TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT
ANABİLİM DALI

REEL SEKTÖRÜN FİNANSALLAŞMA EĞİLİMİ: TÜRKİYE İMALAT SANAYİ ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

Uğur ÇINARDAN

ANKARA, 2019

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT
ANABİLİM DALI

REEL SEKTÖRÜN FİNANSALLAŞMA EĞİLİMİ: TÜRKİYE İMALAT SANAYİ ÖRNEĞİ

Yüksek Lisans Tezi

Uğur ÇINARDAN

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Ferda DÖNMEZ ATBAŞI

ANKARA, 2019

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın yürütülmesi sürecinde desteklerini esirgemeyen, değerli katkı ve görüşleriyle yol gösteren ve çalışmaya ilişkin her zaman teşvik eden danışmanım Sayın Doç. Dr. Ferda Dönmez Atbaşı'na, savunmam sırasında çalışmaya ilişkin değerli görüş ve eleştirilerini belirten jüri üyeleri Sayın Doç. Dr. Serdal Bahçe ve Sayın Doç. Dr. Elif Karaçimen'e, eğitim hayatım boyunca desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen, gerekli bütün imkânları sağlayan ve her zaman yanımda olan aileme teşekkürlerimi ve şükranlarımı sunarım.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR ..... **V**

KISALTMALAR ..... **X**

GRAFİK LİSTESİ ..... **Xİ**

TABLO LİSTESİ ..... **XİV**

GİRİŞ **1**

1. FİNANSALLAŞMA **4**

1.1 Finansallaşma Kavramı 4

1.2 Finansallaşma Literatürü 7

2. ÜRETİM ALANLARININ FİNANSALLAŞMASI **10**

2.1 Reel Sektörün Finansallaşması 10

2.1.1 Hissedar Değeri Uyumlaştırılması 11

2.1.1.1 Türkiye'de Reel Sektörün Mülkiyet Yapısı 12

2.1.1.2 Türkiye'de Hisse Senedi Geri Satın Alımı 15

2.2 Finansal Olmayan Firmaların Varlık Yapısı 17

2.2.1 Finansal Varlık Tanımı 18

2.2.2 Finansal Varlıklara İlişkin Analizler 21

2.3 Finansal Olmayan Firmaların Sabit Sermaye Yatırımları 22

2.3.1 Sabit Sermaye Yatırımlarına İlişkin Analizler 24

2.3.2 Firma Borçluluğunun Yatırım Üzerindeki Etkisi 27

2.4 Finansal Olmayan Firmaların Borçluluk Yapısı..... 29

2.5 Finansal Olmayan Firmaların Gelir Yapısı 31

3. TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖRÜN FİNANSALLAŞMASI..... 34

3.1 Türkiye'de Neoliberal Dönem..... 34

3.1.1 1980-2000 Dönemi..... 34

3.1.2 2001 Sonrası Dönem 35

3.2 Türkiye'de Finansallaşma..... 37

3.3 Türkiye'de Reel Sektör..... 38

3.3.1 Türkiye'de Reel Sektörün Döviz Yükümlülükleri 41

4. İMALAT SANAYİ SEKTÖRÜ VERİLERİ 45

4.1 İmalat Sanayi Sektör Bilançoları Veri Seti Kapsamı 46

4.2 İSO 500 Sanayi Firmaları Veri Seti..... 48

4.2.1 İSO 500 Sanayi Firmaları Veri Seti Kapsamı 48

4.2.2 İSO 500 Sanayi Firmaları Kamu ve Özel Sektör Payları 49

4.2.3 İSO 500 Sanayi Firmaları Alt Sektör Payları 50

4.3 Yabancı Ülkelere ait İmalat Sanayi Verileri..... 50

5. İMALAT SANAYİ SEKTÖR BİLANÇOLARI VERİ ANALİZLERİ..... 53

5.1 İmalat Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı 53

5.1.1 İmalat Sanayi Firmalarının Sabit Sermaye Varlıkları 53

5.1.2 İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlıkları 56

5.1.2.1 İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Bileşenleri 59

5.1.2.2 İmalat Sanayi Firmalarının Nakit ve Nakit Benzeri Varlıkları 60

5.1.2.3 İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Payları 62

5.1.2.4 Ülkelere göre İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Payları 64

5.1.3 İmalat Sanayi Firmalarının Mali Duran Varlıkları 65

5.2 İmalat Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı 65

5.2.1 İmalat Sanayi Firmalarının Özkaynak ve Borçluluk Yapısı 68

5.2.2 İmalat Sanayi Firmalarının Banka Finansmanı 71

5.2.3 İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Piyasası Finansmanı 74

5.2.4 İmalat Sanayi Firmalarının Anapara, Taksit ve Faiz Borçları 75

5.2.5 İmalat Sanayi Firmalarının Döviz Yükümlülükleri 76

5.2.6 İmalat Sanayi Firmalarının Standart Oran Testleri 78

5.3 İmalat Sanayi Firmalarının Kârlılık Yapısı 80

5.4 İmalat Sanayi Firmalarının Gelir Yapısı 82

5.4.1 İmalat Sanayi Firmalarının Faaliyet Dışı Gelirleri 82

6. İSO 500 SANAYİ FİRMALARI VERİ ANALİZLERİ 86

6.1 İSO 500 Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı 86

6.2 İSO 500 Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı 87

6.3 İSO 500 Sanayi Firmalarının Kârlılık Yapısı 88

6.4 İSO 500 Sanayi Firmalarının Borçluluk Yapısı 89

SONUÇ 92

KAYNAKÇA..... 95

EKLER 109

ÖZET 119

ABSTRACT 120

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AR-GE: Araştırma ve Geliştirme

BACH: Uyumlaştırılmış Şirket Hesapları Bankası

BSB: Bağımsız Sosyal Bilimciler

ECCBSO: Avrupa Merkezi Bilanço Veri Ofisleri Komitesi

GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İSO: İstanbul Sanayi Odası

İSO 500: İstanbul Sanayi Odası En Büyük 500 Sanayi Firması

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TL: Türk Lirası

TTK: Türk Ticaret Kanunu

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1. Ülkelere göre Borsada İşlem Gören Firmaların Piyasa Değerinin GSYH'ye Oranı, (%) ---------- 13

Grafik 2. Ülkelere göre Toplam Net Sabit Sermaye Oluşumunun Toplam Ekonomideki Net Faaliyet Kârına Oranı, (%) ---------- 26

Grafik 3. İmalat Sanayi Sektörünün Yıllık Büyüme Hızı ve Brüt Sabit Sermaye Oluşumu Büyüme Hızı, (%) ---------- 40

Grafik 4. Türkiye'deki Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri ---------- 43

Grafik 5. Türkiye'deki Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Yükümlülükleri, (%) ---------- 43

Grafik 6. İmalat Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı, (%) ---------- 53

Grafik 7. İmalat Sanayi Firmaları Maddi Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%) ---------- 54

Grafik 8. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Tesis, Makine ve Cihazların Toplam Varlıklara Oranı ve Brüt Makine Teçhizat Yatırımları, (%) ---------- 55

Grafik 9. İmalat Sanayi Firmaları Tesis, Makine Cihazlar Varlık Payı, (%) ---------- 56

Grafik 10. İmalat Sanayi Firmaları Finansal Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%) ---------- 58

Grafik 11. Genel ve Büyük Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Payları ve Finansal Getiri Oranları Karşılaştırması, (%) ---------- 58

Grafik 12. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Bileşenleri, (%) - 59

Grafik 13. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Nakit ve Nakit Benzeri Varlıkların Kısa Vadeli Borçlara Oranı, (%) ---------- 61

Grafik 14. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Likidite Testi, (%) ---------- 61

Grafik 15. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Finansal Varlıkların Maddi Duran Varlıklara ve Net Satışlara Oranı, (%) ---------- 63

Grafik 16. Ülkelere göre İmalat Sanayi Sektörü Finansal Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%) ---------- 64

Grafik 17. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Mali Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%) ---------- 65

Grafik 18. İmalat Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı, (%) ---------- 66

Grafik 19. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı, (%) ---------- 67

Grafik 20. İmalat Sanayi Firmalarının Kaldıraç Oranları, (%) ---------- 70

Grafik 21. Ülkelere göre İmalat Sanayi Sektörü Toplam Borçların Toplam Varlıklara Oranı, (%) ---------- 71

Grafik 22. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Banka Kredilerinin Toplam Borçlara Oranı, (%) ---------- 72

Grafik 23. Ülkelere göre İmalat Sanayi Sektörü Banka Kredilerinin Toplam Borçlara Oranı, (%) ---------- 73

Grafik 24. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Tahvil Finansmanı, (%) ------ 74

Grafik 25. İmalat Sanayi Firmalarının Kredi Anapara Taksit ve Faiz Borçları, (%) --- 76

Grafik 26. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Yabancı Para Borçluluğu, (%) --- 77

Grafik 27. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Faiz Karşılama Oranları, (%) 79

Grafik 28. İmalat Sanayi Firmalarının Kâr Oranları, (%) ---------- 80

Grafik 29. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Kâr Oranları, (%) ---------- 81

Grafik 30. İmalat Sanayi Firmalarının Net Faaliyet Dışı Gelirleri, (%)---------- 83

Grafik 31. Ölçeklerine Göre İmalat Sanayi Firmalarının Faiz Gelirleri, (%)---------- 83

Grafik 32. İSO 500 Sanayi Firmalarının ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı, (%)---------- 86

Grafik 33. İSO 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Cari Oran Testi, (%)---------- 87

Grafik 34. İSO 500 Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı, (%) ---------- 88

Grafik 35. İS0 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Özkaynak Kârlılığı, (%)---------- 89

Grafik 36. İSO 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Kaldıraç Oranı, (%)---------- 90

Grafik 37. İSO 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Finansal Borçların Toplam Borçlara Oranı, (%)---------- 91

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. Veri Setlerinin Kapsamı ---------- 45

Tablo 2. Yıllara göre Sektör Bilançoları Anketine Katılan İmalat Sanayi Firmalarının Sayıları---------- 47

Tablo 3. NACE Rev. 2.0 Sanayi Sektörü Ekonomik Faaliyet Sınıflaması---------- 49

Tablo 4. İSO 500 Sanayi Firmaları Kamu ve Özel Sektör Payları ---------- 49

Tablo 5. İSO 500 Sanayi Firmaları Alt Sektörlerinin Varlık Değeri---------- 50

Tablo 6. Ülkelere göre Kullanılan Veri Kaynakları ---------- 52

Ek Tablo 1. Başlıca Oran Analizleri----------109

Ek Tablo 2. Bilanço-Varlıklar----------112

Ek Tablo 3. Bilanço-Kaynaklar ----------113

Ek Tablo 4. Gelir Tablosu ----------114

Ek Tablo 5. Sektör Kimliği Dosyası----------115

Ek Tablo 6. Yapısal Analiz Tablosu----------116

Ek Tablo 7. Standart Oranlar Tablosu----------117

Ek Tablo 8. Fon Akım Tablosu ----------118

GİRİŞ

Neoliberal yapılanma süreci ile birlikte ekonomik faaliyet alanlarına ilişkin birçok yapısal dönüşüm gerçekleşmiştir. 1980'lerde başlayan neoliberal programlar ile dış ticaretin, faiz oranlarının ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, reel üretim alanları üzerinde önemli etkilerde bulunmuştur.

Neoliberal dönemde mal piyasalarında ortaya çıkan yıkıcı rekabet koşulları ve talep büyümesindeki yavaşlama, finansal olmayan firmaların yüksek kâr ve nakit akışı imkânlarını sınırlamıştır (Crotty, 2002). Firmalar kâr oranlarında daralma nedeniyle uzun dönemli sabit sermaye yatırımları yerine, yoğun şekilde kısa vadeli finansal varlıklara yönelmiştir. Finansal serbestleşme sonrası dönemde, reel sektör firmalarının fon kullanımlarında gerçekleşen bu dönüşüm, firma varlıklarındaki artan likitleşmeyi beraberinde getirmiştir. Bu dönemde reel sektör firmalarının faaliyet kârlarında gerçekleşen düşüşler, finansal yatırımlar ve bu yatırımlardan elde edilen finansal gelirlerle telafi edilmeye çalışılmıştır.

Küresel ölçekte uygulanan finansal serbestleşme politikaları, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finansal sektörlerini ve üretim sektörlerini giderek istikrarsızlaştırmakta, ulusal ekonomilerde makroekonomik belirsizliklerin ve risklerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların sunduğu kısa vadeli yüksek getiri oranları, artan risk ve belirsizlikler, finansal olmayan firmaların yatırım planlama ufkunun daralmasında ve finansallaşmasında itici güç olmaktadır. Mal piyasasında artan rekabet koşulları, ticaret ve sermaye hareketlerindeki serbestleşme bu duruma katkıda bulunmaktadır (Demir, 2007).

Reel sektör ve finansal piyasalar arasındaki ilişki neoliberal dönemde dönüşüme uğrayıp, çok yönlüleşmiştir. Reel sektör firmalarının faiz ve temettü ödemeleri olarak finansal kurumlara ve aktörlere gerçekleştirdiği ödemeler artarken, aynı zamanda firmaların finansal faaliyetler sonucu elde ettikleri gelirlerde artış gerçekleşmiştir (Krippner, 2005). Bu kapsamda ekonomik faaliyetlerin giderek finansallaşması, üretim alanları ve finansal sektör arasındaki ilişkinin dönüşmesini, finansal faaliyetlerin giderek çeşitlenmesini ve genişlemesini beraberinde getirmiştir.

Literatürdeki finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin gerçekleştirilen çalışmalarda, çoğunlukla ABD ve İngiltere gibi Anglosakson ülkeleri ve gelişmiş Avrupa ülkeleri incelenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki reel sektörlerin finansallaşmasını inceleyen az sayıda çalışma bulunmaktadır. Powell'ın (2013) ve Karwowski'nin (2017) çalışmaları, gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün finansallaşmasını inceleyen başlıca çalışmaları oluşturmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, finansal serbestleşme sonrası dönemde Türkiye imalat sanayi sektörünün varlık yapısı, yatırım tercihleri, borçluluk yapısı, gelir yapısı inceleyerek reel sektördeki finansallaşma eğilimlerini saptamak ve ortaya çıkan bulguları finansallaşmaya ilişkin kavramsal çerçeve kapsamında değerlendirmektir. Finansallaşmanın reel sektör üzerindeki kompleks ve çok yönlü etkisi, çalışmanın literatür araştırmasında ve analiz kısmındaki benzer nitelikli yorumlamaların yinelenmesini doğurmuştur.

Bu çalışma kapsamında, 1989-2016 yılları için TCMB'nin yayımlamış olduğu Türkiye imalat sanayi sektör bilançoları verileri ve İstanbul Sanayi Odası'nın yayımlamış olduğu en büyük 500 sanayi kuruluşu verileri incelenmiştir. Türkiye için gerçekleştirilen analizleri yabancı ülke örnekleriyle karşılaştırmak için, Avrupa Merkezi Bilanço Veri Ofisi'nden (ECCBSO) elde edilen Almanya, İtalya, İspanya, Fransa verileri ile Japonya

Maliye Bakanlığı'ndan ve ABD Ticaret Bakanlığı'ndan elde edilen imalat sanayi sektörüne ait veriler incelenmiştir. Yabancı ülkelere ilişkin gerçekleştirilen analizlerde, Türkiye imalat sanayine ilişkin bulguların yabancı ülke örnekleriyle karşılaştırılması amaçlanmıştır.

1. FİNANSALLAŞMA

1.1 Finansallaşma Kavramı

Finansallaşma kavramı, ekonomik faaliyetlerin ve sermaye hareketlerinin küreselleşmesiyle birlikte akademik araştırmalarda giderek daha fazla yer almaya başlamıştır. Literatürde bulunan çalışmalarda, finansallaşma kavramına ilişkin birçok yaklaşım bulunmaktadır.

Tekelci sermaye geleneğindeki yazarlar, finansallaşmayı kapitalizmin 1970'lerde girdiği krizden çıkış yolu olarak değerlendirmektedir. 1970'lerde gerçekleşen üretim alanındaki daralma ve artığın kârlı yatırımlara aktarılamaması neticesinde sermaye dolaşım alanına, spekülasyon alanına yönelmiştir (Orhangazi, 2011). Tekelci sermaye geleneğindeki yazarlarla benzer şekilde Marazzi (2012) finansallaşmanın, kârların üretim sürecine fiziki yatırımlar olarak yeniden yatırılamaması nedeniyle ortaya çıkan sermaye birikimindeki tıkanmadan kaynaklandığını belirtmektedir. Finansallaşma üretken faaliyet alanlarındaki düşük kârlılık seviyesinin, finansal piyasalardan elde edilen getiriler yoluyla telafi edilmesine imkân sağlamıştır. Marazzi (2012) ekonominin finansallaşmasını, kârlılık krizleri sonrası sermayenin kârlılığının yeniden dengelemesinin ve bu kârlılığın üretim alanı dışından elde edilmesinin bir aracı olarak değerlendirmektedir.

Ashman vd. (2011) çalışmasında finansallaşma kavramını, Bretton Woods sisteminin çöküşünün ardından finansal piyasaların, finansal kuruluşların ve finansal aktörlerin ortaya çıkışı ve çoğalmasıyla ilişkilendirmektedir. Yazarlara göre finansallaşma kavramı, finansal faaliyetlerin ve faaliyet alanlarının genişlemesini, kurumsal yatırımcıların ortaya çıkmasını, artan ve genişleyen finansal hizmetleri ve finansal araçları içinde barındırmaktadır.

Stockhammer (2010) finansallaşma kavramını, finansal sektörün ekonomide giderek artan önemi olarak yorumlamaktadır. Finansal piyasaları düzenleyen kuralların kaldırılmasının ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin, finansallaşmayı mümkün kıldığını belirtmektedir. Stockhammer (2007) finansallaşmanın geniş iktisadi ve politik fenomenleri içinde barındırdığını belirtmektedir. Bu kapsamda finansal piyasaların serbestleştirilmesi, para politikasının ekonomideki rolünün yeniden yapılandırılması, piyasa tabanlı finansal sisteme geçiş, döviz kuru piyasasında artan istikrarsızlık, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve hissedar değeri uyumlaştırmasının ortaya çıkışı, bu fenomenlerin başlıcalarını oluşturmaktadır.

Epstein (2005) finansallaşmayı, finansal piyasaların, finansal motivasyonların, finansal aktörlerin, finansal kurumların ulusal ve küresel ekonomideki artan rolü olarak tanımlamaktadır. Palley (2007) finansallaşmayı finansal piyasaların, finansal kurumların ve finansal elitlerin ekonomik politika ve çıktı üzerinde daha fazla etki yarattığı bir süreç olarak tanımlamaktadır.

Kotz (2010) neoliberal birikim yapısının oluşumunun, mal, hizmet ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, kamusal hizmetlerin özelleştirilmesi, devletin ekonomik aktivitelerdeki düzenleyici rolünün azaltılması ve büyük firmalar arasındaki ortaklaşa rekabetin yerini sınırsız rekabete bırakmasıyla gerçekleştiğini belirtmektedir. Yazar, finansallaşmanın nedenini neoliberal yeniden yapılandırma süreci ile ilişkilendirmekte, fakat finansallaşmanın neoliberalizmin ötesinde kökleri olduğunu belirtmektedir.

Finansallaşma, heterodoks iktisatçıların yanı sıra birçok politik iktisatçı tarafından da ele alınmıştır. Fine (2013) finansallaşmayı, faiz getirisi sunan sermayenin yoğun ve kapsamlı bir şekilde genişlemesi olarak yorumlamaktadır. Lapavitsas (2013) çalışmasında finansallaşmayı, kapitalist sistemde son kırk yılda ortaya çıkan sistemik değişim olarak tanımlamaktadır. Yazar çalışmasında bankalar, finansal olmayan firmalar

ve işçiler dahil olmak üzere, kapitalist birikimin temel iktisadi aktörlerinin değişen davranış yapısına dayanan bir finansallaşma teorisini sunmaktadır.

Foster (2011) finansallaşmayı, kapitalist ekonominin ağırlık merkezinin üretimden finansa doğru uzun soluklu dönüşümü olarak tanımlamaktadır. Yazar bu değişimin finansal kârların toplam kârlara oranla giderek artması, GSYH'ye oranla borçlardaki artış, finansal sektörlerin genişlemesi ve finansal balonların ortaya çıkışı olarak kendini gösterdiğini belirtmektedir.

Arrighi (1994) finansallaşmanın hegemonik kapitalist gücün dünya ekonomisindeki dönüşümünü temsil ettiğini belirtmektedir. Arrighi'nin finansallaşma analizi, finansal getirilerin reel getirilere göre artışına vurgu yapmaktadır (Aktaran, Lapavitsas & Powell, 2013). Krippner (2005) çalışmasında, Arrighi'nin finansallaşma tanımından yola çıkarak finansallaşmayı, kârlılığın ticaret ya da emtia üretiminin aksine öncelikli olarak finansal kanallar yoluyla oluştuğu birikim şekli olarak tanımlamaktadır. Yazar finansı gelecekte temettü, faiz ya da sermaye kazancı elde etmek ya da aktarmak için tutulan likit sermaye ile ilgili faaliyetlerle açıklamaktadır.

Finansallaşma kavramına ilişkin literatürde birçok görüş yer almakta olup, kavram finansal piyasaların küreselleşmesi, hissedar değeri uyumlaştırmasının ortaya çıkışı, ekonomide finansal varlık hacminde gerçekleşen genişlemeler, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, finansal gelirdeki artışlar ve finansal olmayan firmaların artan şekilde finansal faaliyetlerde bulunması ve finansal krizler gibi birçok olguyu içinde barındırmaktadır.

1.2 Finansallaşma Literatürü

Literatürde yer alan çalışmalarda finansallaşma kavramı, birçok olgu etrafında incelenmiştir. Bu kapsamda literatürde finansallaşma kavramını farklı olgular etrafında inceleyen birçok akademik çalışma yer almaktadır.

Froud vd. (2000), Lazonick ve O'Sullivan (2000) çalışmalarında, kurumsal yönetişimdeki değişim ile birlikte özellikle Anglosakson ülkelerinde ortaya çıkan hissedar değeri hareketinin yükselişini incelenmiştir. Lazonick ve O'Sullivan (2000) hissedar değeri uyumlaştırması ile firma stratejilerinde, firma gelirlerinin fiziki sermaye ve insan kaynaklarına aktarılmasını içeren elde tut ve yatırımlara aktar stratejisinden, (retain-reinvest) küçült-dağıt (downsize-distribute) stratejisine doğru bir dönüşüm gerçekleştiğini belirtmektedir. Bu dönüşümle temettü ödemeleri ve hisse senedi geri alımlarıyla hissedarlara gerçekleştirilen aktarımlar, çoğaltılmaya çalışılmaktadır.

Finansallaşma ekonomik faaliyetler üzerinde yarattığı etkilerin yanı sıra, bölüşüm üzerinde de önemli etkilerde bulunmaktadır. Bu kapsamda Lin ve Devey (2013), Dünhaupt (2010), Hein (2015), Lazonick (2010) çalışmalarında finansallaşmayı, bölüşüm üzerindeki etkileriyle birlikte incelemekte ve finansal olmayan firmaların artan şekilde finansal faaliyetlerde bulunmasına, işçi sendikalarının zayıflayan pazarlık gücüne, emekçilerin reel gelirinde gerçekleşen düşüşe vurgu yapmaktadır.

Dünhaupt (2010) firmaların gerçekleştirdiği finansal ödemelerdeki artışların ücretler pahasına gerçekleştiğini belirtmektedir. Çalışmada, firmaların finansal ödemelerinde gerçekleşen artışa, sendikaların zayıflayan pazarlık gücü ve zayıflayan ücret talebi eşlik ettiği belirtilmektedir. Bu şekilde, finansallaşma gelir dağılımında eşitsizliği arttırıcı etki yaratmaktadır. Lazonick (2010) finansallaşmış firmaların emek talebini azaltıp, maliyetlerini baskılayarak hisse senedi fiyatlarını yükseltmeye çalıştığını

ve elde edilen gelirlerin hissedarlara temettü ödemesi ve hisse senedi geri satın alımları yoluyla aktarıldığını belirtmektedir.

Hein (2015) finansallaşmanın ve neoliberalizmin, emeğin üretimden aldığı gelir payında düşüşe neden olduğunu belirtmektedir. Faiz ve temettü ödemelerindeki artış, firmaların kâr oranlarını düşürmekte ve dolaylı olarak düşük ücret payını doğurmaktadır. Lin ve Devey (2013) ve Alvarez (2015) çalışmalarında, finansal olmayan firmaların gelir yapısının finansal kanallarla elde edilen gelire bağımlı hale gelmesinin, uzun dönemde firmaların ücret paylarında düşüşe neden olduğunu belirtmektedir.

Literatürde finansallaşmanın sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkisini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Tori ve Onaran (2015, 2017a, 2017b) ve Orhangazi (2007, 2008), Durand ve Geuder (2016), Stockhammer (2004), Demir (2007, 2009a, 2009b), Seo vd., (2016) çalışmalarında, finansallaşmanın sabit sermaye yatırımları üzerindeki daraltıcı etkilerini ortaya koymuştur. Stockhammer (2004) çalışmasında, finansallaşmanın ABD, Fransa ve İngiltere'de sermaye birikiminin yavaşlamasına ilişkin önemli bir açıklayıcı değişken olduğunu belirtmektedir.

Davis (2014, 2016), Orhangazi (2007, 2008), Lapavitsas ve Powell (2013) ve Dumenil ve Levy (2001) çalışmalarında, gelişmiş ülkelerdeki finansal olmayan firmaların finansal varlıklarının sabit sermaye varlıklarına oranla büyümesi, gelir akımlarında finansal gelirlerin giderek daha çok yer tutmasını incelemiştir. Karwowski (2015) çalışmasında, firma bilançolarında giderek artan şekilde yer alan nakit ve nakit benzeri varlıkların rantiyer niteliğine vurgu yapmıştır.

Finansallaşmaya ilişkin akademik çalışmalar giderek artmakta ve finansallaşmayı farklı olgular etrafında tartışan çalışmalar ortaya çıkmaktadır. Literatür içerisinde birbiriyle bağlantılı olan birçok olguya odaklanan çalışmalar mevcuttur. Aalbers (2019)

çalışmasında, finansallaşmaya ilişkin çalışmaların yedi olgu etrafında yoğunlaştığını belirtmektedir. Aalbers (2019) bu olguları; tarihsel olarak egemen gücün yeniden belirlenmesi anlamında bir süreç olarak finansallaşma, banka dışı finansal kurumların yükselişi, menkul kıymetleştirme, kamu sektörünün finansallaşması, hanehalkının finansallaşması, finansal sektörün ekonomide baskın güç hale gelmesi ve finansal olmayan firmaların finansallaşması olarak özetlemektedir.

Finansallaşma kavramının birçok olguyla iç içe geçmiş yapısı göz önünde bulundurulmakla birlikte, bu tez çalışması kapsamında reel sektördeki finansallaşma eğilimlerine ilişkin bir tartışma yürütülmüştür.

2. ÜRETİM ALANLARININ FİNANSALLAŞMASI

2.1 Reel Sektörün Finansallaşması

Finansallaşma, üretim alanları ile finansal piyasalar arasındaki ilişkinin neoliberal dönemde farklılaşmasını beraberinde getirmiştir. Bu durum finansallaşmaya dair tartışmaların üretim alanlarına doğru genişlemesini doğurmuştur. Üretim alanlarının finansallaşmasına ilişkin literatür, birçok yazarın ortaya koyduğu tanımlamalar ve finansallaşmaya ilişkin gösterge niteliği taşıyan veri analizlerini içinde barındırmaktadır.

Orhangazi (2007, 2008) ABD için finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin çalışmalarında, firma bilançolarında yer alan finansal varlık paylarındaki artışa, finansal faaliyetlerinden elde edilen gelirlerdeki artışa, faiz ve temettü ödemeleri ve hisse senedi geri alımları yoluyla finansal piyasalara gerçekleştirilen ödemelerdeki artışa vurgu yapmaktadır. Stockhammer (2004) finansal olmayan firmaların finansallaşmasını, firmaların finansal piyasalarda artan faaliyetleri olarak tanımlamakta ve buna ilişkin analizlerde finansal faaliyet sonucu ortaya çıkan gelir akımlarına vurgu yapmaktadır. Davis (2016) çalışmasında, firma bilançolarında sabit sermaye varlıklarına oranla artan finansal varlıklara, firmaların artan borç oranlarına ve hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin bulguları ortaya koymaktadır.

Devey vd. (2015) finansal olmayan firmaların finansallaşmasını, firmaların dış finansman kullanımlarındaki artış nedeniyle ortaya çıkan temettü ödemeleri, faiz ödemeleri ve hisse senedi geri satın alımları yoluyla reel ekonomiden finansal ekonomiye gerçekleştirilen gelir transferleriyle açıklamaktadır. Firma bilançolarının varlık tarafında finansallaşmayı, bir yatırım stratejisi olarak tanımlamışlardır. Bu kapsamda, devlet borçlanma senetleri, gayrimenkul kredileri, kısa vadeli menkul kıymetler firmaların başlıca finansal yatırımlarını oluşturmaktadır.

Tori ve Onaran (2015, 2017a), halka açık finansal olmayan firmaları inceleyen çalışmalarında finansallaşmanın, sermaye birikimindeki durağanlaşmayı, firma gelirlerinin yeniden yatırım oranının düşmesini, finansal varlık paylarında, finansal gelir ve ödemeler artışı beraberinde getirdiğini belirtmektedir.

Rabinovich (2017) çalışmasında, finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin literatürün, başlıca iki olgu etrafında yoğunlaştığını belirtmektedir. Bu olgulardan biri, başta Anglosakson ülkeleri olmak üzere birçok ülkede görülen firmaların kurumsal yönetişimdeki değişimine ilişkin hissedar değeri uyumlaştırması olgusudur. Literatürde bulunan diğer bir olgu ise, finansal olmayan firmaların artan finansal varlıkları ve finansal faaliyetler yoluyla elde edilen finansal gelirleridir.

2.1.1 Hissedar Değeri Uyumlaştırılması

Finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin literatürde belirtilen olgulardan biri, kurumsal yatırımcının etkisinin giderek artması, şirket birleşmeleri ve hasmane devralma (hostile takeover) yoluyla hissedarların firmalar üzerinde artan gücünü belirten hissedar değeri uyumlaştırmasıdır. Hissedar değeri uyumlaştırması, firmaların özkaynak kârlılığını arttırarak temettü ve hisse senedi geri satın alımlarıyla hissedarlara gerçekleştirilen finansal ödemeleri çoğaltmayı amaçlamaktadır (Stockhammer, 2010).

1980'den itibaren ABD ve İngiltere gibi Anglosakson ülkeleri başta olmak üzere, hissedar değerini çoğaltmaya çalışan yeni bir kurumsal yönetişim modeli ortaya çıkmıştır. Fordist dönemde, firmalar faaliyet konusu olan kârlılıklarını sabit sermaye yatırımlarına ya da emek talebini arttırarak, beşerî kaynaklara aktarmaktaydı. 1980 yılında başlayan ve 1990 yılında hızlanan yeni kurumsal yönetişim ile birlikte, alıkoyma ve yatırımlara aktarma (retain-reinvest) stratejisi yerini, küçült ve dağıt (downsize-distribute) stratejisine bırakmıştır (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

Firma yönetiminde artan hissedar gücü, rantiyer kâr oranlarını arttırmakta ve gerçekleştirilen finansal ödemeler, firmanın büyümesi ve sabit sermaye yatırımları için mevcut fon miktarını azaltmaktadır (Hein, 2012). Hissedar değeri uyumlaştırması ile firma kârlılık artışlarının tamamı, yatırımlara ve emek talebine aktarılmamakta olup, bu durum firma gelirlerindeki sızıntılara neden olmaktadır.

Firmalar gerçekleştirdikleri temettü ödemeleri ve hisse senedi geri satın alımları yoluyla net kârı hissedarlara aktarmayı tercih edebilmektedir. Kârlılık seviyesi ve yatırım seviyesi arasında ortaya çıkan bu sızıntılar, finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin literatürdeki bulgularından biridir. Bu durum, firmaların finansal faaliyetlerinin sabit sermaye yatırımları pahasına gerçekleştiği anlamını taşımaktadır (Milberg & Winkler, 2010).

Lavoie (2012) hissedar değeri modelinin genelleştirilmesinin, firma davranışlarını kısa döneme indirgemekte olduğunu belirmektedir. Firmaların hisse senetleri ihraçları yoluyla yatırımlarını finanse etmekten ziyade, hisse senedi fiyatlarıyla ilgilendiğini belirtmektedir. Hissedarlara gerçekleştirilen aktarımları çoğaltmak için, firmalar fiziki yatırımlar pahasına kısa dönemli firma kârlılıklarına odaklanmaktadır.

Hissedar değeri uyumlaştırılması literatürünün genel kapsamında, üretken yatırımlar yerine rantiyer sınıflara gerçekleştirilen finansal ödemelerdeki artış ve finansal olmayan firmaların faaliyetlerinin giderek rantiyerleşmesi yer almaktadır. Artan hissedar gücü ve finansal piyasaların kısa vadeli yüksek getiri baskısı, firmaları uzun dönemli büyüme perspektifinden giderek uzaklaştırmaktadır (Fiebiger, 2016).

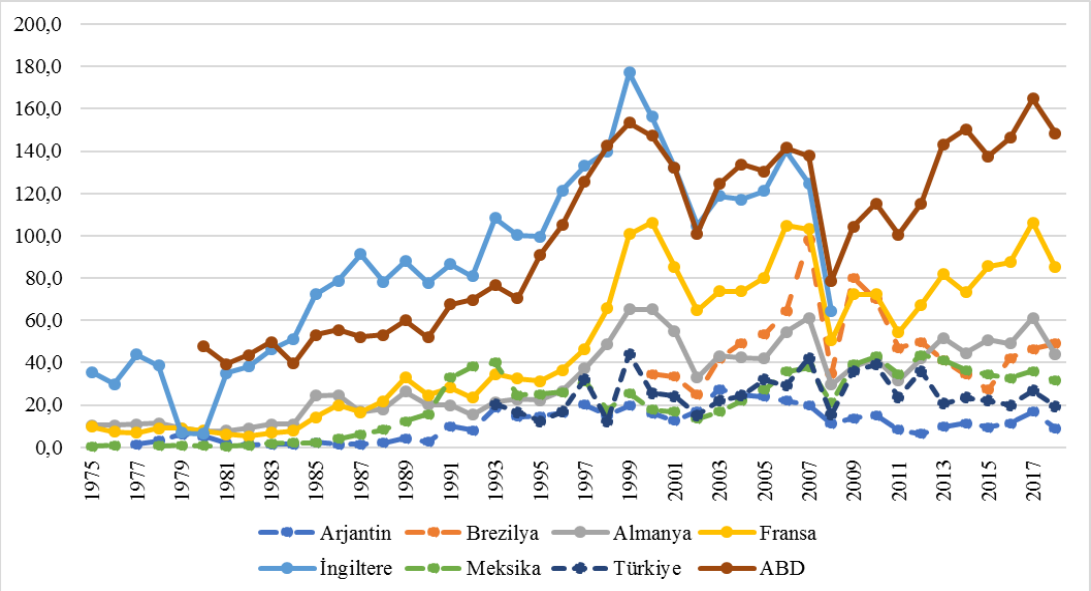
2.1.1.1 Türkiye'de Reel Sektörün Mülkiyet Yapısı

Ülkeler arasında reel sektörün finansallaşma deneyimleri reel sektörün mülkiyet yapısından, finansal sistemin gelişmişlik seviyesinden, sermaye piyasalarının finansman

yaratma kapasitesinden, finansal varlık çeşitliliğinden, ilgili ülkelerin vergi kanunu, ticaret kanunu, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler başta olmak üzere kanuni düzenlemelerinden ve birçok makroekonomik faktörden kaynaklı olarak farklılık göstermektedir.

Hissedar değeri uyumlaştırması kavramına ilişkin olarak, reel sektörün mülkiyet yapısı önemli bir etkendir. Bu kapsamda, reel sektör firmaları arasında borsada işlem gören firmalar ve buna ilişkin işlem hacimleri gösterge niteliği taşımaktadır. Temettü ödemeleri ve hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin hissedar baskısının oluşmasında, reel sektör firmaların büyük bir bölümünün sermaye piyasalarında işlem görmesi ve sermaye piyasalarının önemli bir finansman kaynağı haline gelmesi önem arz etmektedir.

