

Türkiye’nin makroekonomik ortamı ve ekonomik yapısı, şirketlerin dış finansman ihtiyacını ve tercihlerini önemli ölçüde etkiler. Enflasyon, faiz oranları, döviz kuru riski ve yetersiz iç tasarruf oranları gibi faktörler, dış finansman arayışının temel nedenleri arasında sayılabilir:

- **Yetersiz İç Tasarruflar ve Sermaye Açığı:** Türkiye, geleneksel olarak düşük yurtiçi tasarruf oranlarına sahip bir ülkedir. Milli gelirden yatırımlara ayrılabilen tasarruf miktarı yetersiz kaldığında bir tasarruf açığı oluşur ve bu açık, dış kaynaklarla kapatılmak zorundadır. Gelişmekte olan ülkelerde görülen bu durumda, düşük gelir -> düşük tasarruf -> düşük yatırım -> tekrar düşük gelir şeklinde bir döngü söz konusudur. Türkiye özelinde, özellikle 2000’lerden itibaren yüksek büyüme hedefleri ve yatırımlar, iç tasarrufların çok üzerinde finansman gerektirmiş ve sonuçta cari işlemler açığı kronik hale gelmiştir. Akademik çalışmalar, Türkiye’de dış borçlanmanın en önemli nedeninin yurtiçi tasarruf yetersizliği olduğunu vurgular. Bu nedenle şirketler, ülke ekonomisinin genel sermaye ihtiyacının bir parçası olarak, yatırımlarını finanse etmek için dış borç veya yabancı sermaye ortaklığı gibi yollara başvurmuştur. Ekonomik büyümenin hızlandığı dönemlerde bu ihtiyaç artmakta, durgunluk dönemlerinde nispeten azalmaktadır.

- **Enflasyon Oranı:** Türkiye, tarihsel olarak yüksek ve oynak enflasyon dönemleri yaşamıştır. Yüksek enflasyon, şirketlerin finansman ihtiyacını ve tercihlerini çift yönlü etkiler. Bir yandan fiyatlar genel seviyesinin hızlı arttığı dönemlerde işletmelerin işletme sermayesi ihtiyacı artar; stokları yenilemek ve faaliyetlerini döndürebilmek için daha fazla fon gerekir. Nitekim finans literatüründe, enflasyonist dönemlerde artan fon ihtiyacının çoğunlukla yabancı kaynakla finanse edildiği belirtilmiştir. Enflasyon, nominal faiz oranlarını da yukarı çeker ve borçlanma maliyetini yükseltir; ancak enflasyon borçlanmanın gerçek (enflasyondan arındırılmış) maliyetini bazen düşürebilir. Enflasyon yüksekken alınan sabit faizli bir TL kredinin geri ödemesi enflasyon sayesinde daha düşük reel maliyete gelebilir. Bu durum, özellikle enflasyonun beklenenden yüksek çıktığı dönemlerde borçlu şirket lehine bir etkidir. Öte yandan enflasyonun öngörülemez derecede yükseldiği kriz dönemlerinde, ekonomik belirsizlik arttığı için şirketler borç almaktan kaçınma eğilimi gösterir. Özetle, Türkiye’de enflasyon yüksekliği bir taraftan finansman ihtiyacını körüklerken diğer taraftan finansman kararlarını zorlaştıran bir belirsizlik unsuru olmuştur. Enflasyon oranı, şirketlerin borç ödeme riskini ve yatırım kararlarını etkilediği için, işletmeler enflasyonun etkilerini dikkate alarak borçlanma düzeylerini ayarlamaya çalışırlar.

