

T.C.
ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

Mukadder HORASAN

FİNANSAL YAPIYI GÜÇLENDİRECEK ÖNLEMLER

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ
Prof.Dr. R. Metin TÜRKO

109370

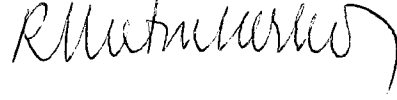
T 109370

ERZURUM 2001

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu çalışma, İşletme Anabilim Dalının Muhasebe ve finansman Bilim Dalında jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Danışman/Jüri
Prof. Dr. R. Metin TÜRKO



Jüri: Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN

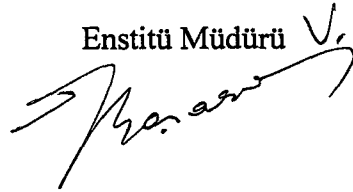


Jüri: Yrd. Doç. Dr. Ö. Selçuk EMSEN



Yukarıdaki imzalar, adı geçen öğretim üyelerine aittir. 17.08.2001

Enstitü Müdürü



ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ
FİNANSAL YAPİYİ GÜÇLENDİRECEK ÖNLEMLER
Mukadder HORASAN
Danışman: Prof. Dr. R. Metin TÜRKO
2001-SAYFA:96

Jüri :.....

.....

.....

Bu çalışma, işletmelerin finansal yapılarını tanımak, işletmelerin finansal yapılarında karşılaştıkları güçlükleri ve bunlara yöneltilebilecek çözüm önerilerini ortaya koymak amacıyla yapıldı. Çalışmada finansal yapı değişmelerini ve bu değişmelere bağlı olarak ortaya çıkan finansal yapı sorunlarını inceleyen kaynaklara yer verilmeye çalışıldı.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; finansal yapı ve sermaye yapısını oluşturan kalemlere yer verildi. İkinci bölümde; firmalarda birleşme türleri ve başarısızlık nedenleri incelendi. Üçüncü bölümde ise; firmaların finansal yapı ile ilgili karşılaştıkları sorunlara çözüm önerileri sunulmaya çalışıldı.

ABSTRACT
MASTER THESIS
STRENGTHENING MEASURES FOR FINANCIAL STRUCTURE

Mukadder HORASAN

Supervisor: Prof. Dr. R.Metin TURKO

2001–PAGE:96

Jury :.....

.....

.....

This study was carried out to introduce items which constitute the financial structure of firms, and to find the difficulties faced in financial structures of firms and their solutions. In this study, we tried to discuss literature which includes financial structures and financial structure problems.

This study contains three sections. In the first section, financial structure and capital structure items were studied. In the second section, forms of mergers and reasons of failure were examined. In the third section, we tried to put forth solution proposals about problems of financial structure of firms.

İÇİNDEKİLER

Özet.....	I
Abstract.....	II
İçindekiler.....	III
Şekiller Dizini.....	VIII
Teşekkür.....	IX

1.BÖLÜM

FİNANSAL YAPININ TANIMI

1.1. Finansal Yapı.....	1
1.1.1.Borç ve Özsermaye İle Finansmanın Özellikleri.....	1
1.1.1.1.Vade.....	2
1.1.1.2. Gelir Üzerindeki Haklar.....	2
1.1.1.3.Aktifler Üzerindeki Haklar.....	2
1.1.1.4. Firma Yönetimindeki Haklar.....	3
1.2. Finansal Yapıyı Oluşturan Kalemler.....	3
1.2.1.Kısa Vadeli Finansman Kaynakları.....	3
1.2.1.1.İşletmede Kısa Vadeli Finansman Kaynakları Miktarını Belirleyen Etkenler....	4
1.2.1.2.Başlıca Kısa Süreli Fon Kaynakları.....	5
1.2.1.2.1.Ticari Krediler.....	5
1.2.1.2.1.1.Ticari Kredide Vadeyi Etkileyen Faktörler.....	5
1.2.1.2.1.2. Ticari Kredi Türleri	7
1.2.1.2.1.3. Ticari Kredinin Avantaj ve Dezavantajları.....	8
1.2.1.2.2.Kısa Süreli Banka Kredileri.....	9
1.2.1.2.2.1. Banka Kredisi Türleri.....	9
1.2.1.2.2.2. Banka Kredisinin Maliyeti	12
1.2.1.2.3. Finansman Bonosu.....	15
1.2.1.2.3.1. Finansman Bonosu Türleri.....	16
1.2.1.2.3.2 Finansman Bonosunun Maliyeti.....	16
1.2.1.2.4 Factoring	18
1.2.1.2.4.1. Factoring Çeşitleri.....	19
1.2.1.2.4.2. Factoringin İşleyişi ve Maliyeti.....	21
1.2.1.2.4.3. Factoringin Avantaj Ve Dezavantajları.....	22
1.2.1.2.4.4.Türkiye’de Factoring.....	23

IV

1.2.1.2.5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet.....	23
1.2.1.2.6. Alacak ve Stok Finansmanı Yoluyla Kısa Vadeli Fon Sağlanması..	25
1.2.1.2.7. Dış Ticaret İşlemlerinde Kullanılan Kısa Süreli Finansman Kaynakları.....	25
1.2.1.2.7.1. İthalatın Finansmanında Kullanılan Kısa Süreli Finansman Kaynakları.....	25
1.2.1.2.7.1.1. İthalat Kredileri.....	25
1.2.1.2.7.2 İhracatın Finansmanında Kullanılan Kısa Süreli Finansman Kaynakları.....	27
1.2.1.2.7.2.1. İhracat Kredileri.....	27
1.2.1.2.7.2.2. İhracatçı Lehine Red- Clause Akreditif Açılması.....	27
1.2.1.2.7.2.3. Prefinansman Kredi.....	27
1.2.1.2.7.2.4. Kabul Kredileri.....	28
1.2.1.2.7.2.5. Döviz Kredileri.....	28
1.2.1.2.8. Diğer Kısa Süreli Finansman Kaynakları.....	28
1.2.2.Orta ve Uzun Vadeli Finansman Kaynakları.....	29
1.2.2.1. Orta Vadeli Finansman Kaynakları.....	29
1.2.2.1.1Orta Vadeli Banka Kredileri.....	30
1.2.2.1.2.Yatırım Malları Kredileri	32
1.2.2.1.3.Rotatif Kredileri.....	33
1.2.2.1.4.Forfaiting.....	33
1.2.2.1.4.1. Forfaiting Süreci.....	34
1.2.2.1.4.2. Forfaiting Maliyeti.....	35
1.2.2.1.4.3. Forfaiting Avantajları ve Dezavantajları.....	36
1.2.2.1.4.4.Türkiye’de Forfaiting.....	36
1.2.2.1.5.Finansal Kiralama	36
1.2.2.1.5.1.Finansal Kiralamaya Konu Olan Mallar.....	37
1.2.2.1.5.2. Finansal Kiralama Türleri.....	38
1.2.2.1.5.3. Finansal Kiralamanın Avantaj ve Dezavantajları.....	41
1.2.2.1.5.4. Türkiye’de Finansal Kiralama.....	42
1.2.2.1.6.Diğer Orta Vadeli Finansman Kaynakları.....	43
1.2.2.2. Uzun Vadeli Finansman Kaynakları.....	43
1.2.2.2.1.Sermaye Yapısı.....	43
1.2.2.2.1.1.Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	44

1.2.2.2.1.2.Net Gelir Yaklaşımı.....	46
1.2.2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım.....	48
1.2.2.2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı.....	49
1.2.2.2.1.4.1.M-M Modelinin Varsayımları.....	49
1.2.2.2.1.4.2.M-M'nin Vardığı Sonuçlar.....	50
1.2.2.2.2.Optimal Sermaye Yapısı.....	52
1.2.2.2.2.1.Faiz ve Vergiden Önceki Kâr-Hisse Başına Gelir Analizi	52
1.2.2.2.2.2. Nakit Akışı Analizi.....	54
1.2.2.2.2.3. Nakit Akışı Analizi, Borç/Özsermaye ve Sabit Yükümlülükleri Karşılama Oranı.....	55
1.2.2.2.2.4.Aynı Endüstri Dalında Benzer Firmaların Sermaye Yapısıyla İlgili Oranların Karşılaştırılması.....	55
1.2.2.2.2.5.Kişisel Değer Yargıları ve Görüşler.....	56
1.2.2.2.2.6.Kaynaklar Arası Seçimde Göz Önünde Tutulacak İlkeler.....	56
1.2.2.2.2.7. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler.....	57
1.2.2.2.3. Özsermaye İle Finansman	59
1.2.2.2.3.1. Ödenmiş Sermaye.....	60
1.2.2.2.3.2. Yedek Akçeler.....	60
1.2.2.2.3.3. Yedek Akçe Niteliğindeki Karşılıklar.....	61
1.2.2.2.3.4. Yeniden Değerlemeden Doğan Değer Artış Fonu.....	61
1.2.2.2.3.5. Dağıtılmamış Kârlar.....	62
1.2.2.2.4. Uzun Vadeli Kaynaklarla Finansman	62
1.2.2.2.4.1. Tahvil İhracı İle Finansman Sağlama.....	63
1.2.2.2.4.1.1. Tahvil Türleri	64
1.2.2.2.4.2. Hisse Senedi İhracı İle Finansman Sağlama	65
1.2.2.2.4.2.1. Hisse Senedi Fiyatı, Değeri ve Çeşitleri	66
1.2.2.2.4.2.2. Rüçhan Hakkı	68
1.2.2.2.4.3. Diğer Uzun Vadeli Fon Kaynakları.....	69

2. BÖLÜM

FİRMALARIN FİNANSMAN YAPILARI İLE İLGİLİ KARŞILAŞTIKLARI SORUNLAR

2.1. Özel Finansal Sorunları.....	71
2.1.1.İşletmenin Büyümesi.....	71
2.1.1.1.İşletmeyi Büyümeye İten Nedenler	71