Grafik 1. Ülkelere göre Borsada İşlem Gören Firmaların Piyasa Değerinin GSYH'ye Oranı, (%)



Kaynak: Dünya Bankası

Grafik 1'de gösterildiği üzere, Türkiye'de borsada işlem gören firmaların piyasa değerinin GSYH'ye oranı 2018 yılı için yüzde 19,5 olup, seçilen 8 ülke arasında Arjantin'den sonra en düşük değere sahiptir. Başlıca Anglosakson ülkeleri olan ABD ve

İngiltere'de, borsada işlem gören firmaların piyasa değerinin GSYH'ye oranı çok daha yüksektir.

Türkiye imalat sanayi sektöründeki firmalar arasında, hisseleri borsada işlem gören firmaların sayısı 2019 yılı için 179 olup, bu sayı imalat sanayi sektörü toplam firma sayısı içinde oldukça düşüktür.[1]

Saraç (2002) çalışmasında, İSO 500'de yer alan ve halka açık olan 138 firmanın 1997-2001 yılları arasındaki verilerini incelemiştir. Türkiye imalat sanayi sektörünün gelişmiş ülkelere örneklerine göre, yoğunlaşmış mülkiyet yapısına sahip olduğunu belirtilmektedir. Saraç (2002) çalışmasında, verili firma örnekleminde en büyük üç hissedarın sahip olduğu ortalama hisse oranını yüzde 63,26 ve halka açıklık oranını yüzde 27,20 olarak hesaplanmıştır. Mandacı ve Gümüş (2010) halka açık 203 finansal olmayan firmayı inceleyen çalışmasında, firmaların ortalama halka arz oranını yüzde 33,48 ve firma örnekleminde ortalama olarak en büyük üç hissedarın toplam hisse payını yüzde 61,27 olarak hesaplamıştır.

Türkiye'deki sanayi kuruluşlarının büyük bölümü, holdingleşmiş iş grupları altında faaliyet yürütmekte ve bu iş grupları tek bir aile ya da az sayıdaki ailelerin ortaklığı tarafından kontrol edilmektedir (Yurtoglu, 2003). Aile grupları, Türkiye reel sektöründeki firmaların mülkiyetini iki şekilde ellerinde bulundurmaktadır. Aile üyeleri, bireysel olarak firmaların hisse payına sahip olmakta veya holding yapılanması içerisindeki firmalar, ilgili diğer firmaların hisselerine sahip olmaktadır (Saraç, 2002).

Türkiye'de reel sektörün mülkiyet yapısı üzerine, Saraç (2002), Akkemik ve Özen (2014), Yurtoğlu (2003), Mandacı ve Gümüş (2010) gerçekleştirdiği çalışmalarda, reel

[1] Türkiye imalat sanayi firmaları içerisinde borsada işlem göre imalat sanayi firma sayısına https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler internet adresinden ulaşılabilmektedir.

sektör firmalarının büyük bir bölümünün iş gruplarına bağlı holdinglerin mülkiyetinde bulunduğu belirtilmektedir. Akkemik ve Özen (2014) çalışmasında, Türkiye'de finansal olmayan firmaların mülkiyet yapısının yoğunlaşmış nitelikte olduğunu, bu durumun yöneticinin takdir yetkisini yüksek kılmakta ve firmaların daha kolay finansal yatırım kararı verilebilmesine olanak sağladığını belirtmiştir.

2.1.1.2 Türkiye'de Hisse Senedi Geri Satın Alımı

Başlıca Anglosakson ülkelerindeki finansal olmayan firmaların gerçekleştirdiği hisse senedi geri satın alımları (stock buybacks), hissedar değeri uyumlaştırmasına ilişkin literatürde bulunan olgulardan biridir. Firmalar, hisse senedi geri satın alımlarıyla hisse senedi fiyatlarını yükseltmeyi amaçlamakta ve artan hisse senedi fiyatlarıyla hisse sahiplerine kazanç yaratmaktadır.

Reel sektörün finansal faaliyetleri ve bu faaliyetleriyle gelirin finansal piyasalara aktarım kanalları, ülkelerin uyguladığı vergi politikalarından etkilenmektedir. Palley'in (2007) çalışmasında, hisse senedi geri satın alımlarının hisse senedi fiyatlarını arttırarak, temettü ödemelerine göre daha düşük vergi oranına tabi sermaye kazancı yaratması, hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin yönelimin bir nedeni olarak belirtilmektedir.

Türkiye'de reel sektörün hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin faaliyetleri, kanuni düzenlemelerle kısıtlanmıştır. FESSUD (2014) raporunda, Türkiye'de hisse senedi geri satın alımlarının yasal kısıtlamalar nedeniyle çok yakın zamana kadar gerçekleştirilemediğinden bahsedilmektedir.

6762 sayılı eski TTK gereğince, şirketlerin kendi paylarını iktisap etmeleri yasaklanmış bulunmaktaydı. 2011 yılında kabul edilen yeni TTK[2]'ya göre, anonim şirketler esas veya çıkarılmış sermayelerinin onda birine aşmamak üzere kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul edebilmektedir (Ayan, 2013). 2011 yılında yayımlanan TTK, firmaların hisse senedi geri satın alımı gerçekleştirmesini mümkün kılmıştır.

Türkiye'de reel sektörün yoğunlaşmış mülkiyet yapısı, çok yakın zamana kadar gerçekleştirilemeyen ve halihazırda yasal düzenlemelerle kısıtlanmış olan hisse senedi geri satın alım uygulamaları, Türkiye'deki finansallaşma deneyiminin hissedar değeri uyumlaştırması kavramı ile açıklanmasını zorlaştırmaktadır. FESSUD (2014) raporunda, Türkiye'de hissedar değeri uyumlaştırmasının reel sektör üzerindeki etkisinin çok kısıtlı olduğunu ve gelişmiş ülke örneklerine kıyasla Türkiye'de reel sektör firmalarının üzerinde hissedar baskısının söz konusu olmadığını belirtmektedir.

Ulusal ekonomilerde gerçekleşen finansallaşmaya ilişkin deneyimler, farklı faktörler tarafından etkilenebilmektedir. Seo vd. (2016) çalışmasında, finansallaşmayı hissedar değeri uyumlaştırması ile finansal serbestleşmenin bir kompozisyonu olarak yorumlamaktadır. Anglosakson ülkelerinde finansallaşmanın temettü, hisse senedi geri satın alımlarıyla oluşan finansal ödeme baskısı ve firmaların finansal yatırımlarının yarattığı dışlayıcı etki ile firmaların faaliyetleri ve yatırımları üzerinde etkide bulunduğunu belirtmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansallaşmanın, finansal serbestleşme uygulamaları sonrasında makroekonomik göstergelerde ortaya çıkan

[2] https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf internet adresinden Türk Ticaret Kanunu'nun ilgili maddesine ulaşılabilmektedir. Türk Ticaret Kanunu 379/1 maddesine göre, borsada hisse senetleri işlem gören firmaların hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin usuller konusunda Sermaye Piyasası Kurulu yetkili kılınmıştır.

istikrarsızlıklar, artan ve çeşitlenen finansal yatırım imkânlarının dışlayıcı etkisi sonucunda reel sektörleri etkilediğini belirtmektedir.

Ülkelere göre farklılaşan finansallaşma deneyimlerinin farklı kavramlarla değerlendirilmesi gerekmektedir. Aalbers (2019) finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin kavramsallaştırmaların, hissedar değeri uyumlaştırmasının ötesinde değerlendirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Yazar, ülke örneklemlerinde birçok firmanın halka açık olmamasına rağmen, finansallaşmaya devam ettiğini belirtmektedir.

Ülkeler arasındaki yasal düzenlemeler, finansal piyasaların araçsal çeşitliliği ve derinliğine ilişkin farklılıklar göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye için reel sektörün finansallaşmasına ilişkin değerlendirmeler, hissedar değeri uyumlaştırmasına ilişkin çalışmalardan farklılık gösterecektir. Bu çalışma kapsamında, reel sektörün finansallaşması Davis (2016), Orhangazi (2007, 2008) ve Demir (2007), Tori ve Onaran (2015), Powell (2013), Karwowski (2015, 2017) çalışmalarıyla benzer olarak, firmaların varlık yapısında, finansal varlıklarında, sabit sermaye yatırım paylarında, firmaların gelir yapısında ve firma borçluluk seviyesinde gerçekleşen dönüşüm incelenecektir.

2.2 Finansal Olmayan Firmaların Varlık Yapısı

Finansal olmayan firmaların fon kullanımları neticesinde oluşan varlık yapısı, ulusal ve uluslararası faiz oranlarından, döviz kurundaki dalgalanmalardan, menkul kıymetlerin sunmuş olduğu getiri oranları olmak üzere birçok makroekonomik göstergeden etkilenmektedir.

Finansal piyasaların reel yatırımlardan daha fazla getiri oranı sunması durumunda, firmalar daha fazla kâr etme amacıyla finansal yatırımlara yönelmekte ve bu durum fiziki yatırımlara aktarılabilir fon miktarının azalmasına neden olmaktadır. Diğer yandan, temettü ödemeleri ve hisse senedi geri satın alımına ilişkin baskılar, firma fonlarının

finansal yatırımlara aktarılmasına neden olmakta ve bu yolla reel yatırımın dışlanması söz konusu olmaktadır (Orhangazi, 2008).

Davis (2014) ABD için gerçekleştirdiği çalışmasında, firma seviyesinde artan istikrarsızlıkların firmaların yatırım kararlarını gerçekleştirdiği iktisadi ortamdaki değişimlerden kaynaklandığını belirtmektedir. Talep seviyesindeki istikrarsızlıklar ve ortaya çıkan belirsizlikler, firmaların daha yüksek likit varlık seviyesini tercih etmelerine neden olmakta ve firmaların fonlarını uzun dönemli yatırımlara aktarmalarına engel teşkil etmektedir.

Finansal olmayan firmaların likit varlık paylarındaki artışlar, firmaların portföylerinde ortaya çıkan finansal varlık yönlü değişimi ortaya koymaktadır. Firmaların likit varlık tutma yönündeki davranışları, firmaların ölçek seviyesine göre değişiklik göstermektedir. Ekonomik dalgalanmalar, küçük ölçekli firmaların likit varlık pozisyonlarında önemli bir etki yaratmaktadır. Artan ekonomik istikrarsızlıklar karşısında küçük ölçekteki firmaların nakit varlıklarındaki artış, ihtiyati nitelik taşımaktadır (Davis, 2018).

Reel sektör firmalarının finansal varlık paylarındaki artış, riskten korunma ve kârlılığı arttırma yönünde pozitif etkide bulunmaktadır (Demir, 2009c). Demir (2009b) çalışmasında, yüksek ekonomik belirsizlik ve risk altında faaliyet yürüten reel sektör firmalarının finansal yatırımlara yönelmesinin, Arjantin, Meksika ve Türkiye için sabit sermaye oluşumu üzerinde uzun dönemli negatif etkilere sahip olduğunu belirtmektedir.

2.2.1 Finansal Varlık Tanımı

Finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin literatürde tartışma konularından biri de yayımlanan sektör bilançoları, ulusal hesap verilerine dair analizlerde kullanılan finansal varlık tanımının kapsamıdır.

Karwowski (2017) çalışmasında nakit ve nakit benzeri varlıklar, emeklilik fonlarından elde edilen faiz gelirleri, tahvil ve hisse satın alımları, kısa vadeli menkul kıymetler, ticaret kredileri, devlet borçlanma senetleri, uzun dönemli krediler, ipotek (mortgage) kredileri ve buna ilişkin alacaklar finansal varlık olarak değerlendirilmiştir.

Powell (2013) çalışmasında, finansal varlık tanımı kapsamında nakit ve nakit benzeri varlıklar (90 günden az vadeli), alacaklar, vadesi 90 gün ile 1 yıl arasındaki kısa vadeli yatırımlar, uzun vadeli senet alacakları (vadesi 1 yıldan fazla), iştirakler ve diğer uzun vadeli hisse senedi yatırımları, kısa ve uzun vadeli türev araçlar yer almaktadır.

Demir (2007) çalışmasında, cari döneme ilişkin varlıkları ve kısa vadeli yatırımları (hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri vb.) finansal varlık olarak değerlendirmiştir.

Davis (2014) çalışmasında kullandığı finansal varlık tanımında, nakit, nakit benzeri varlıklar ve kısa vadeli menkul kıymetler yüksek likit nitelikli finansal varlıklar olarak değerlendirilmiştir. Yazar, firmaların uzun dönemli malî duran varlıklarını oluşturan iştirakleri ve bağlı ortaklık yatırımları ve bunlara ilişkin alacakları, finansal varlık olarak kabul edilmiştir. Aynı zamanda varlık hesapları içerisinde yer alan tanımlanamayan çeşitli varlıklar hesap grubu (unidentified miscellaneous assets), finansal varlık kategorisinde değerlendirilmiştir.

ABD Ticaret Bakanlığı'nın yayımlamış olduğu imalat sanayi sektörüne dair incelenen malî tablolarda, firma bilançolarındaki tanımlanamayan çeşitli varlıklar (unidentified miscellaneous assets) hesap grubunun içerisinde uzun dönemli yatırımlar, maddi olmayan varlıklar, patentler, lisanslar ve malî iştirakler gibi birçok varlık hesabı bulunmaktadır. ABD Ticaret Bakanlığı'ndan elde edilen imalat sanayine ilişkin verilerde, bu hesapların bilanço değerleri toplu olarak hesaplanmakta olup, her hesap kaleminin net

değerine ulaşılamamaktadır. Firma bilançolarında yer alan finansal varlıkların hesaplanması için varlık çeşidinin finansal faaliyete konu olup olmadığının belirlenmesi önem teşkil etmektedir.

Birçok çalışmada, finansal olmayan firmaların iştirakler ve bağlı ortaklıklarından oluşan uzun dönemli duran varlıkları, finansal varlıklar olarak değerlendirilmektedir. Crotty (2002) çalışmasında, 1980-90 yıllarında ABD'de finansal olmayan firmaların karşılaştığı düşüş kârlılık seviyesi ve yüksek dış finansman maliyeti karşısında finansal varlık satın almaya yöneldiğini belirtmektedir. Yazar, bu dönemde finansal olmayan firmaların finansal iştirak satın aldıklarını ve var olan finansal iştiraklerini genişlettiklerini belirtmektedir. Orhangazi (2008) çalışmasında Crotty (2002) ile benzer olarak, ABD'de neoliberal dönemde finansal olmayan firmaların finansal varlık ve iştirak yatırımlarından elde ettikleri gelirlerin giderek arttığını belirtmektedir.

Krippner (2005) bağlı ortaklıklar, iştirakler[3] olmak üzere firmalar arasında hisse sahipliğinden doğan mülkiyet ilişkisi kapsamında firmanın üretim ya da finansal alana ilişkin faaliyet konusunu saptamadaki belirsizliklerin, firmaların portföy gelirlerine ilişkin tahminlerde sapmalara ve sektörler arasında ayrışmanın muğlaklaşmasına neden olduğunu belirtmektedir.

Bu konudaki önemli bir diğer husus ise, finansal olmayan firmaların uzun dönemli finansal varlıkları arasında yer alan iştirak, bağlı ortaklıklar olarak görülen doğrudan yabancı yatırımların finansal nitelik taşıyıp taşımadığıdır. Stockhammer (2013)

[3] Bir firmanın hisselerinin tamamını veya bir kısmını satışa çıkarması yolu ile firmalar arasında iştirak ya da bağlı ortaklık ilişkisi kurulmaktadır. Bağlı ortaklıklar, bir firmanın diğer bir firma tarafından hisselerinin yüzde 50'sinden daha fazlasını elde tutarak kontrol gücünü sağlaması ile oluşmaktadır. Bir firmanın diğer bir firmanın hissesinin yüzde 10-50 arasında bir payla sahip olması iştirak niteliği taşımaktadır.

çalışmasında, firmaların yabancı doğrudan yatırımı sonucunda, malî küreselleşme ile üretimin küreselleşmesi arasındaki farkı ayırt etmenin giderek zorlaştığını belirtmektedir.

Rabinovich (2017) çalışmasında, ABD için yayımlanan malî tablolarda firmaların gerçekleştirdiği yabancı doğrudan yatırımların, yatırımın finansal ya da reel üretime ilişkin olduğuna bakılmaksızın finansal varlık olarak değerlendirildiğini belirtmektedir. ABD örneğinde, yurtdışından doğrudan yabancı yatırımlarla elde edilen gelirlerin fon akımı tablosunda finansal gelir olarak gösterilmekte, fakat gelirin elde edilme şekline göre bu gelirin finansal olup olmadığı tartışma konusu olmaktadır.

Durand ve Geuder (2016) çalışmasında, finansal olmayan firmaların yabancı ülkelerdeki iştirakleri, bağlı ortaklıklarından oluşan uzun dönemli malî yatırımlarından elde ettikleri temettü ve faiz gelirlerinin finansal gelirler içerisinde yer aldığını belirmektedir. Yazarlar, yabancı ülkelerdeki firma yatırımlarının finansal ya da reel olmak üzere faaliyete konusuna ilişkin veri kısıtlılığı göz önünde bulundurulduğunda, finansal gelirlerin yapay olarak daha fazla çıkmasının söz konusu olabileceğini belirtmektedir.

Ülkelerin yayımlamış olduğu malî tablo verileriyle gerçekleştirilecek analizlerde, finansal varlıkların kapsamının belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Muhasebe standartlarına göre, finansal varlık olarak kabul edilen alt hesap gruplarının finansal nitelik taşıyıp taşımaması durumu, gerçekleştirilecek olan analizlerin doğruluğunu etkilemektedir. Bu kapsamda, Türkiye için gerçekleştirilecek olan analizlerde daha dar kapsamlı bir finansal varlık tanımı kullanılmıştır.

2.2.2 Finansal Varlıklara İlişkin Analizler

Neoliberal dönemde finansal kuruluşların yükselişiyle birlikte, firmaların finansal faaliyetlerinde artış gerçekleşmiştir. Faiz oranlarındaki artışlar, firmaları kaynak

tahsislerinde finansal yatırımlara yönlendirmiştir. Dumenil ve Levy (2001) ABD'yi inceleyen çalışmalarında, 1970'ler ve 1990'lar arasındaki dönemde finansal varlıkların maddi varlıklara oranının ikiye katlandığını belirtmektedir.

Lapavitsas ve Powell'ın (2013) çalışmasının sonuçlarına göre, büyük ölçekli firmalar daha fazla finansallaşma eğilimi taşımaktadır. Büyük ölçekli firmalarda finansal varlıkların maddi duran varlıklara oranı, diğer ölçek seviyelerindeki firmalara göre daha yüksektir. İncelenen finansal varlıkların maddi duran varlıklara oranı analizi, firmaların varlık yapısında gerçekleşen dönüşüme işaret etmektedir.

Davis'in (2014) çalışmasında, finansal olmayan firmaların sabit sermaye varlıklarının toplam satış gelirine oranı 1971 yılında yüzde 24,1 iken, 2011 yılında 18.8'e gerilemiştir. Diğer yandan, finansal varlıkların toplam satış gelirlerine oranı 1971'de yüzde 27,4 iken, 2011 yılında yüzde 45,5'e yükselmiştir. Firmaların varlık portföyünde finansal varlıklar lehine gerçekleşen bu dönüşüm, firma bilançolarında sabit sermaye yatırımlarının finansal varlıklar tarafından ikame edildiğini ortaya koymaktadır.

Orhangazi (2008), Dumenil ve Levy (2001) firma seviyesindeki verilerle gerçekleştirdikleri çalışmalarda, finansal varlıkların maddi varlıklara oranını ve finansal varlıkların toplam varlıklara oranını incelemiştir. Belirtilen çalışmalarda ilgili yazarların kullanmış olduğu oran analizleri, finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin gösterge niteliği taşımaktadır.

2.3 Finansal Olmayan Firmaların Sabit Sermaye Yatırımları

1980'lerden itibaren yatırımlarda ve büyümede gerçekleşen yavaşlama, finansal olmayan firmaların faiz ve temettü ödemelerindeki artış ile birlikte gerçekleşmiştir. Reel faiz oranlarındaki artış sonucu dış finansmana erişmek için katlanılan yüksek finansman

maliyeti, firmaların iç fonlarını daraltmakta ve firmaların özkaynaklarında gerçekleşen daralmalar fiziki sermaye birikimlerini azaltmaktadır (Tori & Onaran, 2017b).

Makroekonomik belirsizlikler firmaların faaliyet stratejilerini, beklentilerini, dış finansman kullanımlarını etkileyebilmektedir (Goldstein, 2008). Neoliberal dönemde firmalar, fiziki ve finansal varlık yatırımları arasında portföy tahsis problemleriyle karşı karşıya kalmışlardır (Demir, 2007). Reel sektör firmalarının portföy ve sabit sermaye yatırım kararları piyasalardaki risk, uzun dönemli belirsizlik, uzun vadeli kredi olanakları, sermaye piyasası aksaklıkları, faiz oranı ve finansal varlık getiri oranlarından etkilenmektedir (Demir, 2009e).

Finansal serbestleşme sonrası dönemde finansal piyasalarda ortaya çıkan istikrarsızlıklar, firmaların yatırım kararlarını aldıkları iktisadi ortamı değiştirmektedir. Bu dönemde, firmalar yatırım kararlarını finansal piyasalardaki yüksek belirsizlik koşulları altında almakta ve bu durum firmalar için fiziki yatırımları daha az çekici kılmaktadır (Stockhammer, 2013).

Finansal yatırımların sunmuş olduğu yüksek getiri oranları, reel sektör firmalarının fiziki yatırımları için dışlayıcı nitelik taşımaktadır. Finansal piyasalara faiz ödemeleri, temettü ödemeleri, finansal varlık satın alımları ile gerçekleştirilen aktarımlar iç fonları azalttığı gibi, reel yatırım imkânlarını da azaltmaktadır (Orhangazi, 2007).

Dallery (2009) çalışmasında, firmaların sahip olduğu malî kısıtlamaları ve yatırımın kârlılık limitini, firmaların yatırım kararını almasında karşılaştığı iki kısıt olarak belirtmektedir. Kârlar yatırımları firma özkaynaklarına dayanarak finanse etmenin araçlarından biridir. Ayrıca firmaların sahip oldukları kârlılık seviyesi, firma kredibilitesinin ölçülmesinde önemlidir. Firmaların yüksek kârlılık seviyesine sahip olması, gerçekleştirilebilecek yatırımları mümkün kılmaktadır.

Firma kâr oranlarının düşük seviyelerde bulunması, firma yöneticilerini daha yüksek getiri oranlarına sahip faaliyetlere yönlendirebilmektedir. Finansal sektörün reel sektörlere göre yüksek getiri oranları sunması durumunda, firmalar kâr oranlarını arttırıcı bir faaliyet olarak finansal yatırımlara yönelmektedir. Fakat finansal yatırımların doğası gereği istikrarsız yapısı, firmaların üretime konu olan faaliyetlerinin devamlılığını tehlikeye atmaktadır (Aalbers, 2019).

Demir (2007) çalışmasında Aalbers (2019) ile benzer şekilde, firmaların kaynak tahsislerini gerçekleştirirken yatırımların göreli getiri oranlarını dikkate aldığını belirtmektedir. Kazgan (2013) çalışmasında, reel faiz artışlarının göreli olarak sabit sermaye yatırımlarının net kârlılığını azalttığına vurgu yapmıştır. Yazar, reel sektörde fiziki yatırımların teşviki için üretim faaliyetine ilişkin risk primini içeren kâr haddinin, reel faiz oranın üstünde olması gerektiğini belirtmektedir.

2.3.1 Sabit Sermaye Yatırımlarına İlişkin Analizler

Literatürde finansallaşmanın sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkisini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Tori ve Onaran (2017a) çalışmalarında, finansal yatırımlardan elde edilen gelirin firmaların nakit kısıtlamalarını azaltmasına rağmen, sabit sermaye yatırımlarını dışladığını belirtmektedir. Yazarların çalışmasına göre, finansal gelirler sadece küçük ölçekli firma yatırımları üzerindeki olumlu etkide bulunurken, büyük ölçekli firma yatırımları üzerinde olumsuz etkide bulunmaktadır.

Demir (2006) çalışmasında, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların firma ölçek seviyesine göre Türkiye ve Meksika'daki küçük ölçekli firmaların yatırım harcamalarında daha fazla daraltıcı etkide bulunduğunu belirtmektedir. Sermaye hareketlerindeki çıkışlar karşısında büyük ölçekli firmaların sermaye ve para piyasalarına daha kolay erişebiliyor olması, büyük ölçekli firmaların daha düşük maliyetle dış

finansmana erişmesini mümkün kılmaktadır. Aynı zamanda, büyük ölçekli firmaların yatırım portföylerini daha çok çeşitlendirmekte ve bu durum sermaye çıkışları karşısında büyük ölçekli firmalara koruma sağlamaktadır.

ABD için Orhangazi (2007), Türkiye ve Meksika için Demir (2009b, 2009c) ve Tori ve Onaran (2017a, 2017b) gerçekleştirdikleri çalışmalarda, küçük ölçekli firmaların finansal yatırımlardan elde ettikleri gelirlerin sabit sermaye yatırımları üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna erişmiştir. Küçük ölçekli firmalar, büyük ölçekli firmalar kadar çok finansal yatırım gerçekleştirmemektedir. Küçük ölçekli firmaların finansal yatırımları yüksek maliyetli sabit sermaye yatırımları öncesi tasarruf niteliği taşıdığı durumda, finansal yatırımlar sabit sermaye yatırımları üzerinde pozitif etkide bulunabilmektedir (Orhangazi, 2007).

Orhangazi'nin (2008) çalışmasında gerçekleştirdiği ekonometrik analizlerin sonuçlarına göre, firmaların kâr oranı ve üretim hasıla seviyesinde artış firmaların sabit sermaye yatırımları üzerinde olumlu etkilidir. Yazar, finansal kârların yatırımlar üzerindeki olumlu etkisi olabileceğini belirtmekle birlikte, olumlu etkilerin olumsuz etkilerce yutulduğunu belirtmektedir.

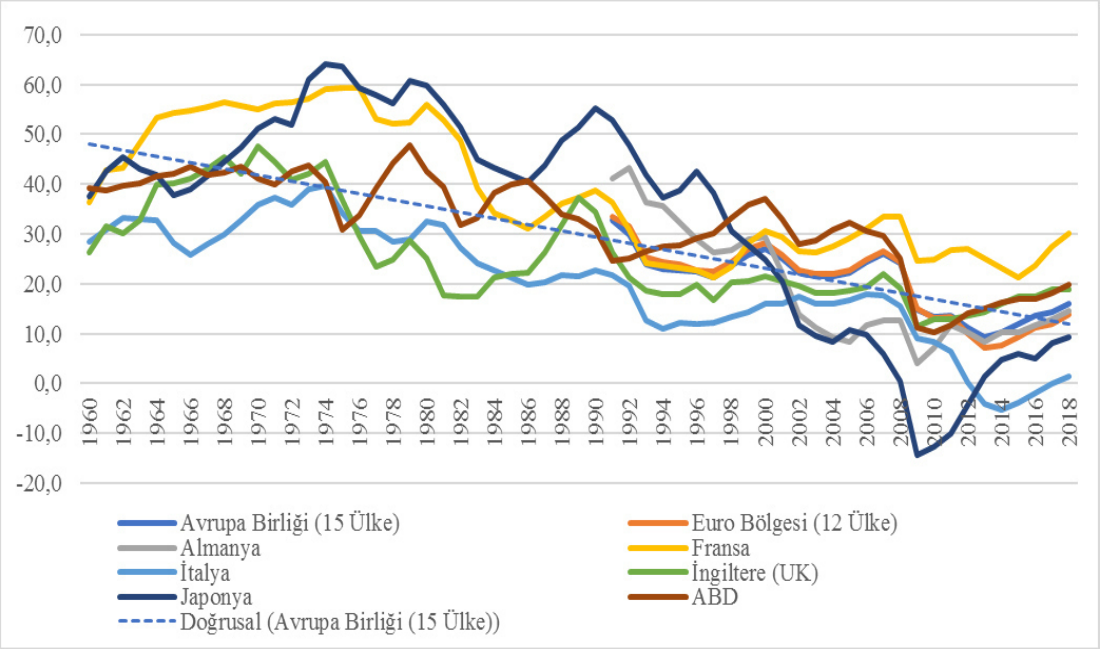
Finansal olmayan firmaların faaliyet konusu kârlarında gerçekleşen düşüşler, firmaların yeni sabit sermaye yatırımları gerçekleştirmesinde caydırıcı etkide bulunmaktadır. Onaran, Grafl ve Stockhammer'ın (2011) gerçekleştirdiği çalışmada, firmaların rantiyer[4] ödemelerindeki artışın mevcut fon miktarını azaltarak sabit sermaye yatırımlarını baskıladığını ve firmaların üretim kaynaklı kârlarındaki artışın yatırımlar üzerinde olumlu etkide bulunduğunu belirtmektedir.

[4] Onaran, Grafl ve Stockhammer (2011) çalışmasında rantiyer ödemeleri, faiz ve temettü ödemelerinin toplamı olarak tanımlamaktadır.

Tori ve Onaran (2017a) finansallaşmanın yatırım üzerindeki etkisine ilişkin 1995-2015 yıllarında 14 Avrupa ülkesindeki halka açık firma verisiyle gerçekleştirdiği çalışmalarında, ilgili ülkelerde yavaşlayan sermaye birikim oranına, kârın yeniden yatırıma aktarılan kısmındaki düşüşlere vurgu yapmaktadır.

Stockhammer (2013) çalışmasında, finansallaşmanın hissedar değeri uyumlaştırması ve artan makro ekonomik belirsizliklerin olumsuz etkileri ile yatırımlar üzerinde azaltıcı etkide bulunduğunu belirtmiştir.

Grafik 2. Ülkelere göre Toplam Net Sabit Sermaye Oluşumunun Toplam Ekonomideki Net Faaliyet Kârına Oranı, (%)



Kaynak: AMECO Veri Tabanı[5]

[5] http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm adresinden ilgili verilere erişilebilir.

Grafik 2'deki analizde, ülkelere göre net sabit sermaye oluşumunun toplam ekonomideki net faaliyet kârına oranı incelenmiştir. 1980 sonrası dönemde, firma faaliyet kârlarının sabit sermaye yatırımlarına yatırılma oranı giderek azaltmaktadır. Bu durum, sermaye birikim hızının yavaşlamasına ilişkin gösterge niteliği taşımaktadır. 2008 kriz döneminde, veri analizine dahil edilen bütün ülkeler için sabit sermaye yatırımlarındaki gerçekleşen daralma oldukça belirgindir. Faaliyet kârlarının sabit sermaye yatırımlarına aktarılma oranında gerçekleşen düşüş, firma kaynaklarının finansal yatırımlara aktarılma duruma ilişkin ipucu sunmaktadır.

2.3.2 Firma Borçluluğunun Yatırım Üzerindeki Etkisi

Reel sektör firmalarının sabit sermaye yatırımlarını baskılayan diğer bir etken ise, firmaların sahip olduğu yüksek borçluluk seviyesi ve cari döneme ilişkin yüksek nakit ödeme yükümlülükleridir. Neoliberal dönemde, firma yatırımları artan şekilde dış finansman kullanımları ile gerçekleştirilmiştir. Kredi olanakları, dış finansmana erişim maliyetleri firmaların sabit sermaye yatırım kararı almasında önemli bir etken olmuştur.

Crotty (1992) çalışmasında, 1980'li yıllardaki yoğunlaşan rekabet seviyesi, firma kâr oranlarındaki düşüşler ve küresel ekonomik büyümenin durgunlaşması karşısında firmaların emekçi gelirlerini baskılayan, araştırma ve geliştirme (AR-GE) bütçelerini azaltan stratejilere yöneldiğini belirtmektedir. Yazar, bu dönemde firmaların kârlılık düşüşleri karşısında gerçekleştirmiş oldukları maliyet düşürücü yatırım projelerinin dış finansman ile gerçekleştirildiğini belirtmektedir.

Firmaların borçlanma maliyetlerindeki artışlar, yatırım oranındaki düşüşle yakından ilişkilidir. Sabit sermaye yatırımları iç ve dış fon kaynaklarının bir kompozisyonu olacak şekilde finanse edilmektedir. Firmaların dış finansmana erişim

maliyetinde ortaya çıkan artışlar, firmanın toplam yatırım talebini düşürmekte ya da beklenen getiri oranını azaltmaktadır (Davis, 2014).

Firmalarının sahip olduğu yüksek kaldıraç[6] oranları ve borcun oluşturduğu nakit yükümlülükleri, nakit akışını azaltmanın ötesinde yatırım üzerinde olumsuz etki doğurmaktadır. Borç ödemeleri sadece firmaların iç fonlarını azaltmakla kalmayıp, dış finansmana erişim maliyetini arttırmaktadır. Yüksek kaldıraç oranları, dış finansman imkânlarını daraltarak firma yatırımlarını baskılamaktadır (Ndikumana, 1999).

Firmaların artan borçluluğu finansal kırılganlığı arttırdığı gibi, aynı zamanda firma yöneticilerinin borç yükümlülükleri için gereken yüksek nakit akışını sağlamak amacıyla yeni yatırım projelerini ertelemesine de neden olabilmektedir. Bu durum yeni sabit sermaye yatırımlarının azalmasını beraberinde getirmektedir (Karwowski & Stockhammer, 2016; Ndikumana, 1999).

Tori ve Onaran'ın (2017a) çalışmasındaki ekonometrik analizlerin sonuçlarına göre, firmaların borçluluk seviyesinde ortaya çıkan artışın yatırımlar üzerinde negatif etkide bulunduğu sonucuna varmıştır. Ndikumana'nın (1999) çalışmasındaki ekonometrik analizin sonuçlarına göre, firmaların faiz harcamalarında gerçekleşen 1 dolarlık artış, firma yatırımlarında 12 sentlik düşüşe neden olmaktadır.

Dış finansmana artan yönelimi beraberinde getiren finansallaşma, sermaye birikiminin finansal aktivitelerle ikame edilmesi yoluyla firmaların sabit sermaye yatırımlarının baskılanmasında önemli rol oynamıştır. Dış finansmana erişim maliyetindeki artışlar ve gerçekleştirilen finansal ödemeler, firmaların iç fonlarını azaltarak fiziki sermaye birikimine etki etmektedir (Tori & Onaran, 2017b).

[6] Bu çalışmada kaldıraç oranı, toplam borçların toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Ndikumana (1999) çalışmasında yüksek borç stoku ve cari döneme ait borç ödemelerinin negatif etkilerini tespit etmiştir. Yazar, yüksek firma borç stokunun gelecekte elde edilecek kârların büyük bir bölümünün borç ödemelerine aktarılacağı anlamı taşıdığını belirtmektedir. Bu kapsamda, firma borçluluğu ödeme taahhütleri yoluyla nakit akışını azaltmakta ve yatırımların sürdürebilirliğini etkilemektedir.

2.4 Finansal Olmayan Firmaların Borçluluk Yapısı

Finansal serbestleşme ile birlikte artan faiz oranları, finansman maliyetlerinde artışı ve firma kârlılıklarındaki daralmayı beraberinde getirmiştir. Firmaların dış finansman kullanımı, firma kârlılıklarının ötesinde yatırım harcamalarını yapmasına olanak tanımaktadır. Azalan kârlılıklar karşısında finansal olmayan firmaların yatırımlarını çoğunlukla dış finansman ile gerçekleştirmesi, firma borçluluk seviyelerini arttırmıştır.

Palley (2007) çalışmasında neoliberal dönemde ortaya çıkan firma borçluluğundaki artışları, finansal olmayan firmaların finansallaşmasının karakteristik bir özelliği olarak tanımlamaktadır. Benzer şekilde Karwowski ve Stockhammer (2016) çalışmalarında, yükselen piyasa ekonomilerinde ortaya çıkan reel sektör borçluluğunu finansallaşmaya ilişkin bir gösterge olarak değerlendirmektedir.

Finansal olmayan firmalar, finansal piyasalar aracılığıyla iki şekilde dış finansman kullanmaktadırlar. Bunlardan biri kredi piyasası aracılığıyla erişilen fonlar olup, bu fonlar karşılığında firmalar finansal piyasalara faiz ve anapara ödemesi gerçekleştirmektedir. Diğer yandan, firmalar sermaye piyasası aracılığıyla ihraç ettikleri pay senetleri ile fonlarını arttırabilmekte ve hisse sahiplerine temettü ödemesi gerçekleştirmektedir. Durand ve Geuder (2016) finansal olmayan firmaların

gerçekleştirmiş olduğu temettü ve faiz ödemelerini rantiyer nitelikli ödemeler olarak tanımlamaktadır.

Firmaların dönem sonu kârları, özkaynak paylarının artmasında etkili olmaktadır. Firmalarının finansman giderleri ve temettü ödemeleri kapsamında gerçekleştirdiği ödemeler, firmaların özkaynak hesabına eklenen dönem sonu kârı miktarını azaltmaktadır.