- **Faiz Oranları ve Kredi Koşulları:** Faiz oranları, dış finansmanın maliyetini belirleyen kritik bir faktördür. Yüksek enflasyon ortamında Türkiye’de politika faizleri de genellikle yüksek seyreder, bu da TL cinsinden kredi maliyetlerini artırır. İç piyasada faizlerin yüksek olması, şirketleri daha düşük faizli yabancı para cinsinden borçlanmaya yönleltebilir. Özellikle büyük şirketler, geçmişte yurt dışından döviz kredisi alarak TL kredi faizlerinden kaçınmaya çalışmıştır. Örneğin 2010’lar boyunca TL mevduat/kredi faizlerinin %15+ seviyelerinde olduğu dönemlerde, birçok firma düşük faizle dolar veya euro kredi kullanmıştır. Ancak bu tercih beraberinde kur riskini getirir. Öte yandan, 2020-2021’de Türkiye’nin politika faizlerini düşük tutma politikası sonucu reel faizler negatif hale geldiğinde, şirketler ucuz ve bol krediye erişebilmiştir. Kamu bankaları öncülüğünde kredi büyümesi hızlanmış, şirketler artan kredi hacminden yararlanarak borçlanma yoluyla faaliyetlerini sürdürmüştür. 2022 sonrasında ise sıkılaştıran para politikasıyla faizler yeniden yükselmiş, ticari kredi büyümesi yavaşlamıştır. Sonuç olarak Türkiye’de faiz oranlarındaki dalgalanmalar, dönemsel olarak şirketlerin borçlanma iştahını etkilemiş; düşük faiz ortamı dış finansmana talebi artırırken, yüksek faiz dönemleri şirketleri ya finansman arayışını ertelemeye ya da alternatif yöntemlere yöneltmiştir.

- **Döviz Kuru ve Kur Riski:** Döviz kurlarının seyri ve kur oynaklığı, Türkiye’de şirketlerin dış finansman tercihlerinde belirleyici bir unsurdur. Birçok Türk şirketi, daha düşük faiz cazibesıyla yabancı para (YP) cinsinden borçlanma

yoluna gitmiştir. Örneğin döviz geliri olmayan bazı şirketler bile geçmişte ucuz dolar/euro kredilerine yönelmiştir. Bunun sonucunda reel sektörün döviz cinsinden borç stoku yüksek seviyelere ulaşmıştır. Haziran 2024 itibarıyla Türk özel sektörünün yurt dışından sağladığı uzun vadeli kredi borcu 158,8 milyar dolar seviyesine çıkmıştır (kısa vadeli döviz kredileri hariç). Bu borcun döviz kompozisyonu incelendiğinde %58’inin ABD doları, %35’inin euro, sadece %2,6’sının TL olduğu görülmektedir. Yani özel sektör borcunun çok küçük bir kısmı TL cinsindendir, büyük bölümü dövizdir – bu da şirketleri kur dalgalanmalarına karşı hassas hale getirmektedir. 2018 ve 2020’de yaşanan kur şokları, döviz geliri olmayan ya da kur riskini hedge etmeyen firmaların bilançolarında ciddi tahribat yaratmıştır. Akademik bulgular, Türkiye’de dövizle borçlanma imkânına sahip (özellikle büyük) şirketlerin normal dönemlerde daha hızlı büyüdüğünü, ancak ani bir kur hareketinde döviz açığı olan firmaların faaliyetlerinin olumsuz etkilendiğini göstermektedir. Kur riski yönetimi (hedging) araçlarının Türkiye’de sınırlı kullanılması ise ayrı bir sorundur; TCMB araştırmalarına göre şirketler kur riskine karşı finansal hedging enstrümanlarını yaygın kullanmadığı için ekonominin kırılganlığı artmaktadır.

