



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

ŞİRKETLER KESİMİNİN FİNANSMAN SORUNLARI VE ALTERNATİF FİNANSMAN KAYNAKLARI

OCAK 1996
(Yayın No. TÜSİAD-T/96 - 1/192)

Meşrutiyet Caddesi, No.74 80050 Tepebaşı/İstanbul
Telefon: 249 54 48 - 249 07 23 • Telefax: 249 13 50

*Bu yayının tamamı veya bir bölümü
TÜSİAD “Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif
Finansman Kaynakları ”
referansı yazılmak kaydıyla yayınlanabilir.*

ISBN : 975-7249-21-1

Ajans Medya Reklamcılık A.Ş.

ÖNSÖZ

1994 yılında mali piyasalarda yaşanan krizin reel kesime yayılması ile birlikte finansman ve üretim arasındaki ilişki ve bunun mali piyasalar üzerindeki etkisi daha güncel bir hale gelmiştir. Yüksek düzeylerde seyreden kamu açıkları nedeniyle bu kesimin artan fon gereksinimi, şirketler kesiminin finansman imkanlarını kısıtlamaktadır. Kamu kesimi açıklarının veri olarak kabul edilerek, şirketler kesiminin bu durumdan nasıl etkilendiklerinin araştırılması, alternatif finansman kaynaklarının ve fonlama mekanizmalarının ortaya konulması ve tartışılması gerekmektedir.

Şirketler kesiminin finansal sorunlarını irdeleyen “Şirketler Kesiminin Finansman Sorunları ve Alternatif Finansman Kaynakları” adlı çalışma Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi öğretim üyelerinden Doç. Dr. Fatih Özatay ve Yard. Doç. Dr. Güven Sak ve Bankalar Birliği Genel Sekreter Yardımcısı Emin Öztürk tarafından hazırlanmıştır.

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD), kurulduğu 1971 yılından bu yana Türkiye’nin piyasa modeli içinde kalkınması, ekonomik ve sosyal yaşamda dünya standartlarına ulaşması için çabalarını sürdürmekte ve araştırmalar yapmakta, bilimsel toplantılar düzenlemekte ve çeşitli yayınlar yaptırmaktadır. Bu çalışmanın konusu ve kapsamı, TÜSİAD’ın 1995 yılında bünyesinde oluşturduğu komisyonlardan biri olan Sanayi ve Şirket İşleri Komisyonu tarafından belirlenmiş ve araştırma projesi aynı komisyon tarafından yürütülmüştür. Kamu yararına çalışan gönüllü bir özel sektör kuruluşu olan TÜSİAD yayınlarında bilimsel ve tarafsız kalmayı amaç edinmiştir. Bu nedenle, raporda belirtilen değerlendirmelerin TÜSİAD’ın veya üyelerinin görüşleriyle doğrudan ilişkisi yoktur.

ÖZGEÇMİŞLER

Fatih Özatay 1955 yılında Ankara'da doğdu. 1978 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nden makina mühendisi olarak mezun oldu. 1986 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nden iktisat dalında doktora derecesi aldı. Devlet Demir Yolları'nda makina mühendisi, Devlet Planlama Teşkilatı'nda uzman yardımcısı ve uzman, Sezai Türkeş ve Fevzi Akkaya Grubu'nda Yatırımlar Koordinatör Yardımcısı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü'nde ekonomist ve Genel Müdür Yardımcısı olarak çalıştı. Halen Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde İktisat Doçenti görevini sürdürmektedir.

Emin Öztürk 1960 yılında Tokat'ta doğdu. 1982 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden mezun oldu. ABD'de Ohio State Üniversitesi'nden iktisat dalında, Southern Methodist Üniversitesi'nden ise istatistik dalında yüksek lisans dereceleri aldı. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü'nde araştırmacı, ekonomist yardımcısı ve ekonomist olarak çalıştı. Halen Türkiye Bankalar Birliği Genel Sekreter Yardımcılığı görevini sürdürmektedir.

Güven Sak 1961 yılında Bursa'da doğdu. Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden 1983 yılında mezun oldu. 1984 yılında University of East Anglia'da iktisat dalında yüksek lisans derecesi aldı. Daha sonra 1994 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden doktora derecesi aldı. Sermaye Piyasası Kurulu'nda araştırmacı olarak çalıştı. Halen Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Maliye Bölümü'nde Yardımcı Doçent olarak görev yapmaktadır.

İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	9
2. ŞİRKETLER KESİMİNİN FİNANSMAN KAYNAKLARI	15
2.1. Veri Setindeki Şirketlerin Niteliği ve Türkiye'yi Temsil Kabiliyeti Üzerine Değerlendirmeler	17
2.2. Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri	21
2.2.1. Borç/Özsermaye Oranının Azalması	22
2.2.2. Banka Sistemi ve Şirketler Kesimi Bilançoları	29
3. MALİ SİSTEM AÇISINDAN ŞİRKETLER KESİMİNİN FİNANSMANI	31
3.1. Fon Akımlarının 1986 Sonrasındaki Seyri	33
3.2. Bankacılık Sisteminin Bilançosunda Kredilerin Payı	36
3.3. Bankaların Fon Kaynakları	36
4. FİNANSMAN-ÜRETİM İLİŞKİSİ: FİNANSMAN NEDEN ÖNEMLİ?	41
5. İKTİSAT POLİTİKALARI VE ŞİRKETLER KESİMİ	49
5.1. Sermaye Piyasalarında Kural Hakimiyetinin Sağlanması	53
5.2. Hisse Senedi Piyasalarının Geliştirilmesi: Kamuyu Aydınlatma ve Kore Modeli	54
5.3. Sabit Getirili Menkul Kıymetler Piyasasına Yönelik Tedbirlerle Verim Eğrisinin Ortaya Çıkarılması	55
5.4. Kamu Tasarruflarının Artırılması	56
5.5. Özel Emeklilik Fonlarının Devreye Sokulması	58
5.6. Yabancı Para Cinsinden Kısa Vadeli Portföy Hareketlerinin Kısıtlanması	60
5.7. Gelir Yerine Tüketimin Vergilendirilmesi	61
5.8. Tüketici Kredilerinin Zorlaştırılması	61
KAYNAKÇA	63

B Ö L Ü M

GİRİŞ

1. GİRİŞ

Türkiye’de finansman ve üretim arasındaki ilişki, kamu kesiminin artan finansman gereksinimi ve bunun mali piyasalar üzerindeki etkisi ile gündeme girmiş, mali piyasalarda 1994 yılında yaşanan krizin reel ekonomiye yayılması ile birlikte giderek daha güncel bir tartışma konusu haline gelmiştir. Konu şirketler kesimi bazında, şirketler kesiminin bütçe veya finansman kısıtı başlığı ile, 1990’lı yıllarda iktisat literatüründe de tartışılmaya başlanmıştır (Vickers, 1989; Day, 1994). Özellikle Orta Avrupa’da geçiş sürecindeki ülkeler üzerine yapılan çalışmalar konuyu son dönemde ön plana çıkarmıştır (Calvo ve Coricelli, 1993 ve 1994) .

Türkiye’de bu konuya ilişkin tartışmalar genellikle şirketler kesiminin kamunun artan fon gereksinimi nedeniyle finansman imkanlarından dışlanması çerçevesinde geliştirilmektedir. Burada üzerinde durulması gereken iki husus bulunmaktadır: Öncelikle kamu kesimi mali piyasalardan zorla kaynak toplamamakta, piyasalara herhangi bir iktisadi birim gibi girmektedir. Dolayısıyla, şirketler kesiminin mali piyasalardan dışlanması piyasa kuralları çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. İkinci olarak ise, kamu sektörünün mali piyasaların boyutlarına göre artan fon gereksinimi şirketler kesimini üretimini tatil etmeye değil, alternatif finansman kaynaklarına ulaşmaya doğru yönlendirmektedir. Dolayısıyla, özel şirketler kesiminin mali piyasalardan ve finansman kaynaklarından dışlanmasını mutlak anlamda almamak gerekmektedir.

Şirketler kesimi finansman ihtiyaçlarını normal şartlar altında içsel kaynaklardan, şirketlerarası (ticari) kredilerden ve mali sistemden karşılamaktadır. Mali sistem denildiğinde ise finansman kaynakları olarak, banka kredileri, hisse senedi ve sabit getirili menkul kıymet piyasaları bulunmaktadır.

Bu çalışma için önemli bir nokta, kamu kesimindeki dengesizlik ortada veri iken, şirketler kesiminin fonlama deseninin bu dengesizlikten nasıl etkilendiğini ortaya koymaktır. Bu çerçevede, alternatif finansman kaynaklarının ve fonlama mekanizmalarının ortaya konulması ve tartışılması gerekmektedir. Şirketler kesimi, 1980 ve 1990’lı yıllarda artan bir biçimde içsel kaynaklara, ticari kredilere, kısacası mali sistem dışındaki fonlama mekanizmalarına başvurmaktadır.

Mali sistemden sağlanan fonlara bakıldığında, banka kredileri dışında, sermaye piyasası araçlarının fon temininde yeterli büyüklüğe erişemediği ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi piyasası, şirketler kesiminin finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında etkili bir konuma gelememiştir. 1990 sonrasında hisse senedi ikinci el

piyasası olan İMKB'de gözlemlenen tempolu büyüme, birinci el piyasalarda hisse senedi ihracı yoluyla fon teminine yeterince dönüşmemiştir (Sak, 1995a).

Sabit getirili menkul kıymetler piyasası ise sağlıklı bir biçimde gelişmemiş ve 1990'lı yıllarda tamamen ortadan kalkmış gibi görünmektedir. Sabit getirili menkul kıymet piyasaları bankacılığa alternatif bir konuma gelerek fon dağıtımında etkinliğe katkıda bulunamamıştır. Bu durumda, şirketler kesiminin mali piyasalar vasıtasıyla finansmanında bankacılık kesiminin önemi sürmektedir.

Diğer taraftan şirketler kesiminin içsel kaynak yaratma süreci de makroekonomik koşullardaki değişmeler ile yakından ilgilidir. Şirketler üretim süreci içinde başlangıçta yatırdıkları işletme sermayesinin yeniden üretimini gerçekleştirmektedirler. Belirsizlik koşulları ve makroekonomik istikrarsızlık, bu yeniden üretim sürecini olumsuz bir biçimde etkileyebilmektedir. Bu durumda üretim düzeyini korumak için alternatif kaynaklara ihtiyaç duyulabilmektedir. Diğer taraftan banka kredilerinin sağlanması da şirketler kesiminin bu yeniden üretim sürecindeki performansına bağlı olmaktadır. Ticari krediler ise esas olarak mali sisteme giriş imkanı bulunan, kredi değerliliği yüksek şirketler tarafından sisteme sağlanmaktadır. Dolayısıyla, son çözümlemede, bunların da mali sistem tarafından sağlanacak imkanlara bağlı olmasını beklemek gerekmektedir (Sak ve Ersel, 1995).

Bu çalışmada, şirketler kesiminin, mevcut şartlar altındaki finansman deseni ortaya konulduktan sonra, mali sistemle reel üretim arasındaki ilişki irdelenecektir. Şirketler kesiminin finansman imkanlarının geliştirilmesi reel üretime olumlu yönde katkıda bulunmaktadır. Üzerinde durulmakta olan konu, sürdürülebilir bir büyüme süreci için şirketler kesimine sürekli ve sağlam finansman imkanlarının sağlanmasıdır.

Sürdürülebilir bir büyüme sürecini hedefleyen iktisadi politikaların atması gereken temel adım, makroekonomik istikrarın sağlanmasıdır. İstikrarsızlık birkaç yönden şirketler kesimini etkilemektedir. Öncelikle şirketler kesiminin içsel kaynak yaratma sürecini olumsuz biçimde etkilemekte, belirsizlikleri artırmaktadır. İstikrarsızlık ve belirsizlik ise şirketlerin tekil olarak iflas riskini yükselttiği için mali sistemden kaynak aktarımını olumsuz biçimde etkilemektedir (Stiglitz, 1992). Bu durumda genel olarak mali sistemin ve özelde bankacılık kesiminin bilançolarının aktifinde riski artan kredi portföyü yerine daha likit olan menkul kıymetler portföyünün görece önemi artmaktadır.

İstikrarsızlık koşullarında bankaların daha likit kalmayı tercih etmesi, 1980'li yıllarda artan risk karşısında global düzeyde banka portföylerini etkileyen bir olgu-

dur. Bu durum Türkiye’de de uzun süren dengesizlik koşullarında ön plana çıkmıştır. Bu tespit çerçevesinde, kaynakların şirketler kesiminden uzaklaşmasının temel nedeni makroekonomik istikrarsızlık ortamında artmakta olan belirsizlik ve iflas riskidir.

Kamu kesimindeki dengesizlikten kaynaklanan yüksek ve aşağı doğru katı faiz oranları ise bu sürecin tezahürünü güçlendirmiş, şirketler kesiminin riskini artırmıştır. Bu çerçevede, kamu kesimindeki dengesizliğin giderilmesi sürdürülebilir bir büyüme süreci için gereken finansman olanaklarının sağlanması yolunda bir ilk adım olacaktır. Kamu kesimindeki dengesizliği gidermeye yönelik politikalar iki açıdan etkili olacaktır. Öncelikle kamunun artan finansman baskısının giderilmesi, faiz oranları üzerinde olumlu etkide bulunacaktır. Ancak daha da önemlisi, bu politikaların makro istikrarı hedefleyen bir çerçeveye sahip olması ve böylece şirketler kesiminin riskinin azaltılmasıdır.

Kamu kesiminin finansman gereksiniminin azaltılması hem uzun dönemlidir hem de gerçekleştirilmesi ve sonuçları itibariyle mekanik bir süreç değildir. Kamu kesiminin finansman gereksiniminin herhangi bir biçimde küçülmesi ve yurtiçi mali piyasalar üzerindeki baskının azaltılması, şirketler kesimine fon akışını otomatik olarak gündeme getirmeyecektir. Bu süreçte makroekonomik istikrarın da hedeflenmesi, geleceğe yönelik beklentilerin de olumluya dönüştürülmesi gerekmektedir. Örneğin, dışarıdan sağlanacak fonlarla kamu kesiminin yurtiçi mali piyasalar üzerindeki baskısının hafifletilmesi, banka sistemin kredi portföyünü doğrudan artırmayacaktır. Bunun nedeni, sistemik riskin devam etmesidir. Kamu kesiminin yurtiçi mali piyasalar üzerindeki baskısının hafifletilmesinde izlenecek yol fon akımlarının yönü ile ilgili olarak belirleyici olacaktır.

Genel istikrarın önemi vurgulandıktan sonra üzerinde durulması gereken bir başka husus, şirketler kesimine alternatif finansman imkanlarının sağlanması ile ilgili politika çerçevesi ve seçenekleridir. Bunun için, veri koşullar altında, izlenecek iki yol bulunmaktadır. Bunlardan ilki, tekil şirketlere özgü yeni finansman yöntemleri ve araçlarının geliştirilmesidir. Bu tür, araç bazında, yeniliklere yönelik bir politika sermaye piyasaları çerçevesinde denenmiş, pek çok yeni araç tanımlanmış, ancak bunların kullanımından beklenen performans yakalanamamıştır. İkinci seçenek ise yurtiçi mali piyasaların boyutlarını büyütmeye yönelik bir iktisadi politika çerçevesinin ön plana çıkarılmasıdır.

Küreselleşme süreci içerisinde gelinecek noktada, yapılan çalışmalar yurtiçi mali piyasaların öneminin azalmadığını ortaya koymaktadır (Edwards, 1995). Sağlam bir

büyüme sürecinin başlangıç noktası, güçlü mali piyasalardır. Türkiye ekonomisinin temel sorunlarından birisi, 1980'li yıllarda finansal liberalizasyon yönünde alınan tedbirlere rağmen mali piyasaların boyutlarının henüz küçük olmasıdır. Bu çerçevede, tasarruf oranlarının artırılmasının teşvik edilmesi ve bu arada tasarrufların daha çok mali piyasalarda toplanmasının sağlanması gerekmektedir.