Dumenil ve Levy (2004a) çalışmasında, firmaların finansal piyasalara gerçekleştirdikleri faiz ödemelerini finansal maliyet olarak değerlendirmektedir. Diğer bir finansal piyasalara gerçekleşen aktarım şekli olan temettü ödemeleri ise, firmaların net kârından hissedarlarına gerçekleştirdikleri gelir aktarımları olup, finansal maliyetler kapsamında değerlendirilmemektedir. Temettü ödemeleri faaliyet şekli olarak finansal maliyet olmasına rağmen, firma bilançolarında finansman giderleri hesabında gösterilmemektedir.

Temettü ödemeleri bu kapsamda üretim maliyetleri arasında değerlendirilmemekte ve firmaların net kârlılıklarını etkileyen nakit masraflar olarak görülmektedir (Cordonnier & Van de Velde, 2015). Ancak temettü ödemelerinin nakit azaltıcı niteliği nedeniyle firmaların sahip olduğu fon miktarını etkilemektedir.

Neoliberal dönem, yükümlülük yapısını tehdit edici nitelikte birçok risk unsurunu beraberinde getirmiştir. Neoliberal dönemde firmaların karşılaşmış olduğu risk unsurlarından başlıcaları; kırılganlık riski, vade uyuşmazlığı ve para birimi uyuşmazlığıdır. Grabel (2003) çalışmasında kırılganlık riskini, firmaların ödeme yükümlülüklerini yerine getirmesini tehlikeye atan iç ve dış şoklar karşısındaki korunmasızlığı olarak ifade etmektedir. Grabel (2003) çalışmasında, vade uyuşmazlığını firmaların uzun dönemli yükümlülüklerini kısa dönemli kredilerle finanse etmesi

durumunda ortaya çıktığını belirtmektedir. Para birimi uyuşmazlığı ise, borçlunun elde ettiği fonu ulusal para ile değerlenmeye sunarken, yabancı para cinsinden geri ödeme yapması durumunda oluşmaktadır.

Firmaların borçluluk seviyesindeki artışlar, firmaların mali kırılganlığını arttırmakta ve kriz dönemlerinde firmaların bilanço yapısını şiddetli şekilde etkilemektedir. Kriz dönemlerinde varlıkların likitleştirilememesi durumu karşısında, yüksek borçluluk seviyesine sahip firmaların borç ödeme kapasiteleri zayıflamaktadır (Davis, 2016).

Neoliberal dönemde finansal piyasalar ile reel sektör arasındaki finansman ilişkisi dönüşüm geçirmiştir. Finansal piyasalar artık reel sektör finansmanı ötesinde artan çeşitli faaliyetlerde bulunmakta ve finansal piyasaların üretimi finanse etme rolü giderek zayıflamaktadır. Finansallaşma, reel sektörle finansal piyasalar arasındaki ilişki çok yönlüleşmiştir. Firmalar faaliyetleri sonucunda finansal gelir elde etmekte ve aynı zamanda faiz ve temettü ödemeleri şeklinde finansal ödemeler yapmaktadır. Faiz oranlarının serbestleşmesinin ardından firmaların borçlanma maliyetinde gerçekleşen artışlar, özellikle gelişmekte olan ülkelerde firma borçluluğundaki yükselişi beraberinde getirmiştir. Neoliberal dönemde gerçekleşen firma borçluluğundaki artış, finansal olmayan firmaların finansallaşmasına ilişkin göstergelerden biri olmaktadır.

2.5 Finansal Olmayan Firmaların Gelir Yapısı

Fordist dönemde gerçekleşen yüksek kâr oranları, yüksek sermaye birikim oranı sürdürülebilir ekonomik genişlemeyi beraberinde getirmiştir (Treeck, 2008). Neoliberal dönemde ise, finansal olmayan firmaların kâr oranlarında gerçekleşen düşüşler sonucunda firmalar daha çok finansal faaliyetlerde bulunmuşlardır (Karwowski vd., 2016).

Dumenil ve Levy (2004a) finansal olmayan firmaların artan şekilde finansal ilişkilerde bulunmasının, muhasebe hesaplarında gözlemlenebileceğini belirtmektedir. Yazarlar çalışmalarında, firmaların finansal gelirlerinin kapsamını faiz gelirleri, temettü gelirleri, varlık sahipliğinden doğan kazançları ve yurtdışından sağlanan kazançları olarak belirtmektedir.

Stockhammer (2004) finansal olmayan firmaların elde ettikleri faiz ve temettü gelirlerini rantiyer gelirler olarak tanımlamakta ve finansal olmayan firmaların finansallaşmasında bir gösterge niteliği taşıdığını belirtmektedir. Bu kapsamda, firmaların gelir tablolarında ortaya çıkan finansal gelir artışları, finansal yatırımların getiri oranındaki artış ya da firmaların finansal yatırım hacminin büyümesi ile bağlantılıdır.

Krippner (2005) çalışmasında, finansal olmayan firmaların finansal varlıklardan elde ettiği kârı incelemek için faiz, temettü ve sermaye kazançlarından oluşan portföy gelirlerinin kurumsal nakit akışı oranını bir gösterge olarak kullanmaktadır. Yazar, firma nakit akışını vergi öncesi kâr ile amortisman giderlerinin toplanmasıyla hesaplamaktadır.

Büyük ölçekli firmalar bilançolarında yer alan maddi duran varlıklarına ilişkin olarak mümkün oldukça yüksek tutarda amortisman ayırmaya çalışmaktadırlar. Firmaların sahip olduğu kazançtan düşürülen yıllık amortisman payları, firma kârlılıklarının belirli bir kısmını vergilendirmeden kurtarmakta ve bu kısım firma amaçlarınca kullanılabilmektedir (Baran & Sweezy, 1970).

İmalat sanayi gibi sermaye yoğun sektörlerde başta olmak üzere, yıllık ayrılan amortisman giderleri üretim kaynaklı giderler içerisinde yer aldığından, firmaların üretime konu faaliyet kârlarının firma gelir tablolarında daha düşük çıkmasına ve dolayısıyla finansal kârlar ile üretim faaliyetine konu olan kârlar karşılaştırıldığında,

finansal kârlar lehine daha yüksek oran analizlerin hesaplanmasına neden olabilmektedir. Bunun önüne geçmek için Krippner (2005) çalışmasında, vergi öncesi kârla amortisman giderlerin toplamını dikkate almıştır.[7]

Finansal serbestleşme sonrası dönemde, rantiyer nitelikli kazançlar giderek artmıştır. Bu dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar giderek daha fazla finansal faaliyetlerde bulunmuşlardır. Finansal faaliyetler, üretim kaynaklı kârlardaki düşüşü frenlemenin ve bunun ötesinde kâr elde etmenin yöntemlerinden biri olagelmiştir. Finansal faaliyetler ve buna ilişkin likit nitelikteki varlık birikimleri, çoğunlukla büyük ölçekli firmalar tarafından gerçekleştirilmektedir.

[7] Türkiye imalat sanayine ilişkin TCMB tarafından yayımlanan verilerde endirekt yöntemle amortisman kaydı tutulduğundan, yıllık amortisman tutarlarına erişim söz konusu olmamaktadır. Bu kapsamda, amortisman tutarları kâr analizlerine dahil edilememiş ve amortisman tutarı düşülmeden önceki kâr oranlarına ulaşılmamıştır.

3. TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖRÜN FİNANSALLAŞMASI

3.1 Türkiye'de Neoliberal Dönem

3.1.1 1980-2000 Dönemi

Gelişmekte olan ülkelerin finansallaşma deneyimleri, 1970'lerde başlayan miktar ve fiyat kontrollerinin kaldırılmasıyla yakından bağlantılıdır. 1980'lerde hisse senedi piyasaların ortaya çıkışı ve uygulanan finansal serbestleşme politikaları sonucunda gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen yabancı sermaye akımları, bu ülkelerde ekonominin finansallaşmasını hızlandırmıştır (Lapavitsas, 2013). 1980'lerin başlarında gerçekleşen borç krizi sonrasında kamu borçlanma piyasasının ortaya çıkması ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması ülke ekonomilerinin finansallaşmasında önemli etken olmuştur (Karaçimen, 2015).

Türkiye ekonomisinde, 1980'den itibaren IMF ve Dünya Bankası tarafından oluşturulan Ortodoks yapısal uyum programları yoluyla ithal ikameci sanayileşme stratejisinden ihracata dönük büyüme modeline yönelen yapısal bir dönüşüm yaşanmıştır.

1980'lerin başında Türkiye'de dış ticaret tamamen serbestleştirilmiştir. 1981 yılında faiz oranları üzerinde kısıtlamalar kaldırılmış ve 1984 yılında döviz ticareti serbestleşmiştir. 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymet Borsası (IMKB) açılmış ve 1987 yılında döviz ticareti serbestleştirilmiştir. 32 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile TL konvertible hale getirilmiş ve sermaye hareketleri üzerindeki kontroller kaldırılmıştır. 1989 yılından itibaren, Türkiye finansal olarak açık ekonomi haline gelmiştir (Arın, 1999).

1980'den itibaren uygulanan finansal serbestleşme politikaları sonucunda yükselen faiz oranlarına reel faiz oranlarındaki artış eşlik etmiştir. Bu durumda finansal faaliyetler üretken faaliyetlere göre daha çekici hale gelmiş ve reel sektör firmaları daha az zahmet içeren finansal yatırımlara yönelmiştir (Dönmez Atbaşı, 2009).

1990'larda kamu iç borçlanma piyasasının giderek genişlemesiyle birlikte devlet tahvil ve bonolarının sunmuş olduğu yüksek faiz oranları, ilgili dönemde finansın reel ekonomi üzerindeki egemenliğini belirlemiştir (Boratav & Yeldan, 2006). 1994 krizi sonrasında azalan üretim kapasitesi koşullarında, reel sektördeki iktisadi artığın finansal sektörlere transferi söz konusu olmuştur (Boratav vd., 1999).

1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerinin kaldırılmasıyla, bu ülkelere büyük sermaye akımları gerçekleşmiştir. Uygulanan neoliberal reform programları sermaye piyasasının derinleşmesinde, kredi ve döviz darboğazlarının aşılmasında başarısız olmuş olup, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların yarattığı makro iktisadi belirsizlik ve oynaklık gelişmekte olan ülkelerdeki sabit sermaye oluşumunu istikrarsızlaştıran bir güç haline gelmiştir (Demir, 2006).

Türkiye'de uygulanan finansal serbestleşme politikaları, finansal sistem ve reel sektör yapısında birçok yapısal dönüşüme neden olmuştur. Neoliberal dönemde gerçekleşen kısa vadeli spekülatif sermaye hareketleri finansal istikrarsızlığı arttırdığı gibi, ulusal tasarrufların sabit sermaye yatırımlarından uzaklaşmasına ve finansal yatırımlara aktarılmasına neden olmuştur (Boratav & Yeldan, 2006).

3.1.2 2001 Sonrası Dönem

1989-1997 arası dönemde gelişmekte olan ülkelere çok büyük sermaye girişleri gerçekleşmiş olup, 1997 yılında Asya krizi döneminde sermaye akımları giderek daralmıştır. 2002-2007 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen sermaye

akımlarının artmasıyla birlikte, bu ülke ekonomilerinin finansallaşması hız kazanmıştır (Karaçimen, 2015).

2001 krizi sonrası uygulanan enflasyon programı, yabancı finansal sermayeyi yüksek faiz oranları kısa ülkeye çekmiş ve ekonomide giderek bollaşan döviz TL'nin aşırı değerlenmesini beraberinde getirmiştir (BSB, 2009). 2000'li yıllarda devlet borçlanma senetlerinin reel faiz oranları yaklaşık olarak sıfıra gerilese de kısa vadeli sermaye girişleri devam etmiştir. Bu dönemde uygulanan nominal döviz kuru hedeflemesi uygulamaları ile pozitif arbitraj geliri beklentisi ortaya çıkmıştır (Boratav & Yeldan, 2006). 2002-2007 yılları arasında, Türkiye'ye gerçekleşen net sermaye akımı 155 milyar dolar olmuş ve bu dönemde efektif reel döviz kuru yüzde 30 değer kazanmıştır (Demir, 2009b).

2002-06 yılları arasında TCMB faiz hadlerini görece yüksek tutmuş olup, özel sektör döviz cinsinden kredilere yönelmiştir. Uluslararası faiz hadleri ve 2002 sonrası kur hareketleri karşısında, döviz cinsinden borçlanma maliyeti düşmüştür (BSB, 2008). Bu dönemde, TL'nin değer kazanmasıyla birlikte ithal malların TL cinsinden fiyatları düşmüştür. Reel sektör üzerindeki kârlılık baskısı ve ihracata devam edebilmek için artan şekilde ithal girdi kullanımı gerçekleştirmiştir. Bu dönemde, üretim sürecinde kullanılan ithal girdi kullanım oranı artış göstermiştir (BSB, 2007).

2002-2013 yılları arasında küresel piyasalardaki yüksek likidite koşulları ve düşük faiz oranları, yurtdışından borçlanma maliyetinin azaltmış olup, özel sektörü yurtdışından borçlanmaya teşvik etmiştir (Karaçimen, 2015). 2000'li yıllardan itibaren Türkiye'de kamu kesiminin dış borç içerisinde payı giderek azalırken, finansal olmayan firmalar başta olmak üzere özel kesimin dış borç payı giderek artış göstermiştir. Bu dönemde Türkiye'nin dış borcu, ağırlıklı olarak özel kesim borçluluğundan oluşacak şekilde dönüşüm göstermiştir (BSB, 2008).

Finansal genişleme ve varlık fiyat enflasyonu ile varlık fiyatlarından ortaya çıkan artışlar, firmaların teminat imkânlarını arttırmakta ve kaldıraç oranlarını geriletmektedir. Gerileyen borçluluk oranları firmaların borç finansmanına erişimini desteklemektedir (Palley, 2007). Sermaye akımlarıyla genişleyen kredi olanakları, firma borçluluğunu kolaylaştırmaktadır.

2001 sonrası dönemde gerçekleşen güçlü sermaye akımları aynı zamanda dış borç birikimine, ulusal kredi genişlemesine ve varlık fiyatlarının değerlenmesine neden olmuştur. Yüksek sermaye girişleri varlık değer artışlarını beraberinde getirmekte ve bu durum firma bilançolarında net değer artışlarına ve kaldıraç oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Firmaların net değerinde gerçekleşen artışlar teminat niteliği taşıdığından, firmalara daha fazla borçlanma imkânı yaratmaktadır. Bu dönemde yüksek yabancı sermaye girişleri ile birlikte gerileyen faiz oranları, firmaların borçlanmasını desteklemiştir (Orhangazi & Özgür, 2015).

3.2 Türkiye'de Finansallaşma

Akkemik ve Özen (2014) Türkiye'de finansal olmayan firmaların finansallaşmasını inceleyen çalışmalarında, finansallaşmayı gelir yaratan bir ekonomik faaliyet olarak finansal yatırımların artan önemi olarak tanımlamaktadır. Yazarlar, finansal varlıkların getiri oranları ile sabit sermaye yatırımlarının getiri oranları arasındaki farkın açılmasının ve yüksek reel döviz kurunun, finansallaşmayı hızlandırdığını belirtmektedir.

Tellalbaşı ve Kaya (2013) çalışmalarında finansallaşmayı, firmaların sermaye birikimi önceliklerinin üretken sermaye yatırımlarından kısa vadeli, yüksek getirili finansal yatırımlara yönelmesiyle açıklamaktadır. Yazarlar, firmaların artan şekilde finansal faaliyetlerle kâr elde etmelerinin sabit sermaye yatırımları için gereken mevcut

fonları azalttığını belirtmektedir. Yazarlar çalışmalarında, finansallaşmanın reel sektörde sabit sermaye yatırımı eğilimini azaltarak, sermaye birikimi üzerinde olumsuz etkide bulunduğunu ortaya koymuştur.

Akkemik ve Özen (2014) 1990-2002 yılları arasında Türkiye'deki sanayi firmalarını incelediği çalışmalarında, firmaların işletme sermayelerinin önemli miktarını üretken faaliyetlerden çekip, çoğunlukla devlet borçlanma senetlerini içeren kısa dönemli faiz geliri sunan varlıklara yatırdığını belirtmektedir. Özen ve Akkemik (2012) Türkiye'deki sanayi firmalarının makroekonomik belirsizlik karşısında fon kaynaklarını üretken yatırımlardan çekip finansal yatırımlara aktarmasını, firmaların hayatta kalma stratejisi olarak yorumlamaktadır. Firma fonlarının kolaylıkla finansal yatırımlara aktarılabilir olması, firmaları uzun dönemli yatırımlara olan bağlılığını zayıflatmaktadır.

1989 yılı itibariyle sermaye kontrollerinin kaldırılmasının ardından, Türkiye büyük miktarda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına maruz kalmış olup, gerçekleşen sermaye hareketleri döviz kuru başta olmak üzere birçok ulusal ekonomik değişkeni etkilemiştir. Reel döviz kurunda ortaya çıkan dalgalanmalar, makroekonomik belirsizliklerin oluşmasında etkili olmuştur. Bu durum yüksek reel faiz oranları, sermaye piyasası aksaklıkları ile birlikte güçlenerek fonların sabit sermaye yatırımlarına aktarılmasını zorlaştırmıştır. Finansal alanda yeni yatırım araçlarının ortaya çıkmasıyla birlikte gelişmekte olan ülkelerde finansal olmayan firmaların kısa vadeli finansal yatırımları artış göstermiştir (Akkemik & Özen, 2014).

3.3 Türkiye'de Reel Sektör

Reel sektörün sermaye birikim yapısı küresel piyasanın daralan likidite koşullarından, küresel talep daralmalarından, uluslararası sermaye hareketlerinde gerçekleşen ani çıkışlardan etkilenmektedir. Faiz oranlarının serbestleşmesi reel üretimin

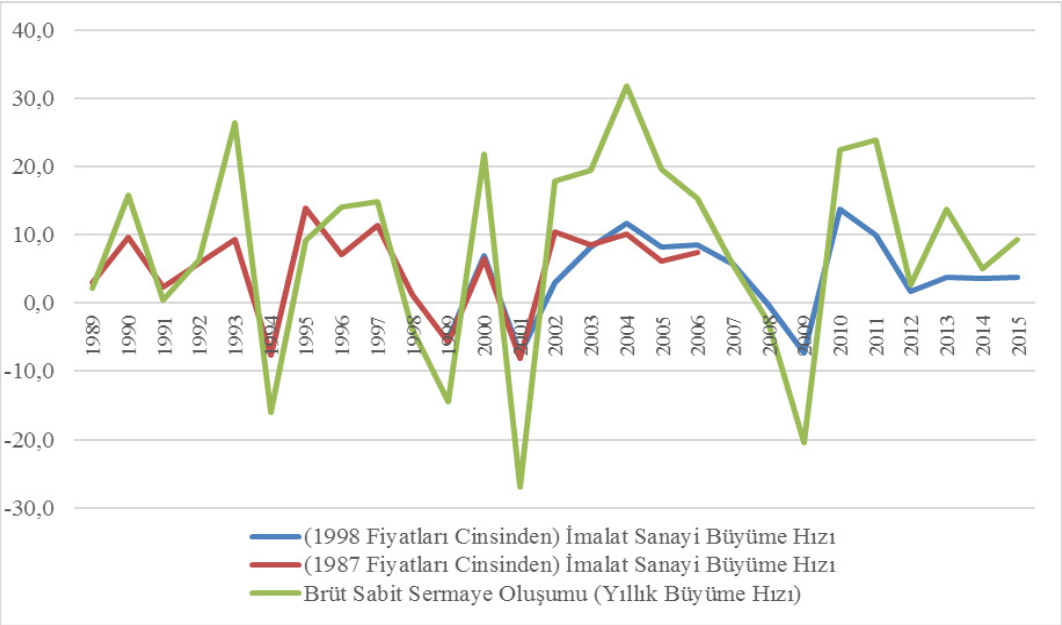
genişlemesine ket vurduğu gibi, neoliberal program kapsamında devletin fiyat istikrarını gözeten politikaları portföy yatırımlarını çekecek yönde etkide bulunmaktadır. Bu anlamda, ulusal piyasalarda gerçekleşebilecek kredi genişlemeleri reel sektörde fiziki yatırımları arttıracak etkide bulunmayabilmektedir (Ashman vd., 2011).

Gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımların giderek daha fazla kısa vadeli olarak gerçekleşmesi sermaye çıkışını kolaylaştırdığı gibi, gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen sermaye akımlarının daha istikrarsız bir hâl almasına neden olmaktadır. Finansal serbestleşme sonrası kontrolsüz şekilde gerçekleşen sermaye akımları makro ve mikro fiyatlardaki dalgalanmalar ile artan belirsizlik koşulları, ülkelerin uzun dönemli büyüme ve yatırım performanslarını etkilemektedir (Demir, 2006).

Dönmez Atbaşı (2011) çalışmasında, finansal serbestleşme sonrasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan makroekonomik istikrarsızlıkları, finansal serbestleşme sonrası dönemin karakteristik bir özelliği olarak nitelendirmektedir.

Demir (2006) çalışmasında, kısa vadeli sermaye akımlarındaki dalgalanmaların yüzde 10 artmasının, Türkiye için yüzde 1, Arjantin için yüzde 1-1.7 ve Meksika için yüzde 2,3-15,1 aralığında olmak üzere sabit sermaye yatırımı harcamalarında daraltıcı etki yarattığını hesaplamıştır.

Grafik 3. İmalat Sanayi Sektörünün Yıllık Büyüme Hızı ve Brüt Sabit Sermaye Oluşumu Büyüme Hızı, (%)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Kalkınma Bakanlığı ve OECD

İmalat sanayi firmalarının neoliberal dönemdeki büyüme deneyimleri, makro iktisadi belirsizlikler ve riskler karşısında oldukça istikrarsız bir görünüm sergilemektedir. OECD'den elde edilen Türkiye için brüt sabit sermaye oluşumu verilerini incelediğimizde, sabit sermaye yatırımlarının imalat sanayi büyüme hızıyla paralel hareket ettiği görülmektedir. 2001-2004 yılları arasında brüt sabit sermaye oluşumu hızı giderek artarken, 2004 yılından sonra brüt sabit sermaye oluşum hızı ve sektörel büyüme hızı giderek düşmüş ve 2008 küresel kriz yılında negatif seviyede seyretmiştir.

Ergüneş (2009) çalışmasında, 2001 sonrası Türkiye reel sektörünün üretim yapısını ithalata bağımlı ara ve yatırım malları üretimi olarak tanımlamaktadır. 2001 sonrası Türk Lirası'nın değerlenmesi ile firmaların karşılaştığı yüksek rekabet baskısı sonucunda firmalar ücretleri ve istihdamı baskılamaya ve verimlilik artışı sağlamaya

zorlanmıştır. Bu kapsamda rekabetteki artış sonucu ortaya çıkan kayıplar, emek ücretleri baskılanarak telafi edilmeye çalışılmış ve yoğun olarak ithal ara mal ve yatırım malları kullanılmıştır.

Kazgan (2013) çalışmasında, 2001 sonrası dönemde reel faiz oranlarındaki artış ile desteklenen sermaye girişleri TL'yi aşırı değerlendirirken, imalat sanayi, tarım kesimi ve ihracata konu olan bazı hizmetlerin iç ve dış piyasada rekabet gücünü azalttığını belirtmektedir. Yazar, 2001 sonrasında imalat sanayinin '' *montaj ve ambalaj* '' sanayisine dönüştüğünü ve ara mal ithalatıyla yaşayabilen bir yapıya evrildiğini belirtmektedir.

3.3.1 Türkiye'de Reel Sektörün Döviz Yükümlülükleri

Gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen yüksek sermaye akımları sonucunda ulusal para birimlerinin değerlenmesi, ulusal parayla yatırımlarını gerçekleştiren firmaları yabancı para biriminden borçlanmaya yönlendirmekte ve firma bilançolarında yeni bir finansal kırılganlık unsuru olarak para birimi uyuşmazlığının ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Onaran, 2007). Reel sektör firmalarının döviz ve varlık yükümlülükleri arasındaki farkın giderek açılmasıyla ulusal para biriminde gerçekleşen değer kayıpları, para birimi uyuşmazlığı riskini arttırarak firmaların borçluluğunun derinleşmesine neden olmaktadır. Döviz kuru riskiyle artış gösteren firma borçluluğu, aynı zamanda firma bilançolarındaki kaldıraç oranlarını arttırmakta ve firmaların net değerini azaltmaktadır.

Yüksek yabancı para borçluluğu, ihracat geliri daha az olan sektörlerdeki firmaları daha olumsuz etkilenmektedir. Reel döviz kurunda gerçekleşen değer kayıpları, ihracatçı firmaları daha rekabetçi kılmakta olup, ihracatçı olmayan firmaların bilançolarını ve borç çevirme kapasitelerini olumsuz olarak etkilemektedir. İmalat sanayi sektörü için gelir ve borç para birimi uyumsuzluğu göreli olarak daha düşük olmaktadır. Bunun nedeni de

ihracat yapan firmaların elde ettikleri döviz gelirleri ile borçlarını göreli olarak daha kolay karşılayabilmeleridir (Keysireli vd., 2005).

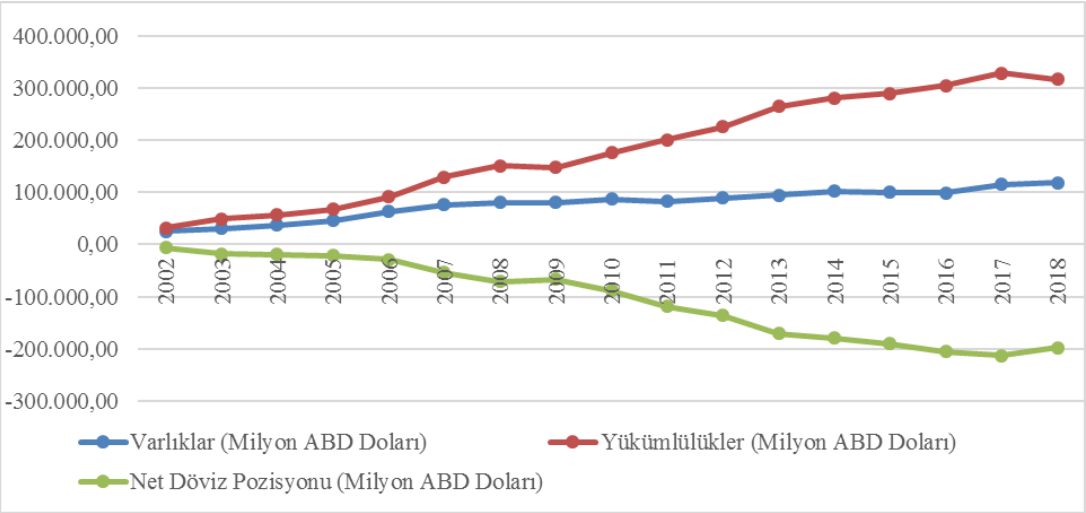
Finansal olmayan firmaların borç ödeme gücü, ağırlıklı olarak ihracat performansına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Faiz oranı ve döviz kurunda gerçekleşen dalgalanmalar, firmaların ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünü tehlikeye atmaktadır (Orhangazi & Özgür, 2015). 2008 krizi sonrasında 32 Sayılı Türk Parasının Kıymeti Koruma hakkındaki kararda değişiklikle beraber, döviz cinsinden geliri olmayan firmaların döviz cinsinden ya da dövize endeksli borçlanabilmesi kolaylaşmıştır.[8]

Kriz döneminde yürürlüğe konulan bu düzenleme ile döviz cinsinden borçlanma özendirilmiştir. Firmalar döviz kuru riskleri, ihracat gelirlerindeki potansiyel daralmalar karşısında oluşabilecek borçluluk krizlerine karşı hassas hâle gelmiştir. 2009 sonrası dönemde reel sektörün durağan bir seyir izleyen döviz varlıkları karşısında, döviz yükümlülükleri hızlı artış göstermiştir. Artan döviz yükümlülükleri sonucunda, 2018 yılında reel sektör firmalarının net döviz pozisyonu -197,92 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İSO (2018b) raporunda, 2016 yılı için en büyük 500 sanayi firmasının net döviz açığının 35 milyar dolara yükseldiğini belirtilmektedir.[9]

[8] http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/06/20090616-1.htm internet adresinden 32 Sayılı Türk Parasının Kıymeti Koruma kararına ulaşılabilmektedir.

[9] İSO (2018b) raporunda, en büyük 500 sanayi firmasının varlık ve borçlarının para birimi dağılımının yüzde 59'unu ABD Doları ve yüzde 41'ini Avro oluşturduğunu belirtilmektedir.

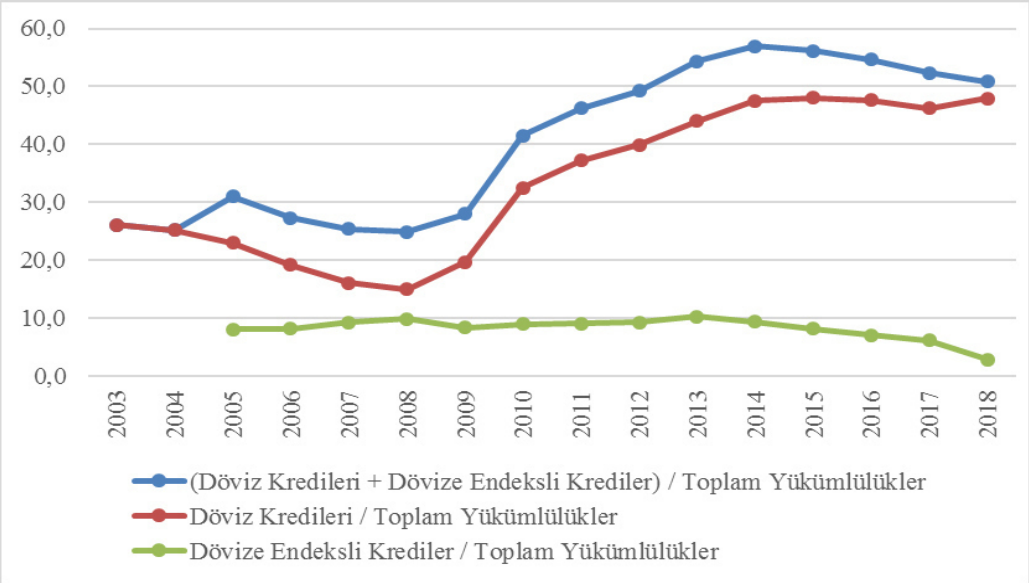
Grafik 4. Türkiye'deki Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Varlık ve Yükümlülükleri



Kaynak: TCMB

Grafik 5'teki analizde, 2008 sonrasında Türkiye'de reel sektör firmalarının döviz cinsinden borçları hızla artış göstermiştir. 2008 yılında döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklere oranı yüzde 24,8 olup, bu oran 2018 yılında yüzde 50,5'e yükselmiştir.

Grafik 5. Türkiye'deki Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Yükümlülükleri, (%)



Kaynak: TCMB

Döviz cinsinden ve kısa vadeli olarak artan yükümlülükler, para birimi ve vade uyuşmazlıkları, firma bilançolarında finansal kırılganlık yaratmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen sermaye çıkışları, ulusal para biriminde değer kayıplarıyla ve artan borç servisi problemleriyle sonuçlanmaktadır (Akyüz, 2012). Türkiye'de reel sektör firmalarının sahip olduğu yüksek kaldıraç oranları, düşük maddi duran varlık payları, yüksek borç dolarizasyonu ve yüksek kısa vadeli borçluluk oranı firmaların finansal sağlamlığını etkilemekte ve firmaları bilanço riskleriyle karşı karşıya bırakmaktadır.

4. İMALAT SANAYİ SEKTÖRÜ VERİLERİ

Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonrası dönemde imalat sanayi sektörünü incelemek için, TCMB tarafından 1989-2016 yılları için yayımlanan imalat sanayi sektör bilançoları verileri[10] ve İSO'nun en büyük 500 sanayi firması için yayımladığı yıllık dergilerindeki veriler incelenmiştir.

Tablo 1. Veri Setlerinin Kapsamı

		2005	2008	2012	2016
Sanayi Ürünleri Yıllık Üretim ve Satış İstatistikleri, 2005 - 2016	Girişim Sayısı	17.559	19.690	27.598	33.427
	Satış Değeri (TL)	253.137.095.911,00	387.179.796.615,00	655.833.644.729,00	1.045.753.702.965,00
İmalat Sanayi Toplulaştırılmış Bilanço Verisi	Girişim Sayısı	3.761	3.421	3.506	3.057
	Brüt Satışlar (TL)	220.063.259.052,00	338.651.888.113,00	473.088.988.771,00	652.415.215.377,00
ISO En büyük 500 Sanayi Firma Verisi	Girişim Sayısı	500	500	500	500
	Satış Hasılatı (TL)	187.773.389.516,00	301.639.210.439,00	423.621.059.525,00	554.784.619.136,00

Kaynak: TÜİK, TCMB ve İSO

TCMB ve İSO verileriyle gerçekleştirilen analizlerin anlamlılık düzeyini ölçmek için veri setleri, TÜİK'ten elde edilen yıllık sanayi ve satış istatistikleri ile karşılaştırılmıştır. TCMB tarafından yayımlanan verilerdeki imalat sanayi sektörü brüt satış değerinin TÜİK'in yayımlamış olduğu yıllık sanayi satış değerine oranı, 2005 yılı için yüzde 87 ve 2016 yılı için yüzde 63 olarak hesaplanmıştır. İSO 500 sanayi firmasının satış hasılatının yıllık sanayi satış değerine oranı, 2005 yılı için yüzde 74 ve 2016 yılı için yüzde 53 olarak hesaplanmıştır.

[10] TCMB tarafından sektör bilançoları kapsamında yayımlanan bilanço tablosu, gelir tablosu, fon akım tablosu, standart ortanlar tablosu, sektör kimliği tablosu ve yapısal analiz tablosunun formatları, çalışmanın ekler kısmında paylaşılmıştır.

4.1 İmalat Sanayi Sektör Bilançoları Veri Seti Kapsamı

Bu çalışma kapsamında gerçekleştirilen analizlerde kullanılan veriler, TCMB tarafından yayımlanan imalat sanayine ilişkin üçer yıllık sektör bilançoları verilerinin birleştirilmesiyle elde edilmiştir. Bu çalışmadaki analizler, 1989-2016 yılları arasındaki sektör bilançoları anketine katılan imalat sanayi firmalarının bilanço tablosu, fon akım tablosu, gelir tablosu, standart oranlar tablosu, yapısal analiz tablosu ve sektör kimliği tablosu verileri ile gerçekleştirilmiştir. 2016 yılı için imalat sanayi sektör bilançoları veri setindeki firmaların satış değerinin, TÜİK'in yayımladığı toplam sanayi satış değerine oranı yüzde 65 olarak hesaplanmıştır. Bu oran sektör bilançoları veri seti ile gerçekleştirilen analizlerin, Türkiye'deki imalat sanayi sektörüne ilişkin bulguları açıklamaktaki anlamlılık düzeyini ortaya koymaktadır.

TCMB tarafından yayımlanan sektör bilançoları verileri, birçok akademik çalışmada veri seti olarak kullanılmıştır. Keysireli vd. (2005), Aydın vd. (2006), Kaplan vd. (2006) ve Özmen vd. (2012) gerçekleştirdikleri çalışmalarda, TCMB'nin yayımlamış olduğu sektör bilançoları verilerini incelemiştir.

TCMB'nin sektör bilançoları kapsamında gerçekleştirdiği anket çalışmasına katılan firma sayısı, yıllara göre farklılaşmaktadır. 1989-1991 yılları için veri setinde yer alan firma sayısı 1494 olup, diğer yıllar için 3.000-3.900 arasında değişmektedir. Analizler gerçekleştirilirken firma sayılarındaki değişiklikler göz önünde bulundurulup, ağırlıklı olarak oran analizi kullanılmıştır.

Tablo 2. Yıllara göre Sektör Bilançoları Anketine Katılan İmalat Sanayi Firmalarının Sayıları

Firma Sayıları	**1989-91**	**1992-94**	**1995**	**1996-98**	**1999-01**
	1494	3939	4543	3408	3658
	2002-04	**2005-07**	**2008-10**	**2011-13**	**2014-16**
	3398	3761	3404	3506	3057

Kaynak: TCMB

Genel ölçek imalat sanayi firmaları için yayımlanan veriler, 1989 yılından başlamaktadır.[11] Ölçeklerine göre imalat sanayi firmaları verisi, TCMB tarafından 1996 yılından itibaren yayımlanmaya başlamıştır. Bu kapsamda çalışmada yer alan büyük ölçek, orta ölçek ve küçük ölçek firmalarına ilişkin analizler, 1996 yılından başlayacaktır. Çalışmada yer alan tablo ve grafiklerde; G_: genel ölçek imalat sanayi firmalarını[12], B_: büyük ölçek imalat sanayi firmalarını, O_: orta ölçek imalat sanayi firmalarını ve K_: küçük ölçek imalat sanayi firmalarını nitelemektedir.

