda firma sahipleri ancak proje ortaklığına sıcak bakabildiklerini; iş ortaklıklarını veya firma birleşmelerini tercih etmediklerini belirtmişlerdir. Oysaki ekonominin gitgide kötüleştiği ve adeta bir konkordato ve iflas girdabının peşi sıra gerçekleştiği koşullarda, firmalar bu krize karşı tek tek durdumaya çalıştıklarında dayanma güçleri oldukça az olacaktır. Böyle durumlarda öz sermayeleri güçlü olmayan firmaların diğer firmalarla ortaklıklara veya birleşmelere gitmeleri tüm firmaların daha sağlam bir şekilde ayakta durmalarını sağlayacaktır.

Yarı yapılandırılmış mülakatlarda firma ortaklığı ve firma birleşmeleri konusunda firma sahipleri çoğunlukla geçmiş ortaklık deneyimlerinden bahsederken hukukun firma ortaklarının haklarını birbirlerine karşı koruma ve anlaşmazlıkları çözmede yetersiz kaldığına dikkat çekmişlerdir. Bu sebeple özellikle firma ortaklıklarını ve firma birleşmelerini teşvik etmek için yeni ve detaylı hukuki düzenlemelerin yapılması şarttır.

7.6. HALKA ARZLARIN KOLAYLAŞTIRILMASI VE HALKA ARZLAR İÇİN YENİ BİR PİYASANIN OLUŞTURULMASI

Halka arzlar sermaye artırımını için yeni yeni ekonomi ajandasına giren uygulamalardır. Halka arzlarda ortak satışları da yapılabilir. Halka arzlar Türkiye’de ekonominin gelişimi için bir

¹⁰⁰ Christian Haerpfer, vd. (eds.), *World Values Survey: Round Seven – Country-Pooled Datafile Version 6.0. Madrid, Spain & Vienna, Austria: JD Systems Institute & WWSA Secretariat*, (2022), <https://www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp> (Erişim Tarihi: 2024).

mihenk taşıdır. Çoğunluğu aile şirketi olan firmalar halka arzlar ile bir değişim ve dönüşüm sürecine girip kurumsallaşmaktadırlar. Ayrıca halka arzlar sayesinde bu firmaların üzerindeki denetim de artmaktadır. Halka arzlar firmalara sermayelerini güçlendirme fırsatı yanında tanıtım ve dünyaya açılma, firma güvenilirliğini artırma ve kurumsal bir yapıya bürünme imkânları vermektedir.

Son yıllarda halka arz olan firmalar ile yaşanan borsa deneyimleri pek parlak değildir. Yatırımcılar kısa vadeli hedeflerle bir an önce zengin olma hayallerine kapılarak yatırım yapmaktadır. Halbuki borsa yatırımının arkasındaki en büyük itici güç yatırımın meyvelerinin toplanması için sabırla beklenmesi gerekliliğidir. Sabır, finansal piyasaların ve finansal piyasalar bağlamında borsaların gelişmesine de etki eden önemli bir faktördür.¹⁰¹ Ayrıca finansal gelişmenin ana unsurlarından ikisi de güven ve kurumsal kalitedir.¹⁰² Türkiye’de halka arz edilen firmaların hisse fiyatlarının yatırım kuruluşlarının değerlemesiyle bulunan halka arz fiyatlarının oldukça üstüne çıkması ve daha sonra da bu seviyelerden düşmeye başlaması güven unsurunu azaltmakta ve yatırımcıların borsaya olan olumlu yaklaşımlarını baltalamaktadır. Böyle bir durum yatırımın felsefesi ve bel kemiği olan yatırım yapıldıktan sonra sabır gösterilip beklenmesi gerekliliğinin de yatırımcı nezdinde yerleşmesine neden olmaktadır. Halka arzların bu şekilde piyasayı bozucu amaçla kullanılması sermaye piyasalarının işleyişine negatif etkide bulunmakta ve piyasaların kurumsal kalitesini azaltmaktadır. Bu nedenle SPK halka arzları kısıtlayıcı önlemler almaktadır.