Bu çalışmada özellikle ikinci seçenek açısından alınabilecek önlemler üzerinde durulacaktır. Kamu kesimindeki dengesizliğin mali piyasalarda yarattığı baskıyı geçici olarak hafifletmeyi değil, makroekonomik istikrarı da yakalamayı hedefleyen politikaların yanında, sürdürülebilir bir büyüme sürecini yakalayabilmek için mali piyasaların boyutlarını da büyütmeyi hedefleyen bir iktisadi politikalar demeti Türkiye'de şirketler kesiminin finansman imkanlarını genişletecektir.

Bu çerçevede, Türkiye gibi cari açık veren ülkelerin dış finans yollarını tıkamayı değil, bunların seyri üzerinde etkili olmayı öğrenmesi gerekmektedir. Çalışmada bu konuda dünya deneyiminden alınabilecek dersler üzerinde de durulacaktır.

İkinci bölümde şirketler kesiminin finansman deseni şirketler bilançolarından yola çıkılarak irdelenmektedir. Burada mali piyasalar dışındaki finansmanın önemi ve bankaların şirket finansmanı açısından konumu ortaya konulmuştur. Üçüncü bölüm, aynı konulara mali sistem cephesinden bakmakta, banka davranışlarını ele almakta ve şirketler kesiminin finansmanını banka bilançolarından değerlendirmektedir. Dördüncü bölümde ise kredi ve reel üretim arasındaki ilişki ele alınmıştır. Bu bölümde şirketler açısından finansman kısıtının önemi bazı anket çalışmalarına atıfta bulunularak değerlendirilmektedir. Beşinci bölümde şirketler kesiminin finansman imkanlarının nasıl geliştirileceği, bu konuda kamu iktisadi politikasının ana hatlarının ne olması gerektiği tartışılmaktadır. Bu politika alternatiflerinin ortaya konulması bütünüyle benimsendikleri anlamına gelmemektedir. Geniş bir yelpaze içinde, şirketler kesiminin finansman imkanlarını geliştirebilecek iktisat politikası seçeneklerinin avantajları ve dezavantajlarıyla değerlendirilmesi amaçlanmaktadır.

B Ö L Ü M 2

ŞİRKETLER KESİMİNİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

2. ŞİRKETLER KESİMİNİN FİNANSMAN KAYNAKLARI

İlk aşamada, şirketler kesiminin finansman eğilimlerindeki gelişmeleri ele almak gerekmektedir. Bu bölümde ilk akla gelen kaynak, şirketlerin bilanço ve gelir tablolarıdır. Bu amaçla Sermaye Piyasası Kurulu bünyesinde oluşturulan 1982-1993 yılları arasında her yıl için verisi bulunan 69 şirketten oluşan bir set kullanılmaktadır. Demirçelik-Temir (1995) veri setinin 1982-1988 yılları arasında kalan bölümünün SPK, 1989-1993 yılları arasının ise İMKB'den derlendiği söylemektedir. İMKB'den elde edilen verilerle kapsanan döneme 1994 yılı da eklenmiştir.

Bu 69 şirketin 3 tanesi holding, 1 tanesi yatırım ve pazarlama şirketi, 2 tanesi turizm işletmesidir. Geri kalan 63 adedi ise imalat sanayiinde faaliyet göstermektedir. Çalışmanın bu bölümünde, bu 69 şirketin, 13 yıllık döneme ait, konsolide bilanço ve gelir tabloları baz olarak alınmıştır. Bilanço ve gelir tablolarının ayrıntılarına daha kolaylıkla ulaşılabildiği için SPK veri setinin kullanılması kararlaştırılmıştır. Ayrıca muhasebe standartlarının varlığı nedeniyle karşılaştırma yapabilme imkanı ve 1980'lerin başına doğru veri setini uzatabilme imkanı SPK setinin kullanımı gereğini ortaya çıkarmaktadır.

Konsolide bilançolar üzerinden şirketler kesiminin finansman eğilimlerine ilişkin değerlendirmelere geçmeden önce, veri setindeki şirketlerin özelliklerine ve Türkiye'de şirketler kesimini temsil etme açısından niteliğine değinmekte yarar görülmektedir. Şirketler kesimi ile ilgili bir başka veri seti de T.C. Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde bulunmaktadır. Burada 4083 şirkete ait bilanço ve gelir tablosu bilgileri derlenmektedir. SPK/İMKB veri setinin TCMB veri seti ile karşılaştırılması, eldeki şirketlerin niteliği ile ilgili önemli ipuçlarını sergilemektedir. Benzer bir karşılaştırma Sak-Ersel (1995) tarafından farklı bir SPK/İMKB veri seti ile yapılmış ve burada sergilenene benzer sonuçlar elde edilmiştir.

2.1. Veri Setindeki Şirketlerin Niteliği ve Türkiye'yi Temsil Kabiliyeti Üzerine Değerlendirmeler

Öncelikle SPK/İMKB veri setindeki şirketlerin borç/özsermaye oranları, TCMB setindeki oranla önemli ölçüde daha düşük görünmektedir. Bunun anlamı, kullanılan veri setindeki şirketlerin Türkiye ortalamasına göre sermaye tabanı açısından daha güçlü şirketler olmalarıdır. Yine aynı biçimde, ortalama aktif büyüklüğü açısından bakıldığında, SPK/İMKB veri setindeki firmaların daha büyük oldukları görülmektedir.

Aktif toplamı açısından bakıldığında daha büyük ve özsermaye tabanı daha güçlü şirketlerin finansman eğilimlerine ilişkin ilk öngörü, bunların mali sistem açısından daha kabul edilir, kolaylıkla kredilendirilebilir olmaları gerektiğidir. Özellikle banka sistemi açısından bakıldığında bu tür şirketlerin kendilerini fonlamalarının daha kolay olmasını beklemek gerekmektedir.

SPK/İMKB ve TCMB veri setlerine dahil şirketlerle ilgili karşılaştırmaya bilançoların pasif tarafındaki borç kalemlerinin dağılımı açısından devam edildiğinde, ikinci sonuç, beklendiği gibi, SPK/İMKB veri setindeki şirketlerin toplam borçları içinde banka kredilerinin payının daha yüksek olmasıdır. Buna karşılık, TCMB veri setinde yer alan görece olarak daha küçük ve yine görece olarak özsermaye tabanı daha zayıf olan şirketlerin toplam borçları içinde alınan ticari krediler daha büyük bir paya sahip bulunmaktadır. Kullanılan veri setindeki şirketler faaliyetlerinin finansmanı açısından içsel kaynaklarının yanı sıra mali sisteme başvururken, daha küçük ölçekli olan şirketler finansman açısından ticari ilişki içinde bulundukları diğer şirketlerin sağladığı imkanlara, yani ticari kredilere daha bağımlı durumdadırlar. Burada “ticari kredi” kavramı ile kastedilen, şirketlerin kendi aralarındaki vadeli alım veya satım işlemleri sonucunda oluşan borç-alacak ilişkileridir.

Bu aşamada, genelleme yapmanın riski göze alınarak, görece olarak büyük ölçekli ve mali sisteme başvurma imkanına sahip şirketlerin, diğerlerinin finansman gereklerini karşılamada önemli bir rol üstlenmekte oldukları öne sürülebilir. Burada mali sisteme başvurma imkanı denildiğinde yalnızca banka sistemi ve banka kredileri kastedilmemektedir. Bunun yanı sıra 1982 yılından beri geliştirilmesi için çalışılan sermaye piyasalarını da dikkate almak gerekmektedir.

Bu çerçevede, hisse senedi ve tahvil ihraçları gündeme gelmektedir. Toplam borçların kompozisyonuna bakıldığında, sabit getirili menkul kıymet ihracı vasıtasıyla finansmanın, tahvil piyasalarının daha canlı olduğu 1980’lerin ikinci yarısında bile toplam borçların yüzde 2’sine ancak ulaşabildiği, 1990’lı yıllarda ise neredeyse tamamen ortadan kalktığı görülmektedir. Hisse senedi ihracı yoluyla finansman ise tahvile kıyasla daha yüksek bir paya sahip olmakla birlikte yine de toplam finansman açısından yeterli değildir.

SPK/İMKB veri setindeki firmaların mali piyasalardan daha kolay faydalanabildikleri dikkate alındığında, bu durumun, sermaye piyasalarının Türkiye’de halen alternatif bir fonlama mekanizması haline gelemediğini gösterdiği söylenebilir. Bunun iki temel nedeni vardır. Bunlardan ilki, sermaye piyasalarının gelişme sürecinin henüz başında bulunması, ikincisi ise kamu sektörünün sabit getirili menkul

Tablo 1
SPK/İMKB ve TCMB Veri Setlerinin Karşılaştırılması

	1991				1992				1993			
	SPK / İMKB		TCMB		SPK/İMKB		TCMB		SPK/İMKB		TCMB	
	A	B			A	B			A	B		
Borç/Özsermaye (%)	0,94	0,76	1,66		0,96	0,76	1,82		1,09	0,83	2,1	
Ortalama Aktif Büyüklüğü (Milyon TL.)	348.620	409.326	46.535		572.007	693.337	81.566		1.007.717	1.203.930	148.473	
Banka Kredileri/ Toplam Borç (%)	37,7	40,15	35,40		35,9	43,5	33,1		37,5	36,7	34,3	
Alınan Tic.Krediler/ Toplam Borç.(%)	22,1	22,0	29,03		23,3	22,0	31,4		23,73	26,0	32,7	
Verilen Tic.Krediler/ Toplam Aktifler(%)	27,1	24,6	26,00		28,7	26,1	26,39		31,95	27,3	29,1	
Menkul Kıymet.Portf./ Toplam Aktifler (%)	11,3	4,10	4,6		13,9	7,8	6,5		12,1	10,30	6,9	

A: Sak ve Ersel (1995)
B: Demirçelik ve Temir (1995)

kıymetler piyasasındaki payının giderek artmasıdır. Konsolide bilançoların aktif tarafında iki hususun daha altının çizilmesinde, hem yukarıda geliştirilen argümanları tamamlamak, hem de kullanılan veri setinin özelliklerini ortaya koymak açısından yarar bulunmaktadır. Öncelikle aktifteki verilen ticari krediler kalemine bakılmalıdır. Verilen ticari krediler, her iki setteki şirketlerin ticari ilişki içinde bulundukları diğer şirketlere ne ölçüde kredi açtıklarını göstermektedir. Tablodan izlenebileceği gibi, SPK/İMKB veri setinde bulunan, aktif toplamı açısından daha büyük, özsermaye tabanı daha güçlü olan ve mali sistemden daha fazla fon sağlayan şirketler, görece olarak daha fazla ticari kredi açmaktadırlar. Bu durum Sak-Ersel (1995) tarafından kullanılan veri setinde daha belirgin iken bu çalışmada kullanılan veri seti için de öne sürülebilmektedir.

Bu durumda mali sisteme girme imkanı daha fazla olan şirketlerin bu imkanı daha kısıtlı olan şirketler faaliyetlerini ticari kredilerle fonladıkları söylenebilir. Aktifte alacak portföyü veya ticari kredi portföyü taşıyan şirketlerin, kendi reel faaliyetlerinin dışında ticari işlemlerinden doğan alacaklarını da finanse etmeleri gerekmektedir. Ticari kredi portföyünün finansmanı ise esas olarak mali piyasalara girişi daha kolay olan şirketler tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Bu çerçevede, çeşitli nedenlerle mali sistemin dışında kalan şirketlerin finansman ihtiyaçları dolaylı olarak görece daha büyük ve mali sistemi daha iyi kullanabilen şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir.

Konsolide bilançoların aktif tarafında dikkati çeken bir başka husus ise, menkul kıymet portföylerinin aktif toplamı içindeki payıdır. Tablodan da izlenebileceği gibi, SPK/İMKB veri seti içinde yer alan şirketlerin bilançolarında menkul kıymetler portföyünün aktif toplamı içindeki payı daha yüksektir. Bu durum bu tür şirketlerin ellerindeki fonların bir bölümünü likit varlıklara yatırarak, iktisadi aktivitedeki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek risklere karşı ortalama şirketlere oranla daha sağlam bir korunma imkanına sahip oldukları biçiminde yorumlanabilir.

Şirketler kesimi reel yatırımları açısından üç ana finansman yöntemine sahiptir: Bunlardan ilki, içsel kaynaklarından yaratılan fonlar ve bunların eklenmesi ile büyüyen sermayedir. İkincisi, mali piyasalardan banka kredisi, hisse senedi ve tahvil ihracı vasıtasıyla fon toplanmasıdır. Üçüncü finansman kaynağı ise, menkul kıymetler portföyünde biriken, likit değerlere yatırılmış olan tutardır. ihtiyaç halinde portföyde bulunan menkul kıymetler likide edilerek, elden çıkarılarak finansman gerekleri karşılanabilmektedir. Bu açıdan, menkul kıymetler portföyü, şirketin olası ters gelişmeler karşısında dayanma gücünü artırmaktadır. Bu tür portföylerin 1994

krizinin atlatılmasında şirketlere sağladığı kolaylık, Sak-Ersel (1995) tarafından özellikle vurgulanmaktadır. Menkul kıymetler portföyü vasıtasıyla, likide edilebilecek değerlerin bilançoda bulunması, şirketlerin mali piyasalardan ve bankacılık kesiminden fon teminini de olumlu bir biçimde etkilemektedir.

Konuya nakit yönetimi açısından bakıldığında, bu tür portföylerin mali kesimde fon dağıtanlara verdiği sinyal de olumludur. Şirketin elindeki atıl fonları verimli bir biçimde değerlendirebilmesi, şirket yönetiminin fon yönetimi açısından becerisi ile ilgili olumlu bir mesaj da iletmektedir.¹

SPK/İMKB ve TCMB veri setlerinin karşılaştırılması, bunlardan ilkinin Türkiye ortalamasının üzerinde büyüklüğe sahip, mali piyasalara giriş imkanları daha fazla olan şirketlerden oluştuğunu göstermişti. Açıkça ki, bu tür şirketlerin finansmanla ilgili problemlerinin daha az olması, finansman kısıtlarının da daha az bağlayıcı olması beklenmektedir. Şirketlerin finansman eğilimleri ile ilgili bulguların bu tespitin ışığında değerlendirilmesi ve tüm şirketleri kapsayacak genellemelerde bu özelliğe dikkat edilmesi gerekmektedir.

2.2. Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri

Bu bölümün amacı, şirketler kesimi bilançolarının pasif tarafındaki eğilimleri incelemek ve mali yapıdaki gelişmeleri değerlendirmektir. Ancak, bir önceki bölümde kullanılan veri setinin temsil kabiliyeti araştırılırken, şirketler kesiminin finansal pratiklerine bir ölçüde değinilmiştir. 1982-1994 arasını kapsayan ve bu çalışmaya temel teşkil eden SPK/İMKB veri setinden elde edilen konsolide bilanço ve gelir tablolarındaki eğilimler bu alt bölümde değerlendirilmektedir. Burada iki temel nokta üzerinde durulacaktır. Bunlardan ilki, borç/özsermaye oranlarının in-

¹Bu değerlendirmelere karşın, Türkiye'de son dönemde şirketler kesiminin büyüyen menkul kıymet portföyleri olumsuz bir biçimde ele alınmaktadır. Bu tür değerlendirmelerde, rant ekonomisi başlığı altında, şirketler kesiminin menkul kıymetler portföyüne yönelmesi eleştirilmekte, kaynakların reel yatırımlardan uzaklaştığı öne sürülmektedir.

Genel olarak bilançonun aktif tarafında menkul kıymet portföyü bulundurmamak, kaynakları reel kesimden uzaklaştırmaz. Yalnızca ilgili şirketin reel yatırımlarından uzaklaştırır. Her şirket en iyi kendi durumunu bileceğine göre, atıl fonlar menkul kıymetler vasıtasıyla daha verimli yatırımlara yönelerek, kaynak dağılımının etkinleşmesine de katkıda bulunabilir. Burada fonların kamu menkul kıymetlerine yönelmesi ve kamu menkul kıymetlerinin en yüksek getiriye temin etmesi, Türkiye'de kamunun finansman gereksiniminin mali piyasaların boyutlarına göre çok yüksek olmasından kaynaklanmaktadır ve bu sorunun tekil şirketler tarafından çözülebilmesi mümkün değildir.