2.1.1.2. Büyümenin Yarar ve Sakıncaları.....	72
2.1.1.3. Büyüme Yönleri.....	73
2.1.1.4.Büyüme Şekilleri.....	75
2.1.1.4.1.İçsel Büyüme	75
2.1.1.4.2.Dışsal Büyüme	75
2.1.1.4.2.1. Dışsal Büyüme Yolları.....	75
2.1.1.4.2.1.1.Füzyon.....	75
2.1.1.4.2.1.2.Protokol Tipi Anlaşma Modeli.....	77
2.1.1.4.2.1.3.Pools.....	77
2.1.1.4.2.1.4.Kartel.....	78
2.1.1.4.2.1.5.Çıkar Grupları.....	78
2.1.1.4.2.1.6.Centilmenlik Anlaşmaları.....	78
2.1.1.4.2.1.7.Konsern.....	78
2.1.1.4.2.1.8.Tröst.....	78
2.1.1.4.2.1.9.Konsorsiyum.....	79
2.1.1.4.2.1.10Holding.....	79
2.1.1.4.2.2.Dışsal Büyümenin İçsel Büyümeye Göre Üstünlükleri.....	82
2.1.2. İşletmede Başarısızlık.....	82
2.1.2.1. İşletmede Başarısızlık Nedenleri.....	83
2.1.2.1.1.İşletmenin Kendi Yapısından Kaynaklanan Nedenler.....	83
2.1.2.1.2.Çevresel Başarısızlık Nedenleri.....	84

3.BÖLÜM

FİRMALARIN FİNANSAL YAPIYLA İLGİLİ KARŞILAŞTIKLARI SORUNLARIN GİDERİLMESİ İÇİN ÖNERİLER

3.1. Genel Açıklama	86
3.2. Borçların Vadesini Uzatmak	87
3.3. Refinansman.....	87
3.4. Alacaklıların Anlaşma Yoluyla Alacağından Vazgeçmesi.....	87
3.5. Alacaklıların Borçlu İşletmeyi Yönetmesi.....	88
3.6. Sermaye Yapısının Yeniden Düzenlenmesi.....	88
3.6.1. Borca Karşılık Hisse Senedi veya İştirak Payı Verilmesi.....	88
3.6.2.Sermaye Artırımı	89
3.6.3.Tahvile Karşılık Hisse Senedi Verilmesi.....	89
3.6.4.Tahvil Faizlerinin Düşürülmesi.....	89

VII

3.6.5.İmtiyazlı Hisse Senedinin Adi Hisse Senedi İle Değiştirilmesi.....	90
3.6.6.Hisse Senetlerinin Nominal Değerini Düşürme.....	90
3.6.7.Aktiflerin Yeniden Değerlemesi.....	90
3.6.8.Sabit Varlıların Satılması ve Tekrar Uzun Vadeli Olarak Kiralanması.....	90
3.7. Konkordato.....	90
3.8.Firmanın Hukuki Yapısını Değiştirme.....	91
3.9.Yeni Bir İşletmeye Katılma.....	91
3.10.İşletmede Kullanılmayan Varlıkların Satılması.....	91
3.11.Küçölme Yoluyla Başarısızlığı Giderme.....	92
3.12.İşletmenin Satılması Veya Tasfiye Edilmesi.....	92
Yararlanılan Kaynaklar.....	93
Özgeçmiş.....	96



Şekiller Dizini

Şekil : 1.1. Forfaiting Süreci.....	34
Şekil : 1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyetinin Gösterimi.....	46
Şekil : 1.3. Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyetinin Gösterimi.....	47
Şekil : 1.4. Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyetinin Gösterimi.....	48
Şekil : 1.5. M-M Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyetinin Gösterimi.....	50
Şekil : 2.1. Holding Örgüt Yapısı.....	80



TEŞEKKÜR

Bu çalışmayı hazırlamamda benden desteğini esirgemeyen sayın hocam Prof.Dr. R. Metin TÜRKO'ya teşekkür ederim.

Her türlü kaynak temininde fikirleriyle bana yol gösteren sayın hocam Araş.Gör. Bener GÜNGÖR'e, bu çalışmada benden maddi-manevi yardımlarını esirgemeyen aileme ve fakülte elemanlarına da teşekkürü bir borç bilirim.

Mukadder HORASAN



1. BÖLÜM

FİNANSAL YAPININ TANIMI

1.1. Finansal Yapı

İşletmelerde sermaye yapıları, finansman temini ile ilgili kararları yansıtır. Yani sermaye yapısı içerisinde yer alan borç ve özsermaye kalemlerinin oluşturduğu bir yapıyı ifade eder. Sermaye yapısı firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özkaynakların oluşturduğu yapıya denir. Finansal yapı ise bilançonun pasif tarafında yer alan kalemlerden oluşan ve firmanın finansman şeklini ortaya koyan yapıdır.¹ Fon ihtiyacının tutarı ve süresinin belirlenmesiyle görevli finans yöneticisi, bu ihtiyacın giderilmesinde kullanılan borç ve özsermayenin nereden karşılanacağını da belirlemelidir.

Borç işletme dışından elde edildiği halde, özsermaye firma tarafından elde edileceği gibi (dağıtılmamış kârlar, yedek akçeler v.b) işletme dışından da (sermaye artışı, yeni ortak alınışı, birikim sahiplerine hisse senedi sunulması, katılma intifa senedi çıkarılması v.b) sağlanabilir. Bir işletmenin asıl kaynağı aktiflerin oluşturduğu nakit akışıdır. Eğer işletme tamamen özsermaye ile finanse edilirse, bütün bu nakit akımları hisse sahiplerine aittir. Fakat işletme hem borç, hem de özsermaye ile finansmana giderse, yani hem tahvil hem finansman bonusu gibi borç araçları ihraç eder, hem de sermaye artırımını amacıyla hisse sayısını artırıp fon sağlarsa, sadece özsermaye ile finansmana gitmesi halinde daha güvenli, borçlanma özsermaye ile finansmana gitmesi halinde ise daha riskli bir kaynak seçmiş olacaktır.

~

1.1.1. Borç ve Özsermaye İle Finansmanın Özellikleri

Borç işletmenin yükümlülüğünü gösterir. Vadesinde ve şartlarına uygun olarak geri ödenmek üzere alınan ödünç paradır. Borç ve özsermayeyi ayıracı özellikleri: vade, gelir üzerindeki haklar, aktifler üzerindeki haklar ve firma yönetimindeki haklar olarak dörde ayrırabiliriz.

¹ Metin Türko, "Finansal Yönetim", Alfa yayınları, 1. bs., İstanbul, 1999 (s.495)

1.1.1.1.Vade

Borcun sözleşmede belirtilen tarih vadesi olmaktadır ve borç bu tarihte ödenmelidir. Borcu vadesine göre kısa, orta ve uzun vadeli olmak üzere üçe ayırabiliriz. Borç vaktinde verilmezse, alacaklı işletme tasfiye talebinde bulunabilir.

İşletmeye konan sermayede ise böyle bir vade söz konusu değildir. Firmaya sermaye koyan ortak herhangi bir anlaşma imzalamaz, yalnızca elindeki ortaklık belgesini ya bir başkasına satarak yada firmanın tasfiyesini isteyerek, sermayesini geri alabilir.

1.1.1.2. Gelir Üzerindeki Haklar

Gelir üzerindeki talep hakkına göre borç, özsermayeden üç noktada ayrılır.

a – Öncelik hakkı: Borç verenlerin, firma geliri üzerinde, firma sahiplerine kıyasla öncelik hakkı vardır. Firmaya borç verenlere karşı tüm sorumluluklar yerine getirildikten sonra, firma ortaklarından bazılarının kâr payı ödemesi yapılacaksa, öncelik imtiyazlı hisse senedi sahibininindir.

b – Hakkın belirliliği: Firma kâr etsin veya etmesin, kullanılan yabancı kaynaklara karşılık faiz ödemek zorundadır. Faiz miktarı sabittir ve ödenmediğinde yasal sorumluluğu vardır. Buna karşılık ortaklık senedinde ortağa kâr payı ödenip ödenmemesi, ödenecekse ne şekilde bir ödeme yapılacağı yönetim kurulunun kararına bağlıdır.

c – Hakkın miktarı: Firmaya borç verenlerin talep miktarı sınırlıdır, anapara ve faiz ödemeleri süresinde yapılmadığı takdirde yasal yollara başvurma hakları vardır. Buna rağmen, firma sahip veya ortaklarının kârdan aldıkları pay miktarı yıllara göre farklılık göstermektedir. Kâr elde edilememesi halinde ortakların yasal yolları kullanarak, örneğin icra yollarına başvurarak, kâr payı almalarına olanak yoktur.

1.1.1.3. Aktifler Üzerindeki Haklar

Aktifler üzerindeki hak daha çok tasfiye halinde geçerlidir. Firmanın tasfiyesi durumunda, varlıklar üzerinde borç verenlerin öncelik hakkı vardır. Firmanın bütün borçları ödendikten sonra, eğer bir değer kalmışsa firma ortakları arasında paylaştırılır. Tasfiye halinde alacaklı hem alacağını hem de faizini talep edebilir. İşletme kredi kullanımında maddi teminat göstermişse, borç ödemelerini yerine getirmediği zaman

alacaklı bunları nakde çevirerek alacağının temini yoluna gidebilir. Bu konuda firma sahip veya ortaklarının böyle bir güvencesi bulunmamaktadır.

1.1.1.4.Firma Yönetimindeki Haklar

İşletmeye borç verenlerin yönetimde hakları yoktur. Fakat bankadan kredi talebinde, banka hazırlanan kredi raporunda uygun bulmadığı yerleri değiştirebilir. Ticaret kanunu ise tahvil sahiplerinin işletmenin kötü olduğu dönemlerde, yönetim kuruluna bir temsilci göndererek tavsiyede bulunabileceği hükmünü içermektedir. İmtiyazlı hisse senedi sahipleri de yönetimde söz sahibi değillerdir, bu nedenle yönetim kurul tarafından bunların kâr payı ödemeleri ertelenebilir. Fakat, firmanın kötü dönemlerinde imtiyazlı hisse senedi sahipleri de kontrol hakkı elde edebilirler.