Halka arzlarda bağımsız denetimden geçmiş firma bilançosunda varlıkların en az 1,5 milyar TL ve gelir tablosunda net satış hasılatının en az 750 bin TL olması istenmektedir.¹⁰³ SPK kayıtlı sermaye sistemine geçiş için ise asgari sermayeyi 100 milyon TL olarak belirlemiştir.¹⁰⁴ Ayrıca BİST’te de kotasyon şartları ağırlaştırılmış ve halka arz edilen payların asgari piyasa değeri alt pazar için 100 milyon, ana pazar için 250 milyon ve yıldız pazar için 1 milyar TL olarak belirlenmiştir.¹⁰⁵

SPK ve BİST’in aldıkları kararlar çok büyük ve zaten finansal olarak güçlü firmaların halka arzını desteklemektedir. Fakat çok büyük firmaların yanında orta ölçekli firmalara da halka arzın kapıları açılmalıdır. Büyük firmalar hariç tutularak orta ölçekli firmaların halka arzları sadece nitelikli yatırımcıların işlem yapabildiği Borsa İstanbul’da bulunan girişim sermayesi pazarından ve piyasa öncesi işlem platformundan ayrı olmak üzere yeni ve daha denetimli bir pazarda yapılabilir ve bu piyasa orta ölçekli firmalar için sermayelerini artırma fırsatı oluşturabilir. Bu pazarda işlem gören firmaların diğer pazarlara geçişi için ise ağır şartlar uygulanabilecek ve böylelikle firmaların kurumsal yapılarının gelişmesi, firmalarda şeffaflığın oluşturulması ve firma kredibilite ve marka değerinin artırılması sağlanabilecektir.

¹⁰¹ Nurullah Gür (2022), “Patience and Financial Development,” *Finance Research Letters* 44, 102045.

¹⁰² Nurullah Gür (2017), “Sosyal Güven, Kurumlar ve Finansal Gelişme,” *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar* 625, 29-40.

¹⁰³ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “*Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni 2023/82*”.

¹⁰⁴ Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), “*Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni 2023/82*”.

¹⁰⁵ Borsa İstanbul (BİST) (2024), “*Halka Arz ve Borsada İşlem Görme*”.

7.7. FİRMALARA ÖZ SERMAYE KULLANIMINI TEŞVİK EDECEK YENİ VERGİ AVANTAJLARI TANINMASI

Öz sermaye firma bilançosunda birçok yere dokunan bir unsurdur. Bu sebeple firmaların öz sermayelerini artırmak için atacakları adımlar vergisel olarak ödüllendirilmelidir. Örneğin, bedelli sermaye artırımları firmanın vergi yükünü azaltıcı düzenlemelerle teşvik edilebilir. Aynı zamanda çoğu zaman ortaklardan borçlar ile yapılan ve örtülü sermaye artışları olarak adlandırılan değerlerin firma öz sermayesine aktarılmasını kolaylaştıracak ve özendirerek düzenlemeler yapılabilir. Böylece firma finansman kaynaklarının kalitesi artırılacak ve öz sermaye artışı desteklenecektir.