Yukarıda çizilen çerçeve içinde meseleye bakıldığında, şirketlerin artan makro ekonomik belirsizlikler çerçevesinde, risk yönetimi açısından kamu menkul kıymetlerine yönelmesi ise anlaşılabilir ve açıklanabilir bir durum olup, yine tekil şirketler tarafından çözüme kavuşturulması beklenemez.

Kamu iktisadi politikaları ekonomideki dengesizlikleri çözümlenmeyi hedeflemediği müddetçe, şirketler kesiminin veri koşullar altında başka bir biçimde davranmasını beklemek, şirketler kesimini kazanç elde etmek yerine başka saiklerle davranmasını varsaymakta ve modelin özüne uymamaktadır.

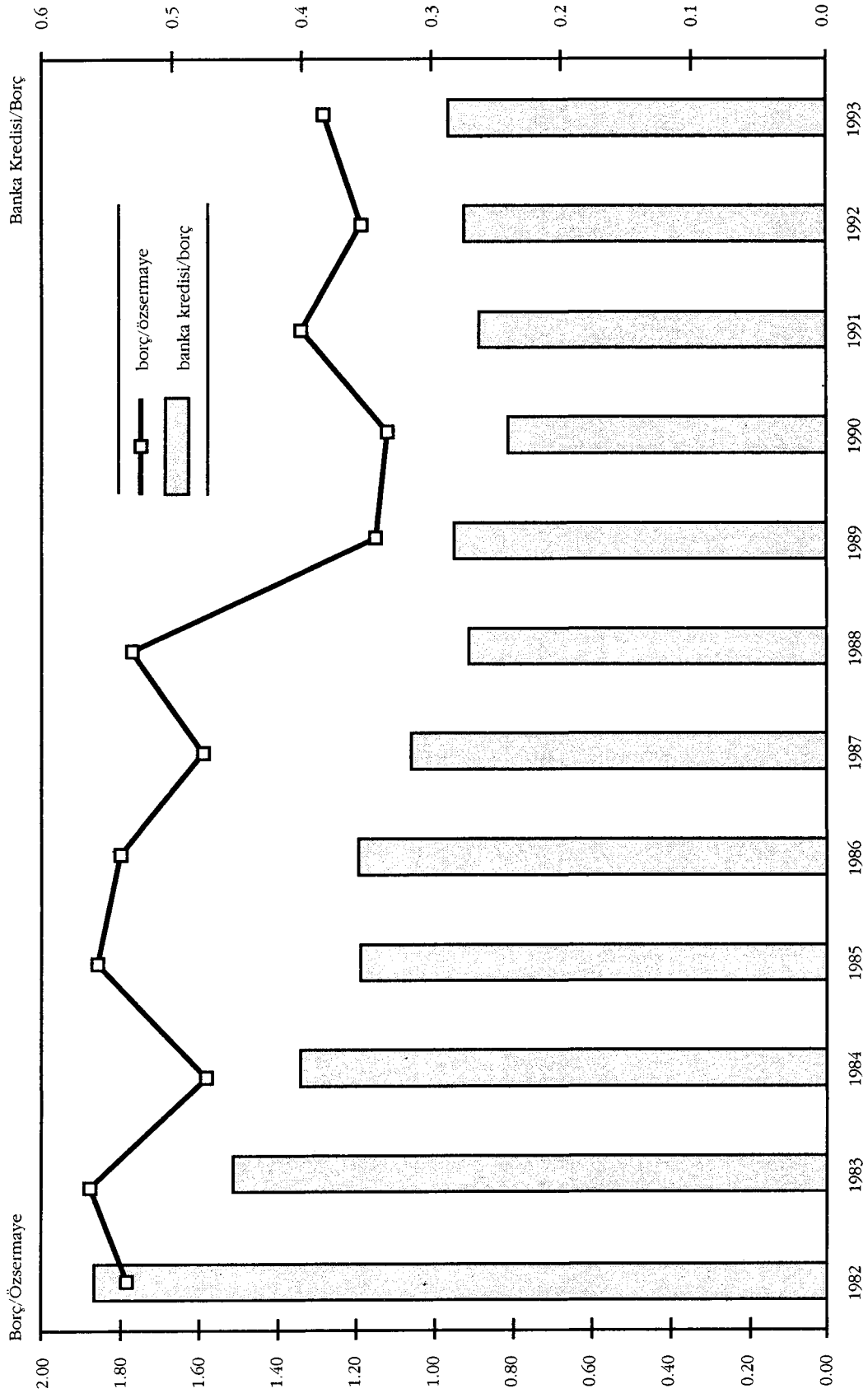
celenen süre içinde azalma eğilimi içinde olmasıdır. ikincisi ise, yabancı kaynaklar içinde ağırlıklı olarak banka sisteminin kullanılmasıdır. Bu bölümde, bu eğilimlerin konsolide bilançolardaki görünümü ve bunun nedenleri üzerinde durulacaktır.

2.2.1. Borç/Özsermaye Oranının Azalması

1982-1994 dönemine bakıldığında göze çarpan ilk temel eğilim, borç/özsermaye oranlarının dönem boyunca azalma eğiliminde olmasıdır. Borç/özsermaye oranı ortalamaya göre düşük olan bu şirketlerde anılan oranın, 1982-1994 döneminde, özellikle 1993 yılına kadar sistematik bir biçimde azalmaya devam etmesi, üzerinde düşünülmesi gereken bir husustur. Tablo 2.A'dan izlenebileceği gibi, 1982 yılında 1,85 olan borç/özsermaye oranı, 1990 yılında en düşük değer olan 0,79'ü kadar inmiş ve 1993 yılında 0,92 olmuştur. 1994 yılında 1,28 olan borç/özsermaye oranının, yaşanan kriz nedeniyle, bankaların kredilerini geri ödeyemeyen şirketlere sağladıkları kolaylıklar nedeniyle arttığı düşünülebilir (Grafik 1).

Dikkat edilmesi gereken bir husus, toplam borç kalemi içinde, 1989 yılından itibaren ortaya çıkan kıdem tazminatı karşılıklarının yarattığı etkinin düzeltilmesi gereğidir. SPK, 1989 yılı sonunda yayımlanan bir tebliğ ile 1989 yılı bilançolarından başlayarak, şirketlerde kıdem tazminatı yükümlülüklerini hesaplamalarını ve bunun için bir karşılık ayırmalarını istemiştir. Bu durum, borç/özsermaye rakamlarının görece olarak yükselmesine ve uzun dönemde karşılaştırma yapmanın güçleşmesine neden olmuştur. Bu gelişme dikkate alınarak, kıdem tazminatı karşılığı, borç/özsermaye oranının hesaplanmasında hariç tutulmuştur. Bu durumda, borç/özsermaye oranı 1990'da 0,69'a düşmekte, 1993'de 0,83 ve 1994'de ise 1,21 olmaktadır.

1989 ve sonrası için gereken düzeltmeyi yaptıktan sonra, borç/özsermaye oranındaki düşme konusuna dönüldüğünde, önce hesaba katılması gereken bir başka husus, bu kez oranı düşme yönünde etkileyen bir yasal düzenlemedir. Maliye Bakanlığı'nın 1984 sonrasında uygulamaya koyduğu yeniden değerlendirme mekanizması ile, maddi varlıkların yeniden değerlendirilmesi sonucu bozulan aktif ve pasif dengesini yeniden tesis etmek üzere, özsermaye içinde bir yeniden değerlendirme değer artışı karşılığı hesabı tesis edilmiştir. Bu çerçevede, sermaye artırımlarının bir bölümü de bu hesaptan kaydı olarak yapılabilmektedir. Bu durumda özsermaye hem karşılıklar nedeniyle hem de sermayenin artıyor görünmesi nedeni ile sürekli olarak büyümektedir. Burada tam anlamıyla bir düzeltme yapabilmek mümkün görünme-



Grafik 1
ŞİRKETLER KESİMİ PASİF YAPISI

Tablo 2A**Borç/Özsermaye Oranı**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1995
Borç/Özser.Oranı	1,85	1,50	1,33	1,17	1,18	1,04	0,89	0,92	0,79	0,85	0,89	0,92	1,28
Borç/Özser.*	-	-	-	-	-	-	-	-	0,69	0,76	0,76	0,83	1,21

* 1990 ve sonrasında kıdem tazminatı karşılığı toplam borçlar içinden düşülerek hesaplandı

Tablo 2B**Özsermayenin Bileşenleri
(Yüzde Dağılımı)**

	1990	1991	1992	1993	1994
Ödenmiş Sermaye	40,03	41,00	38,15	32,39	36,41
Yedek Akçeler	15,40	14,09	12,62	13,86	8,28
Kar	20,43	19,63	24,54	31,46	25,43
Yeniden Değerleme Fonu	20,00	21,34	22,12	20,77	27,95
Emisyon Primi	4,14	3,94	2,57	1,52	1,93

mektedir. Çünkü karşılık hesabı yıllık olarak görünse bile kaydi artışlar tam olarak izlenememektedir.

Bu durumda özsermayedeki artış bütünüyle şirketin finansman imkanlarındaki bir genişlemeye işaret etmemektedir. Özsermayedeki artışın kaynakları tam olarak ayrıştıralamasa bile, Tablo 2 B özsermayenin dağılımı ile ilgili ipuçları vermektedir. Buna göre, özsermayenin içinde kar kaleminin payı artmaktadır. Kar kalemi şirketin içsel fon yaratma kapasitesi olarak alındığında, şirketler kesiminin finansman açısından giderek kendi yarattıkları fonlara yöneldiği söylenebilmektedir.

Bu arada 1990'lı yıllarda özsermaye kalemleri içinde emisyon priminin yer almaya başlamasının kaynağında ise 1990'lı yıllarda daha önceki döneme kıyasla, görece olarak, büyüyen hisse senedi ihraçları bulunmaktadır. İMKB'nin gelişme süreci içinde, hisse senedi fiyatlarının yükselmesi, hisse senetlerinin nominal değerinden değil, piyasa fiyatından satılmaya başlanmasını gündeme getirmiştir. Nominal değer ile piyasa fiyatı arasındaki fark ise, emisyon primi olarak muhasebeleştirilmektedir.

Bu çerçevede, borç/özsermaye oranının düşme eğiliminde olmasının ne anlama geldiğinin sorulması gereklidir. Burada dikkat çekici olan nokta, borç/özsermaye oranlarının düşme eğilimine girdiği 1980'li yılların aynı zamanda Türkiye'de mali liberalizasyon tedbirlerinin alındığı ve bu çerçevede, mali sistemin genişlediği bir dönem olmasıdır.²

Paradoksal olan husus, bir taraftan mali sistem genişlerken, mali sisteme kolaylıkla giriş imkanına sahip görünen ortalamanın üzerindeki firmaların finansman imkanlarını mali sistemin dışında aramalarıdır. Mali liberalizasyon tedbirlerine rağmen, şirketler kesiminin mali sistem dışında fonlamaya yönelmeleri, iç kaynaklara yöneliş ve ticari kredilerin kullanımı üzerinde durmak gerekmektedir.

Bu konu ile ilgili olarak iki tez üzerinde durmak gerekmektedir. Öncelikle kamu kesiminin finansman gereksinmesinin mali piyasalar üzerindeki etkisi nedeniyle faiz oranları yükselmekte ve şirketler kesiminin mali piyasalardan fonlama imkanları daralmakta, maliyet ise ciddi biçimde artmaktadır (Özatay, Öztürk ve Sak, 1995). İkinci olarak, Türkiye'de özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren artmaya başlayan makroekonomik istikrarsızlık ortamı ve büyüme oranlarındaki dalgalanmalar şirketler kesimini artan risklerle karşı karşıya bırakmaktadır. Bu iki nedenle şirketler kesiminin mali piyasaların dışında kaldığı düşünülmektedir.

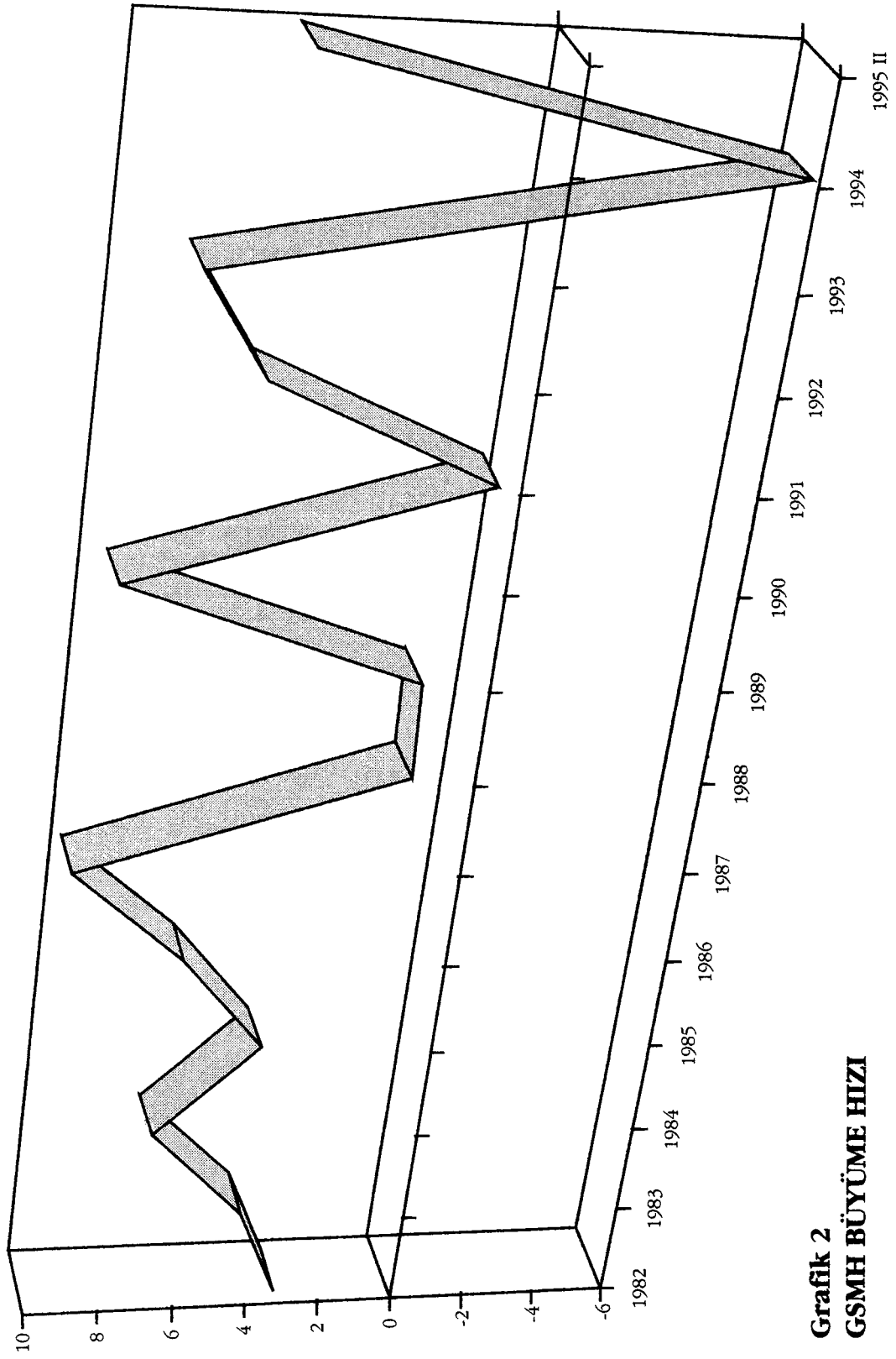
²Mali liberalizasyon süreci içerisinde sistemde biriken tasarrufların artışı, mali sistemin büyümesi, Özatay, Öztürk ve Sak (1995) tarafından özetlenmektedir. Yine aynı çalışmada, kamu kesimindeki dengesizliğin etkileri de irdelenmektedir.