- Genel Ekonomik Büyüme ve Sektörel Dinamikler: Makroekonomik büyüme hızının yüksek olması, şirketlerin finansman ihtiyacını yükseltir. Ekonomik genişleme dönemlerinde firmalar kapasite artırmak, yeni yatırım yapmak için daha fazla dış kaynak arayışına girerler. Sektörel düzeyde de finansman ihtiyacı farklılaşabilir. Örneğin, sermaye yoğun sektörler (imalat sanayi, enerji, altyapı projeleri vb.) büyük tutarda uzun vadeli finansmana ihtiyaç duyarken, hizmet sektörlerinde finansman ihtiyacı görece daha düşük veya kısa vadelidir. Türkiye’de enerji ve altyapı projeleri genellikle döviz cinsi uzun vadeli proje kredileriyle finanse edilir; nitekim 5-15 yıl vadeli enerji/altyapı proje kredilerinin şirket borçları içindeki payının yaklaşık %18 olduğu belirtilmektedir. İhracata dönük sektörler, döviz gelir beklentisiyle döviz kredisi almayı tercih edebilirken, iç pazara yönelik sektörler kur riski nedeniyle TL krediye yönelme eğilimindedir. Ayrıca sektörel kârlılık ve rekabet koşulları da önemlidir: Kâr marjı düşük sektörler (örneğin bazı tekstil, gıda işletmeleri) iç kaynak yaratmada zorlandığı için daha fazla dış borca ihtiyaç duyabilir. Buna karşılık yüksek kârlı sektörler (örneğin teknoloji veya iletişim) yatırımlarını daha fazla özkaynakla finanse edebilir. Genel ekonomik durum (büyüme, durgunluk) ve sektörel konjonktür, bu nedenle şirketlerin finansman stratejilerini şekillendiren dışsal etkenlerdir.

## Türkiye’de Son Yıllarda Dış Finansman Eğilimleri

Son yıllarda Türkiye’de şirketlerin dış finansman profilinde çeşitli değişimler gözlenmiştir. Makroekonomik gelişmeler, politikalar ve küresel koşullar, finansman eğilimlerine yön vermiştir. Güncel veriler ve çalışmalar ışığında bazı önemli eğilimler şunlardır:

- Kredi Büyümesi ve Kompozisyonu: 2017 ve 2018’de yaşanan kur şoku ve iç talep daralması sonrası, 2020’de pandemiyle mücadele kapsamında Türkiye’de kredi genişlemesi politikası uygulanmıştır. KGF kefaletli krediler ve düşük faiz politikası sayesinde 2020 ilk yarısında ticari krediler hızla büyümüştür. TCMB verilerine göre, 2020 Eylül’de ticari kredilerin yıllık büyüme hızı %25’e yaklaşmışken, 2021 ortasında %8-13 aralığına gerilemiştir. 2022’de tekrar kredi büyümesini teşvik edici adımlar görülse de enflasyondaki yükseliş nedeniyle 2023’te para politikası sıkılaştırılmış ve kredi hacmi artış kontrollü seyretmiştir. Kredi kompozisyonunda TL kredilerin payı politika hamleleriyle artırılmaya çalışılmıştır. Bu çabaların sonucunda şirketlerin TL kredi kullanımı 2022’de belirgin artmış, fakat bu aynı zamanda şirketleri yüksek enflasyon karşısında negatif reel faizden yararlanarak aşırı borçlanma riskine sokmuştur. Nitekim 2022 yılında TL ticari krediler %80’in üzerinde büyürken, döviz cinsi kredi büyümesi %20’nin altında kalmıştır. Bu trend, firmaların kur riskini azaltmak adına TL kredilere yöneldiğini gösterse de TL’nin değer kaybetmesiyle reel olarak borç yükleri artmıştır. 2023 sonrasında TL faizlerin yükseltilmesiyle kredi artış tekrar dizginlenmiştir.