KAYNAKÇA

- Acharya, V. V., Crosignani, M., Eisert, T. ve Steffen, S. (2022), "Zombie Lending: Theoretical, International, and Historical Perspectives", *Annual Review of Financial Economics*, 14(1), 21-38.
- Albuquerque, B. ve Iyer, R. (2023), "The Rise of the Walking Dead: Zombie Firms Around the World", *IMF Working Papers*, WP/23/125.
- BBC (2024), Country Garden: China property giant suspends shares in Hong Kong, <https://www.bbc.com/news/business-68710728>, (Erişim Tarihi: 2024)
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2024), Policy Tools: Open Market Operations, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>, (Erişim Tarihi: 2024)
- Borsa İstanbul (BİST) (2023), Kotasyon Yönergesi (Revizyon 29.12.2023), https://borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf (Erişim Tarihi: 2024)
- Borsa İstanbul (BİST) (2024), Borçlanma Araçlarının Kotasyonu, <https://www.borsaistanbul.com/sayfa/257> (Erişim Tarihi: 2024)
- Borsa İstanbul (BİST) (2024), Borçlanma Araçlarının Kotasyonu, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/257/borclanma-araclarinin-kotasyonu> (Erişim Tarihi: 2024)
- Borsa İstanbul (BİST) (2024), Gayrimenkul Sertifikaları, <https://www.borsaistanbul.com/files/gayrimenkul-sertifikalari-brosuru.pdf> (Erişim Tarihi: 2024)
- Borsa İstanbul (BİST) (2024), Halka Arz ve Borsada İşlem Görme, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/202/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme> (Erişim Tarihi: 2024)
- Borsa İstanbul (BİST) (2024), Halka Arzın Faydaları ve Halka Arza Karar Verme, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/151/halka-arzin-faydalari-ve-halka-arza-karar-verme> (Erişim Tarihi: 2024)
- Brigham, E. F. ve Ehrhardt M. C. (2016), *Financial Management: Theory & Practice*, Cengage Learning.
- Caballero, R. J., Hoshi, T. ve Kashyap, A. K. (2008). "Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan". *American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.
- Capron, L. (1999), "The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions", *Strategic Management Journal*, 20(11), 987-1018.

- Carreira, C. ve Lopes, J. (2022), “The Role of Different Types of Creditors on Zombie Firm Creation”, *Notas Económicas*, 55, 129-140.
- Cheng, Y. S., Liu, Y. P. ve Chien, C. Y. (2010), “Capital Structure and Firm Value in China: A Panel Threshold Regression Analysis”. *African Journal of Business Management*, 4(12), 2500-2507.
- Dhaliwal, D., Heitzman, S. ve Zhen, L. O. (2006), “Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital”, *Journal of Accounting Research*, 44, 691-723.
- Ekonomist (2024), Sukuk Nedir, Çeşitleri Neler? Sukuk İhracı Nasıl Yapılır?, <https://www.ekonomist.com.tr/sozluk/sukuk-nedir-cesitleri-neler-> (Erişim Tarihi: 2024)
- Eriotis, N. P., Frangouli, Z. ve Neokosmides, Z.V. (2002), “Profit Margin and Capital Structure: An Empirical Relationship”, *The Journal of Applied Business Research*, 18(2), 85-88.
- European Central Bank (ECB) Euro System (2024), Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem, <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/balance/html/index.en.html>, (Erişim Tarihi: 2024)
- European Central Bank (ECB) Euro System (2024), Key ECB interest rates, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html, (Erişim Tarihi: 2024)
- Fabrozzi, F. J., Drake, P. P. ve Polimeni S. P. (2007), *The Complete CFO Handbook*, Wiley.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (Fred) (2024), Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level, <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>, (Erişim Tarihi: 2024),
- Financial Stability Board (2023), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation, <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P181223.pdf> (Erişim Tarihi: 2024)
- Goodhart, C. ve Pradhan, M. (2020), A Switch from Debt to Equity Finance?. In: *The Great Demographic Reversal*. Palgrave Macmillan.
- Gür, N. (2017), “Sosyal Güven, Kurumlar ve Finansal Gelişme”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 625, 29-40.
- Gür, N. (2022), “Patience and Financial Development”, *Finance Research Letters*, 44, 102045. Haerpfer, C., Inglehart, R., Moreno, A., Welzel, C., Kizilova, K., Diez-Medrano J., Lagos, M., Norris, P., Ponarin, E. ve Puranen, B. (eds.) (2022), *World Values Survey: Round Seven – Country-Pooled Datafile Version 6.0*. Madrid, Spain & Vienna, Austria: JD Systems Institute & WVSA Secretariat, <https://www.worldvaluessurvey.org/WVSDocumentationWV7.jsp> (Erişim Tarihi: 2024)

Hagedoorn, J. ve Duysters, G. (2002), “The Effect of Mergers and Acquisitions on the Technological Performance of Companies in a High-Tech Environment”. *Technology Analysis & Strategic Management*, 14(1), 67-85.

Hayashi, F. ve Prescott, E. C. (2002), “The 1990s in Japan: A Lost Decade”, *Review of Economic Dynamics*, 5(1), 206-235.