Öncelikle kamu kesiminin gelir ve giderleri arasındaki dengesizlik, kamunun artan finansman gereksinmesi vasıtasıyla mali piyasalara yansımaktadır. Kamu kesiminin finansman gereksinmesinin mali piyasaların boyutlarından daha hızlı büyümesi sonucunda, yurtiçi faiz oranları yüksek ve aşağıya doğru katı olmaktadır. Bu yüksek finansman maliyetleri ve miktar kısıtı karşısında, şirketler kesimi içsel kaynaklara ve ticari krediler benzeri alternatif kaynaklara yönelmektedir. Bu yöneliş mali piyasalarda fon toplamak için rekabeti de sınırlamakta; mali piyasalar üzerinde daha yoğun bir baskıyı engellemektedir. Dolayısıyla finansman imkanları için mali piyasaların dışına yönelme vasıtasıyla şirketler kesimi, mevcut yapı içerisinde, alternatif bir finansman mekanizmasını geliştirmiş görünmektedir.

Bu çerçevede, tartışılması gereken ve bu çalışmada da bir başlangıç olarak üzerinde durulacak olan husus, mevcut yapı içerisinde bulunan bu alternatifin fon dağıtımının etkinliği açısından değerlendirilmesidir. Ticari krediler ve içsel kaynaklar vasıtasıyla fonlama, sonuçta fonların kollektif irade vasıtasıyla piyasalarda dağıtımını engellemektedir. Şirketler ticari ilişkiler içinde oldukları diğer şirketleri finanse etmeye başladıklarında veya kendi tasarrufları ile kendi faaliyetlerini finanse etmeye başladıklarında ekonominin geneli açısından, yani makro açıdan, daha pahalı bir işleme yönelmektedirler.

İkinci olarak, Türkiye ekonomisi uzun bir dönemdir istikrarsız bir çizgi izlemektedir. Burada istikrarsızlıktan kastedilen sadece yüksek enflasyon ve yüksek faizler değildir. Bunlar kadar, hatta bunlardan daha önemlisi, temel makro göstergelerdeki şiddetli dalgalanmalardır. Bunun tipik örneklerinden bir tanesi reel büyüme oranındaki hareketlerdir (Grafik 2). 1990 yılında ekonomi reel olarak yüzde 9,4 gibi çok yüksek bir büyüme hızına ulaşmıştır. Buna karşılık bir yıl sonra gerçekleşen büyüme hızı sözkonusudur. Buna karşılık izleyen yılda ekonomi yüzde 6,2 oranında küçülmüştür. 1994 krizinde bankalararası piyasada gecelik faizler yüzde 100'lerden yüzde 700 gibi inanılmaz rakamlara sıçrayabilmiştir. Son yıllarda yüzde 4-5 aralığında dalgalanan aylık enflasyon oranında bazı aylarda yüzde 30'ları aşan sıçramalar olmuştur. Bunun tipik bir örneği 1994 yılı yerel seçimlerinden hemen sonra yaşananlardır. Türk lirasının değerindeki dalgalanmalar da yukarıda saydığımız değişkenlerdeki dalgalanmalardan geri kalmamaktadır. Cari işlemler dengesi 1993 yılında 6,4 milyar dolar açık verirken, bir sonraki yıl 2,6 milyar dolar fazla vermiştir.

Bu örnekleri çoğaltmak hiç de zor değildir. Ama burada vurgulanmak istenen nokta şudur: Bu dalgalanmalar belirsizliği artırmakta, dolayısıyla da ileride olabile-



Grafık 2
GSMH BÜYÜME HIZI

Tablo 3
Toplam Borç Kalemlerinin Dağılımı

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Toplam Borçlar/ Toplam Pasif	0.65	0.60	0.57	0.54	0.54	0.51	0.47	0.48	0.44	0.46	0.47	0.48	0.50
Toplam Borçlar/ Toplam Pasif*	0.65	0.60	0.57	0.54	0.54	0.51	0.47	0.48	0.41	0.43	0.43	0.45	0.55
Mali Sistem. Borç./ Toplam Borçlar	0.56	0.59	0.49	0.57	0.57	0.51	0.54	0.35	0.33	0.39	0.35	0.37	0.47
Fin. Sistem. Borç./ Toplam Borçlar*	0.56	0.59	0.49	0.57	0.57	0.51	0.54	0.35	0.42	0.47	0.41	0.42	0.50
Banka Kredisi/ Mali Sistem. Borç.	0.96	0.95	0.96	0.96	0.95	0.92	0.96	0.97	0.99	0.98	1.00	1.00	-
K. Vd. Banka Kredisi/ Toplam Banka Krd.	0.39	0.45	0.60	0.55	0.58	0.40	0.57	0.53	0.55	0.56	0.43	0.39	-

* Kıdem Tazminatı Karşılıkları toplam borçlardan düşülerek hesaplanmıştır

cekleri öngörmeyi son derece zorlaştırmaktadır. Oysa, ekonomik birimlerin aldıkları üretim, yatırım gibi kararların dayandıkları temel değişkenlerin büyük bir kısmı gelecek ile ilgilidir. Bu değişkenlerin ileride alabilecekleri değerlerin kestirilemesi ekonomik birimlerin ufkunu son derece daraltmakta; ekonomide kısa vadeciliği hakim kılmaktadır. Bu eğilimden en olumsuz etkilenen ise geri dönüşmesi zor ekonomik kararlar olmaktadır. Bunların başında ise yatırımlar gelmektedir. Artan belirsizlik risk demektir. İktisat literatüründe risk ölçülmeye çalışıldığında çoğu zaman kullanılan ölçüt, ilgili ekonomik değişkenlerin ortalamaları etrafındaki dalgalanmalarının boyutudur. Bu ölçüt kullanıldığında Türkiye ekonomisindeki riskin düzeyinin ulaştığı değer çarpıcı olmaktadır.

Risk şirketler kesimi açısından, risk yönetimini gündeme getirmektedir. Finans literatüründe, sermayenin pahalı bir risk kontrolü yöntemi olduğu vurgulanmaktadır (Merton, 1995). Sermaye artırımını vasıtasıyla şirketler olası ters gelişmelere karşı, kendilerini korumayı amaçlamaktadırlar. Sermaye vasıtasıyla sağlanan risk yönetimi daha pahalıdır, çünkü belirli ve fiyatlanmış bir riske yönelik değildir. Genel riske karşı bir korunma sağlamaktadır. Son dönemde tekil risklerin vadeli işlemler piyasaları yoluya fiyatlanabildiği dikkate alınırsa, sermaye vasıtasıyla sağlanan toptan korumanın daha pahalı olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, şirketler kesiminin borç/özsermaye oranlarındaki azalmayı, artan risklilik ve riskten korunma açısından da değerlendirme imkanı bulunmaktadır.

Borç/özsermaye oranlarındaki azalmanın mantığını şirketler kesiminin finansman eğilimlerini değerlendirmek üzere 1991 yılında SPK tarafından DİE'ye yaptırılan anketin sonuçlarında da izlemek mümkündür. Burada genellikle yüksek maliyetlerden yakınılmaktadır. Şirketler verdikleri yanıtlarda, faaliyetlerini finanse etmek için öncelikle içsel kaynaklara başvurmayı tercih ettiklerini, bu olmadığı takdirde, banka kredilerine başvurdıklarını ifade etmektedirler. Sermaye piyasası araçları ise sıralamanın sonunda yer almaktadır.

2.2.2. Banka Sistemi ve Şirketler Kesimi Bilançoları

Yukarıda SPK/DİE anketinin ikinci sonucu olarak, eğer içsel kaynaklar faaliyetlerin finansmanı için yeterli görülmezse, şirketler kesiminin öncelikle bankalara başvurduğu hususu vurgulanmıştır. Bu konuyla ilgili olarak şirketlerin 1982-1994 dönemi konsolide bilançolarına bakıldığında, Tablo 3'den de izlenebileceği gibi, öncelikle görülen mali kesimden sağlanan kaynakların toplam yabancı kaynaklar

içindeki payının 1982'deki yüzde 56'dan, 1993 yılında yüzde 43'e inmesidir. 1989 ve sonrasında kıdem tazminatı karşılıkları ile ilgili düzeltme yapılmadığı takdirde bu oran yüzde 35'lere kadar inmektedir.

Daha önce ifade edildiği gibi, yabancı kaynakların pasifteki ağırlığı azalırken, bir taraftan da mali sistemden sağlanan yabancı kaynakların payı düşmektedir. Bu durumda zaten azalan bir kaynağın içinde, mali sistem tarafından dağıtılan yabancı kaynakların payı daha da azalmaktadır. Bu durum pasifte, daha önce tartışılan öz-sermayenin içindeki içsel kaynakların yanısıra, ticari krediler ve ortaklardan borçlar gibi kalemlerin görece olarak büyümesi anlamına gelmektedir.

Yine Tablo 3'den görülebileceği gibi mali sistemden sağlanan kaynakların önemli bir bölümü, dönem içinde ortalama yüzde 90'ı, banka sistemi tarafından sağlanan kredilerden oluşmaktadır. Tahvil ve finansman bonosu gibi sermaye piyasası araçları şirketler kesimi tarafından giderek daha az miktarda kullanılmaktadır.

SPK/DİE anketinin sonuçlarına göre sermaye piyasalarında, kamuyu aydınlatma ilkesi gereği şirket içi bilgilerin açıklanma zorunluluğu ve ihraç prosedürlerinin uzunluğu şirketleri sermaye piyasalarından uzaklaştırmaktadır.

İlginç bir gelişme yine Tablo 3'de gösterilen mali piyasalardan temin edilen yabancı kaynakların vade dağılımında gözlemlenmektedir. Yukarıda vurgulandığı gibi bu kaynaklar esas olarak banka kredilerinden oluşmaktadır. 1982-1991 döneminde toplam banka kredileri içinde kısa vadeli banka kredilerinin payı yüzde 39'dan yüzde 56'ya yükselmiştir. Türkiye'de kamu sektörünün artan finansman gereksinmesi ve artan risk nedeniyle vadelerin kısalması doğaldır. Ancak 1992-1993 döneminde kısa vadeli banka kredileri azalmaya ve uzun vadeli banka kredilerinin toplam içindeki payı artmaya başlamıştır. Bu durum esas olarak, şirketler kesiminin artan finansman maliyetleri nedeniyle kredileri ödemekte zorlanmaya başlamaları ile açıklanabilmektedir. Bankaların şirketler kesimine sağladığı kolaylıklar, uzun vadeli kredilerde görece bir genişlemeye yol açmış olabilir.

Nitekim 1994 yılında mali piyasalarda başlayan krizin reel sektöre yansımaları yine uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kredilere oranla yükselmeye başlaması sonucunu doğurmuştur. 1994 yılı bu açıdan bakıldığında, hem borç/özsermaye oranlarının arttığı, hem de banka kredilerinin, uzun vadeli kredilerde görece artış nedeniyle, konsolide bilançoların pasifinde önem kazandığı bir dönem olmuştur. 1994 krizi dördüncü alt bölümde, dikkat çekici özellikleri ile ele alınacaktır.

B Ö L Ü M

MALİ SİSTEM AÇISINDAN ŞİRKETLER KESİMİNİN FİNANSMANI

3. MALİ SİSTEM AÇISINDAN ŞİRKETLER KESİMİNİN FİNANSMANI

3.1. Fon Akımlarının 1986 Sonrasındaki Seyri

Bu bölümde şirketlerin bilançolarına ilişkin olarak önceki bölümde elde edilen sonuçların mali kesimin aktiflerindeki gelişmelerin incelenmesi yoluyla test edilmesi amaçlanmaktadır. Mali sistemin şirketler kesimine ilişkin aktifleri iki ana kalemde oluşmaktadır. Bunlardan ilki, banka sisteminin açtığı kredilerdir. İkinci ana kalem ise menkul kıymetlerdir. Üçüncü olarak bunlara özel finans kurumlarının kredi benzeri aktifleri eklenebilir. Tablo 4, bunların 1986 sonrasındaki gelişimini göstermektedir

İlk blok banka kredileridir ve ticari bankaların kredileri ile kalkınma bankaları kredileri ve Merkez Bankası'nın doğrudan kredilerinden oluşmaktadır. İkinci olarak, menkul kıymetler yer almaktadır ve kamu sektörü menkul kıymetleri ile özel sektör menkul kıymetleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Ayrıca, kamu menkul kıymetleri tahvil ve bonodan, özel sektör menkul kıymetleri ise hisse senedi, tahvil ve finansman bonosundan oluşmaktadır. Üçüncü blok ise, tamamlayıcı öge olarak tabloya ilave edilen, özel finans kurumlarının kredi benzeri aktiflerinden ibarettir.

Tablonun oluşturulmasında mali kesim aktifleri esas alındığı için varlığa dayalı menkul kıymet ya da yatırım fonu katılma belgeleri gibi araçlar dahil edilmemiştir. Bu tür araçlar mali kesim tarafından aktiflerini finanse etmek üzere kullanılmaktadır. Tabloda dikkat edilmesi gereken çok önemli bir nokta ise mali kesimin aktiflerinin stok değerlerinin değil, stok değerlerdeki yıllık değişimlerin kullanılmış olmasıdır. Diğer bir deyişle, banka kredileri, menkul kıymetler ve özel finans kurumlarının kredi benzeri aktiflerindeki yıllık değişimler yine bir akım (flow) değişken olan GSMH'ya bölünerek bir tür "fon akımları" tablosu oluşturulmuştur. Tablonun amacı, mali sektör aktiflerindeki değişimler GSMH içinde pay olarak ifade edildiğinde, bunların ne kadarının şirketler kesimine gittiğinin ortaya konmasıdır.

Tablodan ortaya çıkan ilk sonuç, ilk bölümdeki sonuçları teyid eder niteliktedir ve banka kredileri stokundaki büyümenin GSMH'ya oranının son yıllarda düşüş eğiliminde olduğunu göstermektedir. Banka kredilerindeki artışın GSMH'ya oranı 1986 yılında yüzde 10'un biraz üzerinde iken bu rakam 1994 yılı sonunda yüzde 8,1'e, 1995 yılı ortasında ise yüzde 6,3'e kadar düşmüştür. Ancak, ticari bankalar kredilerinin GSMH'ya oranındaki düşmenin toplam kredilerin GSMH'ya ora-

TABLO 4
Fon Akımları
(GSMH'ya Oranlar)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995.II
Banka Kredileri	10,3	10,2	7,1	6,4	7,4	9,0	10,3	10,5	8,1	6,3
Ticari Bankalar	8,8	8,0	5,2	6,0	7,2	5,7	7,6	7,8	5,9	7,5
Kalkınma Bankaları	0,8	0,6	1,0	0,4	0,4	0,9	0,5	0,6	0,6	0,2
Merkez Bankası	0,7	1,6	0,9	0,1	0,2	2,3	2,2	2,0	1,7	-1,5
Menkul Kıymetler	2,1	4,2	3,7	4,9	4,5	5,8	9,3	7,4	8,4	18,1
Kamu Sektörü	1,6	2,7	2,4	3,0	2,5	2,9	7,8	6,3	7,4	16,1
Hazine Bonoları	0,6	1,5	0,5	0,4	0,5	2,0	2,2	1,1	6,1	9,8
Devlet Tahvilleri	0,9	1,2	1,9	2,6	2,0	0,9	5,6	5,2	1,3	6,4
Özel Sektör	0,5	1,6	1,3	1,8	2,0	2,9	1,5	1,1	0,9	1,9
Hisse Senedi	0,4	1,1	1,2	1,6	2,0	2,8	1,5	1,1	1,0	1,9
Tahvil	0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fin. Bonosu	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Özel Finans Kur.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Toplam	12,5	14,5	10,9	11,5	12,0	15,0	19,9	18,3	16,9	24,7

nındaki düşmeden daha yumuşak olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle, Merkez Bankası doğrudan kredileri ile kalkınma bankaları kredilerindeki hareketler de sonuç üzerinde oldukça etkili olmuştur.