İnceleme yılları olan 1989-2016 yılları firma verilerinin sınıflandırılmasında Avrupa Birliği İstatistik Ofisi tarafından kullanılan NACE Ekonomik Faaliyet Sınıflaması kullanılmıştır. TCMB tarafından yayımlanan verilerde kullanılan ekonomik faaliyet sınıflaması, yıllar içinde NACE Rev 1-1.1-2 olarak değişiklik göstermektedir.

Bu çalışma kapsamında incelenen imalat sanayi firmalarının sektör hesapları verilerinde bazı kısıtlılıklar bulunmaktadır. TCMB'nin yayımlamış olduğu sektör

[11]http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/reel+sektor+istatistikleri/sektor+bilancolari adresinden 1996-2016 yılları arasındaki imalat sanayi sektör bilançoları verilerine, erişilebilmektedir. 1989-1995 arası yılları arasındaki sektör bilançosu verileri kurumun internet sitesinde bulunmamakta olup, bu verilere TCMB'ye gerçekleştirilen 127181 sayılı bilgi edinme başvurusu kapsamında 27.04.2018 tarihinde erişilmiştir.

[12] Genel ölçek imalat sanayi firmaları, ilgili yıl aralığında TCMB'nin sektör bilançoları anket çalışmasına katılan bütün imalat sanayi firmalarını kapsamaktadır.

bilançoları verilerinde, firmaların gerçekleştirmiş olduğu temettü ödemeleri ilişkin veri bilgisi yer almamaktadır. FESSUD (2014) raporunda Türkiye'deki finansal olmayan firmaların temettü ödemelerine ilişkin veri kısıtlılığından bahsedilmektedir. Bu kapsamda gerçekleştirilecek olan oran analizleri, literatürde yer alan gösterge oran analizlerinden farklılaşacaktır.

TCMB yayımladığı verilere ilişkin olarak, firmaların sunduğu finansal tabloların denetlenmediği ve firma bildirimlerinin doğru kabul edildiği konusunda araştırmacıları bilgilendirmektedir. Firmalardan elde edilen bilanço bilgileri sektör bilançolarının oluşturulmasında sadece toplulaştırılmış olup, teknik olarak konsolide edilmemiştir. Bu nedenle iştirakler ve ilgili karşılıklı borç alacak ilişkisi bulunan hesaplarda çift sayım olabileceği bildirilmektedir. Şahıs firmalarında işletmelerden çekilen ve eklenen değerlerin firma özkaynaklarına dahil edildiği bilgisi, TCMB'nin internet sayfasında belirtilmektedir.

4.2 İSO 500 Sanayi Firmaları Veri Seti

4.2.1 İSO 500 Sanayi Firmaları Veri Seti Kapsamı

İSO'nun en büyük 500 sanayi firmasına dair gerçekleştirmiş olduğu anket çalışması, Türkiye'de reel sektöre ilişkin geniş çaplı veri kaynaklarından birini oluşturmaktadır. Bu çalışmada, TCMB'nin imalat sanayi sektör bilançoları verileriyle elde edilen bulguların karşılaştırılması amacıyla, en büyük 500 sanayi firmasına ilişkin veriler kullanılmıştır.[13] En büyük 500 sanayi firmasına dair analizler, İSO tarafından

[13] En büyük 500 sanayi firması için 2006-2016 yıllarına ilişkin yayımlanan yıllık dergiler http://www.iso500.org.tr/iso-500-dergileri/birinci-500-dergileri/ adresinden erişilebilmektedir. 1990-2005 yılları arasındaki yıllık dergilere ise, İstanbul Sanayi Odası'na gerçekleştirilen veri talebi doğrultusunda 26.06.2018 tarihinde erişim sağlanmıştır.

yayımlanan yıllık dergilerdeki kısmi bilanço ve gelir tablosu verilerinin derlenmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir.

İSO tarafından listelenen en büyük 500 sanayi firması, sanayinin 3 alt sektörü olan madencilik ve taş ocakçılığı, imalat sanayi, elektrik, gaz, buhar ve havalandırma sistemi üretim ve dağıtımı alt sektörleri kapsamında faaliyet yürütmektedir.

Tablo 3. NACE Rev. 2.0 Sanayi Sektörü Ekonomik Faaliyet Sınıflaması

Kod	**Tanım**
B	Madencilik ve Taş Ocakçılığı
C	İmalat Sanayi
D	Elektrik, Gaz, Buhar ve Havalandırma Sistemi Üretim ve Dağıtımı

Kaynak: İSO

4.2.2 İSO 500 Sanayi Firmaları Kamu ve Özel Sektör Payları

En büyük 500 sanayi firması içerisinde kamu sermayeli firmalarının payı, 1998 yılı sonrasında büyük düşüş göstermiştir. 2016 yılına gelindiğinde ise en büyük 500 sanayi firmasının büyük çoğunluğu, özel sermayeli firmalardan oluşmaktadır.

Tablo 4. İSO 500 Sanayi Firmaları Kamu ve Özel Sektör Payları

500 Firma İçinde Kamu Firmaları Payı	**1989**	**1997**	**1999**	**2000**	**2004**	**2005**	**2012**	**2016**
Firma Sayısı	90	44	32	31	18	15	13	11
Satış Hasılatı Payı	42,2%	31,3%	21,9%	24,3%	15,4%	7,0%	5,8%	4,5%
Aktif Payı	58,7%	37,7%	34,6%	35,5%	22,5%	18,4%	12,7%	10,4%
Brüt Katma Değer Payı	51,9%	43,4%	46,1%	42,8%	34,2%	14,5%	7,3%	6,5%
500 Firma İçinde Özel Firmalar Payı	**1989**	**1997**	**1999**	**2000**	**2004**	**2005**	**2012**	**2016**
Firma Sayısı	410	456	468	469	482	485	487	489
Satış Hasılatı Payı	57,8%	68,7%	78,1%	75,7%	84,6%	93,0%	94,2%	95,5%
Aktif Payı	41,3%	62,3%	65,4%	64,5%	77,5%	81,6%	87,3%	89,6%
Brüt Katma Değer Payı	48,1%	56,6%	53,9%	57,2%	65,8%	85,5%	92,7%	93,5%

Kaynak: İSO

4.2.3 İSO 500 Sanayi Firmaları Alt Sektör Payları

İSO tarafından yayımlanan yıllık dergilerdeki verilerle düzenlenen Tablo 5'te, 2000, 2008 ve 2016 yıllarında İSO 500 sanayi firmasının varlık değerinin alt sektörlere göre payları gösterilmektedir. İmalat sanayi firmalarının varlık değeri, en büyük 500 sanayi firmasının büyük bir kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 5. İSO 500 Sanayi Firmaları Alt Sektörlerinin Varlık Değeri

		2000		2008		2016	
Kod	**Tanım**	**Net Aktif Değeri (TL)**	**Net Aktif Payı**	**Net Aktif Değeri (TL)**	**Net Aktif Payı**	**Net Aktif Değeri (TL)**	**Net Aktif Payı**
B	Madencilik ve Taş Ocakçılığı	649.263.635	1,6%	6.540.154.700	2,6%	38.746.354.700	6,3%
C	İmalat Sanayi	33.432.839.806	83,3%	209.146.681.216	84,0%	498.011.937.162	81,3%
D	Elektrik, Gaz, Buhar ve Havalandırma Sistemi Üretim ve Dağıtımı	6.050.826.166	15,1%	33.434.527.042	13,4%	75.931.231.761	12,4%
	TOPLAM	40.132.929.607	100,0%	249.121.362.958	100,0%	612.689.523.623	100,0%

Kaynak: İSO

4.3 Yabancı Ülkelere ait İmalat Sanayi Verileri

Türkiye imalat sanayine ilişkin analizleri yabancı ülke verileriyle karşılaştırmak için, Avrupa Merkezi Bilanço Veri Ofisleri Komitesi'nin (ECCBSO) yayımladığı imalat sanayi sektörüne ait yıllık bilanço ve gelir tablosu verileri ile Japonya Maliye Bakanlığı ve Amerika Birleşik Devletleri Ticaret Bakanlığı'nın yayımladığı imalat sanayine ait veriler analiz edilmiştir.

Bu çalışmada, Avrupa Komisyonu Merkezi Bilanço Veri Ofisi'nin Uyumlaştırılmış Şirket Hesapları Bankası (BACH) veri tabanından elde edilen veriler, yabancı ülke örneklerine ait başlıca veri kaynağını oluşturmaktadır. BACH veri tabanı,

seçili Avrupa ülkelerinde toplulaştırılmış sektör hesap verisi sunmaktadır. BACH veri tabanında sunulan veriler 1999 yılından başlamakta olup, daha önceki yıllara ait veri bilgisi bulunmaktadır.

ECB (2015) raporunda karşılaştırmaları veri analizleri konusunda BACH verilerinin uyumlulaştırılmış yapısına rağmen, ulusal muhasebe standartlarına kaynaklı farklılıklar içermekte olduğu ve bu farklılıkların tamamen ortadan kaldırılamadığı belirtilmektedir.

Lapavitsas ve Powell (2013) gelişmiş ülkelerdeki finansal olmayan firmaların finansallaşmasını inceleyen çalışmalarında, BACH veri tabanında bulunan finansal olmayan sektörlere dair verileri kullanmıştır. Sektör seviyesinde erişilebilen veri sınırlılığı göz önünde bulundurulduğunda, BACH veri seti içerdiği kısıtlılıklara rağmen araştırmacılar için önemli bir veri kaynağı olmaktadır.

İmalat sanayi sektörlerine ait bilanço ve gelir tablolarında alt hesap gruplarının detay ölçeği ülkelere göre farklılaşmakta ve analizlerde veri bilgisine erişilebilen ülke grupları seçilmiştir. Bu kapsamda yabancı ülkelere ilişkin gerçekleştirilen analizlerde, analize dahil edilen ülke sayısı değişkenlik göstermektedir. İlgili ülkelerin imalat sanayi sektörlerine ilişkin kullanılan veri kaynakları, Tablo 6'da gösterilmiştir.

Tablo 6. Ülkelere göre Kullanılan Veri Kaynakları

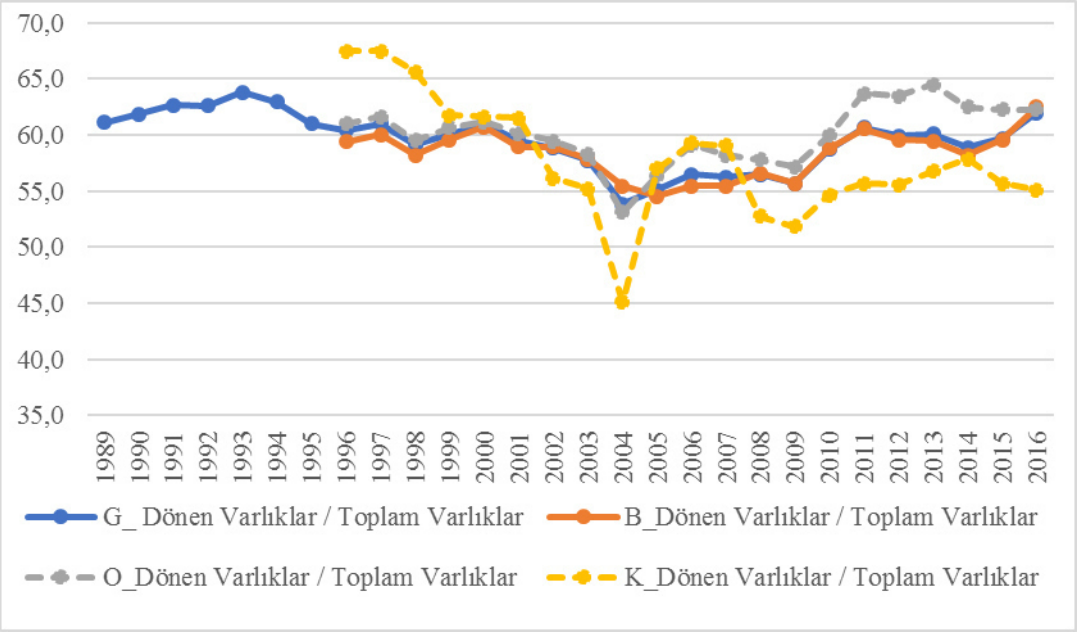
Ülkeler	Verinin Temin Edildiği Kaynak	Yıllar
Fransa	ECCBSO: BACH Veritabanı, Fransa Merkez Bankası	2000-2016
	Link: https://www.eccbso.org/wba/pubblica/wgdetails.asp?id=2	
Almanya	ECCBSO: BACH Veritabanı, Almanya Merkez Bankası	2000-2016
	Link: https://www.eccbso.org/wba/pubblica/wgdetails.asp?id=2	
Almanya	Almanya Merkez Bankası	1997-2015
	Link: https://www.bundesbank.de/en/publications/statistics/special-statistical-publications/special-statistical-publication-5	
İspanya	ECCBSO: BACH Veritabanı, İspanya Merkez Bankası	2000-2016
	Link: https://www.eccbso.org/wba/pubblica/wgdetails.asp?id=2	
İtalya	ECCBSO:BACH Veritabanı, İtalya Merkez Bankası	2000-2016
	Link: https://www.eccbso.org/wba/pubblica/wgdetails.asp?id=2	
ABD	ABD Ticaret Bakanlığı	2000-2016
	Link: https://www.census.gov/econ/qfr/historic.html	
Japonya	Japonya Maliye Bakanlığı	2000-2016
	Link: https://www.mof.go.jp/english/pri/reference/ssc/historical.htm	
Türkiye	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	1989-2016
	Link: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Reel+Sektor+Istatistikleri/Sektor+Bilancolari/	

5. İMALAT SANAYİ SEKTÖR BİLANÇOLARI VERİ ANALİZLERİ

5.1 İmalat Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı

2001 krizi sonrasında imalat sanayi firmalarının dönen varlıklarının toplam varlıklarına oranı azalırken, 2008 yılı sonrasında artış göstermiştir. Büyük ölçekli imalat sanayi firmalarının dönen varlık payı daha istikrarlı bir görünüm sergilerken, küçük ve orta ölçekteki firmalarda varlık yapısı, krizler ve ekonomik daralmalar karşısında büyük dalgalanmalar yaşamaktadır. İmalat sanayi firmalarının dönen varlık paylarında gerçekleşen artış, varlık yapısında gerçekleşen likitleşmeyi ortaya koymaktadır.

Grafik 6. İmalat Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı, (%)



Kaynak: TCMB

5.1.1 İmalat Sanayi Firmalarının Sabit Sermaye Varlıkları

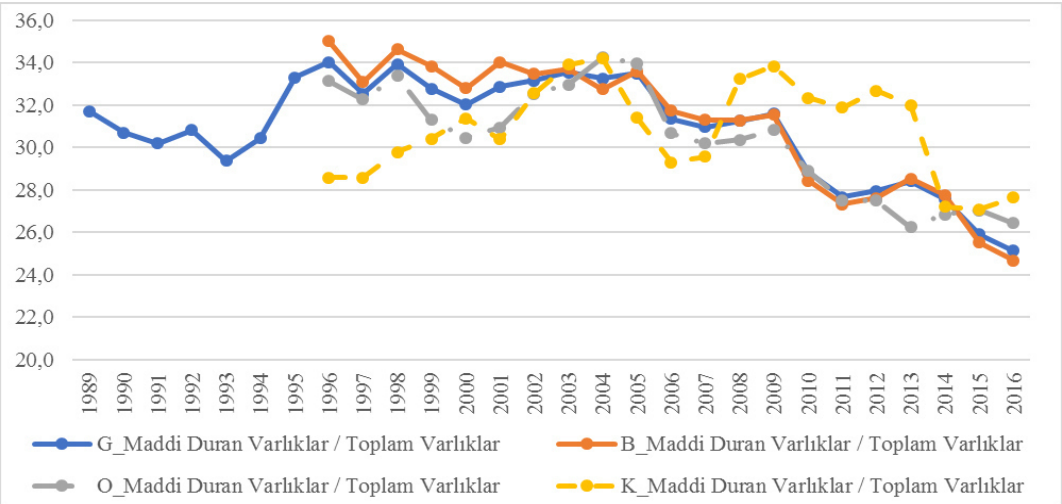
2008 yılından itibaren maddi duran varlıklar payı düşüş göstermektedir. Genel ölçek imalat sanayi firmalarının maddi duran varlık payı ile büyük ölçek firmaların maddi

duran varlık payı arasındaki benzerlik, toplam imalat sanayi veri seti içerisinde büyük ölçek firmaların belirleyici rolünü göstermektedir.

IMF (2015) finansal istikrar raporunda, 2004-2007 yılları arasında yükselen piyasa ekonomilerinde ortalama maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı yüzde 30,5 iken, 2010-2013 döneminde bu oranın yüzde 22,9'e gerilediği belirtilmektedir. 2008 yılı sonrasında, yükselen piyasa ekonomilerinin maddi duran varlık yapısında gerçekleşen gerileme ile Türkiye imalat sanayi firmalarının maddi duran varlık paylarında gerçekleşen gerileme benzerlik göstermektedir.

1987-97 yılları arasında üretim sektörlerine dönük yatırımların göreli payları önemli boyutlarda daralırken, 2003-2007 döneminde elverişli döviz kurundan ve artan dış finansman imkânlarından yararlanarak imalat sanayi sabit sermaye yatırımları hızla artış göstermiştir (BSB, 2008). BSB (2008) çalışmasında, 2003-2007 döneminde gerçekleşen bu yatırımların, yeni kapasite kurmaktan çok kriz döneminde değersizleşen makine ve teçhizatın yenilenmesi niteliğinde olduğunu belirtmektedir.

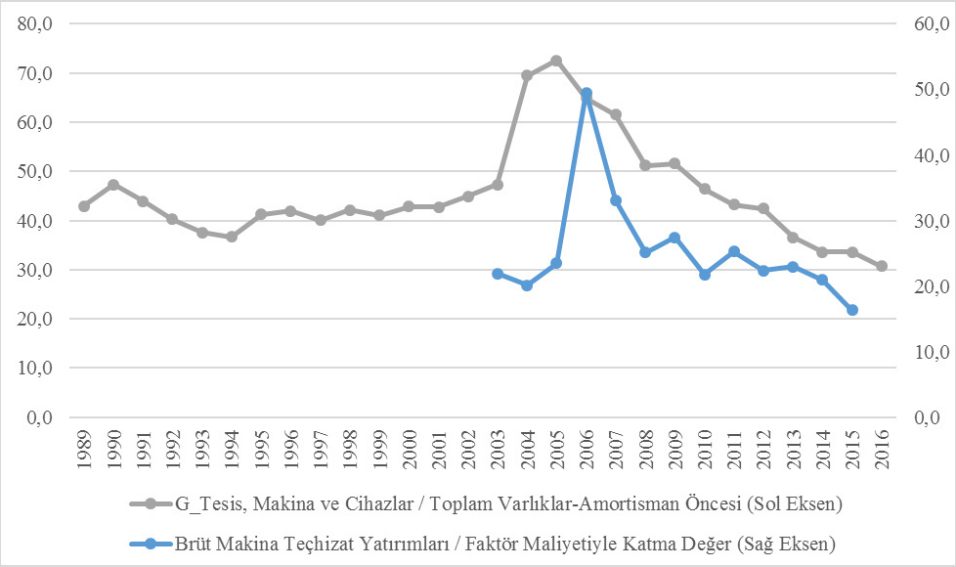
Grafik 7. İmalat Sanayi Firmaları Maddi Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%)



Kaynak: TCMB

Toplam brüt özel sabit sermaye yatırımları içerisinde imalat sanayi sektörünün payı 2001'de yüzde 25 olarak gerçekleşirken, 2007 yılında yüzde 41'e çıkmıştır. Brüt sabit sermaye yatırımlarının içeriğine bakacak olduğumuzda, 2007 yılında makine ve ekipman yatırımlarının toplam özel sabit sermaye yatırımlarına oranı yüzde 59'a yükselmiştir (Demir, 2009d).

Grafik 8. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Tesis, Makine ve Cihazların Toplam Varlıklara Oranı ve Brüt Makine Teçhizat Yatırımları[14], (%)



Kaynak: TCMB ve TÜİK

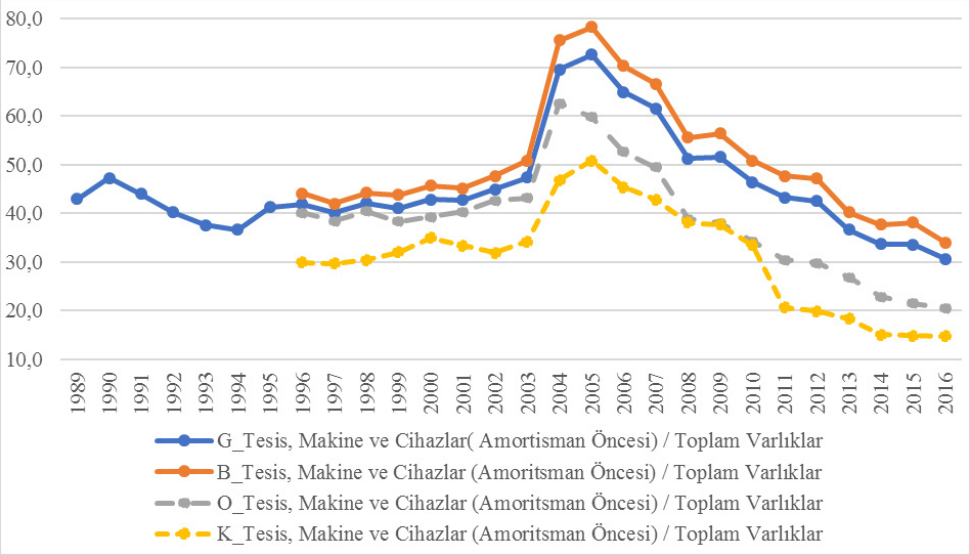
Brüt makine teçhizat yatırımına dair TÜİK'ten alınan verilerle, imalat sanayi firmalarının tesis, makine ve cihazlar varlık payı benzer bir görünüm izlemektedir. 2002-2005 arasında makine ve teçhizat yatırımlarında artış gerçekleşmiş olup, 2006 yılının ardından düşüş göstermiştir. 2016 yılı itibariyle üretken yatırım stokunun büyük bir bölümünü oluşturan tesis, makine ve cihazlar hesabının toplam varlıklara oranı, finansal

[14] Tesis makine ve cihazlara ilişkin bilanço hesaplarından elde edilen veriler stok gösterge niteliğindedir ve yıllar içerisinde kümülatif olarak değişen değer almaktadır. Brüt makine teçhizat yatırımlarına ilişkin TÜİK'ten elde edilen veri ise akım nitelikte cari dönemde gerçekleştirilen yatırım değerini belirtmektedir.

serbestleşme sonrası dönemde gözlemlenen en düşük değer olan yüzde 30,7'e gerilemiştir.

İmalat sanayi firmalarının tesis, makine ve cihazlar ile maddi duran varlık payları, firma ölçeğine göre değişmektedir. Firma ölçeğinin büyümesi ile birlikte tesis, makine ve cihazlar varlık payı artmaktadır. Bu durum büyük ölçekli firmaların sahip olduğu yüksek maddi duran varlık payı ve yüksek teminat yapısıyla tutarlılık göstermektedir.

Grafik 9. İmalat Sanayi Firmaları Tesis, Makine Cihazlar Varlık Payı[15], (%)



Kaynak: TCMB

5.1.2 İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlıkları

Makroekonomik istikrarsızlık ve belirsizlik koşullarında firmalar sabit sermaye yatırımlarını ötelemekte ve spekülatif amaçlarla finansal varlıklara yönelmektedir. Bu kapsamda finansal varlıklar ile sabit yatırımlar ikame edilmekte ve finansal varlıklar sabit

[15] TCMB'nin yayınlamış olduğu bilançolarında hesaplanan amortisman değerleri maddi duran varlık hesabının toplamı için hesaplanmakta olup, her maddi duran varlık kalemi için ayrı amortisman değeri hesaplanamamaktadır. Bu kapsamda Grafik 9'da gerçekleştirilen oran analizi tesis, makine ve cihazlar için amortisman öncesi bilanço değerinin amortisman sonrası net maddi duran varlıklara bölünmesiyle hesaplanmıştır.

sermaye yatırımlarını dışlamaktadır (Aydın vd., 2006). Büyük ölçekli imalat sanayi firmaları küçük ve orta ölçekli imalat sanayi firmalarına göre daha fazla finansal varlık bulundurmaktadırlar. Firmalar makroekonomik belirsizlik koşulları altında sadece likidite sağlamak için değil, aynı zamanda bu varlıkların sunmuş olduğu yüksek getiri oranları içinde finansal varlık bulundurmaktadır (Aydın vd., 2006).

İhtiyaç amaçlı likidite talebi çoğunlukla küçük ve orta ölçekli firmalarca gerçekleştirilmekte olup, kriz dönemlerinde bu firmaların sahip olduğu mali kısıtlamalar dış finansmana erişimi daraltmaktadır. Küçük ve orta ölçekli firmalar mali kısıtlamalar altında faaliyet yürüttüğünden, finansal yatırımlara ve likit varlıklara olan talep çoğunlukla büyük ölçekli firmalar tarafından gerçekleştirilmektedir. Yüksek kâr oranına sahip büyük ölçekli firmalar, daha çok finansal varlıklara yönelmektedir.

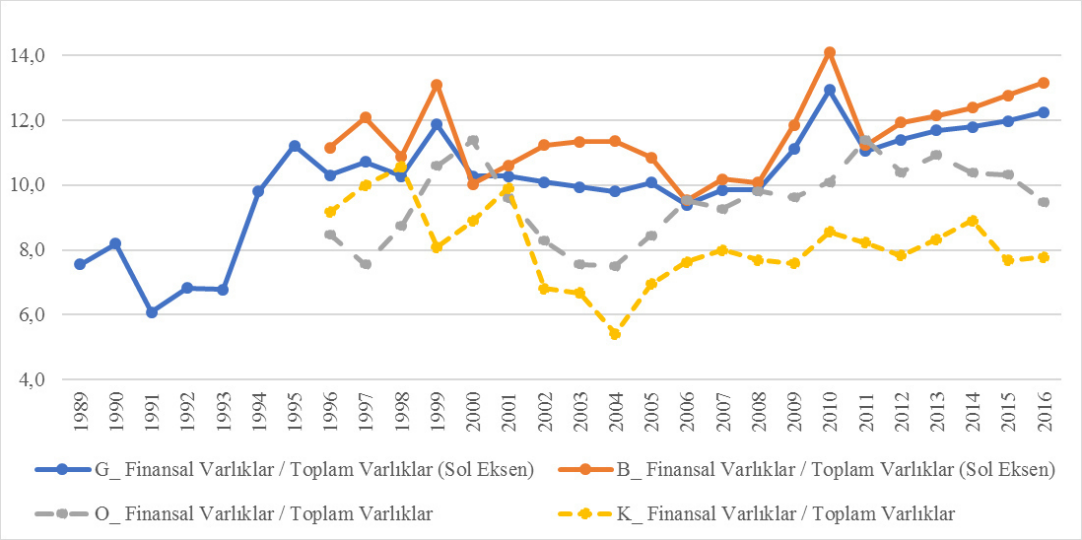
Bu çalışma kapsamında finansal varlık tanımı içerisinde, nakit ve nakit benzeri varlıklar ve menkul kıymetler yer almaktadır.[16] Genel ölçek imalat sanayi firmalarının finansal varlıklarının toplam varlıklara oranı, 1991-2016 yılları arasında ikiye katlanmıştır. Büyük ölçekli firmalar, en yüksek finansal varlık payına sahiptir. Akkemik ve Özen (2014) çalışmasındaki bulgulara göre, firma ölçeği firmaların finansallaşmasında etkili olmaktadır. Büyük ölçekli firmalar, diğer ölçek seviyelerindeki firmalara göre daha geniş fon kaynaklarına sahip olmakta olup, finansallaşmaya daha yatkın olmaktadır.

Grafik 11'deki analizde, genel ölçek ve büyük ölçek imalat sanayi firmalarının finansal varlık payları finansal araçların reel getiri oranlarıyla karşılaştırılmış olup,

[16] Firmaların bilançolarda yer alan hazır değerler hesap grubu, firmaların nakit ve nakit benzeri varlıklarını oluşturmaktadır. Hisse senetleri, özel kesim tahvil, senet ve bonoları, kamu kesimi tahvil, senet ve bonoları ve diğer menkul kıymetler hesapları menkul kıymetler hesap grubu içerisinde yer almakta olup, imalat sanayi firmalarının menkul kıymetlerini oluşturmaktadır.

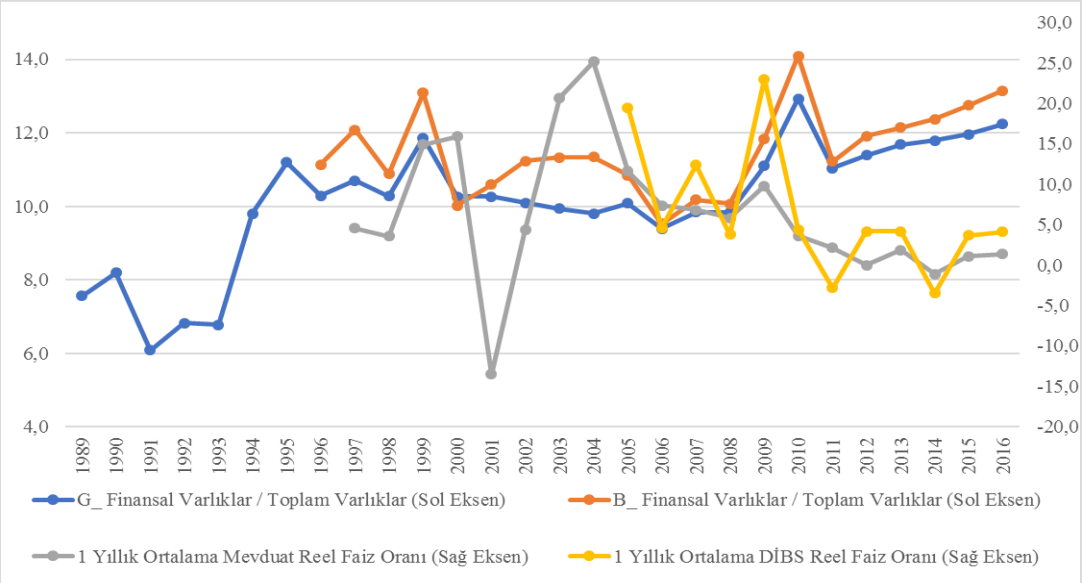
finansal varlık paylarındaki artışlar finansal getiri oranlarıyla benzer yönde hareket etmektedir.

Grafik 10. İmalat Sanayi Firmaları Finansal Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%)



Kaynak: TCMB

Grafik 11. Genel ve Büyük Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Payları ve Finansal Getiri Oranları Karşılaştırması, (%)

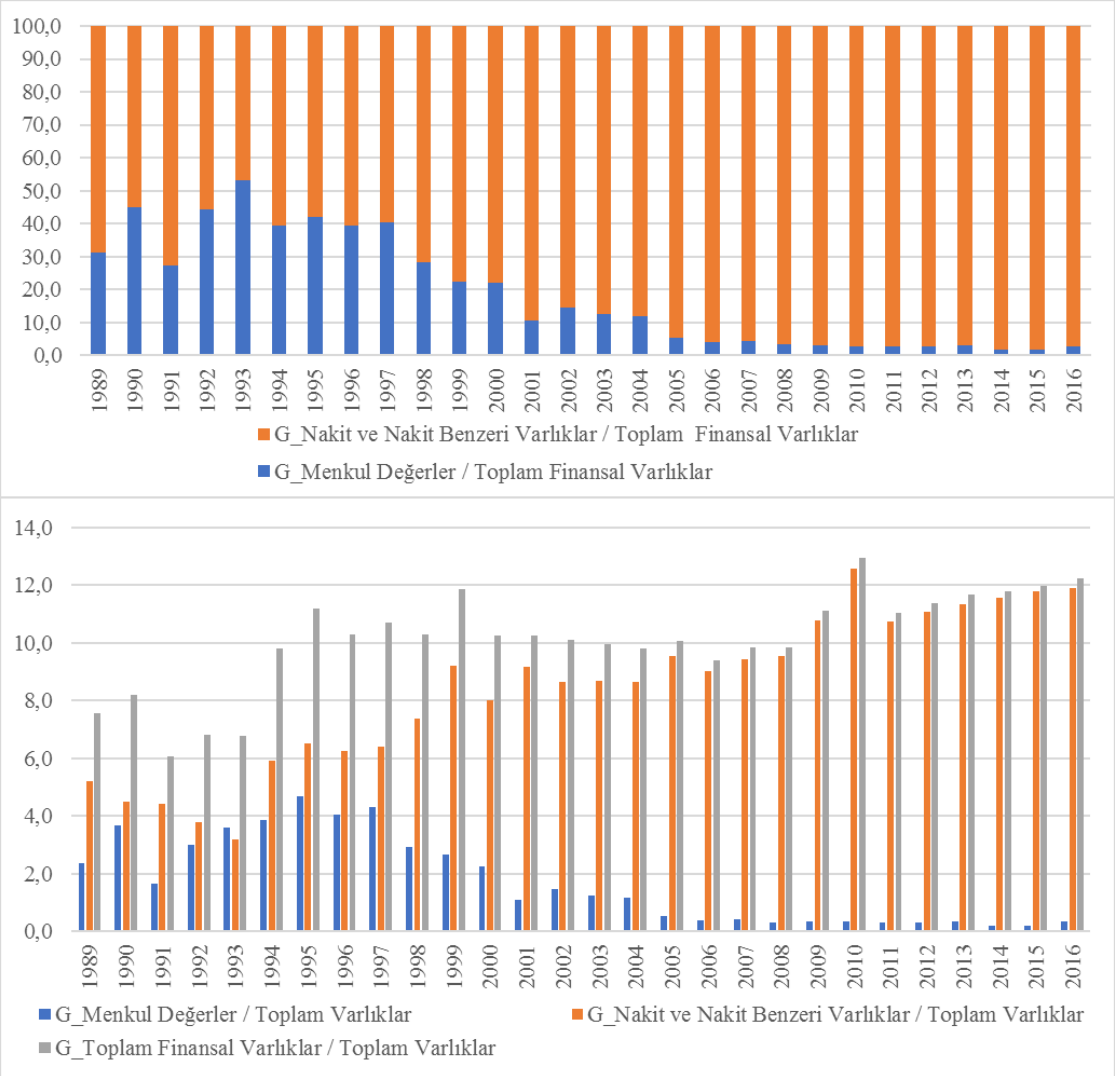


Kaynak: TCMB ve TÜİK

5.1.2.1 İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Bileşenleri

1990'larda kamu borçlanma piyasasının gelişmesiyle birlikte dönemin ekonomik belirsizlik koşulları, imalat sanayi firmalarının devlet borçlanma senetlerine olan talebini arttırmış ve firmaların yüksek oranda likit pozisyonda bulunmasına neden olmuştur (Özmen, vd, 2012).