Hoshi, T. (2006), “Economics of The Living Dead”, *The Japanese Economic Review*, 57(1), 30-49.

International Monetary Fund (IMF) (2024), *Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic*,
<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>, (Erişim Tarihi: 2024)

Kaban, İ. (2017), “Kullanımı Yaygın Olan Teminat Türleri Çerçevesinde Bankalarda Nakdi Krediler İçin Ayrılacak Özel Karşılıkların Muhasebeleştirilmesi”, *Marmara Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 39(1), 195-211.

Klaus, A. ve Litzenberger, R. H. (1973), “A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage”, *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

Krouse, C. G. ve Lee, W.Y. (1973), “Optimal Equity Financing of the Corporation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8(4), 539-563.

Lu, L. ve Keller, A. (2022), “Is it China’s Lehman Brothers Moment? Unveiling Evergrande Debt Crisis, Financial Risks, and Regulatory Implications”, *Law and Financial Markets Review*, 16(1-2), 133-144.

Resmi Gazete (2006), *Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanunu*,
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/03/20060301-1.htm> (Erişim Tarihi: 2024)

Resmi Gazete (2013), *Birleşme ve Bölünme Tebliği*,
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/12/20131228-7.htm> (Erişim Tarihi: 2024)

Resmi Gazete (2013), *Borçlanma Araçları Tebliği*,
<https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=18452&MevzuatTur=9&MevzuatTertip=5>
(Erişim Tarihi: 2024)

Resmi Gazete (2013), *Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği*,
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130705-11.htm> (Erişim Tarihi: 2024)

Resmi Gazete (2013), *Kira Sertifikaları Tebliği*,
<https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=18451&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5> (Erişim Tarihi: 2024)

- Resmi Gazete (2013), Pay Tebliği,
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130622-8.htm> (Erişim Tarihi: 2024)
- Resmi Gazete (2013), Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği,
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130628-16.htm> (Erişim Tarihi: 2024)
- Resmi Gazete (2013), Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği,
<https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=19246&mevzuatTur=Tebliğ&mevzuatTertip=5> (Erişim Tarihi: 2024)
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. ve Bradford, D. J. (2015). Fundamentals of Corporate Finance, 11. Baskı, New York, NY: McGraw-Hill Professional.
- Sanayi Gazetesi (2024), İnşaat'tan Tekstil'e birçok sektör konkordato alarmı veriyor!,
<https://sanayigazetesi.com.tr/insaattan-tekstile-bircok-sektor-konkordato-alarmi-veriyor/>,
 (Erişim Tarihi: 2024)
- Schumpeter, J. A. (2013), Capitalism, Socialism and Democracy, Routledge.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (2023), Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni 2023/82,
<https://spk.gov.tr/data/658f25ff8f95db27604610b0/82-2023.pdf> (Erişim Tarihi: 2024)
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (2024), 2024 Yılı İstatistik Bültenleri,
<https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2024-yili-istatistik-bultenleri> (Erişim Tarihi: 2024)
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (2024), Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi,
<https://spk.gov.tr/kurumlar/yatirim-ortakliklari/girisim-sermayesi-yatirim-ortakliklari/tanitim-rehberi> (Erişim Tarihi: 2024)
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) (2024), Halka Arz,
<https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/Halka%20Arz.pdf> (Erişim Tarihi: 2024)
- Shen, G. ve Chen, B. (2017), “Zombie Firms and Over-Capacity in Chinese Manufacturing”, China Economic Review, 44, 327-342.
- Sırma, İ. (2018), “Gayrimenkul Sertifikalarının İhracında Yatırımcıların Korunması”, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 10(18), 125-136.
- Singh, H. ve Zollo, M. (1998), “The Impact of Knowledge Codification, Experience Trajectories and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions”, Wharton Financial Institutions Working Paper Series.

Song, H. S. (2005), "Capital Structure Determinants an Empirical Study of Swedish Companies", CESIS Electronic Working Paper Series, 25, 1-26.

Terence, C. M. (2017), Corporate Finance: The Basics. Routledge.