İşletmeyi yönetme hakkı yalnızca adi hisse senedi sahiplerine aittir ve genel kurulu adi hisse senedi sahipleri belirler. Belirlenen bu kurulda yönetim kurulunu seçer. Kâr ve aktifler üzerinde haklar yönünden sıralamada son sırada yer aldıklarından, taşıdıkları risk daha fazladır.

1.2. Finansal Yapıyı Oluşturan Kalemler

İşletmeler yatırımlarda kullanılmak üzere finansmana ihtiyaç duyarlar. Finansman yöneticisi finansman ihtiyacını;

- 1– Kısa vadeli kaynaklar
- 2– Orta ve uzun vadeli kaynaklar ve
- 3– Özsermaye yardımıyla karşılar.

Kısa vadeli kaynaklar genellikle 1 yıl içerisinde geri ödenen kaynaklardan, uzun vadeli kaynaklar 1 yıldan uzun sürede geri ödenen kaynaklardan, öz sermaye ise firma sahip veya ortakları tarafından sağlanan kaynaklardan oluşur.

1.2.1. Kısa Vadeli Finansman Kaynakları:

Kısa vadeli fonlar işletmenin 1 yıl veya daha kısa sürede geri ödemek amacıyla kullandığı finansman kaynaklarını oluşturur. İşletmeler genellikle bu kaynakları döner varlık yatırımlarında kullanırlar.

Birçok işletmenin faaliyet hacmi, bütün yıl aynı kalmamaktadır. Faaliyet hacmi çeşitli nedenlerle değişen işletmeler, faaliyetlerinin yüksek olduğu dönemlerde daha fazla

aktife ihtiyaç duyarlar. İşletmeler bu dönemlerde artan, aktif kalemlerinin finansmanı içinde kısa vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. Bu ihtiyaçlarını banka kredileriyle karşılayabilecekleri gibi, hammadde ve malzeme alışları ile meydana gelen ticari borçlardan da sağlayabilirler.²

Firmalar kısa süreli kaynakları genellikle işletme sermayesi, özellikle alacak ve stokların finansmanında kullanırlar. Günümüzde firmalar bazen de kısa vadeli kaynakları sabit varlık finansmanında kullanırlar. İşletmede asıl amaç sabit varlıkları uzun süreli kaynaklarla finanse etmek olmasına rağmen, bazen firmalar uzun süreli kredi bulmak zaman aldığından yatırımlarda gecikmeyi önlemek amacıyla sabit varlık finansmanında da kısa süreli kaynakları kullanabilirler.³

İşletmeleri kısa süreli finansmana yönelten sebeplerin başında mevsimlik dalgalanmalar ve geçici ihtiyaçlar sayılabilir. Piyasanın geçici olarak hareketlenmesi, iş hacminin geçici olarak artması, moda değişimleri, durgunluk dönemleri, işletmenin eline geçen fırsatların değerlendirilmesi gibi sebepler geçici ihtiyaçları oluşturur.

1.2.1.1. İşletmelerde Kısa Süreli Finansman Kaynakları Miktarını Belirleyen Etkenler

a – Varlıkların dağılımı: Aktifler içerisinde döner varlıklar ağırlıklı olarak yer alıyorsa, kısa süreli kaynakların toplam kaynaklar içerisinde payı yüksek olacaktır. Ayrıca firma emek yoğun bir teknoloji kullanıyorsa bu durumda da kısa süreli kaynak oranı diğer kalemlere oranla daha yüksek olacaktır.

b– Mevsimlik dalgalanmalar: Ekonominin hareketli olduğu dönemlerde kısa vadeli finansman kaynakları kullanmak daha uygun olacaktır.

c– Maliyet: Burada önemli olan kısa süreli varlıklara oranla daha düşük veya yüksek maliyetli oluşudur.

d– Faiz oranlarında değişimler: Faiz oranlarında düşme olduğu zaman firmalar kısa süreli kaynak bulmaya yönelirler.

e– Parasal riskler: Kısa vadeli kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki oranının artması finansal esneklik açısından tercih edilen bir durumdur, ama parasal yönden bu durum risklidir.

² Semih Bükler, Rıza Aşıkoğlu ; Güven Sevil , "Finansal Yönetim", Eskişehir 1994 (s. 224)

³ Öztin Akgüç, "Finansal Yönetim" Muhasebe Enstitüsü Yayınları, yayın no 63., İstanbul 1994 (s. 525)7

f-Kısa süreli borçları erteleme imkânı: Vadesi geldiğinde kısa süreli kaynakları uzun süreli kaynak şekline dönüştürmeye çalışmak, riski artırmadan daha fazla kısa süreli kaynak kullanımına yardımcı olabilir veya kaynakların yenilenmesini sağlayabilir.

g- Ekonomik durum: Enflasyon döneminde uzun süreli kaynak arzı durma noktasına geldiği için kısa vadeli kaynak kullanımı artmaktadır. Alternatif kaynak bulamayan veya yeni kurulmuş küçük çaplı işletmeler riskli olmasına rağmen kısa süreli yabancı kaynak kullanmak zorunda kalabilirler.⁴

1.2.1.2. Başlıca Kısa Süreli Fon Kaynakları

- i – ticari krediler (satıcı kredileri)
- ii – kısa süreli banka kredileri
- iii – finansman bonosu
- iv – ihracatın finansmanı
- v – varlığa dayalı menkul kıymetler
- vi – factoring

1.2.1.2.1. Ticari Krediler:

Ticari krediler geniş kullanım alanı bulan, işletmelere satıcılar tarafından sağlanan bir finansman şeklidir.

Burada malı satan, mal bedelini peşin olarak istemez. Alıcı herhangi bir ödeme yapmadan veya malın bedelini tam ödemedi, mal sahibi malı teslim ederek alıcıya finansman sağlamış olur. Bu şekilde sağlanan kredilere satıcı kredisi veya ticari kredi denir. Bu kredi türünü genellikle küçük işletmeler veya yeni kurulmakta olan işletmeler kullanır. Aktiflerinin çoğu sabit varlıklardan oluşan işletmelerin bu yolu kullanması zordur.⁵

1.2.1.2.1.1. Ticari Kredide Vadeyi Etkileyen Faktörler

a – Malın özelliği; Malın devir hızı yükseldikçe paraya dönüşme oranı da artar. Alıcı malı kısa sürede nakde çevirerek satıcının borcunu öder.

⁴ Akgüç, a.g.e., s.526.

⁵ Ali Ceylan, "İşletmelerde Finansal Yönetim", Ekin Yayınevi.,6.bs.,Bursa 2000 (s.104)

b – Satıcının durumu; Satıcı mali yönden kötü bir durumda ise alıcıya uzun süreli kredi sağlama olanağı azalır. Aynı zamanda firma kapasitesi yüksek ve üretim fazlası olan satıcılarda, alıcıya tanıdıkları vadeleri genişleterek satış hacmini artırmayı amaçlarlar.⁶

c–Arz – talep dengesi ve piyasadaki rekabet şekli; Talebin arzı aştığı durumlarda ve satıcıların egemen olduğu piyasalarda kredi şartları da ağırlaşmaktadır. Böyle bir durumda satıcılar kredi yerine peşin satış yaparak veya avans alarak satış yapma yolunu tercih ederler. Arz – talep dengesinin alıcı yönünde gelişmesi durumunda ise satıcılar kredi şartlarını genişleterek, süreyi uzatabilirler. Piyasada etkin olan rekabette kredi şartlarını etkilemektedir. Tam rekabet ortamında kredilerden geniş ölçüde ve tam yararlanma olanağı varken, tekelci bir piyasada ise avantajlı durumdaki büyük firmalar, pozisyonlarından yararlanarak kredi şartlarını ağırlaştırabilirler.

d – İskontolar; Satış iskontosu, ödemenin belirli bir süre içerisinde yapılması durumunda firmanın yararlandığı bir fiyat indirimidir. İskontonun tutarı bazen firmanın elde edeceği kaynaklara ödeyeceği faizden düşük olabilir. Bu durumda firma çok dikkatli olmalıdır. Nakit iskontosundan yararlanma süresi kısa olduğundan, firmaların satıcıya olan borç süresi de kısadır. Satış kredisinden uzun süreli yararlanma durumunda firma için alternatif bir maliyet söz konusudur. Bu firmanın yoksun kaldığı nakit iskontosudur.⁷

İskontonun olduğu durumlarda, satıcı nakit kredilerinin alternatif maliyeti şöyle bulunur;

$$\text{Satıcı Kredilerinin Alternatif Maliyeti} = \frac{\text{İskonto yüzdesi}}{(100 - \text{İskonto yüzdesi})} \times \frac{365}{(\text{süre} - \text{İskonto süresi})}$$

Nakit iskontosu miktar iskontosundan farklıdır.

Ticari iskonto, malın satış fiyatı üzerinden imalatçının toptancı veya perakendeciye yapacağı iskontodur. Örneğin; malın satış fiyatı 1000 TL ve ticari iskonto 40 – 20 ise perakendeci toptancıya 600 TL ve toptancı imalatçıya 480 TL öder.

Miktar iskontosu belirli miktardan fazla mal alan alıcıya satıcının yapacağı iskontodur.

⁶ Türko, a.g.e., s.544.

⁷ Akgüç, a.g.e., s.529.

Nakit ıskontosunu ise kısa süre içinde malın bedelinin nakit olarak ödenmesidir.

Bazen faturalarda 2/10 oranı vardır. Buna göre, malın bedeli 10 günde ödenirse %2 nakit ıskontosundan yararlanılacağı anlamına gelir. n/30 ise fatura bedelinin 30 gün içinde ödenmesi durumunda nakit ıskontosu bulunmadığını anlatır. 2/10 oranı yıllık %36 'ya karşılık gelir ve bu oran çok yüksek bir orandır. Bu durumda finans bölümü nakit ıskontosundan yararlanmak için en iyi planı yapmalıdır. İskontoda üç yöntem kullanılır; aylık fatura yöntemi, mevsimlik fatura yöntemi ve konsinye satış yöntemi.