Grafik 12. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Bileşenleri, (%)



Kaynak: TCMB

2000'li yıllardan itibaren devlet borçlanma iç borçlanma senetlerinin reel faiz oranlarının giderek azalmasıyla birlikte, imalat sanayi firmalarının finansal varlıkları

içerisindeki menkul kıymetler payı giderek azalmıştır. Bu dönemde, firma bilançolarında menkul kıymetler varlık payı azalmaktayken, finansal varlıkların toplam varlıklara oranı artmaya devam etmektedir. 2000'li yıllardan itibaren nakit ve nakit benzeri varlıklar, imalat sanayi firmalarının finansal varlıklarının büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır

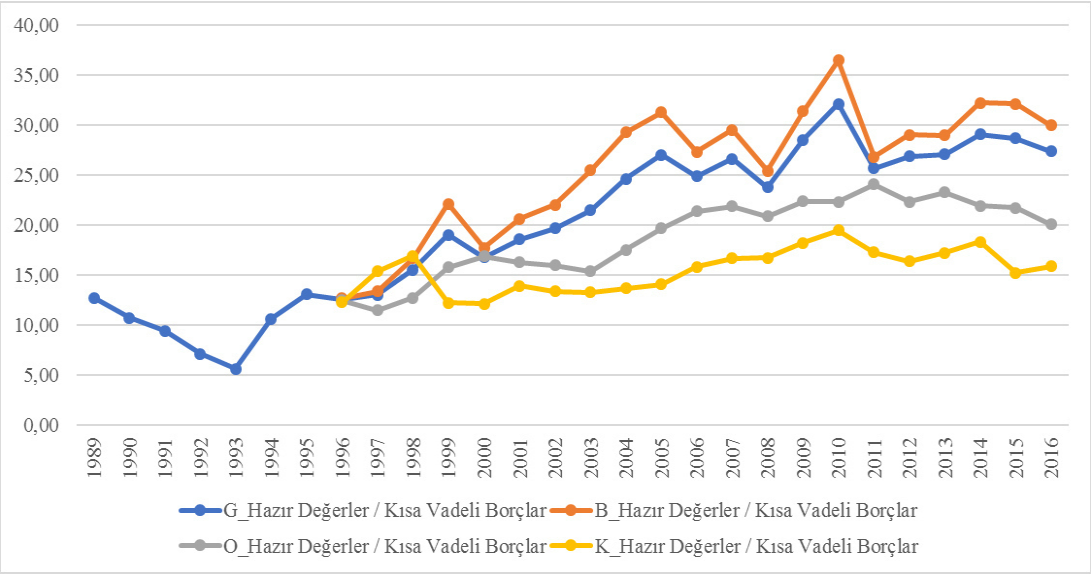
5.1.2.2 İmalat Sanayi Firmalarının Nakit ve Nakit Benzeri Varlıkları

Büyük ölçekli imalat sanayi firmaları, 2001 sonrası dönemde düşen faiz oranları ve azalan borçlanma maliyetleri karşısında daha az malî kısıtlamaya sahip olmalarına rağmen, daha yüksek likit varlık yapısını sürdürmüştür. Karwowski (2015) çalışmasında düşük faiz oranları karşısında firmaların yüksek likit varlık pozisyonda bulunmasını, yatırımlar ile ucuz finansman arasındaki ilişkinin zayıflaması olarak yorumlamıştır.

Karwowski (2015) çalışmasında nakit ve nakit benzeri varlıkların, firmaların varlıklar ve yükümlülükler arasındaki dengenin oluşmasındaki önemine değinmiştir. Yazar, firmaların nakit ve nakit benzeri varlıklarının firma borçlarının karşılanmasında kullanılabileceğini belirtmektedir. Bu kapsamda çalışmada, imalat sanayi firmalarının nakit ve nakit benzeri varlıklarının kısa vadeli borçlara oranını incelenmiştir.

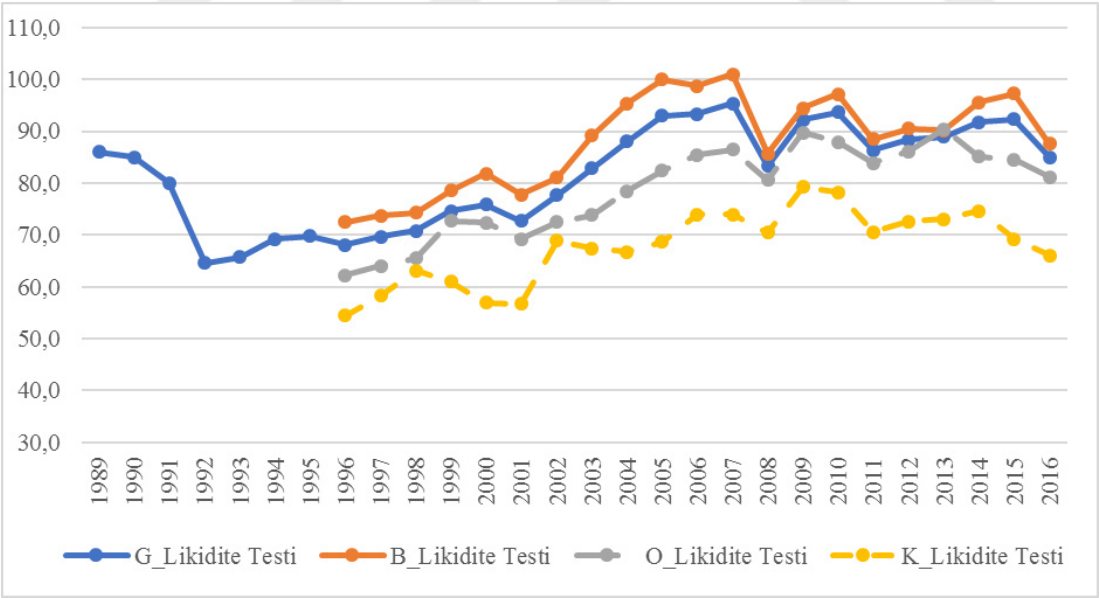
Grafik 13'de Türkiye imalat sanayi firmaları için gerçekleştirilen oran analizinde, finansal serbestleşme sonrası dönemde imalat sanayi firmalarının nakit ve nakit benzeri varlıklarının kısa vadeli borçlarına oranla hızlı bir şekilde arttığı görülmektedir. Karwowski (2015) çalışmasında, firma bilançolarında nakit ve nakit benzeri varlık paylarının giderek artmasının firmaların göreli olarak daha az sabit sermaye yatırımı yaptığı anlamını taşıdığını belirtmekte ve bu durumu gelişmekte olan ülkelerdeki düşük özel yatırım seviyesi ilişkilendirmektedir.

Grafik 13. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Nakit ve Nakit Benzeri Varlıkların Kısa Vadeli Borçlara Oranı, (%)



Kaynak: TCMB

Grafik 14. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Likidite Testi[17], (%)



Kaynak: TCMB

[17] Dönen varlıklardan stoklar, gelecek aylara ait giderler ve diğer dönen varlıkların çıkarılıp, kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Türkiye'deki ölçeklerine göre imalat sanayi firmalarının nakit varlık paylarına ilişkin bulgular, Powell'ın (2013) Meksika'daki finansal olmayan firmaları inceleyen çalışmasıyla benzerlik göstermektedir. Powell (2013) çalışmasında, ölçek seviyesinin büyümesi ile dış finansmana erişimin kolaylaşmasına rağmen, büyük ölçekli firmaların en yüksek nakit ve nakit benzeri varlık payına sahip olduğunu belirtmektedir. Bu durum, büyük ölçekli firmaların diğer ölçek seviyesindeki firmalara göre daha fazla rantiyer eğilime sahip olmasıyla ilişkilendirilebilir. Yazarın çalışmasında, 1990 ve 2010 yılları arasında firma bilançolarındaki nakit ve nakit benzeri varlıkların toplam varlıklara oranı yüzde 1'den yüzde 5'e yükselmiştir.

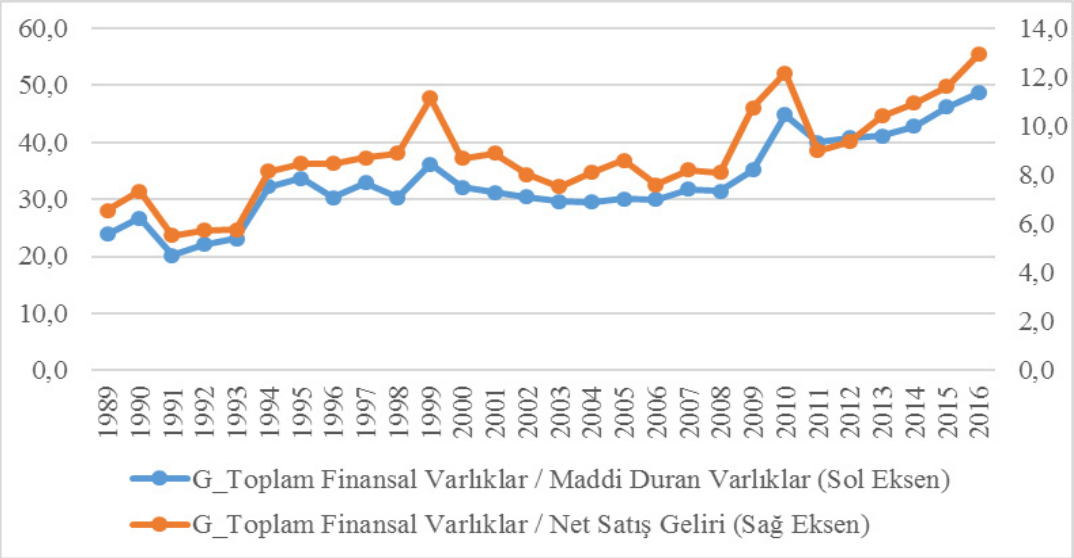
5.1.2.3 İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Payları

Finansallaşma ağırlıklı olarak firma bilançolarının varlık tarafında kendini göstermektedir. Lapavitsas ve Powell (2013) çalışmasında, finansal olmayan firmalar için finansal varlıkların toplam sabit varlıklara, maddi duran varlıklara oranını incelemiştir. Davis (2014), Dumenil ve Levy (2001) çalışmalarında, finansallaşmaya ilişkin olarak finansal varlıkların sabit sermaye varlıklarına oranını ve finansal varlıkların satış gelirine oranını incelenmiştir.

Yukarıda belirtilen yazarların çalışmalarında gerçekleştirdiği finansal varlık analizlerine benzer olarak, Grafik 15'te finansal varlıkların sabit sermaye oranını ve net satışlara oranını inceleyen iki oran analizi gerçekleştirilmiştir. Genel ölçek imalat sanayi firmalarının nakit ve nakit benzeri varlıklar ve menkul kıymetlerden oluşan finansal varlıklarının net satışlara oranı, 1989-2016 yılları arasında yüzde 6,5'ten 12,9'a yükselmiştir. Finansal varlıkların maddi duran varlıklara oranı ise, yüzde 24'ten yüzde 49'a yükselmiştir.

Gerçekleştirilen analizlere göre, imalat sanayi firmalarının finansal varlıkları, sabit sermaye yatırımlarına oranla daha hızlı büyümektedir. İmalat sanayi bilançolarında giderek genişleyen finansal varlık payları sabit sermaye yatırımlarını dışlayıcı niteliktedir.

Grafik 15. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Finansal Varlıkların Maddi Duran Varlıklara ve Net Satışlara Oranı, (%)



Kaynak: TCMB

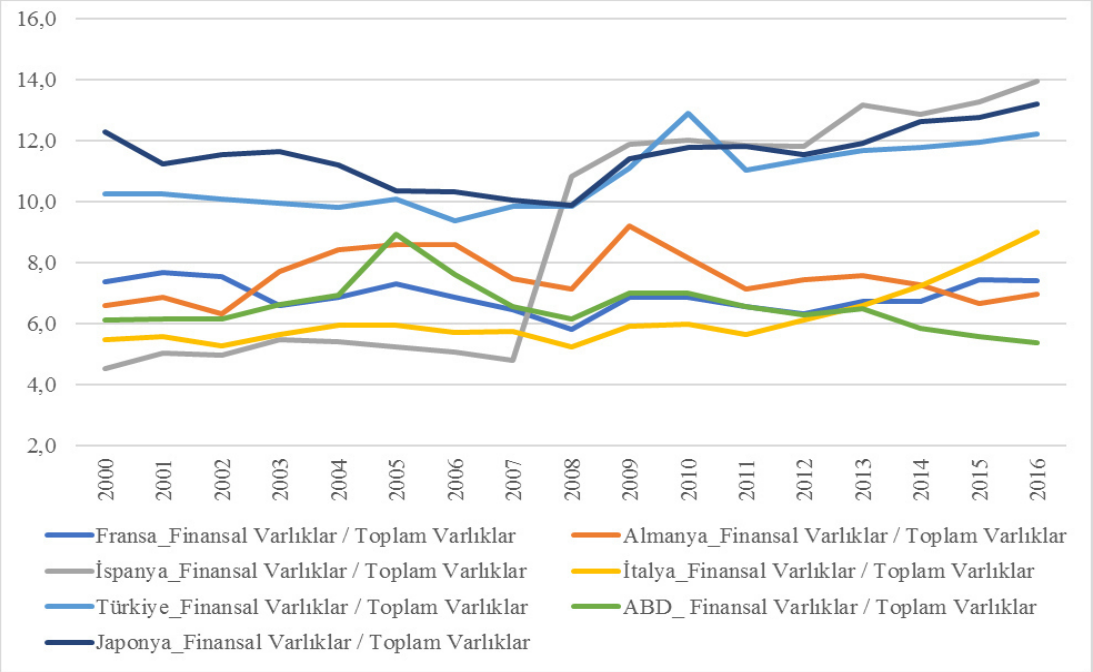
Powell (2013) Meksika'daki 130 finansal olmayan firmayı incelediği çalışmasında, 2000 yılında finansal varlıkların net maddi duran varlıklarına (net property, plant and equipment) oranı yüzde 15 iken, bu oranın 2010 yılında yüzde 40'a yükseldiğini göstermiştir.[18]

[18] Powell'ın (2013) çalışmasında kullanmış olduğu finansal varlık tanımı içerisinde nakit ve nakit benzeri varlıklar, kısa dönemli yatırımlar, uzun dönemli alacak senetleri, iştirakler ve bağlı ortaklık yatırımları, kısa ve uzun dönemli türev araç yatırımları yer almaktadır. Bu çalışma kapsamında Türkiye için kullanılan finansal varlık tanımının kapsamı farklılık içerse de diğer ülke örneklerine trend eğilimine bakmak amaçlı yabancı ülke örneklerinde kullanılan tanımlamalar önem arz etmektedir.

5.1.2.4 Ülkelere göre İmalat Sanayi Firmalarının Finansal Varlık Payları

2008 krizi sonrası dönemde Japonya, Türkiye ve İspanya imalat sanayilerinde nakit ve nakit benzeri varlıklar ve menkul kıymetlerden oluşan likit nitelikli finansal varlıkların toplam varlıklara oranı yüzde 10'un üzerinde bulunmaktadır. ABD, Almanya imalat sanayilerinde ise bu oran yüzde 5-7,5 arasında değişmektedir. Davis ve Stone (2004) çalışmasında, likit varlık birikimlerinin sanayileşmiş ülkelerde azalma eğilimi gösterirken, yükselen piyasa ekonomilerinde artma eğilimi gösterdiğini belirtmektedir.

Grafik 16. Ülkelere göre İmalat Sanayi Sektörü Finansal Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%)

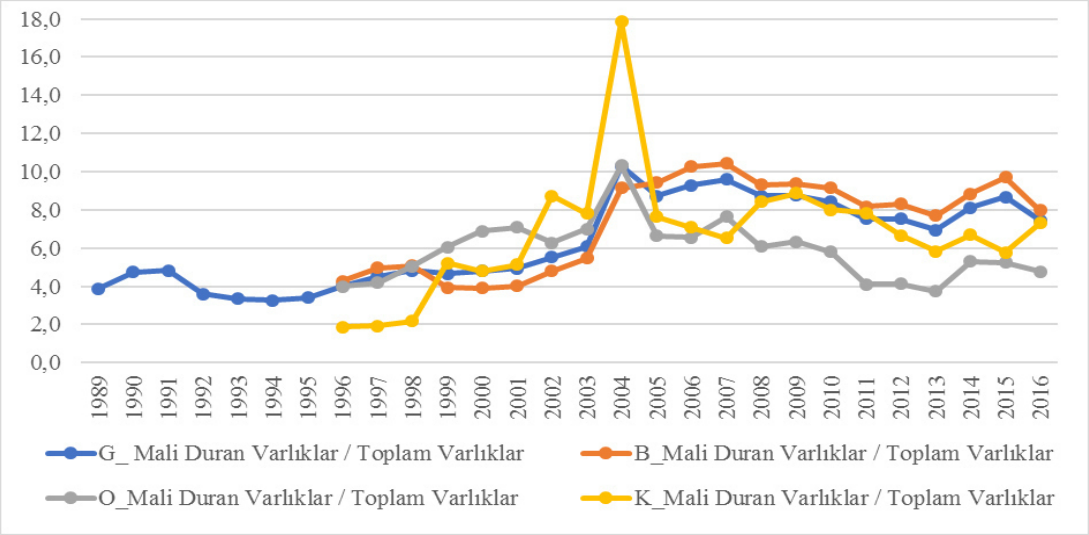


Kaynak: TCMB, ABD Ticaret Bakanlığı, Japonya Maliye Bakanlığı, ECCBSO BACH veri tabanı: Fransa Merkez Bankası, Almanya Merkez Bankası, İspanya Merkez Bankası, İtalya Merkez Bankası.

5.1.3 İmalat Sanayi Firmalarının Mali Duran Varlıkları

İmalat sanayi firmalarının bilançolarında yer alan malî duran varlıklar, iştirakler, bağlı ortaklıklar, bağlı menkul kıymet yatırımlarından oluşmaktadır. 1989 yılında imalat sanayi firmalarının malî duran varlıklarının toplam varlıklarına oranı yüzde 3,9 iken, 2016 yılında bu oran yüzde 7,5'e yükselmiştir. İmalat sanayi firmalarının malî duran varlıklarındaki artış, malî duran varlık hesap grubunun alt hesabı olan bağlı ortaklıklar, iştirakler, bağlı menkul kıymetler hesaplarındaki artış sonucunda gerçekleşmiştir. 2004 sonrası dönemde küçük ve orta ölçekteki firmaların malî duran varlık payları azalırken, büyük ölçekli firmalarda mali duran varlık payları artmaktadır.

Grafik 17. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Mali Duran Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı, (%)



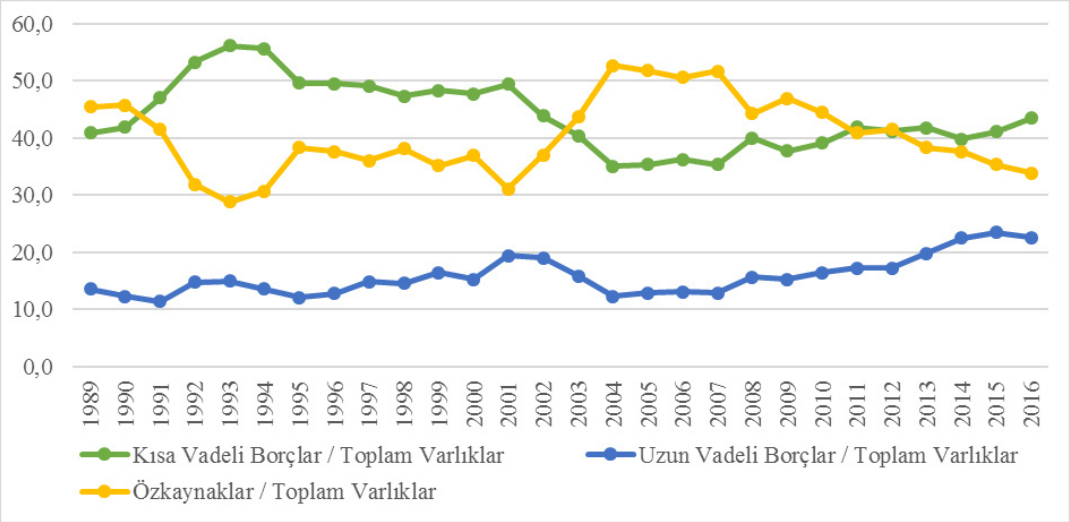
Kaynak: TCMB

5.2 İmalat Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı

Artan uluslararası rekabet ve azalan kâr oranları karşısında, reel sektör firmalarının yatırım finansmanı büyük ölçüde dış finansmana bağlı olarak gerçekleşmektedir. Firmaların artan şekilde dış finansmana yönelmesi, firma

borçluluğunu arttırmaktadır. Finansal serbestleşme sonrası dönemde reel sektör firmalarının sahip olduğu yüksek kaldıraç oranları, dönemin karakteristik özelliklerinden biridir. Sermaye çıkışları sonrasında, yüksek kaldıraç oranına sahip firmaların daralan kredi piyasasına erişimi zorlaşmaktadır.

Grafik 18. İmalat Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı, (%)

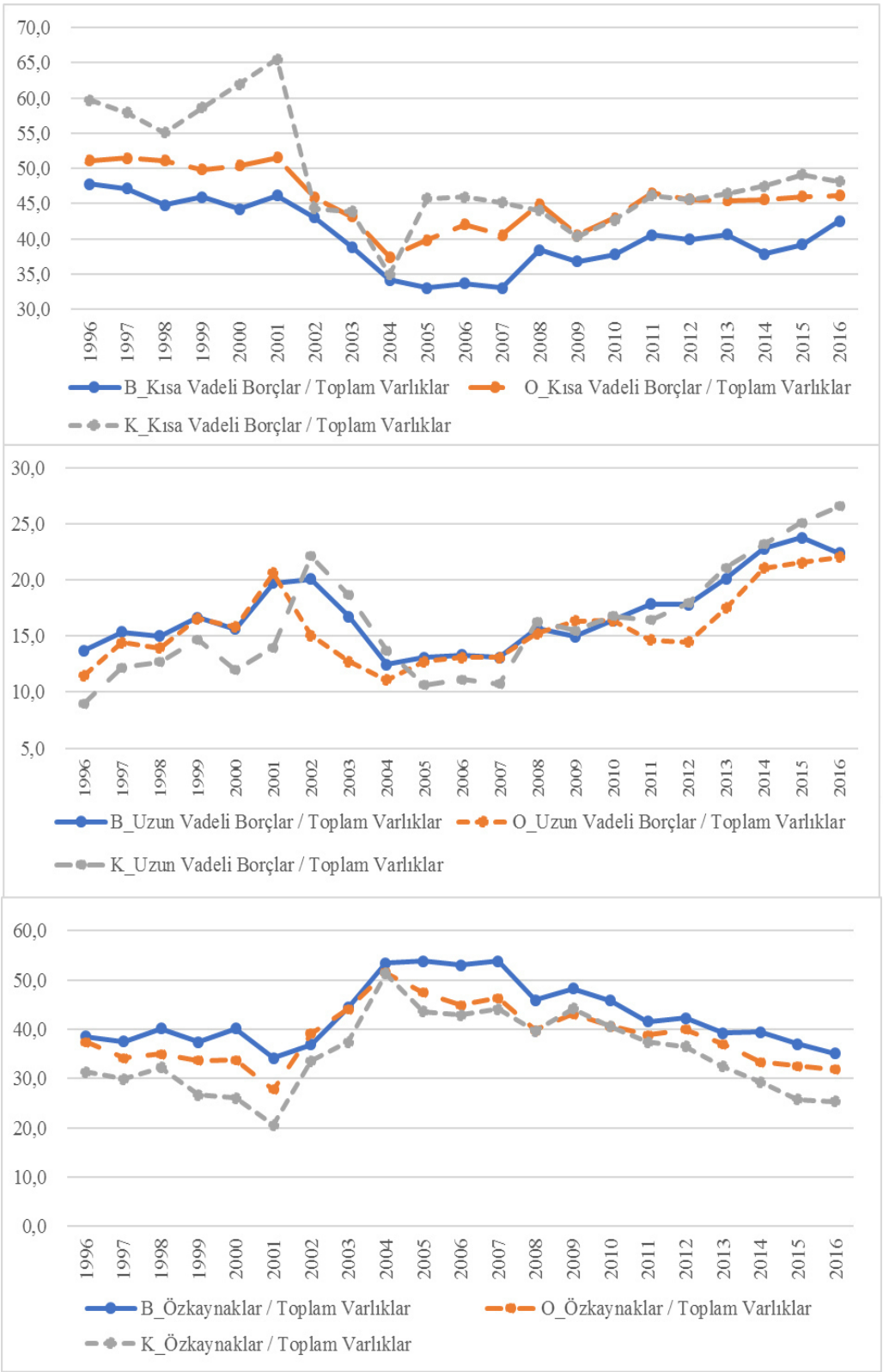


Kaynak: TCMB

Ölçeklerine göre imalat sanayi firmaları arasında küçük ölçek imalat sanayi firmaları, kısa vadeli borçlarda en yüksek paya sahiptir. Firma ölçeğindeki artış ile birlikte firmaların kısa vadeli borçlarının payı azalmaktadır. Farklı ölçek seviyelerinde uzun vadeli borçların birbirine yakın seyir izlemesine rağmen, büyük ölçekli firmaların uzun vadeli borçlanma imkânları kriz dönemlerinde daha az etkilenmektedir.

Maddi duran varlıklarının toplam varlıklara oranı, kurumsal finansmanda teminat oranı niteliği taşımaktadır. Bu kapsamda firma borçluluğunun vade yapısı firmanın maddi varlık paylarından etkilenmekte olup, büyük teminat imkânlarına sahip olan firmalar daha uzun vadeli yabancı kaynaklar ile borçlanabilmektedir (Aydın vd., 2006).

Grafik 19. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı, (%)



Kaynak: TCMB

5.2.1 İmalat Sanayi Firmalarının Özkaynak ve Borçluluk Yapısı

Firmaların net değeri, toplam varlıklar ile toplam yükümlülükler arasında farkın hesaplanmasıyla gerçekleştirilmektedir. Hesaplanan bu fark, firmanın net değeri olarak özkaynak payını belirtmektedir (Dumenil & Levy, 2004a). Finansal olmayan firmaların borçluluk seviyesi finansal varlıklarıyla birlikte eş zamanlı olarak artmakta olup, toplam borçların toplam varlıklara oranı firmaların finansal kırılganlığına dair fikir vermektedir (Davis, 2014).

Büyük ölçekli firmaların daha yüksek kâr oranına sahip olması, firmaların iç fonlarını arttırmakta ve bu firmalar yatırım finansmanında daha az dış finansmana bağlı olmaktadır. Kriz dönemlerinde gerçekleşen kredi daralmaları sonucunda, firmaların dış finansmana erişimi giderek zorlaşmaktadır. Büyük ölçekli firmaların diğer ölçek seviyelerindeki firmalara göre daha düşük kaldıraç oranına ve daha iyi teminat pozisyonuna sahip olması nedeniyle, dış finansmana erişimde avantajlı konumda bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün yüksek borçluluk seviyesi ve kısa vadeli borçlanma yapısıyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Faiz oranlarında gerçekleşen artışlar sadece firmaların yeni borçlanma maliyetlerini arttırmamakta, mevcut borcu karşılama maliyetini de arttırmaktadır (Yılmaz, 1993). Türkiye'de imalat sanayi firmalarının sahip olduğu yüksek borçluluk seviyesi, firmaların risk pozisyonunu arttırabildiği gibi, dış finansmana erişim durumunda ödenen risk primlerini arttırabilmektedir (Aydın vd., 2006).

Tellalbaşı ve Kaya (2013) Türkiye'deki sanayi sektörünü inceleyen çalışmalarında, firma borçluluğundaki artışın finansal kırılganlığını arttırdığı gibi, firma yatırımlarını olumsuz etkilediğini belirtmektedir. Finansal olmayan firmaların yatırım

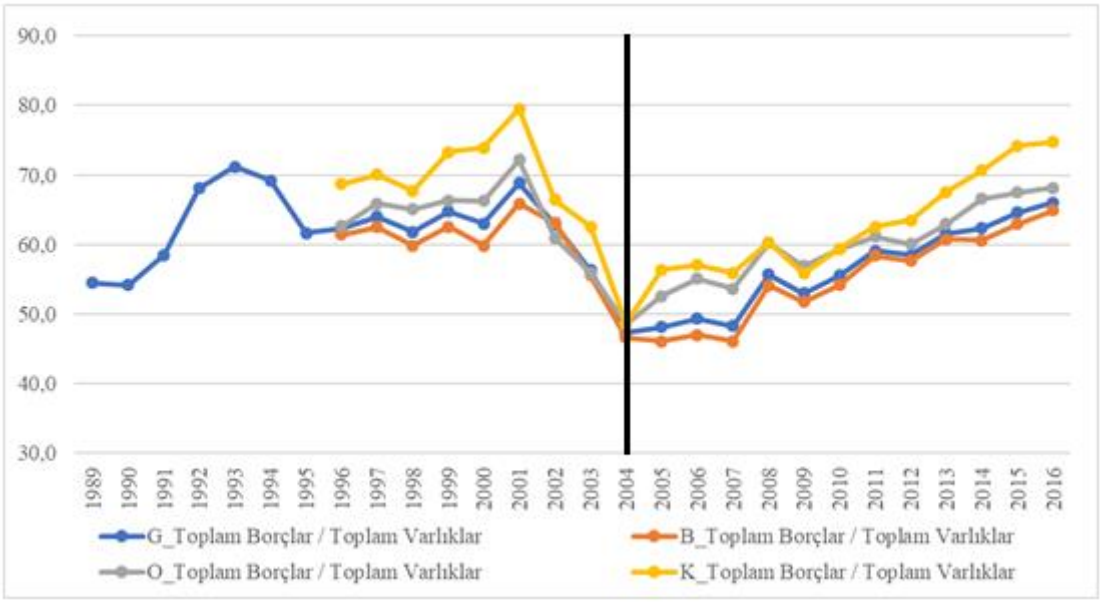
faaliyetleri nakit akışlarına oldukça duyarlı olmakta, bu nedenle finansal olarak kısıtlı firmalar daha az yatırım yapmakta ve daha yavaş büyümektedir. Borç ödeme kapasitesi daha güçlü olan firmaların tasarrufları daha fazlayken, yüksek borçluluk seviyesine sahip olan firmalar daha düşük tasarruf oranına sahiptir (Özmen vd, 2012).

2002-2007 arasında sermaye akımlarındaki artışlar nedeniyle yerli paranın değerlenmesi, dış ticarete konu olan sektörlerdeki firma kârlılıkları zedelemiştir. Bu dönemde büyük sermaye akımlarına rağmen özel firmalar katı kredi değerlendirmeleriyle karşı karşıya kalmışlar ve yatırımlarını kısa dönemli borçlanma ya da iç kaynaklarla gerçekleştirmek zorunda kalmışlardır (Demir, 2009b).

2001 yılı sonrasında uygulanan yüksek faiz oranları ve düşük döviz kuru hedeflemesi politikası ile reel sektör ucuz döviz bulmaya yönelmiş ve bu durum reel sektörün dış borçları giderek artmıştır (Ergüneş, 2009). Türkiye ekonomisinde, 2004 yılı dönemsel yükselişin son yılı olmuş ve 2008'e kadar imalat sanayinin büyüme hızı ve brüt sabit sermaye oluşum hızı düşüşe geçmiştir. 2004 yılı itibariyle imalat sanayi firmalarının kredi anapara, taksit ve faiz borçlarının toplam borçlara oranı artmaya başlamıştır. Bu durum, firmaların cari döneme ilişkin borç yükümlülüklerinin arttığı anlamını taşımaktadır.

Türkiye ekonomisinin 2008 yılı sonrası dönemde içinde bulunduğu durum, özel kesimin ucuzlayan yabancı finansman kaynaklarına yönelmesi sonucu ortaya çıkan yüksek borçluluk seviyesinden kaynaklanmaktadır. 2013 yılı sonrasında hızla artan döviz kuru, reel sektör firmalarının borçluluk oranlarını hızla arttırmıştır.

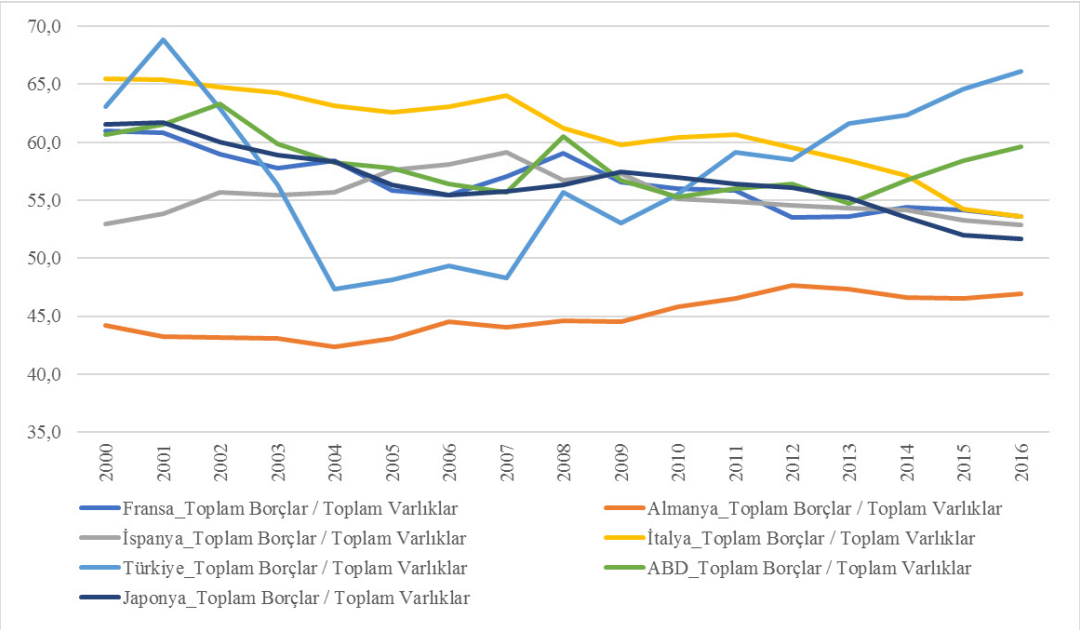
Grafik 20. İmalat Sanayi Firmalarının Kaldıraç Oranları, (%)



Kaynak: TCMB

2008 krizi sonrasında Avrupa ülkelerinde ve Japonya'da imalat sanayi firmalarının kaldıraç oranı azalma eğilimi gösterirken, Türkiye ve ABD'de bu oran artış eğilimi göstermektedir. Toplam borçlardaki artış, imalat sanayi firmalarının özkaynaklarında gerçekleşen daralmayı ortaya koymaktadır. Grafik 21'de yedi ülkenin imalat sanayi sektörü için gerçekleştirilen analizde, Türkiye küresel piyasada gerçekleşen ekonomik dalgalanmalar karşısında, en istikrarsız borçluluk yapısına sahip olan ülke konumundadır.

Grafik 21. Ülkelere göre İmalat Sanayi Sektörü Toplam Borçların Toplam Varlıklara Oranı, (%)



Kaynak: TCMB, ABD Ticaret Bakanlığı, Japonya Maliye Bakanlığı, ECCBSO BACH veri tabanı: Fransa Merkez Bankası, Almanya Merkez Bankası, İspanya Merkez Bankası, İtalya Merkez Bankası.

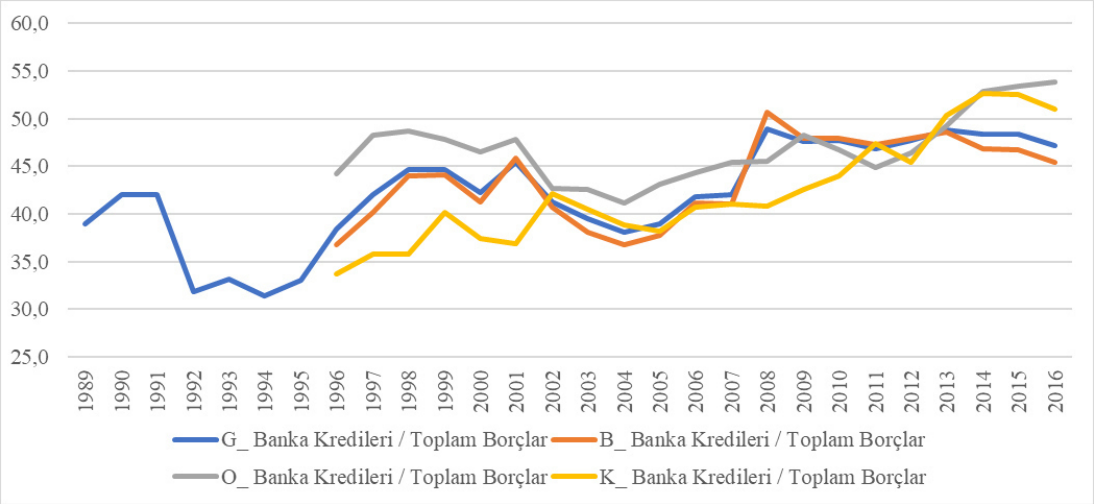
5.2.2 İmalat Sanayi Firmalarının Banka Finansmanı

Firmalarının yatırım finansmanını arttırabilme kabiliyeti firmanın güvenilirliğiyle yakından ilişkilidir. Firmaların beklenen kârlılık seviyesi ve borç ödeme gücü, firma güvenilirliğine ilişkin temel göstergelerdendir (Ndikumana, 1999). Türkiye'de büyük ölçekli firmalara kıyasla küçük ve orta ölçekli firmalar, bankacılık ve sermaye piyasası aracılığıyla dış finansman kullanımında daha çok kısıtla karşılaşmaktadır (Gezici vd., 2018; Demir & Çağlayan, 2014).