- Özel Sektör Dış Borç Stoku: Türkiye’de özel sektörün yurt dışından sağladığı borçlar 2010’larda hızlı bir yükseliş göstermişti. 2018’de kur krizinin ardından döviz cinsi borçlanma bir miktar frenlenmiştir. Merkez Bankası’nın

Finansal İstikrar Raporu 2025 verilerine göre, reel sektörün net döviz pozisyon açığı son yıllarda kademeli olarak azalma eğilimindedir; 2025 ilk çeyreği itibarıyla kısa vadeli net pozisyon açığı 12 milyar dolar seviyesine inmiştir. Bu, şirketlerin kısa vadeli döviz borçlarını azaltma çabasına işaret eder. Yine de toplam uzun vadeli döviz borç tutarı yüksek kalmaya devam etmektedir. Borç dolarizasyon oranı literatürde şirketlerin toplam borçlarında döviz payı olarak tanımlanır; TCMB araştırmaları, Türkiye’de büyük ölçekli firmaların borç dolarizasyon oranının daha yüksek olduğunu, yabancı ortaklı ve ihracatçı şirketlerin döviz borcunu daha fazla kullandığını göstermektedir. 2018 sonrası dönemde birçok şirket, döviz borçlarını yapılandırmış veya bir kısmını kapatmıştır. Ayrıca 2020’de yürürlüğe giren düzenlemeyle, 15 milyon \$ altı döviz kredi kullanımı için döviz geliri şartı getirilerek KOBİ’lerin kontrolsüz döviz borçlanması sınırlandırılmıştır. Bu adımlar neticesinde KOBİ segmentinde döviz borcu kullanımı azalmış, daha çok büyük şirketler döviz borcu taşıır hale gelmiştir. 2022-2023’te yükselen küresel faizler nedeniyle şirketlerin dış tahvil ihrac maliyetleri de artmış, bu dönemde bazı şirketler eurobond borçlarını geri ödemeyi veya yeniden finansmanda zorlanınca varlık satışı gibi yöntemlere başvurmuştur. Sonuç olarak şirketlerin kur riskine duyarlılığı politik ve piyasa gelişmelerine paralel olarak gündemde kalmaya devam etmektedir.

## Sonuç

Türkiye’deki şirketlerin dış finansman arayışına girme nedenleri, hem genel makroekonomik koşullar hem de şirket bazlı dinamikler çerçevesinde anlaşılabilir. Yetersiz iç tasarruf oranı ve buna bağlı cari açık sorunu, Türkiye ekonomisinde dış finansmanı zorunlu hale getirmiş; büyümek ve yatırım yapmak isteyen şirketler gereken fonu içeride bulamadığında dışarıdan borçlanmıştır. Yüksek enflasyon ve dalgalı faiz/kurlar, dönemsel olarak şirketleri farklı finansman araçlarına yöneltmiştir: Kimi zaman enflasyondan kaçınmak için dövizle borçlanılmış, kimi zaman kur riskinden kaçınmak için TL krediler talep görmüştür. Şirketlerin finansman kaynaklarını çeşitlendirmesi, daha fazla halka arz ve tahvil ihracı yapılması, risk sermayesi ve benzeri alternatiflerin gelişmesi ülke ekonomisinin kırılma eğilimini azaltabilir. Son yıllardaki veriler, şirketlerin borçlanma konusunda daha temkinli olmaya başladığına, net döviz pozisyonlarını bir miktar iyileştirdiğine işaret etmektedir. Bunun sürdürülebilir kılınması için makroekonomik istikrarın sağlanması, enflasyonun kontrol altına alınması kritik olacaktır.

Özetle, Türkiye’de şirketler dış finansmana; büyümelerini finanse etmek, yüksek enflasyon ve dalgalı piyasa koşullarında ayakta kalmak, yetersiz iç tasarrufların yarattığı açığı kapatmak ve rekabet avantajı sağlamak gibi çeşitli nedenlerle başvurmaktadır. Bu arayış, teorik olarak sermaye yapısının optimizasyonu (vergi avantajı vs risk dengesi) ve finansman hiyerarsjisi prensipleriyle de uyum göstermektedir. Gelecekte Türkiye ekonomisi derinleştikçe, şirketlerin finansman kompozisyonunun banka kredilerine bağımlı yapıdan çıkarak daha dengeli bir hale gelmesi, dış şoklara karşı dayanıklılığı artıracaktır.