Aylık fatura yönteminde ay içinde sık sık sevkiyat yapılırsa, bir aylık faturanın ay sonunda gönderilmesi gerekir. Fatura 2/10 oranında ise, alıcı malın bedelini 40 gün sonra ödediği zaman bir nakit ıskontosu kazanır.

Mevsimlik fatura yönteminde mevsimlik satışların önceden yapılmasını garanti altına almak için satış mevsimi başında fatura gönderilmesi mümkündür. Örneğin; satış mevsimi şubatta başlıyorsa ve mal sonbaharda gelmişse, malı alanın işlerini düzenlemesi daha kolay olur.

Konsinye satış yönteminde ise satıcının malları alıcıya , sözkonusu mallar satılincaya kadar bırakması ve satış yapılmadan herhangi bir ödeme talep etmemesidir. Ödeme ya her satış sonrası yada belirli dönemlerde olur. Satılmayan mallar satıcıya geri ödenir. Bu tür satış rekabet ortamında veya malın piyasaya ilk çıkışında kullanılır.⁸

1.2.1.2.1.2. Ticari Kredi Türleri

Ticari krediler iki şekilde yapılır: açık hesap kredileri ve borç senetleri

1- Açık Hesap: Alıcı satıcıdan mal sipariş ettiğinde, satıcı malı gönderdikten sonra, alıcı satıcıya hemen bir ödemede bulunmaz. Satıcı mal karşılığı olarak alıcıyı defterde borçlandırır.

Alıcı bu işlemi faturayı alınca alacaklılar hesabına kaydeder. Bu kredi türünde alacaklı firmanın garantisi fatura kopyaları ve defter kayıtlarıdır.⁹

2-Borç Senetleri: Tutulması çok basit olan bu yöntemde açık hesap şeklindeki kredinin aksine, satılan mallar karşılığında satıcı çek, senet, bono ve poliçe gibi bir belge

⁸ Zeyyat Hatipoğlu, "Ayrıntılı İşletme Finansmanı", İ.T.Ü İşletme Fakültesi., İstanbul 1983 (s.203)

isteyebilir. Alınan mallar karşılığı verilen senetler alıcı işletmenin bilançosunda borç senetleri hesabında izlenir. Bu kredi türünde satıcı alacağını yasal bir belgeye bağlar ve ihtiyaç dahilinde bu belgeleri bankaya iskonto ettirerek nakit ihtiyacını karşılar.¹⁰

Bu tür belgeler alacağın varlığı yönünde sağlam bir kanıttır. Belgeye elinde bulunduran satıcı alıcıya karşı güvenli bir durumdadır ve bu belge yardımıyla vadesi geldiğinde parayı tahsil etme olanağı vardır. Borçlu borcunu ödemezse kredi pozisyonu bozulur.

1.2.1.2.1.3. Ticari Kredinin Avantajları ve Dezavantajları

Özellikle yeni kurulan veya küçük işletmeler bankalardan kredi temin edemeyince, bu krediden yararlanırlar. Bu nedenle bulunması kolay bir kredidir ve istendiğinde kullanılma olanağı olmasından dolayı da esnek bir yapıya sahiptir. Ticari kredilerden özellikle mevsimlik işlerde yararlanılır. Örneğin satışların hareketli olduğu dönemde talebi karşılamak için stok birikimi yapan firma, stokların finansmanı için ticari krediden yararlanabilir ve hareketli mevsimlerde satışların artması ile borçlarını ödeme imkanı bulur. Faaliyetleri belli mevsimlerde toplanan firmalar, satıcı kredilerinden daha fazla yararlanır.¹¹

Ticari kredilerin maliyeti çok düşüktür. Bu nedenle bu kredilerden yararlanan işletmelerin finansman ihtiyacını büyük ölçüde giderir. Fakat bunun yanı sıra bazı işletmeler bu krediler maliyetli bulunur. Çünkü bazen kredi veren kuruluş banka faizleri üzerinde bir faiz ister ve bu faiz farkını da malın bedeline eklenmesi alıcı için ek bir maliyet olur. Bu kredi şeklinde alıcının ödeme güclüğü çektiği dönemlerde, satıcının kredileri yenileme veya vadelerini uzatma kolaylığı sağlaması da bir diğer avantajıdır.

Ticari kredilerin dezavantajları ise, satıcı bazen banka faizi üzerinde faiz isteyebilir. Ayrıca bazen kredili satış yapan firmalar alıcı için hesap açma, alacakları izleme, şüpheli alacaklar için ayrılan karşılıklar, kredili satış için bankalardan sağlanan kredilere ödenen faiz ve komisyon gibi maliyet unsuru oluşturan giderleri krediden yararlananlara

⁹ Hatipoğlu, a.g.e., s.199.

¹⁰ Muharrem Özdemir, "Finansal Yönetim" Türkmen Kitabevi, 2.bs. İstanbul 1999, (s.265).

¹¹ Akgüç, a.g.e., s.530-531

yansıtabilir.¹² Nakit durumu kötü olan işletmelere ağır yükümlülükler getiren ticari kredilerde maliyetli olmaktadır.

Bu kredi türü sağlanması kolay olduğundan dolayı, aşırı kısa vadeli borç kullanımına neden olabilir. Yeni kurulan veya küçük işletmelerde kısa vadeli borç miktarı, toplam borçlar içinde çok yüksek rakamlara ulaşması riski artırır. Riskin arttığını gören satıcılarda kredi vermekten kaçınabilirler ve bu da ticari krediden yararlanan işletmelerin güç durumda kalmasına neden olabilir.

1.2.1.2.2. Kısa Süreli Banka Kredileri

İşletmeler için ticari krediden sonra ikinci derecede önemli bir kısa süreli finansman kaynağıdır. Ticari bir bankadan fon talebi ile bir kişiden fon talebi arasında pek bir fark yoktur. Bankadan kredi alırken müşterinin imzası alınır ve kredi karşılığında bir güvence istenir. Kredi miktarı ve süresi karşılıklı konuşularak karara bağlanır. İşletme veya kişi için risk varsa banka kredi vermeyebilir.

Firmalar işletme sermaye ihtiyacını karşılamak ve alacak ile stok finansmanını sağlamak amacıyla banka kredisine ihtiyaç duyarlar. Her isteyen banka kredisinden yararlanamaz. Yeni kurulmuş işletmeler ile borçları çok yüksek olan işletmeler bu krediden yararlanamaz. Fakat kârlı ve istikrârlı büyüyen işletmeler ile iyi ve dürüst bir yönetim kadrosuna sahip işletmeler kullanır.¹³

Bankalar, kredi isteyen firmalar hakkında bir araştırma yaparlar. “Kredi analizi” denilen bu araştırmada firmanın kredi ödeme gücü ve güvenilirliği araştırılır. Kredi analizi sonucu kredi talebi kabul edilen firmadan banka teminat ister. Banka altın, senet, emtia, ve emtiayı temsil eden belgeler, gayrimenkuller gibi maddi teminatlar yanında, karşı tarafın yalnızca imzasını alarak şahsi teminat veya kefalet şeklindeki teminatlara karşılık olarak da kredi verebilir. Bu tür teminat güvenilirliği yüksek, maddi açıdan çok iyi durumdaki kişiler için geçerli bir durumdur.

1.2.1.2.2.1. Banka Kredisi Türleri

1. Açık Kredi: Maddi teminat almadan kredi alanın imzasına karşılık açılır. Çünkü kredi alan başarılı, ödeme gücü yüksek ve güvenilir bir durumdadır.

¹² Akgüç, a.g.e., s.530-531

¹³ Türko, a.g.e., s.546.

Açık kredinin avantajları; Bu krediler esnek yapıdadırlar. Çünkü kredi alan istediği zaman ve istediği tutarda alabilir. Kredi talep edeni uğraştırıcı ve zaman alıcı formaliteler yoktur. Maliyeti düşüktür ve mevsimsel dalgalanma gösteren firmalar için daha uygundur.

2- Senet Üzerine Avans: Elinde senet olan müşteri senedini bankaya ıskonto ettirmeden teminat olarak bırakır.¹⁴ Doğrudan doğruya senedi getirene borç yükler ve borçlu bankadan para alan kişidir, bu nedenle sorumlu şahıstır. Banka senet vadesi gelince borçluya senedini ödemesi için çağrıda bulunur. Teminat senedi ile borç veren banka kredi talebinde bulunan kişi veya firma ile anlaşma yapar. Anlaşma ile kredi vadesi belirlenir, banka vadenin geçmesini isteyebilir. Banka güvenilir bulmadığı senedi kabul etmeme hakkına sahip olmayı talep edebilir. Banka senedin belirli bir oranında kredi verebilir ve bu kredi miktarı da yapılan anlaşma ile belirlenebilir. Avans şeklinde kredide kredi miktarının müşteriye bir defada verilmesi ve müşterinin geri ödemesi söz konusudur.¹⁵

Senet karşılığı kredi sağlanması kolay ve avantajlı olmasına karşı maliyetlidir. En büyük avantajı esnek olmasıdır. Kredi almak isteyen elindeki senet karşılığı hemen kredi temin edebilir.