Banka kredileri imalat sanayi firmaları için önemini koruyan bir finansman kaynağı olmaya devam etmektedir. Büyük ölçekli firmalar, daha çok özkaynaklarına

dayanarak yatırımlarını finanse etmekte olup, küçük ve orta ölçekli firmalara göre malî piyasalara erişim imkânları daha fazladır.

Grafik 22. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmaları Banka Kredilerinin Toplam Borçlara Oranı, (%)



Kaynak: TCMB

2001-2004 yılları arasında reel sektör finansmanında banka kredilerinin payı azalırken, 2007 yılından sonra banka kredilerinin toplam borçlara oranı hızla yükselmiştir. Bankalar kriz dönemlerinde teminat imkânları daha güçlü ve kaldıraç oranları daha düşük olan büyük ölçekli firmaların finansmanına yönelmektedir. Özellikle küçük ölçekli firmaların teminat imkânlarının zayıflığı ve yüksek kaldıraç oranları nedeniyle, dış finansman imkânları daralmaktadır. 2001 ve 2008 yıllarında büyük ölçekli firmaların banka kredi borçlarında görülen artış, kriz dönemlerinde malî kuruluşların firma ölçeğindeki finansman tercihini ortaya koymaktadır.

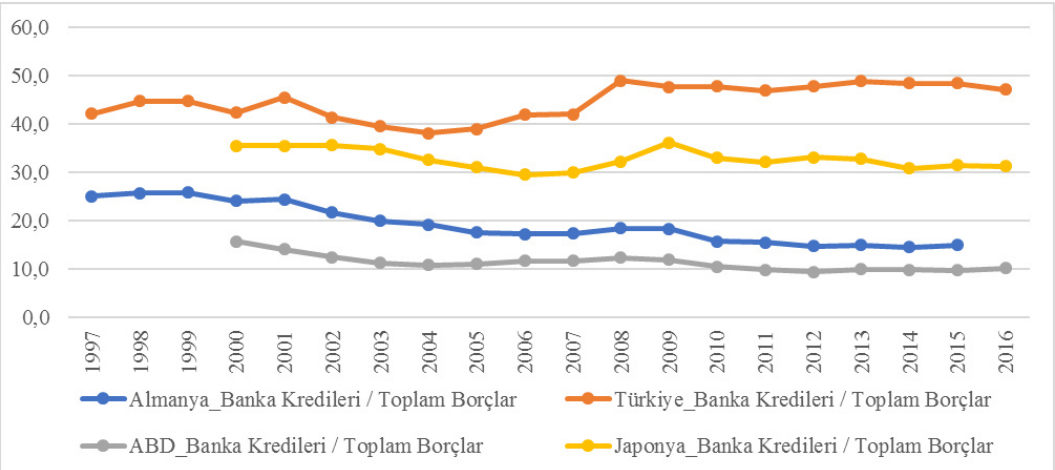
Finansal piyasalarda ortaya çıkan krizler, firmaların geleneksel finansman araçlarına yönelmesini beraberinde getirmektedir. Powell'ın (2013) Meksika'daki finansal olmayan firmaları inceleyen çalışmasında, Türkiye'deki bulgularla benzer bulgulara rastlanmıştır. Meksikalı firmaların banka kredi borçlarının toplam borçlarına

oranı, 2000'lerin başında yaklaşık yüzde 30 iken, 2008 krizine kadar ki dönemde yüzde 20'lere kadar gerilemiş ve kriz döneminde artış göstermiştir.

Lapavitsas ve Powell (2013) çalışmasında, Fransa'daki büyük ölçekli finansal olmayan firmaların küçük ve orta ölçekli firmalara göre banka finansmanına daha az bağımlı olduğunu belirtmektedir. Yazarların 1999-2008 yıllarını inceleyen çalışmasında, bütün firma ölçek seviyeleri için banka kredilerinin toplam borçlara oranı azalma eğilimindeyken, 2008 krizi ile birlikte banka finansmanına yönelim giderek artmıştır.

Finansal piyasaların derinleştiği ve borçlanma araçlarının çeşitlilik gösterdiği ülkelerde, banka kredilerin borç finansman araçları arasındaki payı giderek azalmaktadır. Türkiye gibi düşük sermaye birikimi olan ülkelerde yatırımlar için kullanılan dış finansman, çoğunlukla sermaye piyasaları yerine para piyasaları yoluyla elde edilmektedir. Türkiye imalat sanayi firmalarının dış finansman olarak bankacılık sektöründen sağladığı fonlar, diğer ülke örneklerine göre hâlâ yüksek paya sahiptir**.**

Grafik 23. Ülkelere göre İmalat Sanayi Sektörü Banka Kredilerinin Toplam Borçlara Oranı, (%)

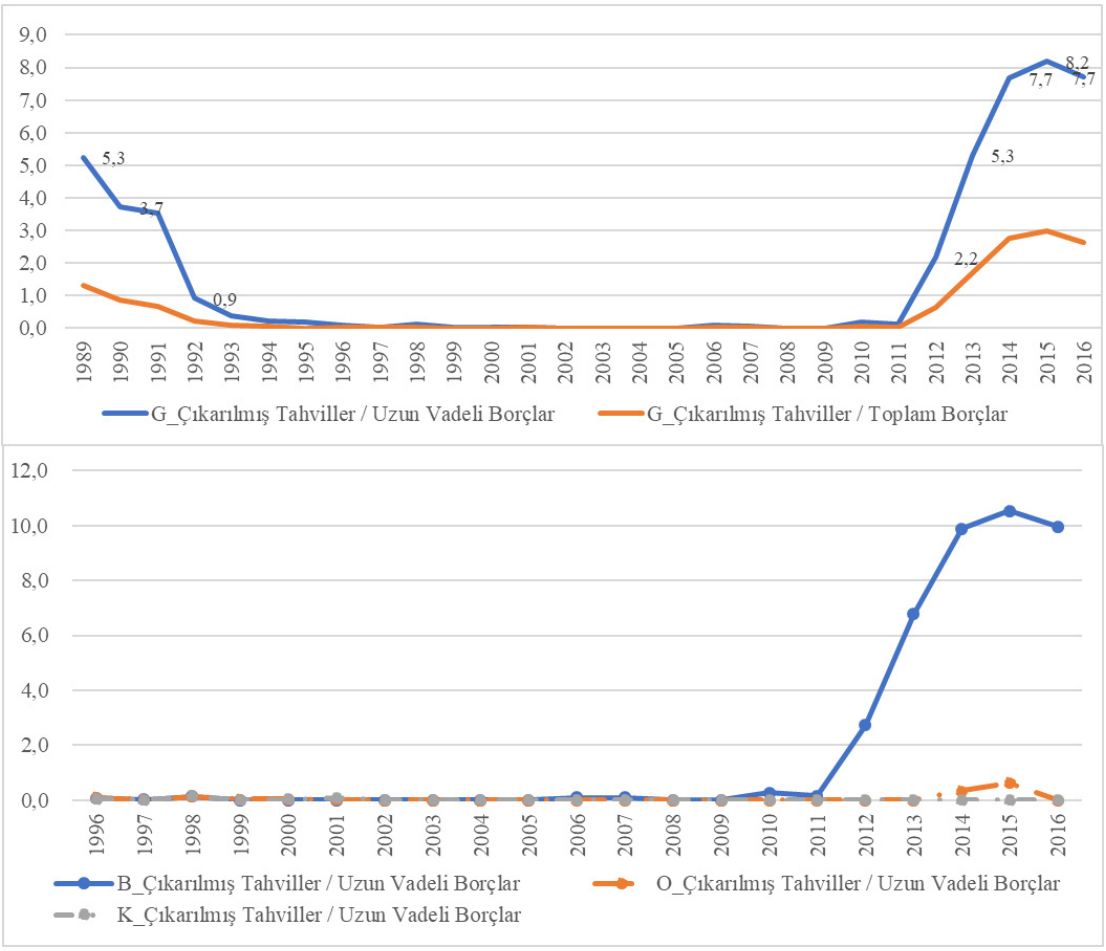


Kaynak: TCMB, Almanya Merkez Bankası, Japonya Maliye Bakanlığı, ABD Ticaret Bakanlığı

5.2.3 İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Piyasası Finansmanı

Firma bonoları ve firma tahvilleri, imalat sanayi firmalarının borçlanma araçları arasında yer almaktadır. 1986'dan itibaren şirketler kesimi tahvil ihraç edebilir olmasına rağmen, uzun bir dönem boyunca tahvil piyasası finansman aracı olarak etkisiz kalmıştır.

Grafik 24. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Tahvil Finansmanı, (%)



Kaynak: TCMB

2010 yılından itibaren gösterge faiz oranlarındaki ve ihraç maliyetlerindeki düşüş ile birlikte, şirket tahvil piyasası önemli bir büyüme göstermiştir (Karaçimen, 2015). 2016 yılında şirketler kesimi için çıkarılmış tahvillerin uzun vadeli yabancı kaynaklara oranı

yüzde 8'e ulaşmıştır.[19] İmalat sanayi sektörü finansman araçları arasında banka kredilerinin payı önemini korumasına rağmen, şirket tahvilleri piyasasının gelişmesi finansal alanda değerlenebilen yeni finansman araçlarının oluşumu anlamında önemlidir.

Şirket tahvilleri finansman aracı etkin olarak kullanımı, Türkiye'deki reel sektörde 2010'lara kadar gerçekleşmemiştir (Aydın vd., 2006). Grafik 24'de görüldüğü gibi, imalat sanayi firmalarında şirket tahvili ihraçlarının tamamına yakını büyük ölçekli imalat sanayi firmaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Küçük ve orta ölçekteki firmalar için şirket tahvilleri finansman yaratmakta etkisiz kalmaktadır.

5.2.4 İmalat Sanayi Firmalarının Anapara, Taksit ve Faiz Borçları

2001 krizi sonrası imalat sanayi firmalarının özkaynaklar payında büyük bir artış gerçekleşmiştir. 2007 yılından itibaren firmaların yabancı kaynak kullanımının giderek artmasıyla, uzun vadeli kredi anapara ve taksit borçlarının toplam borçlara oranı artmıştır.

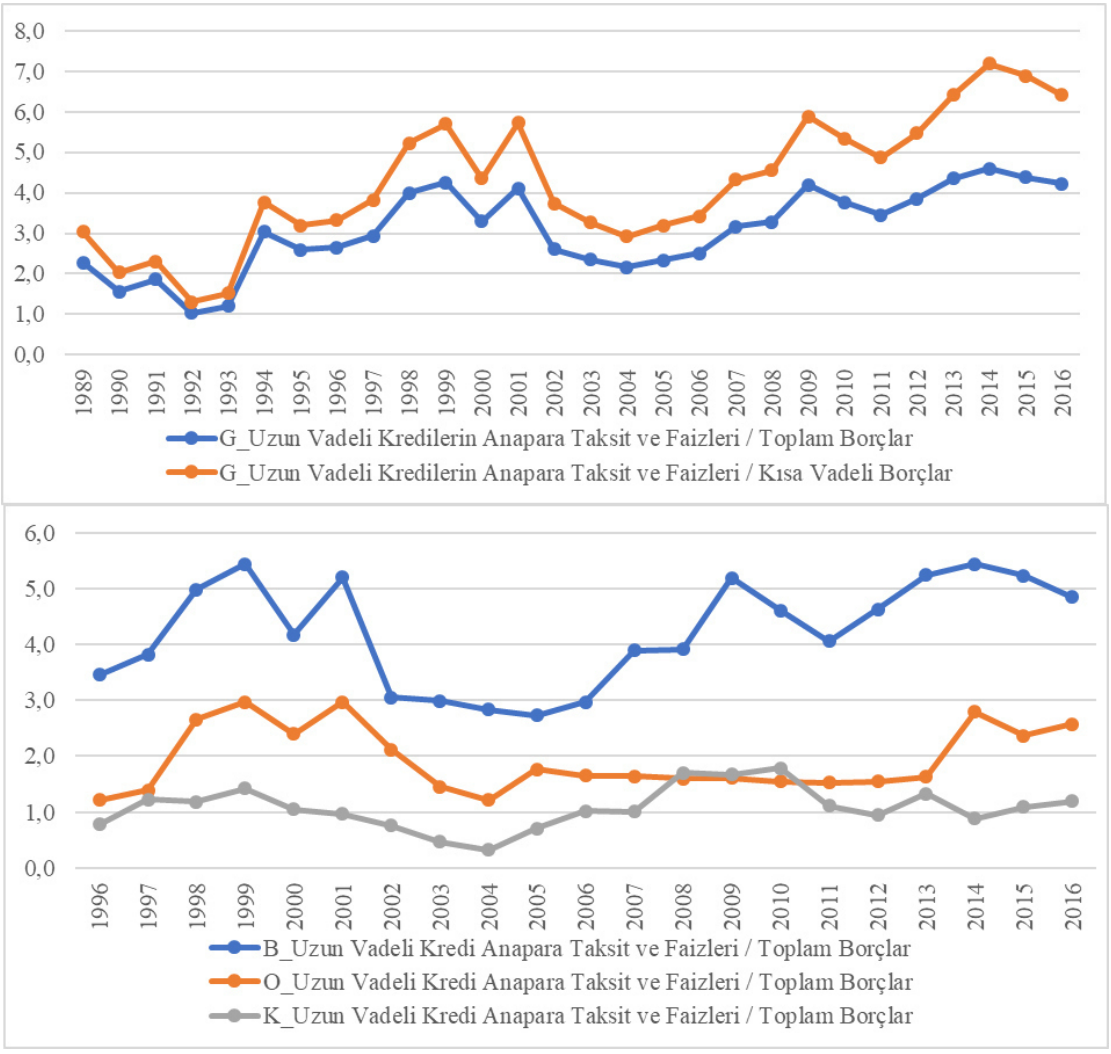
İnceleme yılları boyunca, uzun vadeli kredilerin taksit ve faiz borçlarının toplam borçlara oranı nihai anlamda artış göstermiştir. Küçük ve orta ölçekli firmaların malî kısıtlara sahip olması ve sermaye yapıları dolayısıyla uzun dönemli borçlanma imkânları daha azdır. Ölçeklerine göre imalat sanayi firmaları arasında büyük ölçekli firmalar en yüksek kredi anapara taksit faiz ve kredi borcuna sahip olup, firmaların ölçek seviyesindeki küçülme ile bu oran azalmaktadır.

İmalat sanayi firmalarına ilişkin verilerle gerçekleştirilen hesaplamalarda kredilerin anapara, taksit ve faiz yükümlülüklerinin toplam borçlara oranla giderek artması, reel sektörün borçlanma maliyetinin artması anlamını taşımaktadır. Hein ve Treeck (2010) çalışmasında**,** firmaların iç fonlarla beslenen finansman yapısının borç

[19] Çıkarılmış tahviller hesabı, sektör bilançolarında uzun vadeli yabancı kaynaklar altında mali borçlar hesap grubunda yer almaktadır.

finansmanına dönüşmesiyle birlikte firmaların gerçekleştirmiş olduğu faiz ödemelerindeki artışın, finansallaşmaya ilişkin bir gösterge niteliği taşıdığını belirtmektedir.

Grafik 25. İmalat Sanayi Firmalarının Kredi Anapara Taksit ve Faiz Borçları, (%)



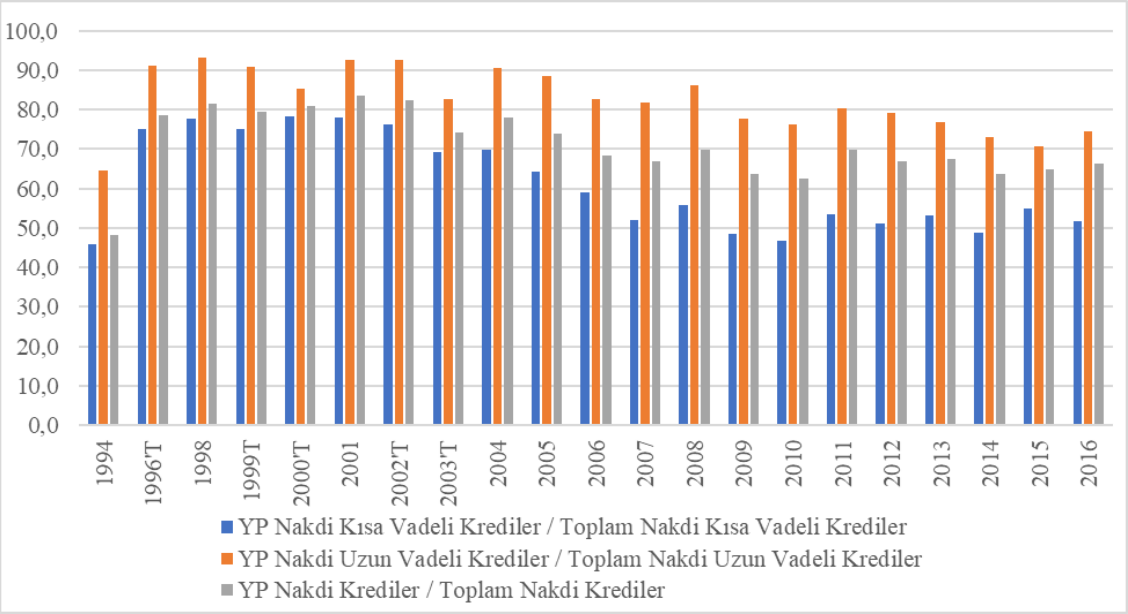
Kaynak: TCMB

5.2.5 İmalat Sanayi Firmalarının Döviz Yükümlülükleri

TCMB'nin imalat sanayi firmaları için yayınlamış olduğu sektör kimliği dosyası verileri ile gerçekleştirilen analizde, inceleme yılları boyunca yabancı para cinsinden borçlarının toplam borçlara oranı yüzde 65'in üzerinde bulunmaktadır.

Benzer şekilde Keysireli vd. (2005) çalışmasında, Türkiye'deki reel sektörün yüksek yabancı para borcundan bahsetmektedir. İSO (2018b) raporunda, 2016 yılı itibariyle reel sektör firmalarının döviz cinsinden kredilerinin toplam mali borçların yüzde 67'sini oluşturduğu ve imalat sanayi firmaları için bu oranın yüzde 66 olduğu belirtilmektedir. Bu durum imalat sanayi firmalarının yabancı para borçlarının toplam borçlarına oranına ilişkin analizleri doğrulayıcı niteliktedir.

Grafik 26. Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Yabancı Para Borçluluğu[20], (%)



Kaynak: TCMB

İmalat sanayi firmalarının varlık ve yükümlülükleri arasındaki makasın giderek açılması ile döviz kurunda gerçekleşen dalgalanmalar, reel sektör firmaları için para birimi uyuşmazlığı riskinin artmasına neden olmaktadır. Döviz kurunda gerçekleşen

[20] Grafik 28'de gerçekleştirilen analiz, bu çalışma kapsamında kullanılan üçer yıllık imalat sanayine ait yayımlanan sektör kimliği verileri ile gerçekleştirilmiştir. Tablo 2'de belirtilen seçili üçer yıllık imalat sanayi sektörü verilerinde 1996, 1999, 2000, 2002, 2003 yıllarına ait sektör kimliği dosyası bulunmaması nedeniyle yabancı para borçluluğuna dair veri bilgisi bulunmamaktadır. Bu nedenle Tablo 2'de belirtilen yıllardaki veriler dışında, TCMB tarafından yayımlanan diğer yıllara ilişkin imalat sanayi üçer yıllık sektör kimliği dosyasındaki yabancı para borçluluğu verisi kullanılmıştır. Belirtilen yılları ilişkin ilgili veriler temsili nitelik taşımakta olup, ilgili yıllar ''T'' ekiyle gösterilmiştir.

dalgalanmalar, özellikle imalat sanayilerinde üzerinde önemli etkide bulunmaktadır (Stockhammer, 2013).

Borç dolarizasyonu firmaları dışsal şoklara, bilançolarındaki para birimi ve vade uyuşmazlıklarına karşı savunmasız bırakmakta ve makroekonomik politikalarının kapsamını daraltmaktadır (Aydın vd., 2006). İmalat sanayi firmalarının döviz ağırlıklı yükümlülük yapısı, döviz kuru risklerine karşı firmaların özkaynak yapısını önemli şekilde etkilemektedir.

5.2.6 İmalat Sanayi Firmalarının Standart Oran Testleri

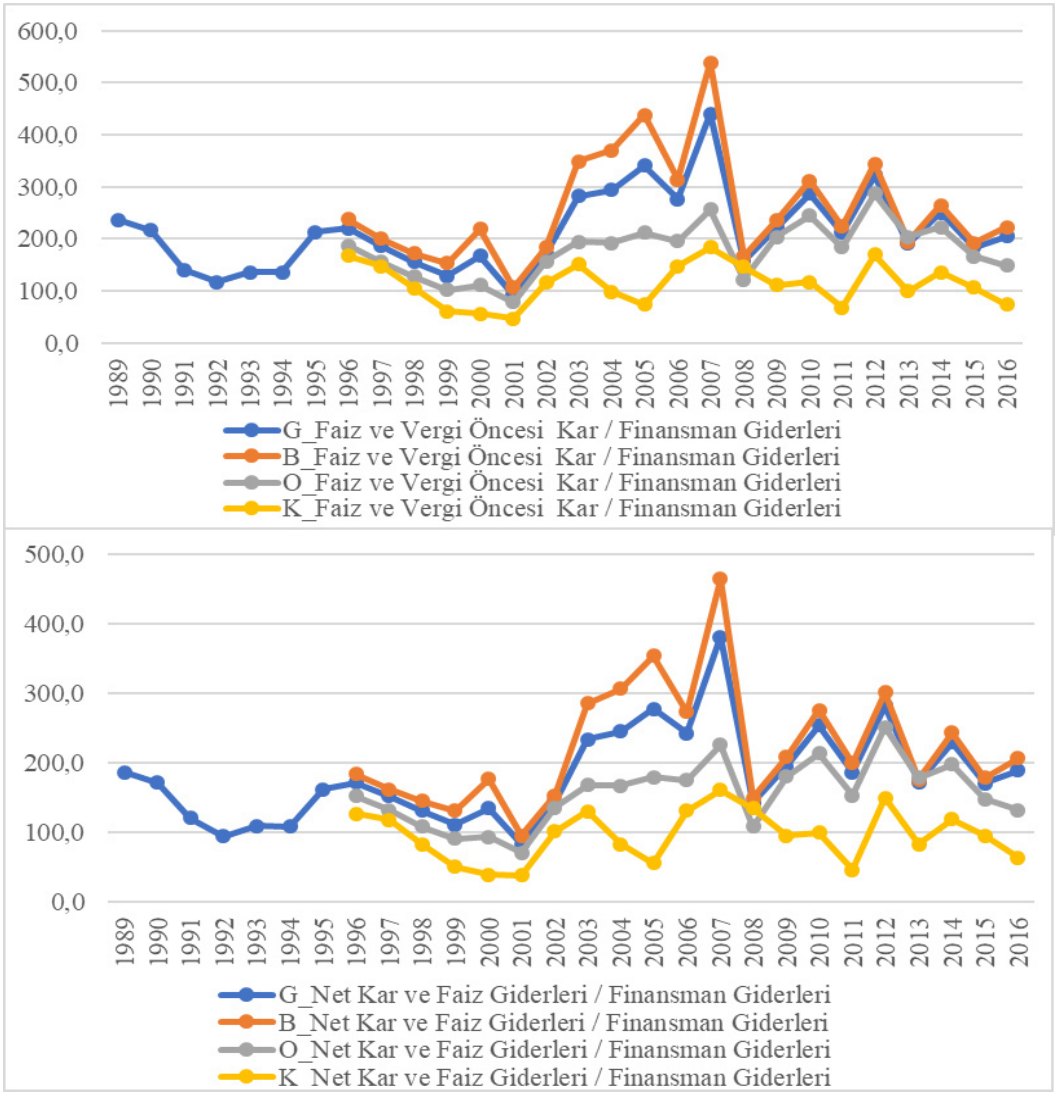
Faiz karşılama oranı, firmaların dönem sonu itibariyle finansman giderlerini karşılamaktaki malî sağlamlığına ilişkin gösterge orandır. Faiz karşılama oranı yüzde 100'den düşük olduğunda, cari dönem geliriyle kısa ve uzun vadeli borçlanma giderlerini kapsayan finansman giderleri karşılanamamaktadır. Bu durum net kârın ya da faiz ve vergi öncesi kârın negatif düzeyde olduğu anlamına gelmektedir. Finansman giderlerini karşılayamayan firmalar varlık satışlarına ya da dış finansmana yönelmektedir.

TCMB'nin kilit oranları arasında bulunan iki faiz karşılama oranına dair gerçekleştirilen analizlerde, 2001 krizi döneminde büyük ölçekli firmaların faiz karşılama oranı düşüş göstermiş olup, kriz sonrası dönemde yüzde 100'ün üzerinde seyretmektedir. Kriz dönemlerinde, imalat sanayi firmalarının faiz karşılama oranlarında büyük düşüşler gözlemlenmektedir. Bu durum kriz ve durgunluk dönemlerinde küçük ve orta ölçekli firmalar için finansman giderlerini karşılamanın zorlaştığı anlamını taşımaktadır. 2008 krizi sonrası dönemde, bütün ölçek seviyelerinde faiz karşılama oranı azalan bir seyir izlemektedir.

Dumenil ve Levy (2004b) çalışmasında finansal olmayan firmaların sermaye birikimi oranlarının, faiz ve temettü ödemeleri sonrası firma kârlılık oranlarıyla yakından

ilişkili olduğunu belirtmektedir. Bu kapsamda 2008 sonrası dönemde, Türkiye imalat sanayi firmalarının azalan faiz karşılama oranı, giderek zayıflayan maddi duran varlık payları ve brüt sabit sermaye oluşum oranlarıyla tutarlılık göstermektedir**.**

Grafik 27. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Faiz Karşılama Oranları[21], (%)



Kaynak: TCMB

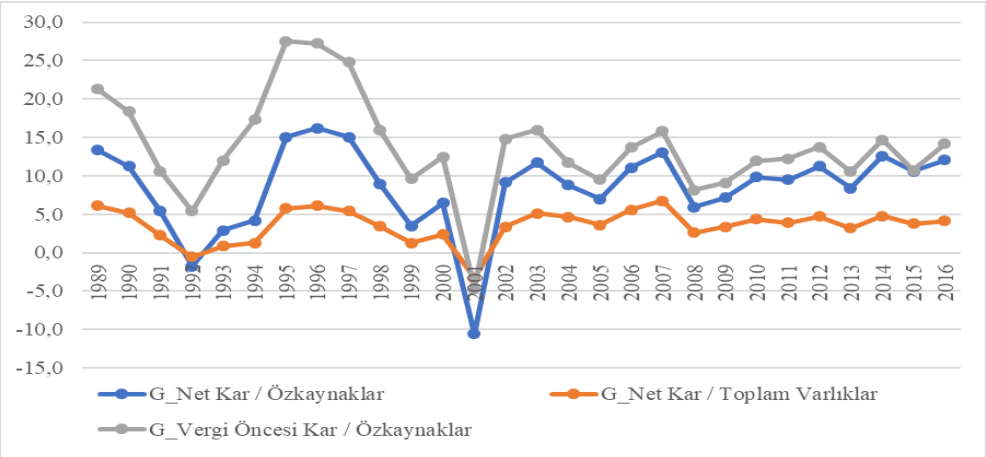
[21] Faiz karşılama oranları; (Finansman giderleri + vergi öncesi kar) / finansman giderleri ve (finansman giderleri + net kar) / finansman giderleri olarak hesaplanmaktadır.

Faiz karşılama oranının hesaplanmasında kullanılan finansman giderleri hesabı[22], kısa ve uzun vadeli borçlanma giderlerinin toplamından oluşmakta ve finansman giderleri kriz dönemlerinde artış göstermektedir. Küçük ve orta ölçekli firmaların sahip olduğu malî kısıtlamalar, yüksek borçluluk seviyesi, zayıf düşük teminat yapısı göz önünde bulundurulduğunda faiz karşılama oranının giderek düşmesi, ölçek seviyelerine göre firmaların sahip olduğu malî kısıtlarla uyumludur.

5.3 İmalat Sanayi Firmalarının Kârlılık Yapısı

Kâr oranları firmaların ölçek seviyelerinin büyümesi ile birlikte artış göstermektedir. Özellikle küçük ölçekli firmalar olmak üzere küçük ve orta ölçekli firmalar, düşük kâr oranlarıyla faaliyet yürütmekte ve kriz dönemlerinde bu firmaların kâr oranları büyük düşüşler göstermektedir. 2001 ile 2008 yılları arasında büyük ölçekli firmaların kâr oranları diğer ölçek seviyesindeki firmalara göre daha fazla artarken, 2008 krizi sonrasında bütün firma ölçeklerindeki kâr oranları birbirine yakınsamıştır.

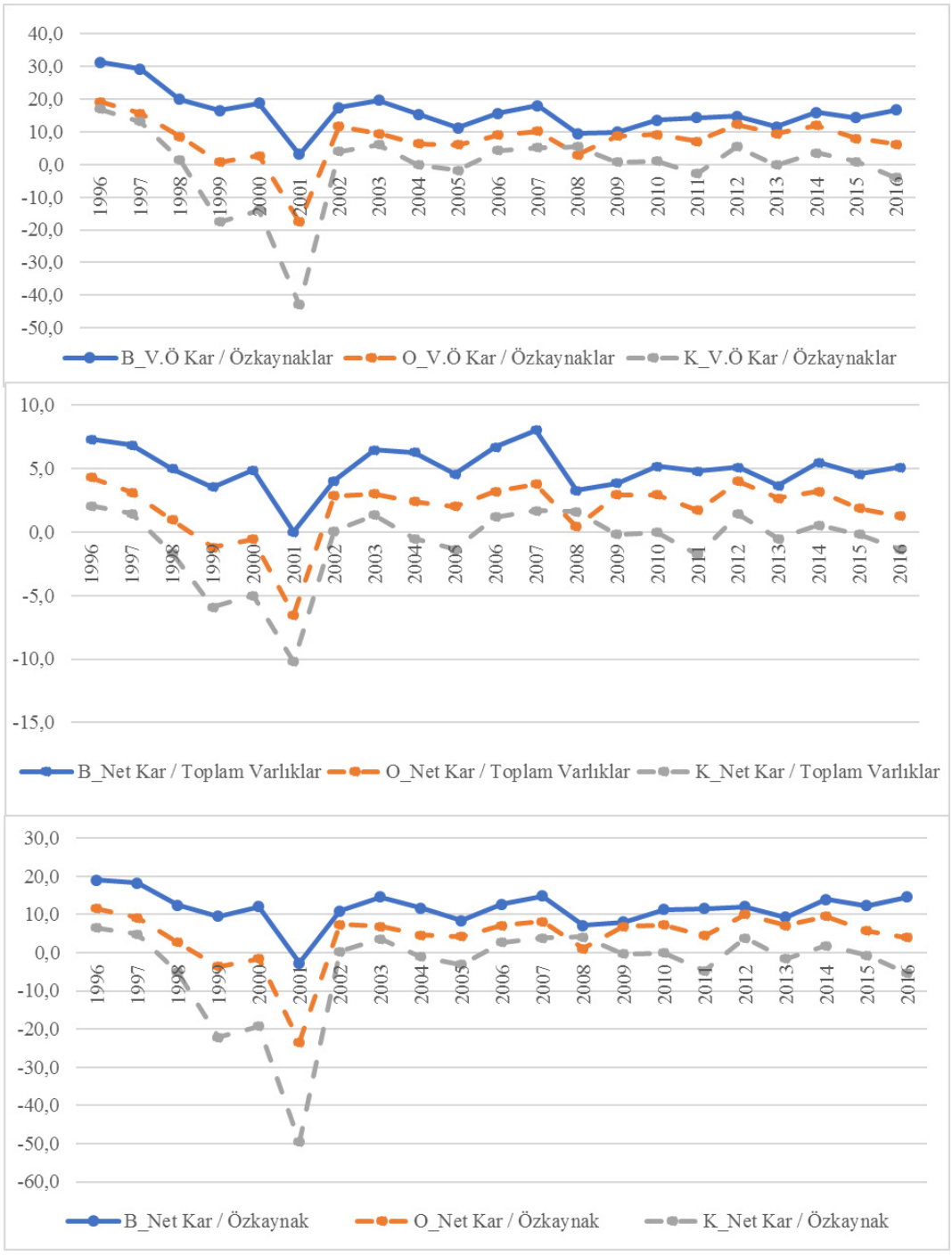
Grafik 28. İmalat Sanayi Firmalarının Kâr Oranları, (%)



Kaynak: TCMB

[22] Finansman giderleri hesabı, firmaların ödediği faiz giderlerini, kur farklarını ve komisyon giderlerini barındırmaktadır.

Grafik 29. Ölçeklerine göre İmalat Sanayi Firmalarının Kâr Oranları, (%)



Kaynak: TCMB

5.4 İmalat Sanayi Firmalarının Gelir Yapısı

5.4.1 İmalat Sanayi Firmalarının Faaliyet Dışı Gelirleri

Türkiye'deki imalat sanayi firmalarının faaliyet dışı gelirlerine ilişkin analizleri içeren birçok çalışma mevcuttur. Özen ve Akkemik (2012) çalışmasında firmaların faiz gelirlerini, iştiraklerden ve bağlı ortaklıklarından elde edilen gelirleri, diğer gelir ve kârları finansal gelir kapsamında değerlendirmektedir. Yazarlar gerçekleştirdikleri analizlerde, borsada işlem gören 41 firmanın finansal gelirlerinin toplam satış gelirlerine, brüt faaliyet kârına ve net faaliyet kârına oranları incelemiştir.

Bu çalışma kapsamında, firmaların sahip olduğu net faaliyet dışı gelirin net satış gelirine[23], faaliyet kârı veya zararına[24] oranı incelenmiştir. İmalat sanayi sektörüne ilişkin faaliyet dışı gelirlerin büyük bir bölümü kambiyo gelirleri ve faiz gelirlerinden oluşmaktadır.

İmalat sanayi firmalarının net faaliyet dışı gelirleri, 2004 yılından itibaren giderek azalmıştır. 2001 yılı öncesinde faaliyet dışı gelirler içerisinde önemli yer tutan faiz gelirleri giderek zayıflamış ve kambiyo gelirlerinin faaliyet dışı gelirler içerisindeki payı artmıştır.

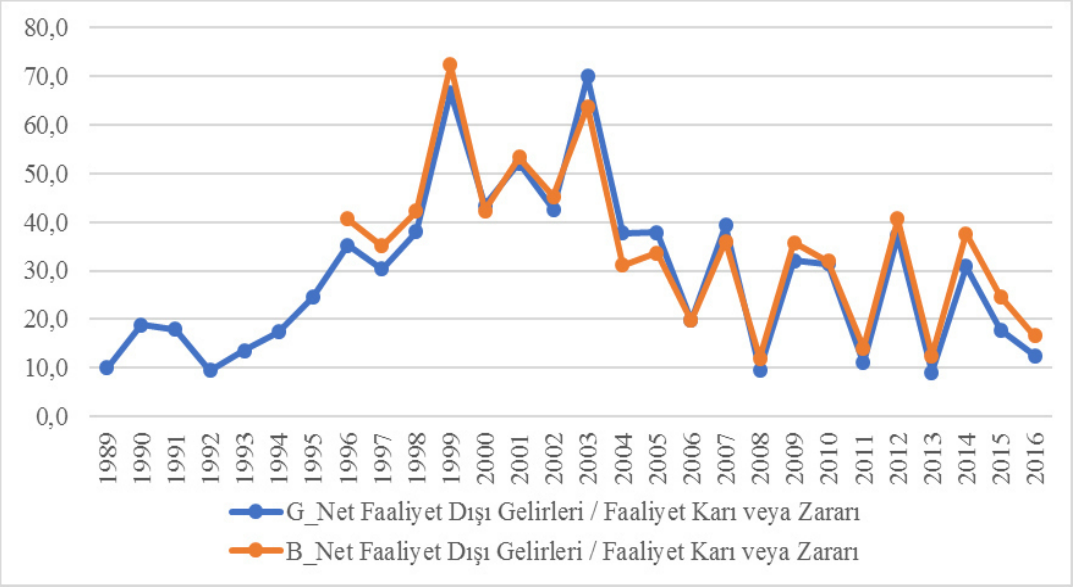
2001 yılı öncesinde faiz gelirleri imalat sanayi firmalarının firma gelirleri içerisinde önemli bir yer tutmakta olup, kriz sonrası dönemde faiz gelirlerinin firma gelirlerine oranı düşüş göstermiştir. Bu durum, 2001 krizi sonrasındaki makroekonomik

[23] Gelir tablosunda yer alan net satış geliri hesabı, brüt satışlardan satış indirimlerinin çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Örnek gelir tablosu Ek Tablo 4'te yer almaktadır.