The Global Treasurer (2024), Understanding China's Real Estate Crisis,
<https://www.theglobaltreasurer.com/2024/04/29/understanding-chinas-real-estate-crisis/>,
(Erişim Tarihi: 2024)

The World Bank (2021), Enterprise Surveys,
<https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0037947/Enterprise-Surveys> (Erişim Tarihi: 2024)

Toplu Konut İdaresi (TOKİ) (2024), Park Maveria III Gayrimenkul Sertifikası,
<https://www.toki.gov.tr/park-mavera-iii-gayrimenkul-sertifikasi> (Erişim Tarihi: 2024)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS (2024), 1 Hafta Repo,
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Pa+ra+Politikasi/Merkez+Bankasi+Faiz+Oranlari/1+Hafta+Repo>, (Erişim Tarihi: 2024)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS (2024), Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (Stok, %)(Aylık),
<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (Erişim Tarihi: 2024)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS (2024), Merkez Bankası Bilançosu (Yeni),
https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_13/5934/DataGroup/turkish/bie_mbblnca/, (Erişim Tarihi: 2024)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS (2024), TÜİK - Fiyat Endeksi (Tüketici) (2003=100)(Aylık), <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>, (Erişim Tarihi: 2024)

Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) (2022), Kurumsal Sektör Hesapları,
<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Kurumsal-Sektor-Hesaplari-2022-49669>, (Erişim Tarihi: 2024)

Wang, Y. ve Zhu, Y. (2021), "The financing and investment crowding-out effect of zombie firms on non-zombie firms: Evidence from China", Emerging Markets Finance and Trade, 57(7), 1959-1985.

Weston, J. F. ve Weaver, S. C. (2004), Mergers & Acquisitions, McGraw Hill.

DEĞİŞEN MAKRO EKONOMİK KOŞULLARDA FİRMALARIN FİNANSMANA ERİŞİMİ:

SORUN TESPİTİ VE ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Dünyada ve Türkiye’de değişen makro ekonomik koşullar reel sektörü derinden etkilemektedir. Firmaların özellikle finansman konusunda zorluklarla karşılaştığı görülmektedir. Nesilden nesile farklılaşan finansman tercihlerinin yanı sıra kredi koşullarının gevşediği zaman dilimlerinde öz sermaye kullanımı oldukça azalmaktadır. Kredi koşulları sıkılaştığında ise hem krediye erişim hem de yükselen faizler dolayısıyla firmalar borç girdabı içerisinde kaybolmakta ve iflasa kadar götürecek sorunlarla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durumun önlenmesi için çözüm önerileri geliştirilmesi reel sektörün sağlıklı işlemesi açısından hayati önem arz etmektedir.

İstanbul Ticaret Odası Stratejik Araştırmalar Merkezi tarafından hazırlanan “Değişen Makro Ekonomik Koşullarda Firmaların Finansmana Erişimi: Sorun Tespiti ve Çözüm Önerileri” başlıklı rapor makro ekonomik koşulların dünyadaki ve Türkiye’deki gidişatını ele alarak firmaların karşılaştığı finansman sorunlarının nedenlerini ve sonuçlarını kapsamlı bir şekilde incelemektedir. Rapor kapsamında elde edilen bulgular firmaların yıllar boyunca banka kredilerine artan bir biçimde bağımlı kaldıklarını ve proje ve yatırımlarında öz sermaye kullanımını göz ardı ettiklerini ortaya koymaktadır. Bu nedenle raporda banka kredileri dışındaki genel finansman seçeneklerine yer verilerek firmalara banka kredilerine alternatif olarak kullanabilecekleri belli başlı finansman olanakları sunulmaktadır. Ayrıca yapılan anket çalışması ile firmaların proje ve yatırımlarında neden öz sermaye kullanmadıkları sorusuna cevap aranırken firmalarda öz sermaye kullanımının önünün açılabilmesini sağlayacak önlemlere ve politika önerilerine yer verilmektedir. Son olarak değişen makro ekonomik koşullarda firmaların finansal sağlıkları için öz sermaye kullanımının önemi ortaya konulmakta ve öz sermaye kullanımının artırılması için gereken adımlar vurgulanmaktadır.