Kredi temin edenler açısından dezavantajlar ise; senet tutarı az ve çok fazla senet varsa bu durumda kredi temini zor ve maliyetli olur. Ayrıca işletmenin likiditesi yüksek olan senedi teminat olarak göstermesi de sakıncalıdır.¹⁶

3- Mal Karşılığı Kredi: Malı elinde bulunduran, malı bankanın deposuna teslim ederek kredi talebinde bulunabilir. Banka genellikle teminat aldığı malın o günkü değerinin %80-90'ı kadar kredi verir. Borç vadesinde ödenmezse banka teminattaki malı satar ve alacağını tahsil eder.¹⁷ Bu durumda teminat olarak bırakılan malın özelliği ve pazarlanma gücü önem kazanmaktadır.¹⁸ Bunun yanında malın fiziki özelliği de önemlidir. Çünkü genelde bozulmayan, pazarlanabilirliği yüksek ve fiyatı pek fazla değişmeyen mallar tercih edilir. Mal taşınmasında zorluk varsa bu durumda müşterinin güvenilirliği ve saygınlığı göz önüne alınarak, malların müşterinin kendi deposunda kalması da kabul edilebilir. Mal

¹⁴ Hatipoğlu, a.g.e., s.211.

¹⁵ Atilla Gönenli, "İşletmelerde Finansal Yönetim", 6. bs., İstanbul 1988 (s.484)

¹⁶ Tuncer Tokol, Ali Ceylan, "Finansal Yönetim", Ders notları, Bursa 1983, (s.38-41)

¹⁷ Hatipoğlu, a.g.e., s.211.

karşılığı kredi uygulaması iki şekilde olur: Koşulsuz menkul rehni ve koşullu menkul rehni.

Koşulsuz menkul rehinde kredi alanın bütün malları kredi veren kurum tarafından her an haciz edilebilir.¹⁹ Bu durumda kredi talep eden malları satma veya kullanma hakkına sahip olur. Böylece teminat değeri azalır. Genelde müşteriler güvenilirlerse bu rehin söz konusudur. Bunun yanında banka yedi emin bulundurarak bu krediyi kullanırabilir.²⁰

Koşullu menkul rehinde ise; stoklar seri numaralarına göre belirlenir. Bu mallar üzerinde kredi verenin haciz hakkı vardır ve mallar izin alınmadan satılamaz. Genellikle devir hızı yüksek ve piyasada tanınan mallar söz konusudur. Makinelerin belli parçaları da bu tür rehin için uygundur.²¹

4- İhracat Kredisi Karşılığı Kredi: İhraç edilecek malın ihracatçıları tarafından bedelinin ödenmesi, depolanması, nakli, ambalajlanması ve sevke hazır hale gelmesi için kullandırılan kredi türüdür.²² Burada amaç yurt dışında rakiplerine karşı işletmelerin pozisyonunu güçlendirmektir. Bu nedenle bu kredilerin faiz oranları düşüktür ve vergi, resim ve harç istisnası vardır. İhraç edilecek malın bankaya rehin bırakılması yoluyla kredi alınabileceği gibi, konşimento karşılığı avanza alınabilir. Konşimento: Deniz nakil araçları acentesinin nakledilen mal karşılığı mal sahibine verdiği teslim alma vesikasıdır. Mal sahibi malın bedelini hemen almak isterse konşimento, sigorta poliçesi, satış faturası ve ekspertiz raporu ile bankaya başvurarak kredi işlemlerini başlatır.

5- Senet İskontosu: İskonto edilen senedi borçlunun ödememesi durumunda, banka tarafından işletmeden tahsil edilir. Alacak senetlerinin iskontosu karşılığında fon sağlamak kolay olmasına karşın maliyetlidir. Bu tür kredi temininin en önemli avantajı esnek olmasıdır. İşletmenin satışları artıp, daha fazla finansman ihtiyacı duyduğunda senet karşılığı fon temin edebilir. Elinde senet bulunduran kişinin bunu bankaya satmasına

¹⁸ James C. Van Horne, "Financial Management and Policy", Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey 1968 (s.528)

¹⁹ Tokol, a.g.e., s.s.38-41.

²⁰ Ceylan, a.g.e., s.111

²¹ Van Horne, a.g.e., s.529.

²² Bükler, a.g.e., s. 230.

iskonto denir.²³ Banka elinde ki senedin vade tarihi ile senedin eline geçiş tarihi arasındaki faiz tutarını senet bedeli üzerinden dūřerek kalan kısmı senet sahibine öder.

6- Akreditif Kredi: Bu işlem ihracatçı ile ithalatçı arasındaki bir satış sözleşmesi ile başlar. İthalatçı kendi memleketinde bağlantıda olduğu banka aracılığı ile kendisine mal satan yabancı ülkedeki ihracatçı işletme lehine aıkları ve vesikaya dayanan kredileridir. Güvensizlik sonucu doğmuş bir kredidir.²⁴

7- Teminat ve Kefalet Mektupları: Banka fiilen para vermez. Yalnızca parayı vermeye söz verir. Bankalar mūřterilerinin yükümlülüklerini yerine getireceėine dair üçüncü kiřilere karřı taahhütte bulunur ve banka güvencesi mūřteri güvencesi yerine geçer. Mūřteri yükümlülüėünü yerine getirmezse, banka gerekli zararı öder.²⁵ Banka mūřteriye verdiėi teminat karřılıėında mūřteriden komisyon keser.

Bunların yanı sıra gayrimenkul ipoteği, menkul rehni karşılığında verilen kredilerde vardır. Gayrimenkul ipoteğinde ipotek borç senedi yerine geçer ve banka ipotek karşılığı kredi verir. Kredi geri ödenmezse banka gayrimenkulu satarak alacağını tahsil eder. Menkul rehinde ise hisse senedi ve tahviller bankaya rehn edilir ve bu rehin karşılığı kredi temin edilir.

1.2.1.2.2.2. Banka Kredisinin Maliyeti

Bankalar tarafından verilen kredinin maliyeti genelde yüksektir. Kısa süreli banka kredilerinin maliyetini belirleyen  faktör vardır.²⁶²⁷

Normal Faiz Oranı: Bankanın kullandığı, faiz, kayıt ve tahsil metodu ile firmanın vergi oranıdır.

Temel Oran: Bankaların kredi deėerliliėi olan mūřterilerine uyguladıėı nominal faiz oranıdır. Bu oran bankalarca uygulanan en dūřk faiz oranıdır.

Efektif Faiz Oranı: Kredilere uygulanan yıllık geçerli faiz oranıdır. Bankanın vergi öncesi elde ettiği getiri oranıdır.

Banka kredilerinin efektif faiz haddini veren formül;

²³ Hatipoğlu, a.g.e., s.210.

²⁴ Büker, a.g.e., s. 231.

²⁵ Ceylan, a.g.e., s.109.

²⁶ zdemir, a.g.e., s.266.

$$S_n = K_b - c K_b$$

S_n = net kredi tutarı

K_b = brüt kredi tutarı

C = bankanın bulundurması istenen telafi edici balans oranı

Vergi öncesi efektif faiz oranı;

$$R = \frac{S_n}{(1 - c) S_n} \times \dot{I}_n$$

I_e

R = efektif faiz oranı

$\dot{I}_n$ = nominal faiz oranı

Örneğin; yasal vergi oranı % 70, mevduat bulundurma oranı % 25 ve mevduata faiz ödemesi yapılması durumunda I_e % kaç olur?

$$I_e = \frac{0.70}{1 - 0.25} = \frac{0.70}{0.75} = 0.93 = \%93$$

Vergi dikkate alınırsa;

$$R = \frac{S_n (1 - T)}{(1 - c) S_n} \dot{I}_n \text{ veya } \frac{\dot{I}_n (1 - T)}{(1 - c)}$$

vergi oranı % 30 ise;

$$R = \frac{0.60 (1 - 0.30)}{(1 - 0.25)} = 0.56$$

Ticari mevduata faiz ödenmesi durumunda kredinin efektif faiz oranı daha düşük olacaktır. Hukuki zorunluluk dışında firma kendi isteği ile bankada örneğin m tutarında

mevduat bulundursaydı, firmanın kendi isteği ile bulundurduğu bu mevduatın zorunlu olarak mevduata oranla büyüklüğü efektif faiz oranını etkileyecektir.²⁷

$$R = \frac{(S_n - m)(1 - T)}{(1 - c) S_n}$$

Firmanın tutmak istediği mevduat ile bankanın bulundurmasını isteyeceği mevduat tutarı eşit ise efektif faiz haddi;

$$R = \dot{I}_n (1 - T)$$

Ama genelde bankaların istediği mevduat tutarı firmaların bulundurmak istediği düzeyin üzerinde olduğu için kredinin efektif maliyetinin nominal faiz haddinin üzerindedir.²⁸

$$R > \dot{I}_n (1 - T)$$

Banka kredi maliyetinin yüksek olma nedenleri; bankaların faize ek olarak komisyon almaları maliyeti yükseltici etki yapmaktadır. Bankaların cari hesap sözleşmeleri gereği, her üç ayda bir tahakkuk ettirdikleri faizleri tahsil etmeleri veya ana para borcuna eklemeleri bankaların yıllık efektif faiz oranlarını, açıklanan oranların üstüne çıkarmaktadır. Firmaları gerekli olmadığı halde bazı hizmetlerinden yararlanmaya zorlamaları da maliyeti artırır.

Ayrıca bankaların müşterilerden aldıkları para üzerinden ödemeleri gereken Banka ve Sigorta Muamele Vergisi'ni müşteriye yansıtmaları ve bankaların Merkez Bankası Bünyesine kaynak destekleme fonuna kredilerden sağladıkları faizin kredi türüne göre bir miktarını yatırmaları da maliyeti artırıcı bir etki yapar.²⁹

²⁷ Türko, a.g.e., s.548.

²⁸ Akgüç, a.g.e., s.538.

1.2.1.2.3. Finansman Bonosu

Büyük şirketlerin finansman ihtiyacı ile çıkardıkları kısa vadeli finansman kaynaklarından biriside finansman bonosudur. Süreleri 2 ile 6 ay arasında değişir.³⁰ Emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğinde kıymetli evraktır. Çıkarılması kolay ve banka kredilerinden daha az maliyetlidir. Bu nedenle finansman bonosu satışının artması, bankaların müşteri kaybetmelerine neden olmuştur. Banka kredilerinde belirli bir üst sınır bulunmasına karşılık, bonolarda üst sınır genel kurulca onaylanmış son yıllık bilançoda görülen ödenmiş sermaye ve yedek akçeler ile yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından varsa zararların düşülmesinden sonra kalan miktardır.³¹

Finansman bonosunun sakıncalı yönleri; yeni kurulmuş veya küçük işletmelerin bu olanaktan yararlanmaları güçtür. Bu tür bonoların alıcıları pek fazla değildir.