[24] Gelir tablosunda faaliyet karı veya zararı, net satışlardan satışların maliyetleri ve faaliyet giderlerinin çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Örnek gelir tablosu Ek Tablo 4'te yer almaktadır.

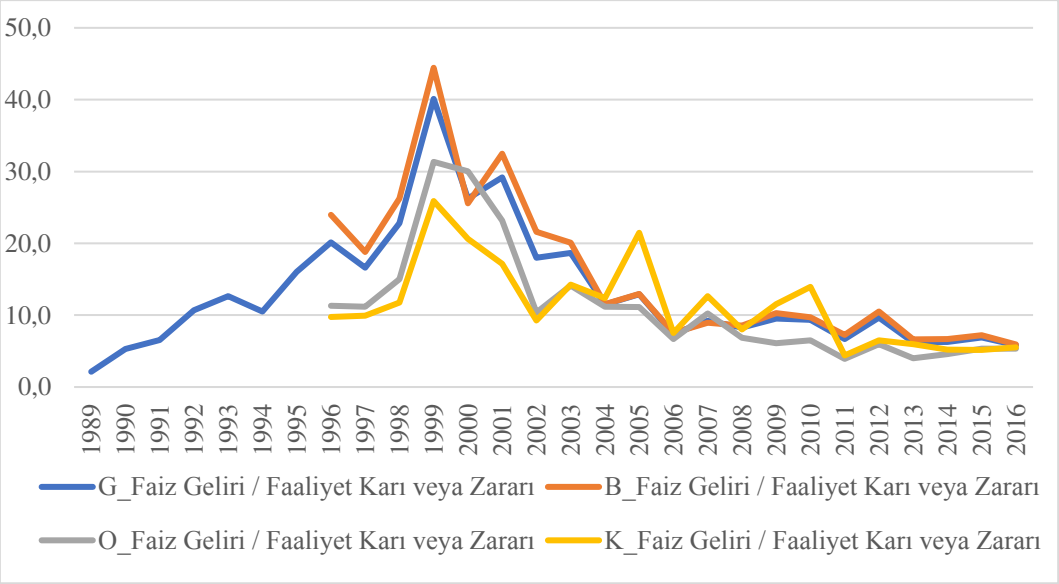
koşullarda gözlemlenen iyileşme ile imalat sanayi firmalarının reel yatırım gelirlerinin başlıca firma gelir kaynağı olmasıyla ilişkilidir (Aydın vd., 2006).

Grafik 30. İmalat Sanayi Firmalarının Net Faaliyet Dışı Gelirleri, (%)



Kaynak: TCMB

Grafik 31. Ölçeklerine Göre İmalat Sanayi Firmalarının Faiz Gelirleri, (%)



Kaynak: TCMB

Lapavitsas ve Powell (2013) finansal olmayan firmaları incelediği çalışmalarında, ölçek seviyesinin büyümesiyle birlikte finansal gelirlerin toplam firma gelirine oranının arttığını ve büyük ölçekli firmaların oransal olarak daha çok finansal gelir elde ettiğini belirtmektedir.

İmalat sanayi firmalarının faaliyet dışı gelirleri, kriz dönemlerinde gerçekleşen faaliyet kârlarındaki düşüşü telafi edici bir niteliktedir. İmalat sanayi firmaları, üretim alanında gerçekleşen daralmalar karşısında faaliyet dışı gelirlerle kâr oranlarının düşüşünü frenlemektedir. Türkiye'de imalat sanayi firmalarının gelir yapısı, makroekonomik belirsizliklerden, finansal varlıklarının getiri oranlarından, faaliyet gelirlerinde ortaya çıkan düşüşlerden etkilenmektedir. İmalat sanayi firmaları ekonomik belirsizlik ve dalgalanmalar karşısında finansal varlık yatırımlarına yönelmektedir.

Firmaların satış gelirlerinde gerçekleşen düşüşler, firmaların birim maliyetlerini arttırmakta ve firmanın geleceğine dair endişeleri arttırmaktadır. Firmaların faaliyet konusu kârlılıklarındaki artış, firma yatırımlarını olumlu yönde etkilemektedir (Tellalbaşı & Kaya, 2013). Tellalbaşı ve Kaya (2013) ve Özen ve Akkemik (2012) çalışmalarında, Türkiye'deki finansal olmayan firmaların finansal yatırım gelirindeki artışın, sabit sermaye yatırım eğilimini düşürerek sermaye birikimini olumsuz etkilediği belirtmektedir.

Demir (2007) çalışmasında finansal gelirler ve üretim kaynaklı gelirlerin sabit sermaye yatırımları üzerinde farklı etkilerde bulunduğunu belirtmektedir. Yazar, reel sektör firmalarının faaliyet konusu olan kârların büyük bir kısmının sabit sermaye yatırımlarının finansmanına aktarılırken, finansal aktivitelerden elde edilen kârların mutlaka öyle olması gerekmediğini belirtmektedir. Yazar çalışmasında, Türkiye'de finansal kârların yeni yatırımların finansmanında kullanılmakta olduğunu, fakat finansal

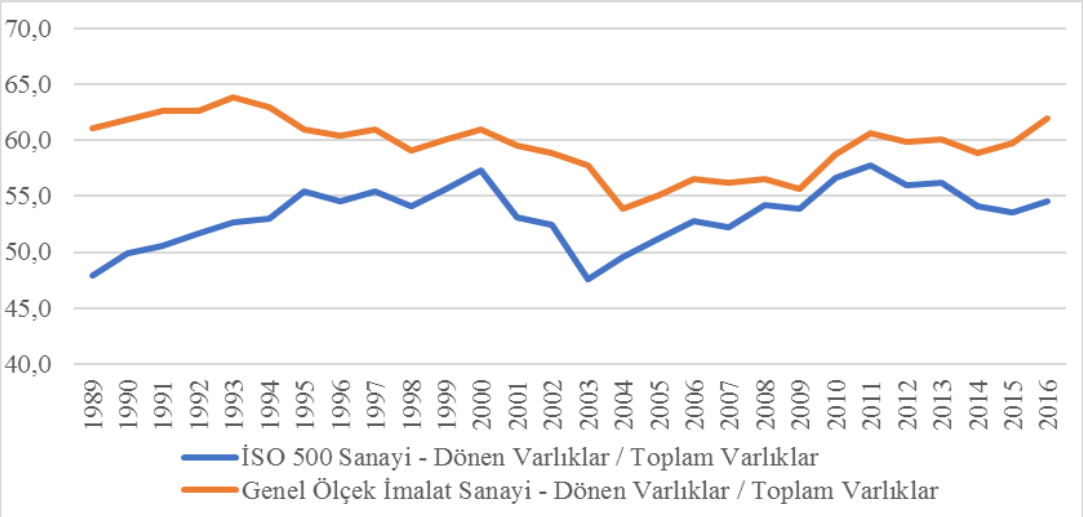
kârların üretim kaynaklı kârlarına göre sabit sermaye yatırımları üzerinde 15 kat daha az ekonomik etki yarattığını belirtmektedir.

6. İSO 500 SANAYİ FİRMALARI VERİ ANALİZLERİ

6.1 İSO 500 Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı

Finansal serbestleşme sonrası dönemde, İSO 500 sanayi firmalarının dönen varlıkların toplam varlıklara oranı imalat sanayi firmalarıyla benzer şekilde seyretmiştir. 2001 krizi sonrasında dönen varlıkların toplam varlıklara oranı düşüş gösterirken, 2004 yılında itibaren dönen varlık payları sürekli bir artış eğilimindedir. Bu durum sanayi firmalarının varlık kompozisyonun giderek likitleşmesi ve firma fonlarının sabit sermaye yatırımlarından uzaklaşması anlamını taşımaktadır. İSO (2018a) raporunda, 2017 yılında İSO 500 firmalarının dönen varlık payının yüzde 58,5'e yükseldiği belirtilmiştir.

Grafik 32. İSO 500 Sanayi Firmalarının ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Varlık Yapısı, (%)

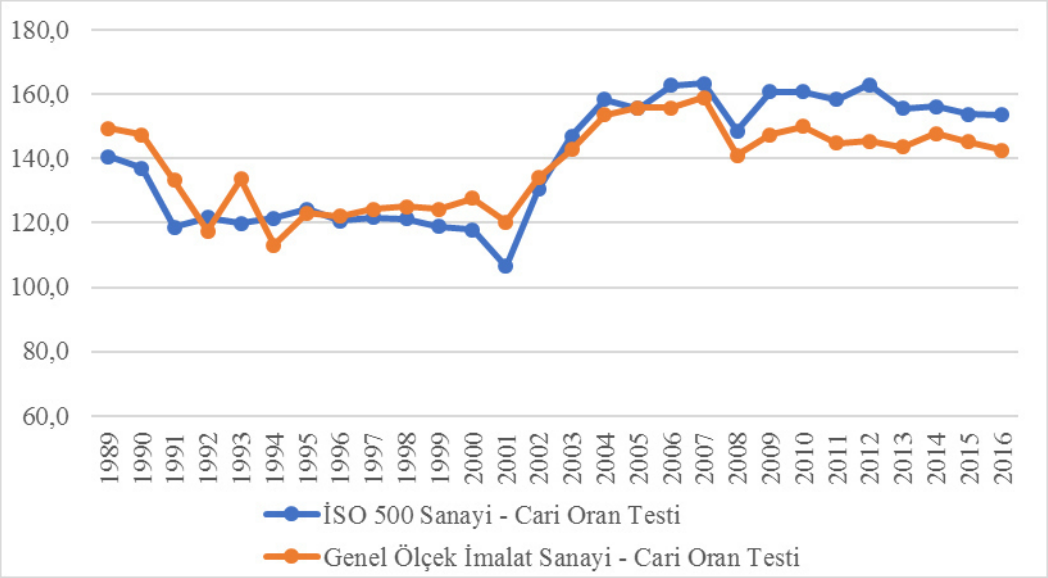


Kaynak: TCMB ve İSO

Cari oranın giderek artması, firmaların kısa vadeli borçlarının ötesinde likit varlık birikimi gerçekleştirdiği anlamını taşımaktadır. Grafik 33'deki analizde, 2000'li yıllardan itibaren İSO 500 firmalarında dönen varlıkların kısa vadeli borçlara oranı sürekli bir artış eğilimi göstermektedir İSO 500'de yer alan sanayi firmaları verisi ile TCMB'nin

yayımladığı imalat sanayi firma verisini karşılaştırdığımızda, firmaların likitleşen varlık yapısının yıllar içerisinde birbirine eş bir görünüm sergilediği görülmektedir.

Grafik 33. İSO 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Cari Oran Testi[25], (%)



Kaynak: İSO ve TCMB

6.2 İSO 500 Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı

2001-2007 yılları arasında firma borçlarının toplam varlıklara oranı azalmış ve özkaynak payları büyük artış göstermiştir. 2009 yılından itibaren reel sektör firmalarının döviz cinsinden borçlanma kısıtlarının azalması ile birlikte firmalar artan şekilde dış finansmana yönelmiştir. 2008 krizi sonrasında, İSO 500 sanayi firmalarının kaldıraç oranlarında artış gerçekleşmiştir.

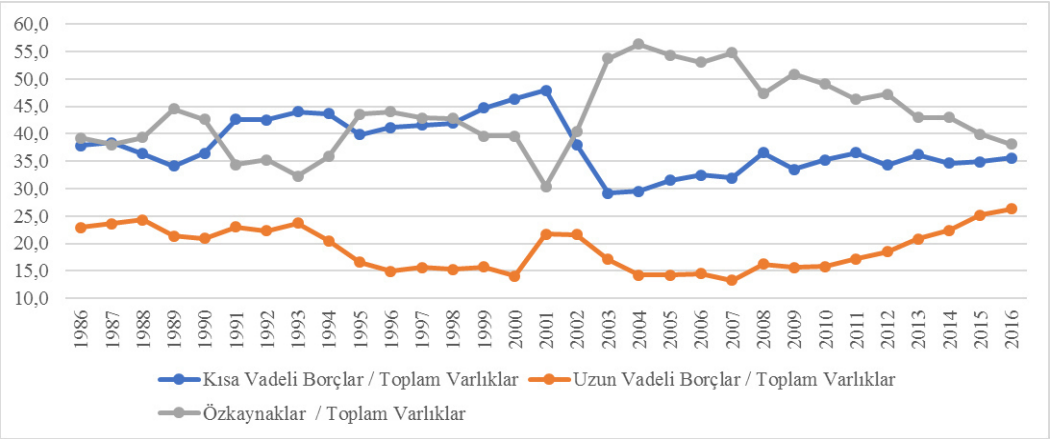
Özel sektör firmalarının karşılaşmış olduğu kredi derecelendirmeleri, yatırım finansmanının firmanın iç kaynaklarınca ya da kısa vadeli borçlanmayla karşılanmasına

[25] Cari oran testi, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

neden olmuştur. 2007 yılında en büyük 500 sanayi firması için kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı yüzde 70 olarak gerçekleşmiştir (Demir, 2009d).

2007 sonrası dönemde, en büyük 500 sanayi firmaları kısa vadeye dayalı dış finansman yapısını sürdürmeye devam etmektedir. 2017 yılı itibariyle en büyük 500 sanayi firmasının kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı yüzde 60 olarak gerçekleşmiştir (İSO, 2018a).

Grafik 34. İSO 500 Sanayi Firmalarının Pasif Yapısı, (%)

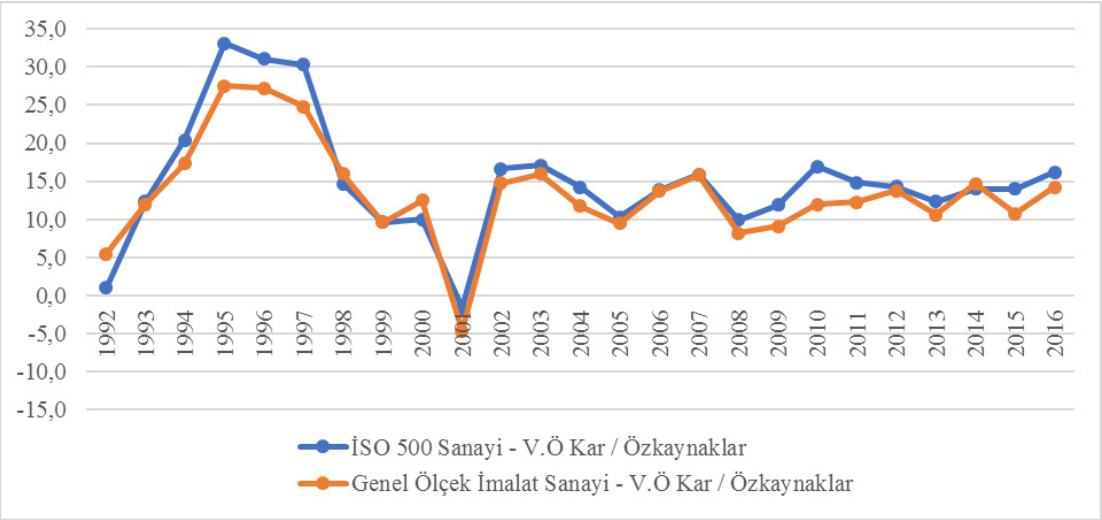


Kaynak: İSO

6.3 İSO 500 Sanayi Firmalarının Kârlılık Yapısı

İSO 500 firmaları ve imalat sanayi firmaları için gerçekleştirilen analizlerde ilgili yıl aralığında birbirine yakınsayan kârlılık oranlarına ulaşılmıştır. Gerçekleştirilen kar oranı analizleri birbirini destekler niteliktedir.

Grafik 35. İS0 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Özkaynak Kârlılığı, (%)

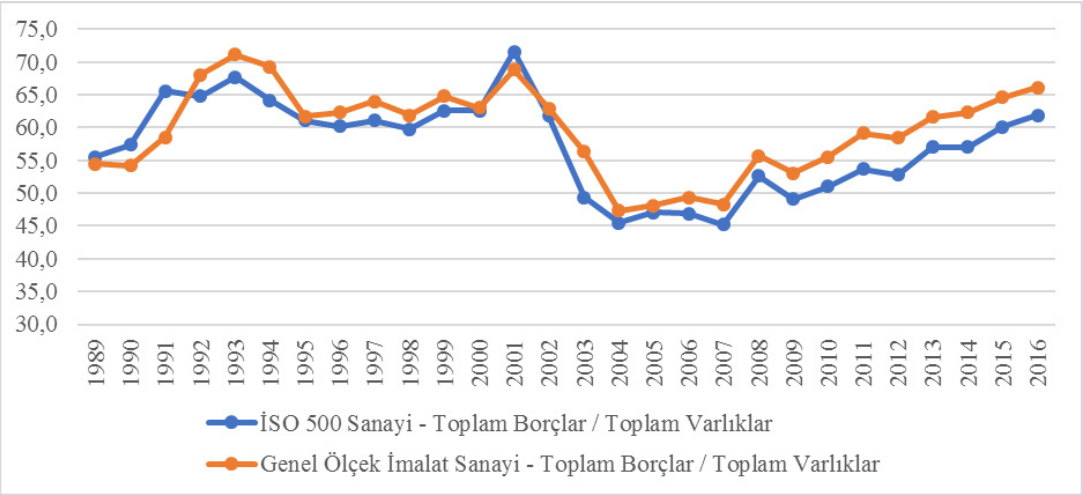


Kaynak: İSO ve TCMB

6.4 İSO 500 Sanayi Firmalarının Borçluluk Yapısı

İSO 500 sanayi firmasına ait veriler ile TCMB'den edinilen imalat sanayi sektörüne ait veriler karşılaştırıldığında, yıllar arasında kaldıraç oranları birbirine eş görünüm göstermektedir. İSO 500 sanayi firmaları için 2016 yılında yüzde 54,7 olan kaldıraç oranı, 2017 yılında yüzde 63'e yükselmiştir (İSO, 2018a).

Grafik 36. İSO 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmalarının Kaldıraç Oranı, (%)

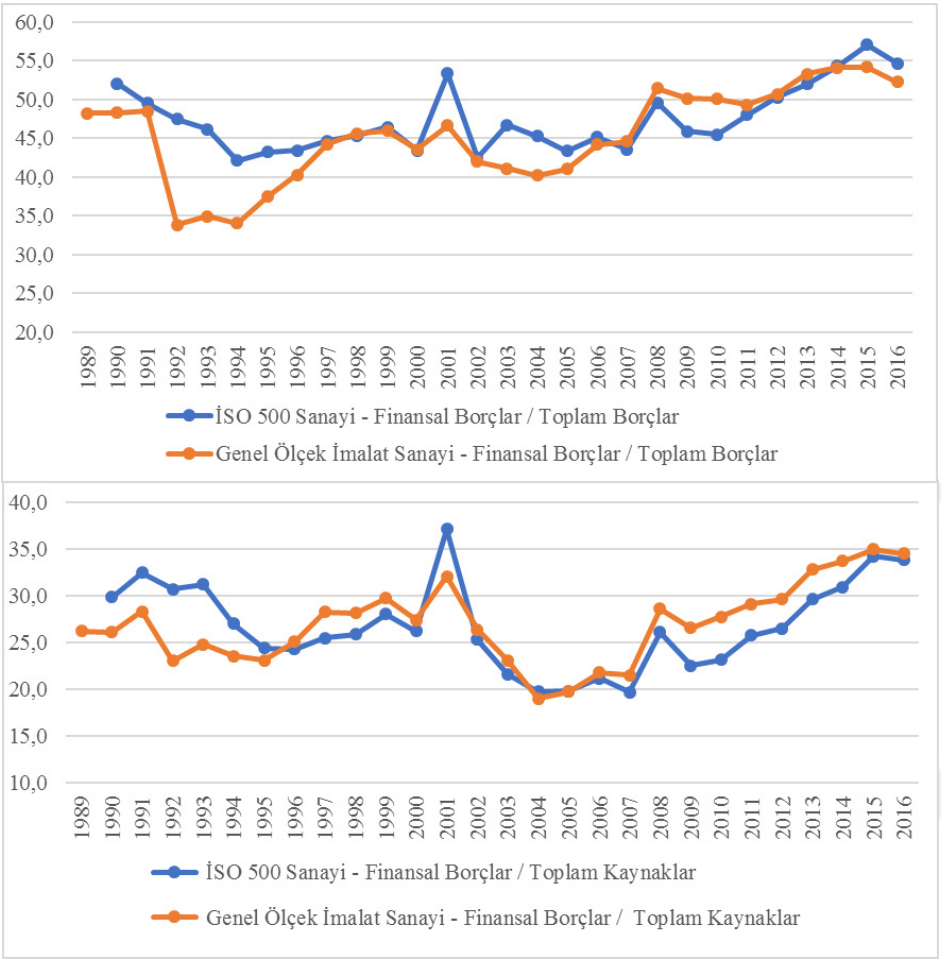


Kaynak: İSO ve TCMB

İmalat sanayi firmalarının dış finansman kullanımının artması ve dış finansmana erişim maliyetinin artması sonucunda, firmaların finansal borçlarında artış gerçekleşmiştir. Finansal borçlar, firma bilançolarında yer alan uzun vadeli ve kısa vadeli malî borçlar hesaplarının toplanmasıyla hesaplanmaktadır. Finansal borçların tanımı kapsamında, banka, para ve sermaye piyasası araçlarıyla ile sağlanan banka kredileri ve finansman bonoları, çıkarılmış tahviller, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri yer almaktadır.[26] 2007 yılı sonrasında kaldıraç oranlarının artmasıyla birlikte, imalat sanayi firmalarının finansal borçlarında artış gerçekleşmiştir.

[26] Finansal borçlar tanımı, 1990 yılı en büyük 500 sanayi firmasına ilişkin yayımlanan İSO (1991) yıllık dergisinden alınmıştır.

Grafik 37. İSO 500 Sanayi Firmaları ve Genel Ölçek İmalat Sanayi Firmaları Finansal Borçların Toplam Borçlara Oranı, (%)



Kaynak: İSO ve TCMB

Bu çalışmanın 5. ve 6. bölümde imalat sanayi firmalarına ve İS0 500'de yer alan sanayi firmalarına ilişkin ortaya konan bulgular birbirini destekler niteliktedir. Finansal serbestleşme sonrası dönemde finansal getiri oranlarının artmasıyla birlikte firma varlıklarının giderek likitleşmesi ve sabit sermaye yatırımlarının giderek azalması söz konusu olmuştur. Bu dönemde finansal serbestleşme ile dış finansmana erişim maliyeti giderek artmıştır. Firmaların zayıflayan faaliyet kârlılıkları karşısında giderek daha fazla dış finansman kullanımına yönelmesi, firmaların kaldıraç oranlarında ve finansal borçlarındaki artışı beraberinde getirmiştir.

SONUÇ

Krizden çıkış yolu olarak ortaya konan finansal serbestleşme politikaları, ülke ekonomileri ve reel sektör üzerinde önemli etkilerde bulunmuştur. Gelişmekte olan ülke ekonomilerde finansal serbestleşme uygulamaları sonucunda ortaya çıkan kur riskleri, makroekonomik belirsizlikler ve bu ülkelere gerçekleşen sermaye akımları ülke ekonomilerinin ve reel sektörün finansallaşmasını mümkün kılmıştır.

Seo vd. (2016) çalışmasında finansallaşmayı, hissedar değeri uyumlaştırması ve finansal serbestleşmenin etkilerinin bir kompozisyonu olarak yorumlamaktadır. Finansallaşma, Anglosakson ülkelerinde ağırlıklı olarak hissedar değeri uyumlaştırması kapsamında gerçekleşirken ve gelişmekte olan ülkelerde ise finansal serbestleşmenin etkileri kapsamında gerçekleşmektedir. Bu çalışma kapsamında, reel sektörün finansallaşması kavramı, finansal serbestleşme uygulamaları sonucunda ortaya çıkan finansal getiri oranlarındaki artış, makroekonomik belirsizlik ve dalgalanmalar kapsamında değerlendirilmiştir. Bu çalışmada, Lapavitsas ve Powell (2013), Powell (2013), Karwowski (2017), Dumenil ve Levy (2004a), Davis (2014), Tori ve Onaran (2015, 2017a, 2017b) çalışmalarında kullandığı oran analizlerine benzer nitelikli analizler gerçekleştirilmiştir.

Finansal serbestleşme uygulamaları sıklıkla, firmaların ve bireysel finansal varlık ve yükümlülük artışını beraberinde getirmektedir. Finansal serbestleşme faiz oranlarını ve varlık fiyatlarını istikrarsızlaştırmakta ve finansal piyasalarda spekülatif yollarla finansal kar arayışlarını arttırmaktadır (Akyüz, 1993). Gelişmekte olan ülkelerde yüksek ekonomik belirsizlik koşulları altında reel sektör firmalarının yatırımları, sabit sermaye yatırımlarından daha fazla getiri oranı sunan likit-tersine çevrilebilen finansal varlıklara yönelmektedir (Demir, 2009b).

Neoliberal dönemde, firmaların uzun döneme ilişkin belirsizliklerin giderek artmasıyla birlikte firmalar kaynaklarını sabit sermaye yatırımlarından ziyade, artan şekilde likit nitelikli finansal varlıklara aktarmışlardır. Bu dönemde, reel sektör firmalarının kârlarının sabit sermaye yatırımlarına aktarma oranı nihai anlamda düşüş göstermiş olup, firmalar artan şekilde değişken kârlılık imkânları sunan finansal faaliyetlere yönelmişlerdir. Reel sektör firmalarının finansal varlık paylarında gerçekleşen artış, sabit sermaye yatırımları üzerinde dışlayıcı nitelikte taşımaktadır. Finansal serbestleşme sonrası dönemde, gelişmekte olan ülkelerdeki düşük sabit sermaye oluşum oranı, büyük bir problem olarak varlığını devam ettirmektedir.

Reel sektör firmalarının finansal varlık birikimleri, finansal serbestleşme sonrası ortaya çıkan makroekonomik belirsizliklerin ve artan finansal getiri oranlarının etkileşimi sonucunda gerçekleşmiştir. Türkiye imalat sanayisi zayıflayan sabit sermaye yatırımları karşısında giderek artan finansal varlık birikimleri gerçekleştirmiştir. İlgili dönemde, Türkiye imalat sanayi firmalarının finansal varlıkları kısa vadeli borçlarına oranla hızla artış göstermiştir.

1990'lı yıllarda ve 2000'lerin başında imalat sanayi firmalarının sahip olduğu yüksek faaliyet dışı gelirler, sonraki dönemde giderek azalmasına rağmen, firma bilançolarında finansal varlık payları artmaya devam etmektedir. Genel ölçek imalat sanayi firmalarının finansal varlıklarının toplam varlıklara oranı 1989 yılında 7,5 iken, 2016 yılında 12,2'ye yükselmiştir. İmalat sanayi firmalarının sahip olduğu yüksek finansal varlık payları, reel sektör firmalarının finansallaşmasına ilişkin gösterge niteliği taşımaktadır. Akkemik ve Özen (2014) çalışmasında, firma ölçeğinin önemli bir faktör olduğunu belirtmiş olup, büyük ölçekli firmaların daha geniş kaynaklara sahip olması nedeniyle daha fazla finansallaşma eğilimi taşıdığını belirtmektedir.

Neoliberal dönemde ortaya çıkan diğer bir dönüşüm ise, reel sektör firmalarının finansman yapısında gerçekleşmiştir. Finansal serbestleşme sonrası dönemde, Türkiye imalat sanayi firmalarının sermaye akımlarından etkilenen borçluluk yapısı, yabancı para cinsinden ve artan şekilde kısa vadeye dayalı olarak gerçekleşmiş olup, döviz kurunun döviz kurunun yükselmesiyle birlikte firma kaldıraç oranları giderek artmıştır. Firma borçluluğunda gerçekleşen bu artışlar, firmaların net değerini azaltmakta ve dış finansmana erişim maliyetini arttırmaktadır. 2007 yılı sonrası firma özkaynaklar payında gerçekleşen düşüşe, imalat sanayi firmalarının finansal borçlarındaki artış eşlik etmiştir. Bu kapsamda, imalat sanayi firmalarının finansal borçlarının toplam borçlarına oranı 2007 yılında yüzde 44 iken, 2016 yılında 52'ye yükselmiştir.

Bu dönemde, Türkiye'de finansal kesim dışındaki firmalarının döviz varlık ve yükümlülükleri arasındaki farkın giderek açılmıştır. İmalat sanayi firmalarının yüksek yabancı para borçluluğu, firmaların borç ödeme kapasitelerini etkilemekte ve imalat sanayi firmalarını döviz kuru risklerine ve finansal piyasalardaki dalgalanmalara karşı kırılganlaştırmıştır. Firma borçluluğunun kısa vadeli yapısı, üretim ve yatırım faaliyetini kısa döneme ve onun göstergelerine indirgeyen bir konuma sürüklemektedir.

Türkiye imalat sanayi örneğinde incelenen reel sektörün neoliberal dönemde giderek daha fazla finansallaşması, firmaların yatırım tercihlerinin giderek finansal piyasalardaki gelişmeler ekseninde değişmesine, ekonominin yapısal olarak istikrarsızlaşmasına neden olmaktadır. Finansal piyasaların istikrarsız yapısına eklemlenmiş reel sektör üretim yapısı, üretim alanlarında gerçekleşecek krizleri kaçınılmaz kılmaktadır.

KAYNAKÇA

Aalbers, M. B. (2019). Financialization. D. Richardson, N. Castree, M. Goodchild, A. Kobayashi, & R. Marston (Dü) içinde, *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology.* Oxford: Wiley.

Akkemik, K. A., & Özen, Ş. (2014). Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-Financial Firms: Case Study of Turkey. *Socio-Economic Review*, 71-98.

Akyüz, Y. (1993). Financial Liberalization: The Key Issues. *United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers.* Geneva.

Akyüz, Y. (2012). The Boom in Capital Flows to Developing Countries: Will It Go Bust Again?*. *Ekonomi*, 63-96.

Alvarez, I. (2015). Financialization, Non-financial Corporations and Income Inequality: the Case of France. *Socio-Economic Review*, 449–475.

Arın, T. (1999). Financial Markets and Globalization in Turkey. *Topics in Middle Eastern and North African Economies, 1*.

Arrighi, G. (1994). *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times.* London: Verso.

Ashman, S., Fine, B., & Newman, S. (2011). The Crisis in South Africa: The Neoliberalism, Financialization and Uneven and Combined Development. *Socialist Register, 47*.

Ayan, Ö. (2013). Anonim Şirketlerin Genel Kurur Kararları ile Kendi Paylarını İktisat Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379). *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 185-228.

Aydın, H. İ., Kaplan, C., Keysireli, M., Özmen, E., Yalçın, C., & Yiğit, S. (2006). *Corporate Sector Financial Structure in Turkey : A Descriptive Analysis.* CBRT Research and Monetary Policy Department Working Paper: 06/07.

Baran, P., & Sweezy, P. A. (1970). *Tekelci Kapitalizm.* Ankara: Doğan yayınevi.

Boratav, K., & Yeldan, E. (2006). Turkey, 1980–2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)Stability, and Patterns of Distribution. L. Taylor içinde, *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil.* Oxford University Press.

Boratav, K., Yeldan, E. A., & Köse, A. H. (1999). *Globalization, Distribution and Social Policy: Turkey, 1980-198.* New York: New School University Center for Economic Policy Analysis.

BSB. (2007). *IMF Gözetiminde On Uzun Yıl, 1998-2008: Farklı Hükümetler, Tek Siyaset.* İstanbul: Yordam Kitap.

BSB. (2008). *2008 Kavşağında Türkiye - Siyaset, İktisat ve Toplum* . Yordam Kitap.

BSB. (2009). *Türkiye'de ve Dünyada Ekonomik Bunalım, 2008-2009.* İstanbul: Yordam Kitap.

Cordonnier, L., & Van de Velde, F. (2015). The Demands of Finance and the Glass Ceiling of Profit without Investment. *Cambridge Journal of Economics, 39*, 871–885.

Crotty, J. (1992). Neoclassical and Keynesian Approaches to the Theory of Investment. *Journal of Post Keynesian Economics, 14*(4), 483-496.

Crotty, J. (2002). The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. *Seoul Journal of Economics, 15*(21).

Dallery, T. (2009). Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization. *Review of Radical Political Economics, 41*(4), 492-515.

Davis, L. E. (2014). *The Financialization of the Nonfinancial Corporation in the Post 1970 U.S Economy.* Doctoral Thesis, University of Massachusetts Amherst.

Davis, L. E. (2016). Identifying the "Financialization" of the Nonfinancial Corporation in the U.S Economy: A Decomposition of Firm-level Balance Sheets. *Journal of Post Keynesian Economics*, 115-141.

Davis, L. E. (2018). Financialization, Shareholder Orientation and the Cash Holdings of US Corporations. *Review of Political Economy*, 1-27.

Davis, P. E., & Stone, M. R. (2004). *Corporate Financial Structure and Financial Stability.* International Monetary Fund.

Demir, F. (2006). Volatility of Short Term Capital Flows, Financial Anarchy and Private Investment in Emerging Markets. *MPRA Paper No. 3080*.

Demir, F. (2007). The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries. *Review of Radical Political Economics, 39*(3), 351-359.

Demir, F. (2009a). Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in Argentina, Mexico and Turkey. *Applied Economics Letters*, 567-571.

Demir, F. (2009b). Financialization and Manufacturing Firm Profitability under Uncertainty and Macroeconomic Volatility: Evidence from an Emerging Market. *Review of Development Economics*, 592-609.

Demir, F. (2009c). Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited. *World Development*, 953-964.

Demir, F. (2009d). Turkish Post-Crisis Development Experience from a Comparative Perspective: Structural Break or Business as Usual? Z. Öniş, & F. Şenses (Dü) içinde, *Turkish Economy in the Post-Crisis Era: The New Phase of Neo-Liberal Restructuring and Integration to the Global Economy.*

Demir, F. (2009e). Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics, 88*, 314-324.

Demir, F., & Çağlayan, M. (2014). Firm Productivity, Exchange Rate Movements, Sources of Finance and Export Orientation. *World Development, 54*, 204-219.

Devey, D. T., Lin, K. H., & Meyers, N. (2015). Did financialization reduce economic growth? *Socio-Economic Review, 13*(3), 525–548.

Dönmez Atbaşı, F. (2009). Kriz, Kapitalizm ve Keynes. *Toplum ve Demokrasi*, 67-74.

Dönmez Atbaşı, F. (2011). Currency Substitution As a Built-in De-stabilizer. *Ekonomik Yaklaşım, 22*(80), 1-17.

Duménil, G., & Lévy, D. (2001). Costs and Benefits of Neoliberalism. A Class Analysis (Coûts et avantages du néolibéralisme.Une analyse de classe). *Review of International Political Economy, 8*(4), 578-607.

Dumenil, G., & Levy, D. (2004a). The Real and Financial Components of Profitability (United States, 1952–2000). *Review of Radical Political Economics, 36*(1), 82-110.

Dumenil, G., & Levy, D. (2004b). *Capital Resurgent Roots of Neoliberal Revolution.* Londra: Harvad University Press.

Durand, C., & Gueuder, M. (2016). The Investment-Profit nexus in an Era of Financialisation and Globalisation. A Profit-centred Perspective. *Post Keynesian Economics Study Group, 1614*.

Dünhaupt, P. (2010). Financialization and the Rentier Income Share Evidence from the USA and Germany. *IMK Working Paper*(2).

ECB. (2015). *Statistics Paper Series The Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH) database.* European Central Bank.

Epstein, G. (2005). *Financialization and the World Econmy.* Northampton, USA: Edward Elgar.

Ergüneş, N. (2009). 2001 Krizinden Bugüne Reel Sektörün Değişen Finansmanı Ve Değişimin Dinamikleri. *EconAnadolu 2009: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi.*

FESSUD. (2014). *Financialisation and the Financial and Economic Crises: The Case of Turkey.*

Fiebiger, B. (2016). Rethinking the Financialisation of Non-Financial Corporations: A Reappraisal of US Empirical Data. *Review of Political Economy, 28*(3), 354-379.

Fine, B. (2013). Financialization from a Marxist Perspective. *International, 42*(4), 47-66.

Foster, J. B. (2011). Birikimin Finansallaşması. J. B. Foster, & H. Tanıttıran (Dü.) içinde, *Tekelci Finans Sermayesi* (s. 27-46). Kalkedon Yayınları.

Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2000). Shareholder value and Financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, 80-110.

Gezici, A., Orhangazi, Ö., & Yalçın, C. (2018). Determinants of Investment in Turkey: A Firm- Level Investigation. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-12.

Goldstein, J. P. (2008). Heterodox Macroeconomics: Crotty's Integration of Keynes and Marx. *Review of Radical Political Economics, 40*, 300-307.