Menkul kıymetler stokundaki yıllık değişmelerin GSMH'ya oranına bakıldığında çok hızlı bir büyüme eğilimi göze çarpmaktadır. 1986 yılında yüzde 2,1 olan bu oran 1994 yılında yüzde 8,4'e ulaşmıştır. 1995 yılının ilk yarısında ulaşılan yüzde 18,1'lik oran ise son derece çarpıcıdır. Ancak, kamu ve özel sektör menkul kıymetleri ayrışımı yapıldığında büyümenin çok önemli bir bölümünün kamu sektörü tarafından geldiği görülmektedir. 1986 yılında kamu sektörü menkul kıymetlerindeki artış GSMH'nın yüzde 1,6'sı iken bu rakam 1994 yılında yüzde 7,4, 1995 Haziran sonu itibariyle ise yüzde 16,1 olmuştur. Özel sektör menkul kıymetlerine ilişkin rakamların ise 1986'daki yüzde 0,5'lik düzeyinden ancak yüzde 0,9 ve yüzde 1,9 gibi rakamlara ulaşabilmiş olması mali kesimin aktifindeki menkul kıymetlerin büyük ölçüde kamu sektörü tarafından arz edildiğini göstermektedir. En az aynı derecede ilginç olan bir başka husus ise özel sektör menkul kıymet stokundaki artışların hemen hemen tümünün hisse senedi hanesinde olmasıdır. Sabit getirili menkul kıymet ihracında özel sektörün alanı bütünüyle kamu sektörüne terkettiği görülmektedir.

Son olarak, özel finans kurumlarının kredi benzeri aktifler yaratarak şirketler kesimini finanse etmesi konusunda çok kayda değer gelişmeler olmadığı söylenebilir. Toplamda bakıldığında ise, mali kesim aktiflerindeki artışların GSMH'ya oranının 1992 ve 1993 yıllarında oldukça büyüdüğü, bu yıllarda mali kesimin hem banka kredileri yoluyla şirketler kesimini hem de kamu menkul kıymetleri yoluyla kamu kesimini artıran ölçüde finanse edebildiği göze çarpmaktadır. 1992 ve 1993 gibi mali kesimin hızlı büyüdüğü ve yurtdışı fonların kullanımının önem kazandığı yıllarda kamu sektörünün menkul kıymet ihracı yoluyla sistemden artan ölçüde fon kullanımı özel kesim tarafından çok fazla hissedilmemiştir. Diğer bir deyişle, mali kesim pastasının büyümekte olması durumunda hem özel sektör hem de kamu sektörüne düşen dilimler de büyüebilmektedir. Ancak, 1994 yılında mali sistem küçülürken banka kredileri yoluyla şirketler kesimine fon akımı da görece olarak daralmış ama kamu sektörünün menkul kıymet arzı yoluyla aldığı pay artmıştır. Ticari banka kredileri ile özel sektör menkul kıymetlerinin paralel hareket edebildiği oldukça dikkat çekicidir. 1994 yılında hem ticari banka kredilerindeki hem de özel sektör menkul kıymetlerindeki artışların GSMH'ye oranları düşüş kaydetmiştir. Sistemin tümünü gösteren toplam satırına bakıldığında da 1994 yılında bir küçülme olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle, kriz yılı olan 1994'de mali sistemin daralması GSMH'daki daralmaya göre daha hızlı olmuştur.

3.2. Bankacılık Sisteminin Bilançosunda Kredilerin Payı

İkinci bölümde, şirketler kesimi bilançolarından hareketle, şirketlerin genelde giderek daha az yabancı kaynak kullandığı ve yabancı kaynakların bir alt kalemi olan banka kredilerinin payının da azalmakta olduğu sonucuna varılmıştı. Bu alt bölümde, bankacılık sistemi ile şirketler kesimi arasındaki kredi ilişkisinin zayıflamakta olduğu hususuna bu kez de bankaların bilançoları açısından bakılmaktadır. Bu amaçla, Tablo 5’de bankacılık sisteminin toplu bilançosunun aktifler tarafı 1980 yılından itibaren verilmiştir.

Bankaların bilançolarında aktiflerin kompozisyonunda 1980 sonrasında önemli bazı değişiklikler olduğu görülmektedir. Çalışmanın konusu açısından en önemli nokta, 1980 yılında yüzde 50,4 ve 1981 yılında yüzde 54,1 olan krediler payının 1992-1994 döneminde yüzde 40 düzeyine gerilemiş olmasıdır. Bununla ilgili bir başka önemli nokta da, kredilerin aktifler içindeki payı azalırken menkul kıymetlerin payının artış eğiliminde olmasıdır. Dolayısıyla, bankaların şirketler kesimini giderek daha az ve kamu kesimini ise giderek daha fazla fonladığı şeklindeki, daha önceki bölümde elde edilen, sonuçlar teyid edilmektedir.

Bilançoların aktifinde payı artmakta olan bir başka kalem ise sabit varlıklardır. Buradaki artış eğilimi bankaların yüksek enflasyona karşı korunmaya yönelik bir tedbiri şeklinde yorumlanabilir.

3.3. Bankaların Fon Kaynakları

Bu noktaya kadar elde edilen sonuçlar bankalar ile şirketler kesimi arasındaki kredi ilişkisinin zayıfladığını, buna karşılık kamu kesiminin menkul kıymet arzı yoluyla bankaların fonlarından giderek artan ölçüde yararlandığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, kamu kesiminin açıkları ve bu açıkların yarattığı finansman gereksinimi şirketler kesiminin fon teminini güçleştiren çok önemli bir etkidir.

Bu alt bölümde vurgulanan temel nokta, kamu kesimi açıklarının yurtiçi mali piyasalar ve bankacılık sistemi üzerinde yaratmış olduğu baskının yurtdışından temin edilen fonlar ile bir ölçüde hafifletilmekte olduğudur. Tablo 6, bankaların yurtdışı kaynaklardan fon temin etmesine ilişkin eğilimleri göstermek amacını taşımaktadır.

Tablo 6’da ilk göze çarpan husus, bankalardaki Merkez Bankası kaynaklı fonların payının yok denecek bir düzeye inmiş olmasıdır. İkinci olarak, Türk lirası

Tablo 5
Bankacılık Sisteminin Toplu Bilançosu: Aktifler
(Yüzde Paylar)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
I. Likit Varlıklar	31,2	27,5	29,7	28,2	36,0	38,0	35,2	35,7	40,4	37,5	32,8	35,5	38,4	41,5	39,3
Nakit	4,1	6,7	5,9	5,7	4,9	4,8	5,1	6,0	4,3	3,8	4,3	4,0	4,1	4,2	3,6
Merkez Bankası	7,8	3,5	2,1	2,3	2,6	3,8	2,0	4,7	4,3	3,2	1,9	1,7	1,3	1,0	1,6
Bankalar 4,4	5,8	7,7	7,6	12,0	11,1	11,4	8,5	12,2	9,8	9,4	11,7	15,3	19,6	16,0	
Diğer Mali. Kur.	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interbank	-	-	-	-	-	-	-	-	1,1	1,0	0,5	0,8	1,0	0,5	0,7
Menkul Kıymetler	6,5	3,5	4,2	3,1	6,7	9,4	9,0	10,2	10,5	11,7	10,3	11,8	1,2	11,1	11,3
Munzam Karşılık	8,5	8,0	9,8	9,5	9,9	8,9	7,6	6,4	8,2	8,1	6,5	5,6	5,6	4,9	5,9
II. Krediler	50,4	54,1	50,0	47,5	39,1	41,9	45,5	45,2	40,6	42,2	47,0	43,9	41,8	41,4	39,1
III. Bağlı Değerler:	4,8	4,1	5,3	5,5	5,5	5,9	7,7	7,2	7,9	8,6	8,0	8,5	7,9	7,1	8,0
Tah. Gec. Alac.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,0	1,2	0,6	0,6	0,8	0,6	0,5	0,7
İştirakler	2,7	2,2	2,6	3,1	3,1	3,4	2,6	2,7	2,7	3,2	3,2	2,8	2,4	1,6	1,7
Sabit Varlıklar	2,1	1,9	2,7	2,4	2,4	2,5	2,4	2,5	4,0	4,8	4,2	4,9	4,9	4,9	5,5
IV. Diğer	13,6	14,2	15,1	19,5	19,5	14,2	11,5	11,9	11,2	11,8	12,2	12,1	12,0	10,0	13,6
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği

Tablo 6
Bankaların Fon Kaynaklarının Dağılımı
(Yüzde Paylar)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Yurtiçi TL.Kaynak.																
Merkez Bankası	-	19,0	10,9	13,9	4,6	4,2	4,3	7,3	6,2	5,1	3,2	2,2	2,2	2,3	0,8	0,6
Diğer Yurtiçi Kay.	100	78,7	87,4	84,4	86,0	82,7	77,9	67,7	67,3	71,5	70,1	62,9	56,5	52,8	48,0	51,8
Yurtiçi Döviz Kay.	-	0,2	0,6	0,8	8,3	10,8	13,6	17,7	18,7	18,0	18,5	25,4	28,1	28,0	44,3	39,8
Yurtdışı Kaynaklar	-	2,1	1,1	0,9	1,2	2,2	4,2	7,3	7,9	5,4	8,3	9,4	13,2	16,8	6,9	7,8
TOPLAM	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

cinsinden kaynakların payının toplam içinde yarıya düştüğü görülmektedir. Buna karşılık, 1980'li yılların başında hemen hemen yok denilecek kadar az olan döviz kaynaklarının payının hızlı bir artış eğiliminde olduğu çok belirgindir. Üstelik, hem yurtiçinden hem de yurtdışından yabancı para cinsinden fon alımının ağırlık kazanmakta olduğu görülmektedir. Yurtdışından fon temini özellikle 1992 ve 1993 yıllarında artmış, sırasıyla, yüzde 13,2 ve yüzde 16,8'lik düzeylere ulaşmıştır. Kriz yılı olan 1994'de bu rakam düşmüş, 1995 yılında ise 1992 ve 1993 yıllarında vardığı düzeyleri henüz yakalayamamıştır.

Tablo 6'da verilen rakamlar, 1992 ve 1993 gibi yurtdışından fon akımının yüksek düzeylerde olduğu dönemlerde mali sistemin ve bankacılık sisteminin, kamu kesimi fon talebinde azalma olmadığı halde, şirketler kesimine daha fazla fon aktarmasını en azından bir ölçüde açıklamaktadır. Nitekim, fon akımlarının yer aldığı Tablo 4'de 1992-1993 döneminde bir yandan kamu kesimi menkul kıymet stokundaki artışın GSMH'ya oranı yüksek düzeylerde iken kredi stokunda artışın GSMH'ya oranının yükseldiği görülmektedir.

Sonuç olarak, kamu kesimi finansman gereksinimi nedeniyle şirketler kesiminin yurtiçi mali piyasalardan dışlanması eğilimi, yurtdışından fon akımlarının yurtiçi mali piyasaları kısmen rahatlatmakta olmasına rağmen gerçekleşmektedir. Sorulması gereken (counterfactual) soru, kamu kesimi finansman gereksinimi veri iken, yurtdışından fon akımı olmaması durumunda yurtiçi faiz oranlarının ve şirketlerin mali piyasalardan dışlanma ölçüsünün hangi düzeylere varabileceğidir. Gerçekte bunun bir örneği, 1994 yılında, yurtdışından fon akımlarının durması hatta tersine dönmesi nedeniyle yaşanmıştır.

B Ö 4 Ü M

FİNANSMAN - ÜRETİM

İLİŞKİSİ:

FİNANSMAN NEDEN ÖNEMLİ?

4. FİNANSMAN - ÜRETİM İLİŞKİSİ: FİNANSMAN NEDEN ÖNEMLİ?

Para politikasındaki değişikliklerin, reel sektörü nasıl ve hangi kanallardan etkileyeceği iktisat yazınında hep tartışma konusu olmuştur. Geleneksel yaklaşım, para politikasındaki değişikliklerin faiz haddini etkilemesi ve faiz hadlerinde bu yolla oluşan değişikliklerin de yatırım ve tasarruf kararlarının gözden geçirilmesine neden olması üzerinde durmaktadır. İnceleme açık ekonomi boyutunda yapıyor ise, faiz hadlerindeki değişme yerli paranın yabancı para birimleri karşısındaki değerini de değiştirmekte ve böylelikle ihracat ve ithalat talebini etkilemektedir. Toplam talep düzeyi bu yolla da değişmektedir.

Oysa çoğu akademik çalışmalarda toplam talebin faiz esnekliğinin oldukça düşük olduğu sonucu çıkmaktadır (örneğin Hirtle ve Kelleher, 1990). Uygur (1991), konut yatırımları dışında kalan yatırımların faize karşı duyarlı olmadıklarını göstermektedir. Bu durumda yanıtlanması gereken soru, parasal sektörün reel sektörü hangi mekanizmalarla etkilediğidir.

Son zamanlarda iktisat yazınında bu alanda yapılan çalışmaların çoğunda bu sorunun yanıtı kredi hacmi ve kredi verme süreci şeklindedir (örneğin Bernanke, 1993 ve Stiglitz, 1992). Yapılan bazı çalışmalarda, gelişmiş ülke ekonomilerinde önemli makroekonomik değişkenlerde gözlenen dalgalanmaların (devresel hareketlerin) arkasındaki temel unsurlardan birisinin kredi hacmindeki dalgalanmalar olduğu saptanmaktadır. Stiglitz (1988), bu saptamaları uç bir noktaya taşıyarak, ekonominin işlemlerini sağlayan para değil kredi olduğunu belirtmektedir. Yukarıda atıfta bulunduğumuz çalışmada Uygur, Türkiye ekonomisinde özellikle konut ve makina-teçhizat yatırımlarının bu yatırımlara sağlanan kredi olanaklarından önemli miktarda etkilendiğini saptamaktadır. Aynı sonuca Özatay (1990) da ulaşmaktadır.

Eğer bu çalışmalarda saptandığı gibi kredi hacmi ile ekonomik faaliyet düzeyi arasında yakın bir ilişki var ise, belli bir dönemde reel sektöre arz edilen kredi hacmini etkileyen unsurlar özel bir öneme sahip olacaktır. Bu unsurlar arasında panik dönemlerinde bankalardan önemli miktarlarda mevduat çekilmesi, bankalar açısından kredi açmak yerine onlara daha karlı gelecek alternatif varlıkların (kamu menkul kıymetleri gibi) ön plana çıkması ve mevduat azalmasına yol açacak para politikası uygulamaları, kredi faizi ya da kredi miktarına sınır konulması gibi unsurlar sayılabilir.

Bu durumda kredi verme süreci ve kredi piyasalarının çalışma biçimi özel bir öneme sahip olmaktadır. Kredi piyasalarının temel ayırdedici özelliği, bu piyasalarda kredi alanla veren arasındaki bilgi farklılığı (asymmetric information) ve piyasanın rekabetçi bir piyasada olduğu gibi etkin çalışmasını engelleyen bilgi eksikliğidir (imperfect information). Bir başka önemli farklılık krediyi alanın krediyi verene bunun karşılığını ödemesinin eş anlı olmamasıdır. Krediyi veren karşılığında krediyi alandan bir ödeme sözü almaktadır. Bu durumda kredi arz ve talebi rekabetçi bir piyasada olduğu gibi fiyat hareketleriyle (burada faiz hareketleri) dengeye gelmeyebilmektedir. Diğer bir deyişle, belli bir faiz haddi düzeyinde kredi piyasasında dengesizlik ortaya çıkabilmektedir ve bu genellikle talep fazlası şeklinde kendini göstermektedir. Talep fazlasına rağmen kredi veren aracı kurumların faiz hadlerini yükseltmemelerinin bir nedeni, belli bir eşik aşıldıktan sonra daha yüksek faizlerin kredinin riskini artırması ile ilgilidir. Bu durumda, kredi talebindeki fazlalığa rağmen faizler yükseltmemekte, kredi talep edenler miktar kısıtları ile karşı karşıya kalmaktadırlar (kredi tayinlaması modelleri için bakınız Jaffee ve Stiglitz, 1990). Bu durumda yukarıda değinilen unsurlara ek olarak kredi tayinlaması da ekonominin kullanımına arz edilen kredi miktarını kısıtlayabilmektedir.