Finansman bonolarında vade en az 30 gün en fazla 360 gün olmak üzere 30 gün ve katları şeklindedir. Vade, finansman bonosu satışa sunulduğu gün başlar. Vade geldiğinde firmanın finansman durumuna bakılmaksızın bono kesinlikle ödenmelidir.

Ülkemizde finansman bonosu uygulaması SPK' nın yayınladığı bir tebliğle 1986 yılında başlamıştır. Bu tebliğ finansman bonosu çıkaracak şirketlere yerine getirmeleri zorunlu olan bazı esaslar ve tanımlamalar getirmiştir. Bu esaslar; şirketin hukuki statüsü, asgari sermaye miktarı, bono çıkarma sınırı ve şirket sözleşmesinde finansman bonosu ihracına yer veren hükümlerin bulunması gibi konulardır.³²

Hukuki statü: Finansman bonosu Anonim Ortaklıklar tarafından çıkarılır ve Anonim Ortaklığın son 3 yılını kârla kapatmış olması gerekir.

Şirket sözleşmesinde finansman bonosu ihracına izin veren hükümler bulunmalıdır ve bu konuda genel kurulca karar alınmış olmalıdır.

Asgari sermaye miktarı: Bu miktar SPK tarafından belirlenir ve miktarı zaman zaman yükseltilir.³³

Bono çıkarma sınırı: Bakanlar kurulunca belirlenen sınır dikkate alınarak açıklanan esaslara göre hesaplanan genel toplamdan tedavülde bulunan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin tutarı indirilerek bulunur.³⁴

²⁹ Türko, a.g.e., s.549.

³⁰ Özdemir, a.g.e., s.269.

³¹ Türko, a.g.e., s.551

³² Özdemir, a.g.e., s.269.

³³ Akgüç, a.g.e., s.545.

³⁴ Ceylan, a.g.e., s.124.

Finansman bonosu çıkarılmasının SPK kaydına alınması: Bono çıkarılması, halka satışı için yazılı olarak SPK' ya başvurup izin alınması gerekir.

1.2.1.2.3.1. Finansman Bonosu Türleri

A tipi: Garanti kaydı taşımayan finansman bonosu

B tipi: İhracatçıya karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonosu

C tipi: banka garantisi taşıyan finansman bonosu

E tipi: Hazine garantisi taşıyan finansman bonosu

F tipi: Bir Anonim Ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini ihtiva eden finansman bonosu

Finansman bonoları vadenin ¼ ünü geçmeyecek satış süresi içinde, her gün iskonto esasına göre şu formülle hesaplanan değer üzerinden satılır ve finansman bonolarının değeri anapara ve faizi içerir.³⁵

$$SF = \frac{ND}{(1 + r)^{a/b}}$$

SF = satış fiyatı

ND = nominal değer

r = iskonto oranı

a = vadeye kalan gün sayısı

b = gün olarak vade

Bono üzerinde yazılı bedelle, tam vadenin bittiği gün ödeme yapılır. Bonolarda ikinci el piyasası söz konusudur.

1.2.1.2.3.2. Finansman Bonosunun Maliyeti

Ödenecek faiz oranı ile birlikte bononun satılması ile ilgili komisyon, çıkarma giderleri ve benzeri giderlerden oluşur.³⁶

³⁵ Bükler, a.g.e., s.233.

³⁶ Türko, a.g.e., s.553.

$$\text{Finansman bonusu yoluyla sağlanan fonun maliyeti} = \frac{\text{faiz ödemeleri} + \text{komisyon ve diğer giderler}}{\text{finansman bonusu ihracı yoluyla sağlanan fonlar}} \times \frac{360}{\text{finansman bonosunun vadesi}}$$

Örnek: Nominal değeri 1.000.000.000 TL, 210 gün vadeli ve %30 faizli finansman bonosunun satış fiyatı?

$$SF = \frac{1.000.000.000}{(1 + 0.30)^{210/210}} = 796.230.769 \text{ TL olacaktır.}$$

Örnek: İşletme 10.000.000.000 TL tutarında bono ihraç etsin. Bono 90 gün vadeli, faiz oranı %40 olan bu bono için işletme 50.000.000 TL masraf yapmıştır. Bu durumda maliyet

$$\text{Maliyet} = \frac{10.000.000.000 (0.40 / 4) + 50.000.000}{10.000.000.000 - (0.40 / 4) 10.000.000.000 - 50.000.000} \times \frac{360}{90} = 0.469 = \%47$$

İşletme %40 faizli, 90 gün vadeli ve 10.000.000.000 TL'lik finansman bonusu ihraç ettiğinde ve bu bono ihracı için 50.000.000 TL'lik gidere katlandığı zaman finansman bonusu ihracı yoluyla sağlanan kaynağın maliyeti %47 olacaktır.

Finansman bonusu ihraç edecek firma SPK'dan izin almalıdır. Bonoyu ihraç edecek işletmenin son üç yıl faaliyet sonuçlarında zarar etmemiş olması gerekir.³⁷ Finansman bonoları iskontolu olarak satışa sunulur.

Finansman bonosunun satış fiyatı ise şöyle bulunur:

$$SF = \frac{ND}{(1 + r)^{a/b}}$$

SF = satış fiyatı

ND = nominal değer

r = iskonto riski

b = vade

a = vadeye kalan gün sayısı

1.2.1.2.4. Factoring

Vadeli satış yapan firmaların her türlü mal ve hizmet satışından doğan alacak haklarını, factor adı verilen finansal kuruluşlara satma yoluyla kısa süreli fon sağladıkları bir finansman türüdür. Factoring bir başkası hesabına hareket eden kişiyi ifade eder. Factoring, factor ile satıcı firma arasında uzun vadeli bir çalışma düzeni gerektirir. Kısa süre için yapılacak bir işlem değildir. Factor, imzalanan sözleşme ile satıcı firmaya finansman hizmeti dışında; alacakların takip edilerek vadesinde tahsil edilmesi, alacak hesaplarının muhasebesinin tutulması, rücu edilemez factoring işlemi ile alacakların tahsil edilememe riskinin üstlenilmesi ve mevcut müşteriler ile potansiyel müşterilerin mali durumları hakkında bilgi toplanması hizmetlerini de sunmaktadır.³⁸

Factor bu işlemler karşılığı firmadan ücret alır.

Factoringin üç temel fonksiyonu vardır. Finans fonksiyonu ile factor satıcı firmaya alacağının belli bir oranında vadeden önce ön ödeme yapabilir. Factoring şirketi müşterilerine alıcı firmaların risk durumuna göre bir limit belirlemekte ve factoring işlemleri bu limit dahilinde gerçekleşmektedir. Finansman fonksiyonu sayesinde satıcı firmaların alacaklarının nakde çevrilmesi hızlanmaktadır. Böylece firma dışarıdan kaynak sağlama yerine alacaklarından kaynak sağlamış olur. Hizmet fonksiyonu ile satıcı firmanın muhasebe kayıtlarının tutulması, kredi kontrolü, tahsilat hizmetleri ve piyasadan bilgi elde etme işlemini yerine getirir. Teminat fonksiyonu ile de satıcı firmaların alacaklarının tahsil edilememe riskini üstlenmektedir.

Factoring iki şekilde kullanılabilir; devamlı bir süreç olarak ve kısa süreli amaçlarla. Firma kredili satış çeki ile factore başvurur, factor reddederse firma da kredili satışı reddeder. Factor kabul ederse mallar alıcı firmaya teslim edilir ve ödemeler alıcı firma tarafından factore yapılır. Factor tahsilat sonrası komisyonunu keser ve firmaya

³⁷ Gönenli, a.g.e., s.508.

³⁸ M. Vefa Toroslu, Factoring İşlemleri, Vergi Dünyası Aylık Dergisi, Sayı 227, Temmuz 2000, s.137.

ödemede bulunur.³⁹ Factoring işlemi siparişin alınması ile başlar, satışın onaylanması, malın teslimi işlemleri ile devam eder ve ödeme yapılması ile işlem sona erer.

1.2.1.2.4.1. Factoring çeşitleri:

a.Rücu edilemez factoring: Factorun alacağı ödenmeme riskini tamamen üstlendiği factor türüdür.⁴⁰

Factoring şirketi firmanın vadeli alacaklarını satın alır ve ona ön ödeme yapar. Vadeli alacakların vadesinde ödenmemesi durumunda; factor müşterisine başvuramamakta ve bütün zararı kendisi üstlenmektedir. Bu işlemde firma ile factor arasında sürekli bir ilişki söz konusudur.

b- Rücu edilebilir factoring: Firma kendi riskini kendisi üstlenmektedir. Factoring kuruluş yalnızca alacakların yönetimi ve tahsilat işlemini yerine getirir. İşletmenin izni dahilinde factor alacağı tahsil etmek için yasal yollara başvurabilir. Bunun için yapacağı giderler de işletmeye aittir.⁴¹ Tahsilat yapıldıkça factor işletmeye ödemede bulunur ve tahsilat sonunda factoring süreci tamamlanır.

c- Açıklanmamış factoring: Rücu edilebilir veya edilemez factoring de denilen bu türde işletme factoring anlaşmasının gizli kalmasını isteyebilir. Bu durumda ayrı bir pazarlama şirketi kurularak faturalar bu şirket adına kesilir. Bu yeni kurulan şirket factoring şirkettir.⁴² Pazarlama şirketi işletmeyle yapacağı bir anlaşma ile şirketin tüm alacaklarını satın alır ve şirkette satışların faturasını bu pazarlama şirketi adına düzenler. Bu işleme, yeni şirket kurma giderleri fazla olduğu için büyük firmalar başvurur.

d- Yurtiçi factoring: Aynı ülkede bulunan alıcı, satıcı ve factoring şirketi arasında yapılan işlemlerdir.