Grabel, I. (2003). Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies. *Cambridge Journal of Economics, 27*, 317–336.

Hein, E. (2012). "Financialization," Distribution, Capital Accumulation, and Productivity Growth in a Post-Kaleckian Model. *Journal of Post Keynesian Economics, 34*(3), 475-496.

Hein, E. (2015). Finance-dominated Capitalism and Re-distribution of Income: A Kaleckian Perspective. *Cambridge Journal of Economics, 39*, 907–934.

Hein, E., & Treeck, T. V. (2010). Financialisation and Rising Shareholder Power in Kaleckian/Post-Kaleckian Models of Distribution and Growth. *Review of Political Economy, 22*(2), 205-233.

IMF. (2015). *Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies and Policy Changes Risk Rotating to Emerging Markets Chapter 3.*

İstanbul Sanayi Odası. (1990). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1991). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1992). *Türkiyenin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1993). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1994). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1995). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1996). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1997). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1998). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (1999). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2000). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2001). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2002). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2003). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2004). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2005). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2006). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2007). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2008). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2009). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2010). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2011). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2012). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2013). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2014). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2015). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2016). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2017). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu .*

İstanbul Sanayi Odası. (2018a). *Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu.*

İstanbul Sanayi Odası. (2018b). *1000 Büyük Sanayi Kuruluşunun Kur Farkı Analizi.* İstanbul: İstanbul Sanayi Odası.

Kaplan, C., Özmen, E., & Yalçın, C. (2006). *The Determinants and Implications of Financial Asset Holdings of Non-Financial Firms in Turkey: A Emprical Investigation.* The Central Bank of the Republic of Turkey, Research and Monetary Policy Department, Ankara.

Karaçimen, E. (2015). *Türkiye'de Finansallaşma: Borç Kıskacında Emek.* Sosyal Araştırma Vakfı Yayınları.

Karwowski, E. (2015). The Finance–Mining Nexus in South Africa: How Mining Companies Use the South African Equity Market to Speculate. *Journal of Southern African*, 9-28.

Karwowski, E. (2017). Corporate Financialisation in South Africa: From Investment Strike to Housing Bubble. *Post Keynesian Economics Study Group*, Working Paper 1708.

Karwowski, E., & Stockhammer, E. (2016). Financialisation in Emerging Economies: A Systematic Overview and Comparison with Anglo-Saxon Economies. *Post Keynesian Economics Study Group, Working Paper 1616*.

Karwowski, E., Shabani, M., & Stockhammer, E. (2016). Financialisation: Dimensions and Determinants. A Cross-country Study Group. *Post Keynesian Economics Study Group, Working Paper 1619*.

Kazgan, G. (2013). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2009): "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme.* İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Keysireli, M., Özmen, E., & Yiğit, S. (2005). *Corporate Sector Debt Composition and Exchange Rate Balance Sheet Effect in Turkey.* The Central Bank of the Republic of Turkey, Research and Monetary Policy Department, Ankara.

Kotz, D. M. (2010). Financialization and Neoliberalism. G. Teeple, & S. G. McBride içinde, *Relations of Global Power: Neoliberal Order and Disorder,*. Toronto: University of Toronto Press.

Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 173-208.

Lapavitsas, C. (2013). The Financialization of Capitalism: 'Profiting without Producing'. *City, 17*(6), 792-805.

Lapavitsas, C., & Powell, J. (2013). Financialisation Varied: A Comparative Analysis of Advanced Economies. *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, 359–379.

Lavoie, M. (2012). Financialization, Neo-liberalism and Securitization. *Journal of Post Keynesian Economics, 35*(2), 215-233.

Lazonick, W. (2010, Eylül). The Fragility of the US Economy: The Financialized Corporation and the Disappearing Middle Class.

Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society, 29*(1), 13-35.

Lin, K.-H., & Devey, D. T. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology, 118*(5), 1284-1329.

Mandacı, P. E., & Gümüş, G. K. (2010). Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. *South East European Journal of Economics and Business, 5*(1), 57-66.

Marazzi, C. (2012). Finansal Kapitalizmin Şiddeti. A. Fumagalli, & S. Mezzadra içinde, *Küresel Ekonomide Kriz: Finansal Piyasalar, Toplumsal Mücadeleler ve Yeni Politik Senaryolar* (s. 21-60). İstanbul: Otonom Yayıncılık.

Milberg, W., & Winkler, D. (2010). Financialisation and the Dynamics of Offshoring in the USA. *Cambridge Journal of Economics, 34*, 275–293.

Ndikumana, L. (1999). Debt Service, Financing Constraints, and Fixed Investment: Evidence from Panel Data. *Journal of Post Keynesian Economics, 21*(3), 455-478.

Onaran, Ö. (2007). Capital Flows, Turbulences, and Distribution: The Case of Turkey. *Intervention Journal of Economics*, 353 – 374.

Onaran, Ö., Stockhammer, E., & Grafl, L. (2011). Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA. *Cambridge Journal of Economics*, 637-661.

Orhangazi, Ö. (2007). Financialization and Capital Accumulation in te Non-Financial Corporate Sector: A theoretical and Emprical Investigation of the U.S Economy: 1973-2003. *Political Economy Research Institute, Working Paper No:149*.

Orhangazi, Ö. (2008). *Financialization and the US Economy.* Northampton, MA,, USA: Edward Elgar.

Orhangazi, Ö. (2011). “Financial" vs "Real" An Overview of the Contradictory Role of Finance. *Political Economy Research Institute, 274*.

Orhangazi, Ö., & Özgür, G. (2015). Capital Flows, Finance-Led Growth and Fragility In the Age of Global Liquidity and Quantitative Easing: The case of Turkey. *Political Economy Research Insitute, 397*.

Özen, Ş., & Akkemik, A. K. (2012). Does Illegitimate Corporate Behaviour Follow the Forms of Polity? The Turkish Experience. *Journal of Management Studies, 49*(3).

Özmen, E., Şahinöz, S., & Yalçın, C. (2012). *Profitability, Saving and Investment of Non-Financial Firms in Turkey.* The Central Bank of the Republic of Turkey , Research and Monetary Policy Department, Ankara.

Palley, T. I. (2007). Financialization: What it is and Why it Matters. *Political Economy Research Institute, 153*.

Powell, J. (2013). Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and Its Nonfinancial Corporations. Londra. 08 2019 tarihinde http://eprints.soas.ac.uk/17844 adresinden alındı

Rabinovich, J. (2017). The financialisation of the nonfinancial corporation. A critique to the financial rentieralization hypothesis. *CEPN, 22*.

Saraç, M. (2002). “An Empirical Analysis of Corporate Ownership Structure in Turkish Manufacturing Sector” Recent Trends in Corporate Ownership Structure, The Impacts of Crises on Corporate Ownership and The Relationship Between

Ownership and Firm Performance. *6th European Business History Association Annual Congress in Helsinki.*

Seo, H. J., Kim, H. S., & Kim, J. (2016). Does Shareholder Value Orientation or Financial Market Liberalization Slow Down Korean Real Investment? *Review of Radical Political Economics*, 633–660.

Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 719–741.

Stockhammer, E. (2007). Some Stylized Facts on the Finance Dominated Accumulation Regime. *Political Economy Research Institute, Working Paper No: 142*.

Stockhammer, E. (2010). Financialization and the Global Economy. *Political Economy Research Institute, 240*.

Stockhammer, E. (2013). Financialization, Income Distribution and The Crisis. S. Fadda, & P. Tridico içinde, *Financial Crisis, Labour Markets and Institutions.*

Tellalbaşı, I., & Kaya, F. (2013). Financialization of Turkey Industry Sector. *International Journal of Financial Research, 4*(3).

Tori, D., & Onaran, O. (2017a). The Effects of Financialisation and Financial Development on Investment: Evidence from Firm-level Data in Europe. *Greenwich Political Economy Research Centre (GPERC)*.

Tori, D., & Onaran, Ö. (2015). The Effects of Financialization on Investment: Evidence from Firm Level Data for the UK. *Greenwich Papers in Political Economy*.

Tori, D., & Onaran, Ö. (2017b). Financialisation and Physical Investment: A Global Race to the Bottom in Accumulation? *Post Keynesian Economics Study Group, 1707*.

Treeck, T. V. (2008). Reconsidering The Investment–Profit Nexus in Finance-led Economies: an ARDL-Based Approach. *Metroeconomica, 59*(3).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1992). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (1989-1991).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1995). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (1992-1994).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1997). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (1994-1996).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1999). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (1996-1998). http://www3.tcmb.gov.tr/sektor/1999/menu.php adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2002). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (1999-2001). http://www3.tcmb.gov.tr/sektor/2002/menu.php adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2005). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (2002-2004). http://www3.tcmb.gov.tr/sektor/2005/menu.php adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2008). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (2005-2007). http://www3.tcmb.gov.tr/sektor/2007/menu.php adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2011). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (2008-2010). http://www3.tcmb.gov.tr/sektor/2011/menu.php adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2014). İmalat Sanayi Sektör Bilançoları (2011-2013). http://www3.tcmb.gov.tr/sektor/2014/menu.php adresinden alındı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2017). İmalat Sanayi Sektör (2014-2016). http://www3.tcmb.gov.tr/sektor/2017/menu.php adresinden alındı

Yılmaz, A. (1993). *Financial Liberalization Key Issues.* United Nations Conference on Trade and Development .

Yurtoglu, B. (2003). Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey. (Discussion Paper, No. 2003/7).

EKLER

Ek Tablo 1. Başlıca Oran Analizleri

Varlık (Aktif) Oran Analizleri:

$$\frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\frac{\text{Maddi Duran Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\frac{\text{Finansal Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\frac{\text{Nakit ve Nakit Benzeri Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\frac{\text{Mali Duran Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Pasif (Kaynak) Oran Analizleri:

$$\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Kaynaklar (Varlıklar)}}$$

$$\frac{\text{Uzun Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Kaynaklar (Varlıklar)}}$$

$$\frac{\text{Özkaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar (Varlıklar)}}$$

$$\frac{\text{Banka Kredi Borçları}}{\text{Toplam Borçlar}}$$

$$\frac{\text{Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksit ve Faizleri}}{\text{Toplam Borçlar}}$$

$$\frac{\text{Çıkarılmış Tahviller}}{\text{Toplam Borçlar}}$$

$$\frac{\text{YP Nakdi Krediler}}{\text{Toplam Nakdi Krediler}}$$

Finansal Borçlar Oranı:

$$\frac{\text{Kısa Vadeli Mali Borçlar + Uzun Vadeli Mali Borçlar}}{\text{Toplam Borçlar}}$$

$$\frac{\text{Kısa Vadeli Mali Borçlar + Uzun Vadeli Mali Borçlar}}{\text{Toplam Kaynaklar (Varlıklar)}}$$

Kaldıraç Oranı:

$$\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar + Uzun Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Kaynaklar (Varlıklar)}}$$

Kâr Oranları:

$$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özkaynaklar}}$$

$$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

$$\frac{\text{Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Net Faaliyet Dışı Gelir:

$$\frac{\text{Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir ve Kârlar - Diğer Faaliyetlerden Olağan Gider ve Zararlar}}{\text{Faaliyet Kârı veya Zararı}}$$

Faiz Karşılama Oranları:

$$\frac{\text{Vergi Öncesi Kâr + Finansman Giderleri}}{\text{Finansman Giderleri}}$$

$$\frac{\text{Net Kâr + Finansman Giderleri}}{\text{Finansman Giderleri}}$$

Likidite Testi:

$$\frac{\text{Dönen Varlıklar - (Stoklar + Gelecek Aylara Ait Giderler + Diğer Dönen Varlıklar)}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Cari Oran Testi:

$$\frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Ek Tablo 2. Bilanço-Varlıklar

C - İMALAT
BİLANÇOSU (BİN TL.)

AKTİF (VARLIKLAR)	2014	GRUP YÜZDE	AKTİF YÜZDE
I-DÖNEN VARLIKLAR			
A-Hazır Değerler			
1-Kasa			
2-Alınan Çekler			
3- Bankalar			
4-Verilen Çekler ve Ödeme Emirleri (-)			
5-Diğer Hazır Değerler			
B-Menkul Kıymetler			
1-Hisse Senetleri			
2-Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları			
3-Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları			
4-Diğer Menkul Kıymetler			
5-Menkul Kıymet Değ.Düş.Karş .(-)			
C-Ticari Alacaklar			
1-Alıcılar			
2-Alacak Senetleri			
3-Alacak Senetleri Reeskontu (-)			
4-Kazanılmamış Fin. Kir. Faiz Gelirleri (-)			
5-Verilen Depozito ve Teminatlar			
6-Diğer Ticari Alacaklar			
7-Şüpheli Ticari Alacaklar			
8-Şüpheli Ticari Alacak Karş.(-)			
D-Diğer Alacaklar			
1-Ortaklardan Alacaklar			
2-İştiraklerden Alacaklar			
3-Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar			
4-Personelden Alacaklar			
5-Diğer Çeşitli Alacaklar			
6-Diğer Alacak Senetleri Reeskontu (-)			
7-Şüpheli Diğer Alacaklar			
8-Şüpheli Diğ. Alacaklar Karş.(-)			
E-Stoklar			
1-İlk Madde ve Malzeme			
2-Yarı Mamüller			
3-Mamüller			
4-Ticari Mallar			
5-Diğer Stoklar			
6-Stok Değer Düşüklüğü Karş.(-)			
7-Verilen Sipariş Avansları			
F-Yıllara Yaygın İnş.ve Onarım Maliyetleri			
G-Gelecek Aylara ait Giderler ve Gelir Tah.			
1-Gelecek Aylara Ait Giderler			
2-Gelir Tahakkukları			
H-Diğer Dönen Varlıklar			
1-Devreden Katma Değer Vergisi			
2-İndirilecek Katma Değer Vergisi			
3-Diğer Katma Değer Vergisi			
4-Peşin Ödenen Vergiler ve Fonlar			
5-İş Avansları			
6-Personel Avansları			
7-Sayım ve Tesellüm Noksanları			
8-Diğer Çeşitli Dönen Varlıklar			
9-Diğer Dönen Varlıklar Karş.(-)			
II-DURAN VARLIKLAR			
A-Ticari Alacaklar			
1-Alıcılar			
2-Alacak Senetleri			
3-Alacak Senetleri Reeskontu (-)			
4-Kazanılmamış Fin. Kir. Faiz Gelirleri (-)			
5-Verilen Depozito ve Teminatlar			
6-Diğer Ticari Alacaklar			
7-Şüpheli Ticari Alacaklar			
8-Şüpheli Alacaklar Karş. (-)			
B-Diğer Alacaklar			
1-Ortaklardan Alacaklar			
2-İştiraklerden Alacaklar			
3-Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar			
4-Personelden Alacaklar			
5-Diğer Çeşitli Alacaklar			
6-Diğ. Alacak Senet.Reeskontu (-)			
7-Şüpheli Alacaklar Karş. (-)			
C-Mali Duran Varlıklar			
1-Bağlı Menkul Kıymetler			
2-Bağlı Men.Kıy.Değ.Düş.Karş. (-)			
3-İştirakler			
4-İştiraklere Serm.Taahhütleri (-)			
5-İşt.Serm.Payları Değ.Düş.Karş. (-)			
6-Bağlı Ortaklıklar			
7-Bağlı Ort. Sermaye Taah. (-)			
8-Bağ.Ort.Serm.Payı Değ.Düş.Karş.(-)			
9-Diğer Mali Duran Varlıklar			
10-Diğ.Mali Dur.Var.Değ.Düş.Karş.(-)			
D-Maddi Duran Varlıklar			
1-Arazi ve Arsalar			
2-Yer Altı ve Yer Üstü Düzenleri			
3-Binalar			
4-Tesis, Makina ve Cihazlar			
5-Taşıtlar			
6-Demirbaşlar			
7-Diğer Maddi Duran Varlıklar			
8-Birikmiş Amortismanlar (-)			
9-Yapılmakta Olan Yatırımlar			
10-Verilen Avanslar			
E-Maddi Olmayan Duran Varlıklar			
1-Haklar			
2-Şerefiye			
3-Kuruluş ve Örgütleme Giderleri			
4-Araştırma ve Geliştirme Giderleri			
5-Özel Maliyetler			
6-Diğ. Maddi Olmayan Duran Varlıklar			
7-Birikmiş Amortismanlar (-)			
8-Verilen Avanslar			
F-Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar			
1-Arama Giderleri			
2-Hazırlık ve Geliştirme Giderleri			
3-Diğer Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar			
4-Birikmiş Tükenme Payları (-)			
5-Verilen Avanslar			
G-Gelecek Yıllara ait Giderler ve Gelir Tah.			
1-Gelecek Yıllara Ait Giderler			
2-Gelir Tahakkukları			
H-Diğer Duran Varlıklar			
1-Gelecek Yıllarda İndirilecek KDV			
2-Diğer Katma Değer Vergisi			
3-Gelecek Yıllar İhtiyacı Stoklar			
4-Elden Çıkarılan Stok.ve Maddi Duran Varlık.			
5-Peşin Ödenen Vergiler ve Fonlar			
6-Diğer Çeşitli Duran Varlıklar			
7-Stok Değer Düşüklüğü Karş. (-)			
8-Birikmiş Amortismanlar (-)			
AKTİF (VARLIKLAR) TOPLAMI			

Kaynak: TCMB

Ek Tablo 3. Bilanço-Kaynaklar

C - İMALAT
BİLANÇOSU (BİN TL.)

PASİF (KAYNAKLAR)	2014	GRUP YÜZDE	AKTİF YÜZDE
I-KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR			
A-Mali Borçlar			
1-Banka Kredileri			
2-Fin. Kir. İşlemlerinden Borçlar			
3-Ert. Fin. Kir. Borçlanma Maliyetleri (-)			
4-Uz.Vad.Krd. Anapara Taksit ve Faizleri			
5-Tahvil Anapara Borç, Taksit ve Faizleri			
6-Çıkarılmış Bonolar ve Senetler			
7-Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler			
8-Menkul Kıymetler İhraç Farkı (-)			
9-Diğer Mali Borçlar			
B-Ticari Borçlar			
1-Satıcılar			
2-Borç Senetleri			
3-Borç Senetleri Reeskontu (-)			
4-Alınan Depozito ve Teminatlar			
5-Diğer Ticari Borçlar			
C-Diğer Borçlar			
1-Ortaklara Borçlar			
2-İştiraklere Borçlar			
3-Bağlı Ortaklıklara Borçlar			
4-Personele Borçlar			
5-Diğer Çeşitli Borçlar			
6-Diğer Borç Senet. Reeskontu (-)			
D-Alınan Avanslar			
1-Alınan Sipariş Avansları			
2-Alınan Diğer Avanslar			
E-Yıllara Yaygın İnş.ve Onarım Hakedişleri			
F-Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler			
1-Ödenecek Vergi ve Fonlar			
2-Ödenecek Sosyal Güvenlik Kesintileri			
3-Vadesi Geçmiş Ertel./ Taksit.Vergi /Diğer Yük.			
4-Ödenecek Diğer Yükümlülükler			
G-Borç ve Gider Karşılıkları			
1-Dönem Karı Vergi ve Diğ.Yasal Yük Karş.			
2-Dönem Karı Peşin Vergi ve Diğ.Yüküm. (-)			
3-Kıdem Tazminatı Karşılığı			
4-Maliyet Giderleri Karşılığı			
5-Diğer Borç ve Gider Karşılıkları			
H-Gelecek Aylara ait Gelirler ve Gider Tah.			
1-Gelecek Aylara Ait Gelirler			
2-Gider Tahakkukları			
I-Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar			
1-Hesaplanan Katma Değer Vergisi			
2-Diğer Katma Değer Vergisi			
3-Merkez ve Şubeler Cari Hesabı			
4-Sayım ve Tesellüm Fazlaları			
5-Diğer Çeşitli Yabancı Kaynaklar			
II-UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR			
A-Mali Borçlar			
1-Banka Kredileri			
2-Fin. Kir. İşlemlerinden Borçlar			
3-Ert. Fin. Kir. Borçlanma Maliyetleri (-)			
4-Çıkarılmış Tahviller			
5-Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler			
6-Menkul Kıymetler İhraç Farkı (-)			
7-Diğer Mali Borçlar			
B-Ticari Borçlar			
1-Satıcılar			
2-Borç Senetleri			
3-Borç Senetleri Reeskontu (-)			
4-Alınan Depozito ve Teminatlar			
5-Diğer Ticari Borçlar			
C-Diğer Borçlar			
1-Ortaklara Borçlar			
2-İştiraklere Borçlar			
3-Bağlı Ortaklıklara Borçlar			
4-Diğer Çeşitli Borçlar			
5-Diğer Borç Senetleri Reeskontu (-)			
6-Kamuya Olan Ertelenmiş veTaksitlen.Borçlar			
D-Alınan Avanslar			
1-Alınan Sipariş Avansları			
2-Alınan Diğer Avanslar			
E-Borç ve Gider Karşılıkları			
1-Kıdem Tazminatı Karşılıkları			
2-Diğer Borç ve Gider Karşılıkları			
F-Gelecek Yıllara ait Gelirler ve Gider Tah.			
1-Gelecek Yıllara Ait Gelirler			
2-Gider Tahakkukları			
G-Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar			
1-Gelecek Yıllara Ertelenen/Terkin Ed.KDV			
2-Tesise Katılma Payları			
3-Diğ.Çeş.Uzun Vadeli Yab.Kaynaklar			
III-ÖZ KAYNAKLAR			
A-Ödenmiş Sermaye			
1-Sermaye			
2-Ödenmemiş Sermaye (-)			
3-Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları			
4-Sermaye Düzeltmesi Olumsuz Farkları (-)			
B-Sermaye Yedekleri			
1-Hisse Senedi İhraç Primleri			
2-Hisse Senedi İptal Karları			
3-M.D.V. Yeniden Değerleme Artışları			
4-İştirakler Yeniden Değerleme Artışları			
5-Maliyet Bedeli Artış Fonu			
6-Diğer Sermaye Yedekleri			
C-Kar Yedekleri			
1-Yasal Yedekler			
2-Statü Yedekleri			
3-Olağanüstü Yedekler			
4-Diğer Kar Yedekleri			
5-Özel Fonlar			
D-Geçmiş Yıllar Karları			
E-Geçmiş Yıllar Zararları (-)			
F-Dönem Net Karı (Zararı)			
1-Dönem Net Karı			
2-Dönem Net Zararı (-)			
PASİF (KAYNAKLAR) TOPLAMI			
Firma Sayısı			

Kaynak: TCMB

Ek Tablo 4. Gelir Tablosu

C - İMALAT
GELİR TABLOSU (BİN TL.)

	2014 (%)
A-BRÜT SATIŞLAR	
1-Yurt İçi Satışlar	
2-Yurt Dışı Satışlar	
3-Diğer Gelirler	
B-SATIŞ İNDİRİMLERİ (-)	
1-Satıştan İadeler (-)	
2-Satış İskontoları (-)	
3-Diğer İndirimler (-)	
C-NET SATIŞLAR	
D-SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	
1-Satılan Mamuller Maliyeti (-)	
2-Satılan Ticari Mallar Maliyeti (-)	
3-Satılan Hizmet Maliyeti (-)	
4-Diğer Satışların Maliyeti (-)	
BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI	
E-FAALİYET GİDERLERİ (-)	
1-Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	
2-Pazarlama,Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	
3-Genel Yönetim Giderleri (-)	
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	
F-DİĞER FAAL.OLAĞAN GELİR VE KARLAR	
1-İştiraklerden Temettü Gelirleri	
2-Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	
3-Faiz Gelirleri	
4-Komisyon Gelirleri	
5-Konusu Kalmayan Karşılıklar	
6-Menkul Kıymet Satış Karları	
7-Kambiyo Karları	
8-Reeskont Faiz Gelirleri	
9-Enflasyon Düzeltmesi Karları	
10-Diğer Olağan Gelir ve Karlar	
G-DİĞER FAAL.OLAĞAN GİDER VE ZARARLAR (-)	
1-Komisyon Giderleri (-)	
2-Karşılık Giderleri (-)	
3-Menkul Kıymet Satış Zararları (-)	
4-Kambiyo Zararları (-)	
5-Reeskont Faiz Giderleri (-)	
6-Enflasyon Düzeltmesi Zararları (-)	
7-Diğer Olağan Gider ve Zararlar (-)	
H-FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	
1-Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	
2-Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	
OLAĞAN KAR VEYA ZARAR	
I-OLAĞANDIŞI GELİR VE KARLAR	
1-Önceki Dönem Gelir ve Karları	
2-Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar	
J-OLAĞANDIŞI GİDER VE ZARARLAR (-)	
1-Çalışmayan Kısım Gider ve Zarar.(-)	
2-Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	
3-Diğer Olağandışı Gider ve Zarar.(-)	
DÖNEM KAR VEYA ZARARI	
1-Dönem Karı	
2-Dönem Zararı (-)	
K-DÖNEM KARI VERGİ/ DİĞ. YASAL YÜK.KARŞ. (-)	
DÖNEM NET KAR VEYA ZARARI	
Firma Sayısı	

Kaynak: TCMB

Ek Tablo 5. Sektör Kimliği Dosyası

SEKTÖR KİMLİĞİ

1- SEKTÖR : C - İMALAT

2- YIL VE DÖNEM :

3- İNCELENEN FİRMA SAYISI :

4- HUKUKİ YAPI

ANONİM ŞİRKET	:	KOMANDİT ŞİRKET	:	KOOP.	:
HOLDİNG	:	KOLLEKTİF ŞİRKET	:	VAKIF	:
LİMİTED ŞİRKET	:	ŞAHIS FİRMASI	:	KAMU	:
		ADİ KOMANDİT ŞİRKET	:		

5- ÖLÇEK DAĞILIMI	**FİRMA**	**ÇALIŞAN**		**NET SATIŞLAR**		**AKTİF TOPLAMI**		**ÖZ KAYNAKLAR**	
İSTİHDAMA GÖRE	**SAYISI**	**SAYISI**	**YÜZDE**	**BİN TL.**	**YÜZDE**	**BİN TL.**	**YÜZDE**	**BİN TL.**	**YÜZDE**
KÜÇÜK (Çalışan Sayısı <50)									
ORTA (50<=Çalışan Sayısı <=500)									
BÜYÜK (Çalışan Sayısı >500)									
NET SATIŞLARA (NS) GÖRE									
KÜÇÜK (NS<=33.398,0)									
ORTA (33.398,0<NS<166.990,2)									
BÜYÜK (NS>=166.990,2)									
TOPLAM									

6- SEKTÖRÜN RİSKİ (BİN TL.)
(31.12 Tarihi İtibarıyla)

	2014			**2015**			**2016**	
	KISA VADELİ	**UZUN VADELİ**	**TOPLAM**	**KISA VADELİ**	**UZUN VADELİ**	**TOPLAM**	**KISA VADELİ**	**UZUN VADELİ**
NAKDİ KREDİ								
-TL								
-YP								
GAYRİ NAKDİ KREDİ								
-TL								
-YP								
TASFİYE OLUNACAK KREDİ								
-TL								
-YP								
TAHVİL								
FİNANSMAN BONOSU								
LEASING AMAÇLI FON KUL.								
-TL								
-YP								
TOPLAM								

7- BİLANÇO DÖNEMİ SONUÇLARI	**FİRMA SAYISI**
KÂR EDEN FİRMALAR	
ZARAR EDEN FİRMALAR	
KÂR YA DA ZARAR OLUŞMAMIŞ	

Kaynak: TCMB

Ek Tablo 6. Yapısal Analiz Tablosu

C - İMALAT
YAPISAL ANALİZ TABLOSU

	2014 BİN TL (%)
AKTİF YAPISI	
Dönen Varlıklar	
Duran Varlıklar	
PASİF YAPISI	
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	
Öz Kaynaklar	
ÖZ KAYNAK YAPISI	
Ödenmiş Sermaye	
Sermaye Yedekleri	
Kar Yedekleri	
Geçmiş Yıllar Karları	
Geçmiş Yıllar Zararları (-)	
Dönem Net Karı (Zararı)	
Dönem Karı	
Dönem Zararı	
Dönem Net Karı (Zararı)	
Firma Sayısı	

Kaynak: TCMB

Ek Tablo 7. Standart Oranlar Tablosu

C - İMALAT
STANDART ORANLAR TABLOSU (*)

SQ, Sektör tablosundan hesaplanan oran Q, Sektördeki firmaların oranlarının aritmetik ortalaması Sektördeki firmaların %25' inin oranı Q1'e (Alt Kartil) eşit ya da küçüktür Sektördeki firmaların %50 'sinin oranı Q2'ye (Medyan) eşit ya da küçüktür Sektördeki firmaların %75' inin oranı Q3'e (Üst Kartil) eşit ya da küçüktür	SQ	Q	2014 Q1	Q2	Q3
A- LİKİDİTE ORANLARI					
1-Cari Oran (%)					
2-Likidite (Asit Test) Oranı (%)					
3-Nakit Oranı (%)					
4-Stoklar / Dönen Varlıklar Oranı (%)					
5-Stoklar / Aktif Toplamı Oranı (%)					
6-Stok Bağımlılık Oranı (%)					
7-Kısa Vadeli Alacaklar / Dönen Varlıklar Oranı (%)					
8-Kısa Vadeli Alacaklar / Aktif Toplamı Oranı (%)					
B- FİNANSAL YAPI ORANLARI					
1-Yabancı Kaynaklar Toplamı / Aktif Topl. Oranı (%)					
2-Öz Kaynaklar / Aktif Toplamı Oranı (%)					
3-Öz Kaynaklar / Yabancı Kaynaklar Top. Oranı (%)					
4-Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif Top. Oranı (%)					
5-Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Pasif Top.Oranı (%)					
6-Uzun Vadeli Yab.Kaynaklar / Devamlı Sermaye Oranı (%)					
7-Maddi Duran Varlıklar (Net) / Öz Kaynaklar Oranı (%)					
8-Maddi Duran Varlıkl.(Net) / Uzun Vad. Yab. Kaynaklar Or. (%)					
9-Duran Varlıklar / Yabancı Kaynaklar Toplamı Oranı (%)					
10-Duran Varlıklar / Öz Kaynaklar Oranı (%)					
11-Duran varlıklar / Devamlı Sermaye Oranı (%)					
12-Kısa Vad. Yabancı Kaynakl./ Yabancı Kaynakl. Top.Oranı (%)					
13-Banka Kredileri / Aktif Toplamı Oranı (%)					
14-Kısa Vad. Banka Kredileri /Kısa Vad. Yabancı Kaynakl.Oranı (%)					
15-Banka Kredileri / Yabancı Kaynaklar Toplamı Oranı (%)					
16-Dönen Varlıklar / Aktif Toplamı Oranı (%)					
17-Maddi Duran Varlıklar (Net) / Aktif Toplamı Oranı (%)					
C- DEVİR HIZLARI					
1-Stok Devir Hızı (Kez)					
2-Alacak Devir Hızı (Kez)					
3-Çalışma Sermayesi Devir Hızı (Kez)					
4-Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı (Kez)					
5-Maddi Duran Varlık Devir Hızı (Kez)					
6-Duran Varlık Devir Hızı (Kez)					
7-Öz Kaynaklar Devir Hızı (Kez)					
8-Aktif Devir Hızı (Kez)					
D- KARLILIK ORANLARI					
1-Kar ile Sermaye Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar					
a)Net Kar (Zarar) / Öz Kaynaklar Oranı (%)					
b)Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Öz Kaynaklar Oranı (%)					
c)Faiz ve Vergi Öncesi Kar (Zarar) /Pasif T.Oranı (Ekonomik Rantabilite) (%)					
d)Net Kar (Zarar) / Aktif Toplamı Oranı (%)					
e)Faaliyet Karı (Zararı) / Faaliyetin Gerçekleştirilmesinde Kul.Varlık Oranı (%)					
f)Birikmeli (Kümülatif) Karlılık Oranı (%)					
2-Kar ile Satışlar Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar					
a)Faaliyet Karı (Zararı) / Net Satışlar Oranı (%)					
b)Brüt Satış Karı (Zararı) / Net Satışlar Oranı (%)					
c)Net Kar (Zarar) / Net Satışlar oranı (%)					
d)Satılan Malın Maliyeti / Net Satışlar Oranı (%)					
e)Faaliyet Giderleri / Net Satışlar Oranı (%)					
f)Faiz Giderleri / Net Satışlar Oranı (%)					
3-Kar ile Finansal Yüküm. Arasındaki İlişileri Gösteren Oranlar					
1-Faiz Ödeme (Karşılama) Oranı					
a)Faiz ve Vergi Öncesi Kar (Zarar) / Faiz Giderleri Oranı (%)					
b)Net Kar (Zarar) ve Faiz Giderleri / Faiz Giderleri Oranı (%)					
Firma Sayısı :					

Kaynak: TCMB

Ek Tablo 8. Fon Akım Tablosu

C - İMALAT
2016 YILI FON AKIM TABLOSU

	BİN TL	(%)
A-FON KAYNAKLARI		
1)Faaliyetlerden Sağlanan Kaynaklar		
a)Olağan Kar		
b)Amortismanlar (+)		
c)Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler (+)		
d)Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)		
2)Olağandışı Faaliyetlerden Sağlanan Kaynaklar		
a)Olağan Dışı Kar		
b)Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler (+)		
c)Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (-)		
3)Dönen Varlıklar Tutarındaki Azalışlar		
4)Duran Varlıklar Tutarındaki Azalışlar		
5)Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklardaki Artışlar (Borç ve Gider Karşılıklarını Kapsamaz)		
6)Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklardaki Artışlar (Borç ve Gider Karşılıklarını Kapsamaz)		
7)Öz Kaynak Artışı		
8)Hisse Senedi İhraç Primleri		
	BİN TL	**(%)**
B-FON KULLANIMLARI		
1)Faaliyetlerle İlgili Kullanımlar		
a)Olağan Zarar		
b)Amortismanlar (-)		
c)Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler (-)		
d)Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (+)		
2)Olağandışı Faaliyetlerle İlgili Kullanımlar		
a)Olağan Dışı Zarar		
b)Fon Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler (-)		
c)Fon Girişi Sağlamayan Gelirler (+)		
3)Ödenen Vergi Ve Benzerleri		
4)Ödenen Temettüler		
5)Dönen Varlıklar Tutarındaki Artışlar		
6)Duran Varlıklar Tutarındaki Artışlar		
7)Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklardaki Azalışlar		
8)Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklardaki Azalışlar		
9)Öz Kaynak Azalışı		
Firma Sayısı :		

Kaynak: TCMB

ÖZET

Bu tez çalışma kapsamında finansal serbestleşme sonrası dönemde, Türkiye imalat sanayi firmalarının finansallaşma eğilimleri incelenmiştir. 1989-2016 yılları arasında TCMB tarafından yayımlanan imalat sanayi sektör bilançoları verileri ile İSO tarafından en büyük 500 sanayi kuruluşu için yayımlanan yıllık dergilerdeki veriler incelenmiştir. Finansal serbestleşme sonrası dönemde, Türkiye imalat sanayi firmalarının sabit sermaye stokunun zayıflamış ve finansal varlık payları artış göstermiştir. Türkiye imalat sanayi firmalarının zayıflayan kâr oranları sonucunda, firmalar kısa vadeli dış finansman kullanımları gerçekleştirmiştir. Türkiye imalat sanayinin finansal faaliyetleri sonucu elde ettiği finansal gelirler ile dış finansman kullanımlarından doğan finansal ödemeler kapsamında reel sektör ile finansal piyasalar arasındaki iki yönlü ilişki ortaya koyulmuştur. Bu çalışmada finansal varlık paylarına, firma borçluluğuna, Türkiye imalat sanayinin değişen gelir yapısına ilişkin erişilen bulgular, reel sektörün finansallaşması kapsamında değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansallaşma, Makroekonomik Belirsizlikler, Finansal Varlıklar, İmalat Sanayi, Hissedar Değeri Uyumlaştırması

ABSTRACT

In this thesis, financialization trend of the Turkish manufacturing industry were examined in the period after financial liberalization. The data of sector balance sheets of the manufacturing industry published by the CBRT between the years of 1989 and 2016 and the data of annual journals published by the ICI for the largest 500 industrial organizations were analyzed. The capital stock of Turkish manufacturing firms has been weakened and the share of financial assets has been increased after the financial liberalization. As a result of the weakening profit rates of Turkish manufacturing industry firms, the firms turned to short-term external financing. The two-way relationship between real sector and financial sector were revealed regarding the financial income arising from financial activities of Turkish manufacturing industry and financial payments arising from the use of external financing. In this study, the findings of financial asset shares, firm indebtedness and the changing income structure of Turkish manufacturing industry were evaluated within the context of the financialization of the real sector.

Keywords: Financialization, Macroeconomic Uncertainities, Financial Assets, Manufacturing Industry, Shareholder Value Orientation