1970'li yılların başlarından itibaren literatürde ekonomide tam bilgi (perfect information) olmadığı saptamasından yola çıkılarak, özünde bilgi toplama ve aktarımının çok önemli olduğu kredi verme sürecinin eksik bilgi olgusundan önemli ölçüde etkilendiğine dikkat çekilmektedir. Mali piyasalarda eksik bilginin varlığı banka ve diğer aracı kurumların özel bir öneme sahip olmalarına yol açmaktadır (Bernanke, 1993). Bu kurumlar eksik bilgiye karşın kredi piyasasının işlemlerini sağlamaktadırlar.

Stiglitz (1992) bu çerçevede iki temel noktaya dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki, hisse senedi ihracı yoluyla finansman ile kredi arasında önemli bir farklılığın bulunmasıdır. Ekonomileri çok gelişmiş ülkelerde bile, hisse senedi piyasalarında önemli boyutlara varan belirsizlikler ve aksaklıklar, firmaları tüm mali yüküne karşılık kredi kullanımına itmektedir. Aynı çalışmada yer alan verilere göre, mali olmayan kuruluşların toplam yatırımlarının net hisse ihracı ile finanse edilen kısmı 1970-1985 arasında Kanada'da ortalama yüzde 2,5, 1970-1989 arasında Almanya'da 0,9, İngiltere'de eksi yüzde 8 ve ABD'de ise yine eksi yüzde 8,8'dir. Yukarıdaki bölümlerde yatırımların net hisse senedi ihracı yoluyla finansmanının Türkiye'de de ihmal edilebilir düzeyde olduğunun altı çizilmiştir. Stiglitz'in dikkat çektiği ikinci temel nokta, kredi piyasalarının yukarıda değinilen ayırdedici özelliğidir. Bu

özellik nedeniyledir ki aracı kurumların, bu arada da bankaların önemli görevleri vardır. Türkiye ekonomisinde şirketler kesiminin kullandığı kaynaklar içerisinde bankacılık kesiminden kullanılan krediler, azalma eğilimine rağmen, önemini korumaktadır.

Buraya kadar anlatılanlar çerçevesinde, Türkiye ekonomisinde sanayi üretimindeki gelişmelerle kredi arzındaki gelişmeler arasındaki ilişkiye çeşitli yönlerden bakmak zorunlu bir hale gelmektedir. Aşağıda Tablo 7’de, 1987-1995 arasında üçer aylık dönemler itibariyle DİE sanayi üretim endeksindeki yıllık yüzde değişimler ile, bankacılık sektörünün toplam reel kredilerindeki yıllık yüzde değişimler karşılaştırılmaktadır. Toplam reel krediler hesaplanırken, hem mevduat bankalarının hem de kalkınma ve yatırım bankalarının özel kesime ve kamu kesimine açtıkları krediler dikkate alınmıştır. Reel veriler, nominal kredi rakamlarının tüketici fiyat endeksine bölünmesi ile elde edilmiştir.

Tablo 7
Kredi ve Sanayi Üretiminde Gelişmeler

(A) Sanayi Üretiminde Yıllık Yüzde Değişim									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
I	8,8	15,1	-5,2	10,8	-4,3	9,4	1,6	5,4	-2,0
II	11,3	2,8	-0,6	9,6	2,0	3,8	13,0	-14,8	18,6
III	6,3	0,1	7,4	8,8	6,4	2,4	9,9	-13,0	
IV	15,8	-10,1	6,7	9,0	2,8	1,8	10,3	-9,2	
(B) Toplam Reel Kredilerdeki Yıllık Yüzde Değişim									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
I	33,1	-5,0	-10,7	-0,4	5,7	-9,1	15,1	10,4	-23,3
II	11,7	-7,3	-10,6	4,0	2,7	0,0	15,5	-18,4	1,4
III	14,5	-13,0	-9,6	9,6	-4,4	6,0	15,5	-24,5	
IV	6,9	-14,6	-4,2	6,7	-4,3	6,1	15,5	-26,6	

Tablo 7’de dikkati çeken temel özellik, kredi hacminin daraldığı dönemlerin genellikle sanayi sektörü üretiminin de daraldığı dönemler olmasıdır. Bunun tipik bir örneği 1994 mali krizi dönemidir. Benzer bir biçimde aynı dönemlerde bankacılık kesiminin toplulaştırılmış bilanço büyüklüğü içerisinde kredilerin aldığı pay da önemli miktarlarda azalmaktadır (Tablo 5).

Ancak belirtmek gerekir ki, bu değerler sanayi üretimindeki dalgalanmalar ile kredi miktarındaki dalgalanmalar arasında sadece önemli ve aynı yönde bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Buna karşılık nedenselliğin yönü hakkında bir fikir vermemektedir. Başka bir deyişle, kredi miktarının azaldığı dönemlerde sanayi üretiminin de azalıyor olmasının nedeni, kredi miktarındaki azalma olabileceği gibi, üretimdeki daralmanın yarattığı kredi talebindeki düşüş nedeniyle kredi miktarının azalması da olabilir. Merkez Bankası'nın 1987 yılının Aralık ayından bu yana Türkiye'deki en büyük 500 firmaya uyguladığı "İktisadi Yönelim Anketi"nin bir sorusuna verilen yanıtlar bu açıdan ışık tutmaktadır. Anketin bu sorusu şu şekildedir. "Önümüzdeki üç ay içinde hangi faktör(ler) üretimi kısıtlayabilir: Önem sırasına göre numaralayınız." Ankete katılan firma yetkilisinden, "sipariş ve satış", "vasıflı işgücü", "vasıfsız işgücü", "tesis kapasitesi", "kredi finans" ve "girdi maliyeti" seçeneklerinden birisinin seçilmesi ya da birden fazla unsur varsa bunların önem sırasına göre numaralanması istenilmektedir. Aşağıda Tablo 8'de bu ankette "kredi finans" seçeneğini işaretleyenlerin yüzdesi aylar itibarıyla verilmektedir. Görüldüğü gibi 1994 krizi döneminde, kredi kısıtının üretim açısından bir darboğaz oluşturacağını belirtenlerin oranında kriz öncesine ve sonrasına göre önemli ölçüde bir sıçrama sözkonusu olmuştur.

Tablo 8
Merkez Bankası İktisadi Yönelim Anketi'nde
Üretimi Kısıtlayacak Unsurlar Arasında "Kredi"
Diğerlerinin Yüzde Payı

	1993	1994	1995
Ocak		4,7	6,5
Şubat		10,0	4,0
Mart		12,4	6,4
Nisan		11,6	
Mayıs	6,2	10,2	
Haziran	6,3	8,3	
Temmuz	6,1	10,1	
Ağustos	6,2	7,9	
Eylül	3,2	8,1	
Ekim	3,3	7,5	
Kasım	3,8	5,8	
Aralık	3,8	6,5	

Kaynak: Merkez Bankası

Üretimle kredi miktarı arasındaki ilişkiyi kanıtlayan bir başka ampirik bulgu, sanayi üretimindeki yıllık yüzde değişimleri açıklayan bir indirgenmiş biçim ekonometrik denklemin aşağıda verilen tahmin sonuçlarıdır. Reel kurdaki değişikliklerin, reel kredi miktarındaki değişikliklerin, reel kamu harcamalarındaki değişikliklerin ve reel faizlerin sanayi üretimindeki dalgalanmaları açıklayan en önemli değişkenler olduğu hipotezi ileri sürülmüştür. 1987 yılının ilk üç ayı ile 1995 yılının ilk üç ayı arasındaki üçer aylık veriler kullanılarak bu denklem tahmin edilmiştir. Denklemden, sanayi üretimindeki dalgalanmaları açıklamak üzere kullanılan değişkenlerden reel faiz dışında kalan değişkenlerin katsayılarının tümünün işareti artı olması beklenecektir. Diğer bir deyişle, bu değişkenlerdeki bir artış, sanayi üretimin de artıracaktır. Buna karşılık, reel faizlerin yükselmesi sanayi üretimini olumsuz yönde etkileyecektir. Ekonometrik tahmin sonucunda aşağıdaki denklem elde edilmiştir:

$$\Delta y_t = 0.065 - 0.0019 r_t + 0.0844 (\Delta g_t + \Delta g_{t-1} + \Delta g_{t-2}) + 0.6099 \Delta e_{t-4} + 0.6718 \Delta cr_{t-1} + 0.5123 \Delta cr_{t-2} + 0.3346 \Delta cr_{t-3}$$

$t_1=6,7, t_2=6,0, t_3=1,8, t_4=3,5, t_5=2,8, t_6=2,0, t_7=3,4$
 $R^2=0,79, DW=1,6, SH = 0,049, \text{Dönem: } 1987.I-1995.I.$

Denklemden (Δy) özel sektör imalat sanayi üretimindeki yıllık yüzde değişimi, (r) reel faizi, (Δg) reel konsolide bütçe harcamalarındaki bir önceki üç aya göre yüzde değişimi, (Δe) reel kurdaki yüzde değişimi ve (Δcr) de bankacılık sektörünün reel kredilerindeki yüzde değişimi ifade etmektedir. Reel faiz, iç borçlanma ortalama faizi ile ortalama yıllık tüketici enflasyonu arasındaki fark olarak alınmıştır. Reel kur ise, bir ABD doları karşılığı Türk lirasının ABD'deki toptan eşya fiyat endeksi ile çarpılıp, Türkiye'nin tüketici fiyat endeksine bölünmesi ile elde edilmiştir. Denklem sonuçlarının hemen altında katsayıların mutlak t değerleri verilmektedir (t_1, t_7). SH ise denklemin standart hatasını göstermektedir. Bu diagnostik sinama sonuçları dışında, burada verilmeyen bir dizi sinamadan daha denklem başarıyla çıkmıştır. Bu denklemin söylediği, reel faiz, reel konsolide bütçe harcamaları ve reel kurdaki gelişmelerin yanısıra reel kredi miktarındaki değişimlerin de sanayi üretiminde dalgalanmalara yol açtığıdır. Reel kredi miktarındaki değişikliklerin etkisi anlık olmamakta, zamana yayılmaktadır.

B Ö L Ü M

İKTİSAT POLİTİKALARI VE ŞİRKETLER KESİMİ

5. İKTİSAT POLİTİKALARI VE ŞİRKETLER KESİMİ

Önceki bölümlerde, şirketler kesiminin finansman deseninin özellikleri ve ülkemizde bu deseni belirleyen unsurlar üzerinde durulmuş ve ayrıca finansman ile reel üretim arasındaki ilişkiye dikkat çekilerek mali sistemin reel üretim süreci açısından önemi ortaya konulmuştur. Bu çalışmanın ana tezlerinden bir tanesini de, şirketler kesiminin finansman imkanları ve finansman deseni üzerinde durmayan bir iktisadi politika önerisinin, sürdürülebilir bir büyüme sürecini yakalayabilmekte zorlanacağı hususu oluşturmaktadır. Bu konunun sağlıklı biçimde çözümlenebilmesi için, şirketler kesiminin finansman imkanlarında ve finansman deseninde nasıl bir değişikliğin hedeflendiğinin de ortaya konulması gerekmektedir.

Bu çerçevede iki husus ortaya atılmaktadır. Öncelikle şirketler kesiminin, mali imkanları genişletilmelidir. Şirketler neoklasik iktisat literatüründe belirtildiği gibi sadece teknolojik kısıt altında (üretim fonksiyonu) kar maksimizasyonunu hedeflememektedirler. Şirketler bu hedeflerine finansman kısıtı altında varmaya çalışmaktadırlar. Finansman kısıtının belirli bir dönemde bağlayıcı hale gelmesi, reel üretim sürecini doğrudan etkileyerek üretim miktarını sınırlandırabilmektedir. Bu çerçevede, sürdürülebilir bir büyümeyi hedefleyen kamu iktisadi politikalarının şirketler kesiminin finansman kısıtını da dikkate alması gerekmektedir.

İktisat politikaları açısından ele alınması gereken ikinci husus, şirketler kesiminin finansman desenidir. Burada finansman deseni ile kastedilen, şirketlerin hangi araçlar vasıtasıyla nereden fon topladığı ve bunun etkinlik açısından sonuçlarıdır. Konu şirket yönetiminin reel üretim projelerine ilişkin olarak aldığı kararların denetimi ve esnekliği açısından da önem taşımaktadır. Bu çerçevede, sürdürülebilir büyümeyi amaçlayan iktisat politikalarının içerisinde şirketler kesiminin finansman imkanlarının genişletilmesi yanında finansman deseni ile ilgili hedeflerin de bulunması gerekmektedir.

Türkiye’de konuya nasıl yaklaşılabilir? Burada iki seçenek olduğu görülmektedir. Bunlardan ilki, yeni ve esoterik finansman teknikleri üzerinde yoğunlaşılması ve konuya finans mühendisliği açısından yaklaşılmasıdır. Ancak bu konunun şirkette özgü bir çalışmaya dayanması gerekmektedir. Bu nedenle, iktisat politikası çerçevesinde, kamu otoritesinin şirketlerin fon akımlarının özelliklerini dikkate alarak mali yenilikleri teşvik etmesinin bilgi gerekleri açısından uygulanabilir bir politika seçeneği olmadığı düşünülmektedir. Burada kamu otoritesinin şirketlere ait ayrıntılı bilgilere sahip olması ve bunları kullanarak yenilikler sürecine katkıda bulunma-

sı gerekmektedir. Sermaye piyasalarının gelişme çizgisi incelendiğinde, kamu eliyle mali yenilik yaratmanın mümkün olmadığı görülmektedir (Sak, 1995b).

Ancak mevzuat çerçevesinin mali yeniliklere imkan verebilecek biçimde genişletilmesi söz konusu olabilir. İlk seçeneğin bu ikinci versiyonunda, kamu, şirketler kesiminin finansman imkanları açısından pasif bir tavır almakta, yeni araçlarla ilgili çerçeveyi hazırlayarak, kullanılmasını beklemektedir. Bu konuda 1992 yılındaki Sermaye Piyasası Kanunu değişiklikleri ile adım atılmıştır. Araçların kullanılması için getirilen teşvik tedbirleri ise, mali araçların sorun çözdüğü, yeni imkanlar sağladığı için değil, rant sağladığı için kullanılmasını getirmektedir.

Şirketler kesiminin mali imkanlarını genişletmeyi ve finansman desenini değiştirmeyi hedefleyen aktif bir iktisadi politika çerçevesinin öncelikle mali sistemin bir bütün olarak büyütülmesini hedeflemesi gerekmektedir. Bu çerçevede, tasarrufların artan biçimde mali sistemde toplanmasının sağlanması bir ilk hedef olmaktadır. Bu arada, tasarruf hacminin genişletilmesi de ön plana çıkmaktadır.

Mali sistemin boyutlarını büyütmenin yanı sıra bu tür bir seçeneğin ikinci hedefi mali piyasaların geliştirilmesi olmak durumundadır. Bu tür bir bakışla finansman deseninin değiştirilmesi de imkan dahiline girecektir.

Bu bölümde tartışma gündemine getirilecek öneriler, yukarıda belirlenen öncüller çerçevesinde ortaya atılmış bir mali piyasaları geliştirme programının unsurları olmaya aday görünmektedirler. Tartışma gündemine getirilen önerilere bakıldığında, bunların mali piyasaların ötesinde diğer piyasalarda da düzenlemeler gerektirdiği görülecektir. Bu öneriler,

Sermaye piyasalarında kural hakimiyetinin sağlanması;

Hisse senedi piyasalarının arz kısıtının ortadan kaldırılması;

Sabit getirili menkul kıymetler piyasasına yönelik tedbirlerle verim eğrisinin ortaya çıkarılması;

Kamu tasarruflarının artırılması;

Özel emeklilik fonlarının devreye sokulması;

Yabancı para cinsinden kısa vadeli portföy hareketlerine yönelik önlemler;

Gelir dağılımına ilişkin sorunlar çözüldükten sonra gelir yerine tüketimin vergilendirilmesi;

Tüketici kredilerinin zorlaştırılması

olarak sıralanabilir. Bu önerilerin başlangıçta vurgulanan makro ekonomik istikrarı yakalamayı ve sürdürülebilir bir büyüme sürecini başlatmayı amaçlayan bir politika demetinin içerisinde değerlendirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Makroekonomik dengesizlikleri çözmeyi hedefleyen bir iktisadi politika demetinin çözüm bulması gereken temel sorunlardan bir tanesi de istikrar sağlandıktan sonra yeniden büyüme sürecinin nasıl ve ne zaman başlatılacağıdır. Bu çerçevede, mali piyasaların boyutlarının büyütülmesi ve şirketler kesiminin finansman imkanları sorunu ön plana çıkmaktadır.