³⁹ Özdemir, a.g.e., s.270.

⁴⁰ Toroslu, a.g.e., s.138.

⁴¹ Ceylan, a.g.e., s.127.

⁴² Ceylan, a.g.e., s.128.

e- İhracat factoringi: Alıcının farklı bir ülkeden olması halinde yapılan factoring işlemidir. Bu işlemde alıcı ithalatçı, satıcıda ihracatçı sıfatını yüklenir ve işleme konu olan alacak ise ihracat işlemi sonucu ortaya çıkar. Bu tür factoring daha risklidir. Taşıdığı bu riskten dolayı factorün ithalatçının ülkesindeki bir şubesi veya temsilcisi de işleme dahil olmaktadır.⁴³ İşleme dahil olan üçüncü kişiye muhabir denmektedir. İhracat factoringi, factorün bir çok yabancı ülkede muhabir ilişkisi kurmasını gerektirdiği için yurtiçi factoringe göre daha geniş bir örgütlenme gerekmektedir.

f- İthalat factoringi: Factorün muhabir aracılığı ile yurt dışında ki ihracatçıya vadesinde ödeme yapma garantisi verdiği factoringdir. Bu sayede ithalatçı firma akreditif açmadan ithalat işlemi yapabilmektedir.⁴⁴

g- Kapalı factoring: İşletme, kredili satışlar sonucu oluşan alacaklarını factore bildirir. Fakat malların teslim ve bedellerinin tahsil işlemlerini kendisi yürütür. İşletmenin yapmış olduğu factoring işleminden alıcı işletmenin haberi olmamaktadır.

İki tür anlaşma vardır; mevsimlik factoring ve seçici gizli factoring. Mevsimlik faktoring faaliyetleri mevsimlere göre değişiklik gösteren işletmelerin fon ihtiyaçlarını karşılamak amacı ile yaptıkları işlemlerdir. Seçici gizli factoring ise; factoring işleminde hangi alacakların sözleşmeye dahil olacaklarını, hangi alacaklara ön ödeme yapılacağını belirleme amacı ile yapılan factoring türüdür.

h- Açık factoring: Alacağın temliki fatura üzerinde yer alır ve ödemelerin factore yapılacağı belirtilir.⁴⁵ Factor bu durumda riski üstlenebileceği gibi kendini riske karşı koruyabilir.

ı- Toptan factoring: Factoring kuruluşu işletmeye fon sağlama hizmeti verir. Fakat alacakların yönetimi ve ödenmeme riskini üstlenmez. Borçlu, borcunu factore öder ve factor bunu işletmeye ödeyerek factoring işlemini sona erdirir. Riski üstlenmeyerek factoring kendini güvenli bir duruma getirir. Ayrıca alacakların tahsil edilme sürecinde yapılması gereken işlemleri de işletmeye devretmiş olur.

⁴³ Bükler, a.g.e., s.240.

⁴⁴ Toroslu, a.g.e., s.138.

⁴⁵ Türko, a.g.e., s.557.

1.2.1.2.4.2. Factoringin İşleyişi ve Maliyeti

Satıcı alıcıdan sipariş aldıktan sonra factoring şirketine alıcılar ile ilgili bilgileri ve belgeleri içeren bir raporla başvurur. Factoring şirketi işlemi yapmayı kabul ederse işletme ile bir anlaşma imzalar. Ardından işletme siparişleri alarak factore bildirir ve factorden hangi hizmetleri sunacağına dair bilgi alır. İşletme alacaklarının tahsili yönünde garanti alırsa, malları alıcıya gönderir ve yapılacak ödemelerde factorün devreye girdiğini bildirir. İşletme fatura ve tüm sevk belgelerini bankaya gönderir. Anlaşma gereğince factor ön ödemeyi yapar ve borçlulardan alacakları tahsil eder.⁴⁶

Örneğin; Firmanı faktorun kuruluşu ile sözleşmesi şu bilgileri içersin:

1/2

Yurtiçi factoring

Ön ödeme oranı %80

Factoring faizi %70

Factoring komisyonu %2.5

500 milyar liralık fatura factore temlik edilmiş olsun

Talep edilen

%80 Ön ödeme	400.000.000.000
Factoring komisyonu	12.500.000.000
BSMV (komisyonun %5'i)	625.000.000
Alınan ön ödeme	386.875.000.000

Factoring şirketi komisyon ve BSMV' yi peşin olarak işletmeye 386.875.000.000 TL. ödemektedir.

Geriye kalan alacak	100.000.000.000
Factoring faizi	30.000.000.000
BSMV (faizin %5'i)	1.500.000.000
Alınan son ödeme	68.500.000.000

⁴⁶ Ceylan, a.g.e., s.129.

1 ay sonra factor alıcıdan 500 milyar TL. tahsil etmekte ve geriye kalan 100 milyar TL.'lik alacaktan, faiz ve BSMV'yi düştükten sonra işletmeye 68.500.000.000 TL. ödemektedir.

Aylık faiz oranı ($70/12= 5.83$). Bulunan %5.83'lük faiz oranı ile 100 milyar TL.'nin çarpımı sonucu elde edilen 58.300.000 TL. factoring faizidir. Factoringin maliyeti, belirli bir tarihte tahsil edilecek alacak tutarını belirli oranlar üzerinden ıskonto edilerek nakde çevrilmesi için katlanılması gereken giderlerden oluşur.

Alacakları devrederek factoring yoluyla fon tedarik etmek isteyen işletmenin ıskonto oranı şöyle bulunur.

$$M = \frac{100}{100 + \left[\frac{r (t + K)}{N} \right]}$$

M : ıskonto oranı

r : Faiz oranı

t : Senedin satın alınmasıyla vadesi arasındaki gün sayısı

K : Protesto süresi

N : Bir yıldaki gün sayısı

Örnek: 15 Ağustos 2001'de vadesi dolacak olan bir senet, 1 ocak 2001'de %35 ıskonto ile bir bankaya satılırsa işletme bu işlem sonucunda % kaçlık bir ıskonto elde eder?

$$M = \frac{100}{100 + \left[\frac{35 (227 + 3)}{360} \right]} = 0.817 = \%82$$

1.2.1.2.4.3. Factoringin Avantaj ve Dezavantajları

Avantajları : Yurtdışı factoring işleminde; factor tüm riski üstlendiğinden satıcı ve yönetici firma güvencededir. Rücu edilemez factoring sayesinde işletmenin finansman sorunu çözülür. Her türlü alacak yönetimi factoringe devredildiğinden dolayı işletme zaman ve gider tasarrufu sağlar. Satışların muhasebesinin de factoring tarafından tutulması

işletmeye kolaylık sağlar. Factoring işlemi sayesinde müşterilere vade tanınması da satışları artırır.

Factoring, küçük ve orta boy işletmelere 90-180 gün arasında kısa vadeli finansman imkanı sağlar.⁴⁷ Bu tür işletmeler büyük işletmeler gibi finansal sorunları kolay çözemezler, kredi bulmaları daha zordur. Küçük ve orta boy işletmelerde önemli olan hayatta kalmaktır ve bunun içinde finansmana ihtiyaç vardır. Bu durumda en iyi finansman kaynağı ise satışları nakde çevirerek büyümeyi satışlarla finanse etmeye çalışmaktır. Factoring işlemi yalnızca aktif kısımda bir harekete neden olur. Alacakları nakde çevirerek bilançonun daha likit olmasını sağlar.⁴⁸ Bu durumda işletmelerin kredi değeri artar. Factoring'in alıcılar hakkında yapacağı incelemelerle alıcı hakkında bilgi sürekli ve güncel olacaktır. İşletme yöneticisi alacakların takibi işini factor'e verdiği için kendisi diğer işletme faaliyetlerine daha fazla vakit ayıracaktır.

Dezavantajları : İşletme ve factoring kuruluş arasındaki sürekli bilgi akışından dolayı maliyeti yüksektir.

1.2.1.2.4.4. Türkiye'de Factoring

Ülkemizde factoring uygulamaları bankalar tarafından başlatılmıştır. Türkiye'de factoringin gelişimi dünyadaki gelişimin tersine olmuştur. Dünyada factoring yurtiçi olarak faaliyet gösterirken, ülkemizde yurtdışı factoring olarak tanınmış ardından yurtiçi factoring kavramı da gelişmeye başlamıştır.⁴⁹ Ülkemizde factoring işlemleri 30 Eylül 1983 tarihli ve 90 sayılı “ ödünç para verme işleri hakkında kanun hükmünde kararname” ile belirlenmiştir. Factoring şirketlerini hazine müsteşarlığının yanı sıra maliye bakanlığına da denetleme yetkisi verilmiştir.⁵⁰

1.2.1.2.5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Alacakları karşılık göstererek menkul kıymet çıkarmak suretiyle işletmenin finansal ihtiyacını giderme işlemine denir.⁵¹ Menkul kıymet çıkarımı firmayı alacakların tahsil edilmeme riskinden kurtarır. Varlığa dayalı menkul kıymeti çıkaran finansal aracı kurum, bu menkul kıymetlerin dayandığı alacakları, ticari faaliyetleri sonucu bu alacaklara sahip

⁴⁷ İ. Hakkı Polat, Vergi Dünyası Aylık Dergisi, Yıl 20, Sayı 235, Mart 2001, s.103.

⁴⁸ Polat, a.g.e., s.103.

⁴⁹ Toroslu, a.g.e., s.77.

⁵⁰ Arif Şimşek, Yaklaşım Aylık Dergisi, Yıl 4, Sayı 48, Aralık 1996, s.35.

⁵¹ Ceylan, a.g.e., s.134.

olan firmadan belirli bir iskonto edilmiş değerle alarak riski azaltmaktadır.⁵² İşletme varlığa dayalı menkul kıymet çıkararak finansal ihtiyacını giderme başta olmak üzere, kaynak maliyetini azaltarak daha ucuz fon sağlama, fon kaynaklarını çeşitlendirme, riski azaltma ve gelir artışı sağlama gibi faydaları da elde etmiş olur.