Yurtiçi mali piyasaların büyüme süreci açısından taşıdığı önem, iktisat yazınında yeniden odaklaşılan tartışma alanlarından bir tanesidir (Edwards, 1995). Küreselleşme sürecine karşın, OECD ülkeleri çapında yapılan bir çalışmada, yurtiçi tasarrufların yüzde 80'inin yurtiçi mali piyasalarda değerlendirildiği saptanmaktadır. Ayrıca çalışmalar, yurtiçi tasarruf hadleri ve dolayısıyla mali piyasaların boyutları ile büyüme oranları arasındaki ilişkiye de dikkat çekmektedir. Bu çerçevede, sürdürülebilir bir büyüme süreci için yurtiçi mali piyasaların gelişme seviyesi ve boyutları ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede, iktisat yazınında tartışmaya açılan öneriler ve bunlarla ilgili değerlendirmeler aşağıda sıralanmaktadır.

5.1. Sermaye Piyasalarında Kural Hakimiyetinin Sağlanması

Mali piyasaların fiyat belirleme ve fon aktarımı olarak tanımlanabilecek iki temel işlevini sağlıklı bir biçimde ifa edebilmesi bu piyasalara yatırımcıların geniş katılımı ile mümkün olabilmektedir. Geniş katılım ile birlikte bu piyasalar kolektif bir karar mekanizması hüviyetine sahip olabilmekte, fon dağıtımını etkin bir biçimde gerçekleştirebilmektedirler. Geniş katılım aynı zamanda, mali piyasaların aktarılabilir fonlarının artması, boyutlarının büyümesi anlamına gelmektedir.

Bilgi setlerinin genişliği açısından bakıldığında, mali piyasalara iki tür yatırımcı katılmaktadır. Bunlar, profesyonel yatırımcılar ile bilgi setleri ve bilgiyi değerlendirme kapasiteleri sınırlı olan küçük yatırımcılardır (Stiglitz, 1994). Küçük yatırımcıların piyasalara katılabilmesinin temelinde, bu piyasalarda eşit şartlarda işlemin yapılabilmesine olan inanç yatmaktadır. Bu çerçevede, yatırımcının korunması, aldatılmasının önlenmesi ile ilgili düzenlemelerin bulunması, kurumsal çerçevenin bu husus dikkate alınarak bina edilmesi piyasaların işlevlerini yerine getirebilmesi açısından önem taşımaktadır. Uzakdoğu Asya ülkelerinde bu tür kurumsal düzenlemelerin mali piyasalarının büyüme ve gelişme sürecine olumlu katkılarda bulunduğu ifade edilmektedir (Edwards, 1995).

Ancak kuralların bulunması, gereken kurumsal düzenlemelerin yapılmış olma-

sı da yeterli olmamaktadır. Bilgi setleri ayrımı dikkate alınmaksızın, tüm yatırımcılar açısından önem taşıyan husus, bu kurallara uyumun temin edilmesidir. Kural hakimiyetinden kastedilen, hiçbir keyfiliğe izin vermeksizin kamunun mali piyasalarda kurallara uyumu temin etmesidir. Kamu, gözetim ve denetim görevini ihmal etmeksizin her an devrede olduğunu hissettirmek ve işlemleri bir müşahid olarak izlemek ve kural dışına çıkanları uyarmak zorundadır.

Bu çerçevede, dikkate alınması gereken üçüncü husus ise kamunun mali piyasadaki işlevini tarafsız bir biçimde yerine getirmesidir. Kural hakimiyeti, hukuk devletinin ayrılmaz bir likesidir. Kurallara uyumu sağlayacak olan kamu otoritesi de faaliyetlerini, herkese güven verecek biçimde, yine bir kurallar setine bağlı olarak yerine getirmek durumundadır. Burada her uygulamanın kurala bağlanamayacağı, re'sen karar almanın gerektireceği durumların ortaya çıkabileceği söylenebilir. Ancak düzenlemelerin, re'sen karar alma gereğini en aza inderecek biçimde olması gerektiği açıktır. Sorunun cevabının kural hakimiyeti prensibinden türetilmesi gerekmektedir. Piyasalara katılan bütün taraflar, hak ve yükümlülüklerini önceden bilmek, ne tür bir adım attıklarında, ne tür bir reaksiyon ile karşılaşabileceklerinin değerlendirmesini yapabilme imkanına sahip olmak durumundadırlar. Aksi takdirde, mali piyasaların boyutları küçülecek, şirketler kesimi de özellikle sermaye piyasalarında kuralları önceden bilinmeyen bir oyuna katılmak istemeyeceklerdir. Gerek katılımcıların, gerekse kamunun işlevlerini yerine getirmesini teşvik edecek bir kurumsal çerçevenin düzenlenmesi gerekmektedir.

5.2. Hisse Senedi Piyasalarının Geliştirilmesi: Kamuyu Aydınlatma ve Kore Modeli

Bugüne kadar, Türkiye'de hisse senedi piyasalarının geliştirilmesi denildiğinde, genellikle teşvikler üzerinde durulmuştur. Getirilen tedbirler ise daha çok, talep yönlü gelişmeyi, hisse senetlerine yatırımı teşvik eden tedbirlerdir. Arz yönünü geliştirecek tedbirler daha kısıtlı kalmaktadır.

İMKB'nin gelişme performansı izlendiğinde, hisse senedi piyasasındaki kısıtın talep tarafında değil, arz tarafında olduğu görülmektedir (Sak, 1995a). Bu nedenle arz tarafındaki kısıtı ortadan kaldıracak tedbirlere ağırlık verilmelidir.

Arz tarafındaki kısıtın kaynağında yatırımcılar ile ilgili şirketin bilgi setlerinin asimetrik olması yatmaktadır. Şirket yönetimi şirketin durumunu yatırımcılardan daha iyi bilmektedir. Bu çerçevede halka açılma, şirketler açısından risk paylaşımı

nı hedefleyen bir düzenleme olarak alındığında (Merton, 1995), halka açılan “iyi” şirket de, yatırımcılar “iyi” ve “kötü” şirketleri tam olarak ayırtedemediği için, gö-reli olarak daha yüksek maliyetle fon toplayabilmektedir.

Şirketler, sözkonusu asimetrik bilgi problemi nedeniyle, finansman kararların-da bir sıralama yapmaktadırlar. Buna göre şirketler, faaliyetlerini finanse etmek için öncelikle içsel kaynaklara başvurmakta, ikinci sırayı banka kredileri alırken, hisse senetleri vasıtasıyla finansman üçüncü sırada kalmaktadır. (Myers ve Majluf, 1984). Bu sonucun daha önce bahsedilen SPK/DİE anketinin sonuçları ile uyumlu olması dikkat çekicidir.

Asimetrik bilgiden, yani yatırımcılarla şirket yöneticilerinin şirkete ilişkin bilgi setlerinin farklılığından kaynaklanan sorunun çözümü yatırımcıları aydınlatacak sistemin oluşumuna temel teşkil etmektedir. Yukarıda ifade edildiği gibi, kuralların varolması kadar önem taşıyan bir başka husus, bu kuralların uygulanmasıdır. Ka-muoyunu aydınlatma sisteminin sağlıklı bir biçimde işlemesi ve muhasebe stan-dartlarına uyumun takibi bu çerçevede önem taşımaktadır.

Bu arada, hisse senedi piyasalarına yönelik Kore Modeli de tartışma konusu olabilir. Şirketlerin banka kaynaklarına başvurmasına, borç/özsermaye oranı üze-rinden kısıt getirilmesi ile Kore’de hisse senedi piyasalarının arz tarafı hızlı bir bi-çimde büyümüştür. Burada temel husus, kamu kesiminin şirketler kesiminin fi-nansman deseni ile ilgili politikalarını belirlemesidir. Borçlanma imkanlarına, borç/özsermaye oranı ile ilgili bir kısıt getirilmesi, Batı ülkelerinde üzerinde çok tartışılan “mali kırılganlık” problemine de otomatik bir çözüm getirmekte, şirketle-rin borçlanmalarını, özkaynaklarındaki genişlemeye bağlamaktadır. Türkiye’de orta vadeli bir büyüme döneminin mali kırılganlıktan kaçınacak biçimde inşa edilmesi gerektiğine inanılmaktadır.

Mali kırılganlıktan kastedilen, borç/özsermaye oranlarının hızlı bir büyüme dö-neminde, hızla yükselmesi sonucunda, şirketlerin riskliliğinin artmasıdır. Borç/öz-sermaye oranlarına kısıt getirilmesi aynı zamanda şirket yönetiminin elini taşın altı-na sokmasının temin etmekte, fazla risk almayı engellemektedir.

5.3. Sabit Getirili Menkul Kıymetler Piyasasına Yönelik Tedbirlerle Verim Eğrisinin Ortaya Çıkarılması

Sabit getirili menkul kıymetler piyasasından fon temin edilebilmesi için, önce-likle bu piyasanın geliştirilmesi gerekmektedir. Kamunun bu piyasaları teşvikler

vasıtasıyla, dışarıdan geliştirme şansının az olduğu görülmektedir. Ancak kamuya düşen önemli bir rol olduğu düşünülmektedir. Bu piyasanın gelişmesinin önündeki engellerden bir tanesini de faiz hadlerinin vade yapısını gösteren, verim eğrisinin bulunmaması teşkil etmektedir. Bu amaçla, sağlıklı işleyen bir kamu menkul kıymetleri ikinci el piyasası, özel kesim sabit getirili menkul kıymetler piyasasının gelişmesi için dışsal fayda sağlayacaktır.

Verim eğrisi, aynı risklilik düzeyinde ama değişik vadelerdeki menkul kıymetlerin faiz oranlarının farklı vadelere göre ne düzeyde teşekkül ettiğini göstermektedir. Bu çerçevede, özel kesim sabit getirili menkul kıymetleri, kamu kesimi menkul kıymetleri verim eğrisi temel alınarak fiyatlanabilmektedirler. Dolayısıyla, kamu kesimi menkul kıymetleri ikinci el piyasasında sağlıklı fiyat oluşumuna imkan tanıyacak ve bu piyasalarda izlemeyi sağlayacak bir kurumsal düzenleme ile özel kesim menkul kıymetlerinin fiyatlanabileceği bir temel oluşturulmuş olacaktır. Türkiye'nin hisse senedi piyasasından çok daha önce sabit getirili menkul kıymetler piyasasını geliştirmeye önem vermiş olmasının gerektiği düşünülmektedir. Kamunun, finansman ihtiyacı olmasa bile salt verim eğrisinin ortaya çıkmasını ve özel kesim menkul kıymetlerinin fiyatlanabilmesini sağlamak üzere, kamu menkul kıymetleri ihraç etmesi gerektiği iktisat yazınında da tartışılan bir konudur (Stiglitz, 1994).

Yine sabit getirili menkul kıymetler çerçevesinde önem taşıyan bir başka husus, kamunun faiz oranları üzerinde kontrolü bırakarak, değerlendirmenin piyasalarda sağlıklı bir biçimde yapılmasını sağlayacak bir mekanizmayı tesis etmesidir. Sabit getirili menkul kıymetler piyasasının gelişmemesinde, kamunun tekil şirketlerin ödeyebileceği faiz oranları konusunda değerlendirme yapmasının da bulunduğu inanılmaktadır. Sabit getirili menkul kıymet ihraçlarında banka garantilerini mecbur hale getiren bir uygulama anlayışı sonucunda, verim yelpazesinin genişlemesi önlenirken, sabit getirili menkul kıymet piyasaları da bankacılık kesiminin davranışlarına endekslenmektedir. Sabit getirili menkul kıymet piyasalarının bağımsız bir biçimde gelişmesinin teşvik edilmesi gerektiği düşünülmektedir.

5.4. Kamu Tasarruflarının Artırılması

1980'li yılların ilk yarısından itibaren geliştirilmeye başlanan içsel büyüme (endogenous growth) modelleri, büyüme ile tasarruf oranları arasındaki kuvvetli ve kalıcı ilişkiye dikkat çekmektedirler. Latin Amerika ülkelerinin neden Doğu Asya

ülkelerinden çok daha düşük oranlarda büyüdüklerini araştıran çalışmalarda ise iki grup ülkenin tasarruf oranları arasındaki fark üzerinde durulmaktadır (Edwards, 1995).

Bu bölümde kamu tasarruflarının artırılması konusu irdelenmektedir. Makroiktisattaki temel muhasebe denkliklerinden bir tanesi şunu belirtmektedir: Özel kesimin yatırım-tasarruf farkı ile kamu kesiminin yatırım-tasarruf farkının toplamı cari işlemler dengesi açığına eşittir. Diğer bir deyişle, bir ekonomide özel kesim ve kamu kesimi tasarruflarından fazla yatırım yapıyorsa, ya da bu kesimlerden birisinin yatırım-tasarruf farkı diğerinin tasarruf fazlasından daha büyük ise, bu tasarruf açığı yurt dışından sermaye girişi ile karşılanmak zorundadır.

Yurtdışından sağlanabilecek kaynak miktarının belli sınırları aşamayacağı gözönüne alınırsa, bir ülkenin büyümesi açısından zorunlu olan yatırımların alabileceği boyutların, o ülkenin tasarruf hacmi ile sınırlı kalmak durumunda olduğu açıkça ortaya çıkmaktadır. Kamu tasarrufları, kamu gelirleri ile kamu tüketimi arasındaki farka eşittir. Dolayısıyla, yine bir başka muhasebe eşitliği gereği, kamu tasarruflarını artırmanın bir yolu kamu gelirlerini artırmak iken bir başka yolu da bununla birlikte ya da bundan bağımsız olarak kamu tüketimini kısımdır. Bu açıdan, Türkiye ekonomisinin son dönemdeki performansı oldukça olumsuzdur. 1992-1994 döneminde kamu tüketimi kamu harcanabilir gelirinin hep üzerinde seyretmiştir. Dolayısıyla kamu bu dönemde hep tasarruf açığı vermiştir.

Kamu tasarruflarına yönelik hükümet davranış biçimi, iktisat yazınında, son zamanlarda politik iktisat çerçevesinde incelenmektedir (örneğin, Alesina, Cohen ve Roubini, 1993). Bu çerçevede yapılan çalışmalarda politik devresel hareketlerin varlığına dikkat çekilmektedir. Bu çalışmaların sınıadıkları hipotezler arasında, seçim öncesi dönemlerde işbaşında bulunan hükümetlerin daha genişlemeci maliye ve para politikası izlemesi konusu vardır. Borçlanma yoluyla genişlemeci politikalar finanse edilebilirken, gelecek hükümetlerin de işi daha fazla zorlaşmaktadır. Bu çerçevede belirtilen hususlardan bir tanesi de, işbaşında bulunan hükümetin tasarrufları artırma eğiliminde olmayabileceğidir. Çünkü, aksine bir davranış rakibini kuvvetlendirmek demektir.

Bu çerçevede, kamu tasarruflarını artırmanın yolu sadece vergi reformundan, vergi kaçaklarını önlemeden ve “gereksiz” harcamaları asgariye indirmekten geçmemektedir. Bunlar kadar önemli bir diğer unsur da demokrasi içerisinde kalarak, politikacıların yeniden seçilme şanslarını artırmak üzere başvurabilecekleri ve istikrarı bozan manipölasyonları asgariye indirecek mekanizmaları tasarlamaktır. Açık-

tır ki, böylesine bir tasarım bu çalışmanın boyutlarının çok ötesindedir. Ancak, böyle bir tasarımın yoğunlaşması gereken temel unsur kurumsal düzenlemeler olmak durumundadır. Bu çerçevede Merkez Bankası ve Hazine'ye yönelik düzenlemeler ön planda olacaktır.

5.5. Özel Emeklilik Fonlarının Devreye Sokulması

Şirketler kesiminin finansman kaynaklarını genişletmek amacıyla mali piyasaların boyutlarının büyütülmesi tartışılırken ortaya atılan konulardan birisi de sosyal güvenlik sisteminin reorganizasyonu oluşturmaktadır. Konu, esas itibarıyla, iktisadi politika tartışmaları alanına Dünya Bankası (1994) çalışması ile gelmiş bulunmaktadır. Öne sürülen görüş ise, özel emeklilik fonları sistemine geçiş ile birlikte hem sosyal güvenlik sistemlerinin içinde bulunduğu kriz ortamının giderileceği, hem de mali sistemin büyümesiyle iktisadi büyümeye katkıda bulunulacağıdır. Bu çerçevede, özel emeklilik fonları birden fazla sorunun çözüm yolu olarak savunulmaktadır.

Burada, özel emeklilik fonlarının sosyal güvenlik açısından önemini tartışmaksızın, yalnızca mali sistemin büyütülmesine katkısı tartışılacaktır. Bir aracın birden fazla sorunu mükemmel bir biçimde çözebileceği hususuna ise kuşkuyla yaklaşılmaması gerektiği düşünülmektedir.

Sosyal güvenlik sistemlerinde kriz yaratan temel husus, sistemin dağıtım veya paylaşım sistemine (pay-as you-go) göre faaliyet göstermesidir. Burada halen çalışmakta olan ve emeklilik için prim ödemesi yapanlar, daha önce emekli olanların aylıklarını ödemektedirler. Demografik yapıdaki değişim ve prim tahsilatında aksaklık gibi nedenlerle, emekli başına düşen çalışan sayısı azalınca, sistem kendisini yeniden üretememektedir. Toplanan fonlar ancak emekli aylığı ödemelerini karşılayabilmektedir.

Halbuki bunun karşısında önerilen bireysel tasarruf hesapları sisteminde, emeklilik için halen çalışmakta olanlardan toplanan primler, bu kişiler adına açılan portföy yönetimi hesaplarında toplanmakta ve sonuçta mali araçlardan oluşan portföyler kişiler adına yönetilmektedir. Bu sistemde, kişiler emekli oluncaya kadar, sistemde önemli miktarda fon birikmektedir (Vittas, 1995).

Bireysel tasarruf hesapları sisteminde, fonlar kamunun doğrudan yönetiminde olabildiği gibi, kamu gözetiminde özel portföy şirketlerinin yönetiminde de olabilmektedir. Önemli olan, fon yöneticilerine, amacı gözden kaçırtmayacak, teşvik-

lerin kurumsal yapıya monte edilmesidir. Ancak kamu yönetimindeki bireysel tasarruf hesapları sistemi (national provident funds) genellikle kötü bir tarihsel performansa sahiptir.

Bu çerçevede, özel emeklilik fonları, bireysel tasarruf hesabı sistemine dahil olmaktadır. Özel emeklilik fonlarının temel özelliği, kısa sürede önemli ölçüde fon biriktirebilmeleri ve bunları mali piyasalara yönlendirmeleridir. Bu tür bir sistemle toplam yurtiçi tasarrufların ne olacağı hususu muğlak kalsa bile, mali sistemin büyüyeceği, tasarrufların kompozisyonunun olumlu yönde değişeceği söylenebilmektedir. Türkiye’de çalışanların elde ettiği gelirlerin GSMH içindeki payı yüzde 30 civarında alınırsa ve bunların yüzde 50’sinin sisteme dahil olacağı düşünülürse, GSMH’nın yüzde 15’i civarında prim ödemeye esas bir gelir ortaya çıkmaktadır. Buradan yüzde 10 prim tahsil edilmesi düşünülürse, ki yabancı örneklerde oranlar bu düzeylerde, bu takdirde her yıl GSMH’nın yüzde 1,5’i kadar bir birikim özel emeklilik fonlarında toplanabilecektir.

Bu fonların mali piyasalarda değerlendirilmesi sonucunda GSMH’nın nominal büyüme hızına eşit bir oranda büyüyeceği, yani reel getirinin reel büyümeye eşit olacağı düşünülürse, beş yıl sonra bu fonların GSMH’nın yüzde 7,5’ine , on yıl sonra ise yüzde 15’ine ulaşması beklenmelidir. On yıldan sonra emeklilik aylığı ödemeleri ile sistemin büyüme hızı yavaşlasa bile, ulaşılan rakamlar Türkiye’de sürdürülebilir bir büyüme oranının yakalanması açısından önemli görünmektedir.

Birikimin önemi açısından yabancı ülke deneyimleri de önemli bir gösterge niteliğindedir. Şili’de benzer bir sisteme 1980 yılında geçilmiştir. 1981’de sistem GSYİH’nın yüzde 1’i kadar mali varlık biriktirmişken, bu oran 1985’de yüzde 9’a, 1990’da yüzde 26’ya ve 1994’de ise yüzde 46’ya yükselmiştir. Şili’de sigorta şirketleri de dahil edildiğinde, kurumsal yatırımcılarda biriken tutar GSYİH’nın yüzde 55’ine ulaşmaktadır. Aynı biçimde, Singapur’da kamu yönetimindeki benzer fonların içerdiği mali varlıkların GSYİH’ya oranı 1976’da yüzde 26 iken, 1990’da yüzde 76’ya yükselmiştir. Malezya’da ise aynı oran, 1980’de yüzde 18 iken, 1990’da yüzde 41 olmuştur (Vittas, 1995).

Bu çerçevede, özel emeklilik fonları veya emeklilikte bireysel tasarruf hesapları sistemi mali piyasaların boyutlarının büyütülmesi açısından önem taşımaktadır (Edwards, 1995). Ancak bu konu üzerinde durulurken, önemle tartışılması gereken bazı hususlar bulunmaktadır. Bunların mali piyasaları ilgilendiren en önemlilerini üç başlık altında özetlemek mümkündür. Öncelikle bu araç ile mali piyasalara talep yönlü bir büyüme mekanizması ilave edilmektedir. Eğer mali piyasalarda

büyüme üzerindeki kısıt arz yönünden kaynaklanıyorsa, ki Türkiye’de hisse senedi piyasası özelinde bu yönde bulgular mevcuttur, o takdirde, bu aracın sisteme ilave edilmesi, fiyat oluşum sürecini olumsuz yönde etkileyecek, spekülasyon işlemlere neden olacaktır. Öncelikle, piyasaların arz tarafındaki sorunlara eğilinmesi ve dengeli bir gelişme ortamının tesisi gerekmektedir.

İkinci olarak, mali piyasaların boyutlarının büyütülmesi ile, kamu kesimi üzerindeki finansman kısıtının hafiflemesi rahatlatıcı yaratmamalıdır. Kamu kesimindeki dengesizlik her halükarda giderilmelidir. Bu araç ile kamu kesimi finansman gereksiniminin karşılanması ilerde daha yüksek bir maliyete katlanılmasını getirecektir.

Üçüncü olarak, “pay-as you-go” sisteminden bireysel tasarruf sistemi hesaplarına geçiş, kamu açısından maliyetli bir süreçtir. Kamu, herhangi bir prim girişi olmaksızın mevcut emeklilerin aylık ödemelerini bütçeye devretmek durumunda kalacak ve ayrıca mevcut sistemden ayrılacaklara da haklarını iade edecektir. Bu durum yüksek bir finansman gereğini ortaya çıkarmaktadır. Bu sürecin de dikkatle düzenlenmesi gerekmektedir.

Son olarak, bireysel tasarruf hesapları sistemine geçişin, sağlıklı ve kurumsal/hukuki çerçeve gerektirdiği, kayıt ve belge düzeninin oturtulmasını zorunlu kıldığı unutulmamalıdır.

5.6 Yabancı Para Cinsinden Kısa Vadeli Portföy Hareketlerinin Kısıtlanması

1990’lı yıllarda uluslararası fon akımlarının niteliğinde ciddi değişimler gözlenmektedir. Fonlar, ağırlıklı olarak portföy yatırımları biçiminde yönlendirilmekte ve bunların bir bölümü de gelişmekte olan piyasaların likit menkul kıymetlerine yönelmektedir. Fonların gelişmekte olan ülkelere akma gerekçesi, kendi ülkelerinde getiri oranlarının görece olarak daha düşük olmasıdır. Ancak getiri farkı ortadan kalktığında hızla geri dönebilmektedirler. Bu çerçevede, uluslararası fon akımı, yurtiçi ekonomi açısından dışsal bir değişken karakterine sahip bulunmaktadır (IMF 1995).

Mali piyasalarda intibakın reel piyasalara göre daha hızlı, anında olması (Dornbusch, 1976), dışa açık ekonomilerde dışsal şokların etkisini artırmaktadır. Uluslararası fon akımları olmasa bile yurt içinde yerleşiklerin portföylerinde döviz ve döviz cinsinden varlıklar bulundurabilmeleri de benzer bir etki yaratmaktadır

(Özatay ve Sak, 1995). Bu çerçevede, bu tür şoklara neden olarak, yurtiçi mali piyasalarda fiyat istikrarını bozacak, kısa vadeli portföy işlemlerine karşı, bunların hareket kabiliyetini azaltacak, önlemler getirilmesi tartışma gündeminde bulunmaktadır (IMF, 1995).

Kısa vadeli spekülasyon hareketlerinin sınırlandırılması amacını taşıyan bu tür öneriler, kısa vadeli işlemler için değişim maliyetlerinin artırılmasını içermektedir. Dikkat edilmesi gereken nokta, öncelikle bu tür önlemlerin yabancı, yerleşik ayırımı gözetilmeksizin portföy operasyonlarının tümüne getirilmesidir. İkinci olarak, bu tür bir önlem için sağlıklı bir kayıt ve belge düzeninin oturtulmasının bir önşart olduğu gerçeği gözden uzak tutulmamalıdır.

5.7. Gelir Yerine Tüketimin Vergilendirilmesi

Edwards (1995) tarafından gündeme getirilen önerilerden biri de gelir vergileri yerine tüketim vergilerine ağırlık verilerek bugünkü tasarrufların teşvik edilmesidir. Bu çerçevede, gelirin yalnızca tüketilen bölümü vergilendirilmekte, tasarruflar üzerinden vergi alınmaması önerilmektedir. Benzer bir uygulamaya 1990'lı yıllarda Şili'de başlanmıştır.

Ancak bu tür bir uygulamanın gelir dağılımı dengesizliğinin azaltıldığı, veya ortadan kaldırıldığı bir başlangıç noktasını gerektirdiği düşünülmektedir. Aksi takdirde, alt gelir gruplarının vergi yükü artmakta, tasarruf imkanları ise olmamaktadır. Konunun gelir dağılımı boyutu ile birlikte ele alınmasının yararlı olduğuna inanılmaktadır.

5.8. Tüketici Kredilerinin Zorlaştırılması

Tüketici kredileri uygulanması sonucunda, iktisadi ajanların gelecekteki tüketimlerini bugüne aktarmaları imkan dahiline girmektedir. Bu durumda kişiler gelecekteki gelirlerini de bugünden tüketime aktarabilmektedirler. Bu aktarmanın sonucu, tasarruf oranlarının düşmesidir. Mali liberalizasyonun olumsuz tasarruf etkileri bağlamında, konu Akyüz (1994) ve Edwards (1995) tarafından ele alınmaktadır. Bu çerçevede, gelecekteki gelirden borçlanma imkanlarının daraltılması tasarruf hacmi açısından olumlu sonuçlar vermektedir.

Tüketici kredilerine dayalı varlığa dayalı menkul kıymet uygulamasının sonuçlarını irdeleyen Sak ve Yeldan (1993), uygulamanın tüketici kredilerini artırarak,

cari tüketimi ve enflasyonu olumsuz biçimde etkilediğini söylemektedir. Bankaların şirketler kesimini riskli bularak yöneldiği bu uygulamanın da, orta vadede, gözden geçirilmesinde yarar görülmektedir.

Ancak bu değerlendirme esnasında gözden uzak tutulmaması gereken husus, tüketici kredileri uygulamasının 1980 sonrasında piyasaya dayalı olarak gelişen tek finansal yenilik olduğu gerçeğidir. Fonlama açısından şirketler kesimini riskli bulan bankacılık kesimi bir alternatif olarak daha az riskli olarak değerlendirdiği tüketicilere tek tek kredi açmayı tercih etmektedir. Vadeli alım satımlarda banka tarafından kredilendirmenin zorlaştırılması doğal olarak bu kredilendirme işleminin şirket tarafından yapılmasına neden olacaktır. Bu durum şirketler kesiminin finansman gereğini daha da artıracaktır. Bu gelişmenin fon dağıtımında etkinlik açısından sonuçları da yapılacak değerlendirmede dikkate alınmak durumundadır.

KAYNAKÇA

KAYNAKÇA

Akyüz, Y. (1988) "Financial Liberalization: The Key Issues", Y.Akyüz (ed.) Finance and the Real Economy, Santiago, ECLA/UNCTAP.

Alesina, A., G.Cohen ve N.Roubini (1993) "Electoral Business Cycles in Industrial Democracies", European Journal of Political Economy, 9, 1-23.

Bernanke, B.S. (1993) "Credit in the Macroeconomy", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Spring, 50-70.

Calvo, G.A. ve F.Coricelli (1993) "Output Collapse in Eastern Europe" IMF Staff Papers, 40 (March).

Calvo, G.A. ve F.Coricelli (1994) "Credit Market Imperfections and Output Response in Previously Planned Economies", G.Caprio (ed) Building Sound Finance in Emerging Market Economies, IMF World Bank: Washington, D.C.

Day, R.H.(1994) Complex Economic Dynamics, MIT Press: Mass.

Demirçelik, A.ve B.Temir (1995) "Şirketler Kesiminin Reel Yatırımları ve Bunların Finansmanı" SPK/AD (ed.) Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü, SPK Yayınları: Ankara.

Dornbusch, R. (1976) "Expectations and Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy, 84(6).

Dünya Bankası (1994) Averting the Old Age Crisis, Oxford University Press: NY.

Edwards, S. (1995) "Why are Savings Rates So Different Across Countries? An International Comparative Analysis", NBER Working Paper No. 5097.

Hirtle, B. ve J.Kelleher (1990) "Financial Market Evolution and the Interest Sensitivity of Output", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, 56-70

IMF (1995) International Capital Markets, August.

Jaffee, D. ve J.Stiglitz (1990) "Credit Rationing", B.Friedman ve F.Hahn tarafından derlenen Handbook of Monetary Economics içinde, North Holland, Amsterdam.

Merton, R.(1995) "Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions", Journal of Banking and Finance, 19.

Myers, S. ve N.Majluf (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", Journal of Financial Economics, 13.

Özatay, F. (1990) "Merkez Bankası Üç Aylık Makroekonomik Modeli (TCMB2)", TCMB Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 1(2), 1-42.

Özatay, F.ve G.Sak (1995) "Dynamics of Exchange Rate Determination, Timing of Capital Liberalization and Government Budget Deficits in Turkey", 16-18 Eylül 1995'de Boğaziçi Üniversitesi'nde Economic Research Forum toplantısında sunulan tebliğ.

Özatay, F., E.Öztürk ve G.Sak (1995) "1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Bunun Sonuçları".

Sak, G. (1995a) "IMKB ve Şirketler Kesiminin Finansmanı", SPK/AD (ed.) Türkiye'de Kaynak Aktarım Sürecinde Sermaye Piyasalarının Rolü, SPK Yayınları, Ankara.

Sak, G. (1995b) Public Policies Toward Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's, SPK Yayınları, Ankara.

Sak, G. ve H.Ersel (1995) "Working Capital Needs, Credit Dependence and Corporate Sector Response to the Crisis", Mart 1995'de EEA Konferansında sunulan tebliğ.

Sak, G. ve E.Yeldan (1993) "Reflections on Asset Backed Securitization in Turkey", METU Studies in Development, 20 (3).

Stiglitz, J.E. (1988) "Money, Credit, and Business Fluctuations", The Economic Record, Aralık, 307-322.

Stiglitz, J.E.(1992) "Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies", European Economic Review, 36, 269-306.

Stiglitz, J.E. (1994) "The Role of State in Financial Markets", Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, World Bank.

Uygur, E. (1991) "Central Bank Quarterly Econometric Model of Turkey: A First Draft", H.Ersel'in derlediği The Use of Econometric Models in Central Banks' Decision Making Problem içinde, TCMB, Ankara