Üç tür kıymetleştirme vardır; Ödeme aktarmalı menkul kıymetler, vergiye dayalı tahviller ve ihraç edeni sorumluluk altına sokan menkul kıymetler.

1– Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler: Menkul kıymet çıkaran herhangi bir sorumluluk altına girmez. Alacak, mülkiyet hakkı veren belgelerle birlikte yatırımcılara satılır. Alacak portföyü oluşturan kuruluş, borçlulardan ana para ve faizleri tahsil eder ve kendi komisyonunu ayırarak kalanı yatırımcıya öder. Portföy oluşturan kuruluşun sorumluluğu yoktur ve bu menkul kıymetleri bilançosunda göstermez.

2–Vergiye Dayalı Tahvil: Alacak portföyü veya menkul değerler portföyü yatırımcının garanti belgeleri olabilir. Bu menkul kıymetler, çıkaran kurumun sorumluluğu altındadır ve bilançoda yer alır. Vergiye dayalı tahviller kayıtlı değerden daha fazla tutarda bir güvenceye sahiptir.

3–İhraç Edeni Sorumluluk Altına Sokan Menkul Kıymetler: İhraç eden borç altına girer. Menkul kıymeti çıkaran işletmenin bilançosunun pasifinde yer alır. Alacakların tahsili sonucu elde edilen nakit yatırımcılara ödenir.⁵³

Ülkemizde vergiye dayalı menkul kıymet çıkarımının esasları, 1992 yılında 2499 sayılı sermaye piyasası kanununun 3794 sayılı kanununla yapılan değişikliklerde belirtilmiştir. Buna göre bankalar, genel finans ortaklıkları ve finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar menkul kıymet çıkarmaya yetkili kılınmıştır. Menkul kıymet çıkarımında söz konusu olan alacaklar ise, bankaların verdiği kredilerden doğan alacaklar, factoring işlemi yapan anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığı belgeye dayalı alacaklar, finansal kiralama anlaşmalarından doğan alacaklar; mal-hizmet üretilip satan anonim ortaklıklar ile kamu iktisadi teşebbüslerinin taksitli satışlarından doğan alacaklardır.⁵⁴

⁵² Sarıkamış, a.g.e., s.74.

⁵³ Akgüç, a.g.e., s.567.

⁵⁴ Sarıkamış, a.g.e., s.75.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerde şekil şartı söz konusudur ve çıkarımda sermaye piyasası kurulundan izin alınması gereklidir. Bu varlıklar iskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak ta çıkarılabilir.⁵⁵

1.2.1.2.6. Alacak ve Stok Finansmanı Yoluyla Kısa Vadeli Fon Sağlanması:

a – Stokların Finansmanı

İşletmeler yukarıda saydığımız kaynaklardan fon sağlayabilecekleri gibi, stokları karşılık göstererek de kısa süreli fon sağlama yoluna gidebilirler. Bu yöntemi özellikle faaliyetleri mevsimlik dalgalanmalar gösteren işletmeler kullanır.

Stok karşılığı fon sağlayan firmalar, fiyatları dengede olan, bozulmayan, depolama kolaylığı olan, korunabilir ve çabuk nakde çevrilebilen malları tercih ederler.⁵⁶

Krediye konu olan stoklar, kredi alınan kuruluşun deposunda kalabilir, makbuz karşılığı firmanın deposunda kalabilir veya güvenilir üçüncü bir kişiye teslim edilebilir. Maliyeti düşüktür, paraya çevrilme sonucu kredinin geri ödenmesi kolaylaşır, genel mağazacılık artar ve finansman olanakları stokların büyümesine bağlı olduğundan fon tedarikinde işletmeye esneklik sağlar.⁵⁷

b – Alacakların Finansmanı

Mevsimlik dalgalanmaların fazla etkilediği ve iş hacminin sürekli büyüme göstermesine rağmen fon ihtiyacı olan işletmeler alacakların finansmanına önem verirler. Alacakların finansmanında; alacak hakkının satışı, alacak senetleri karşılığı bankadan avans alınması, alacak senetlerini iskonto ettirme ve alacak karşılığı menkul kıymet çıkarılması yöntemlerinden biri kullanılır.

1.2.1.2.7. Dış Ticaret İşlemlerinde Kullanılan Kısa Süreli Finansman Kaynakları

1.2.1.2.7.1. İthalatın Finansmanında Kullanılan Kısa Süreli Finansman Kaynakları

1.2.1.2.7.1.1. İthalat Kredileri

⁵⁵ Sarıkamış, a.g.e.. s.76.

⁵⁶ Özdemir, a.g.e., s.273.

⁵⁷ Akgüç, a.g.e., s.584.

İki şekilde olur. Akreditif kredileri ve Banka kredileri.

Akreditif kredileri: İthalatçının talimatına dayanarak bir bankanın belirli bir miktara kadar, belirli bir sürede, belirli belgeler karşılığı ve belirlenmiş şartların yerine getirilmesi şartıyla, ihracatçıya ödeme yapacağını taahhüt etmesidir.⁵⁸ Bu kredilerin amacı uluslararası işlemlerde garanti sağlamaktır.

Kredi bir banka tarafından açılır. Akreditifi açan banka, satıcıya sorumluluğunu yerine getirmesi halinde ödeme garantisi vererek ithalatçıya nakdi olmayan bir kredi açar. İhracatçı ödeme yapmadan, banka ithalatçıya ödemede bulunursa kredi nakit kredisi şekline dönüşür.⁵⁹

Akreditif türleri:

Akreditif amiri veya amir bankanın vazgeçme hakkına göre; Vazgeçilebilir ve Vazgeçilemez akreditif.

İkinci bir bankanın teyit etmiş olmasına göre: Teyit edilmiş ve Teyitsiz akreditif

Bir kez kullanımdan sonra geçerliliğini kaybedip kaybetmemesine göre: Adi akreditif ve Devreden akreditif

Lehtar tarafından üçüncü bir kişiye devredilmesine göre: Devredilebilir ve Bölünebilir akreditif

Ödeme şekline göre: İbrahimde ödemeli, Kabul kredili ve Vadeli akreditif

Sürelerine göre: Süreli ve Süresiz akreditif

Karşılıklı akreditif

Red claus akreditif

Green claus akreditif

Stand by akreditif⁶⁰

Banka kabulleri ise, ihracatçının satın aldığı malın bir süre içerisinde ödeneceğini satıcıya garanti etmek üzere açılan ve satıcının düzenleyeceği veya çekeceği vadeli bir poliçenin banka tarafından kabulü şeklinde meydana gelen bir kredi türüdür. Bu kredide bankanın saygınlığı borçlunun imzasını desteklediğinden alacaklının elindeki kıymetli kağıtların uluslararası para piyasalarında dolaşabilmesi olanağını sağlar.⁶¹ Bu şekilde

⁵⁸ Ümit Ataman, Haluk Sumer, "Dış Ticaret İşlemleri ve Muhasebesi", Türkmen Kitabevi, 5. bs., İstanbul 1996, s.35.

⁵⁹ Akgülç, a.g.e., s.590.

⁶⁰ Ataman, a.g.e., s.37-40.

⁶¹ Gönenli, a.g.e., s.466.

ithalatçı firmalar mal satım için gerekli olan fonu tedarik etmiş olurlar. Banka kabulleri ile banka kaynak sorunu yaşama ihtimaline karşı elindeki poliçeyi istediği zaman tahsil etmektedir. Fakat banka ödenmeme riskine karşılık kendisini garanti altına almak için ithalatçı firmadan gerekli teminatları almaktadır.

1.2.1.2.7.2. İhracatın Finansmanında Kullanılan Kısa Süreli Finansman Kaynakları

1.2.1.2.7.2.1. İhracat kredileri

İhraç edilecek malın alınmasından, ihraç bedeli dövizlerin yurda getirilmesine kadar geçen süre zarfında, ihracatçının ihracatın finansmanı için bankadan kullandığı kredilere denir.⁶² Bu kredi ticari senet ve belgeler karşılığı açılır. İhracata hazırlık kredileri, kesin satış kredileri ve ihracat bedelinin tahsiline yönelik kredi olmak üzere üçe ayrılır. Firma bu krediler yardımıyla kısa süreli fon ihtiyacını karşılar, vergi, resim ve harç istisnasından yararlanır, vergi iadesi alma imkanı olur, döviz girdilerine göre maliyet düşük olur ve kaynak kullanımını destekleme fonundan pirim alır.

1.2.1.2.7.2.2. İhracatçı lehine red clause akreditif açılması

Kırmızı renkte yazılmış ve ihraç edilecek malın satın alınma ile yükleme masraflarının karşılanması amacıyla ihracatçıya, aracı bankanın avans niteliğinde ödemede bulunmasıdır.

1.2.1.2.7.2.3. Prefinansman kredisi

Bankaların ihracatçı adına verdikleri bir dış garanti olarak tanımlanabilir. İhracatçı yapılan anlaşmalara rağmen malı göndermezse kendisi adına garanti veren banka faizlerle birlikte yapılan ithalatçıya ön ödeme yapar ve ihracatçıdan yaptığı işlem karşılığı bir komisyon alır.

⁶² Özdemir, a.g.e., s.275.

1.2.1.2.7.2.4. Kabul kredileri

İthalatçının, ihracatçı tarafından keşide edilen poliçeyi kabul ederek malları almasına yardımcı olduğu bir kredi şeklidir.⁶³ Bu şekilde açılan kredilerde ödenmeme riski ortadan kaldırılmış olur.

1.2.1.2.7.2.5. Döviz kredileri

Döviz döniş imkanı olan işlemlerin finansmanında kullanılır ve kredi anaparası ile faizlerin dövizle ödenmesine neden olur.⁶⁴ Kredi faiz oranı banka ile müşteri arasında belirlenir. Döviz kredisinde kredi alan yurt içinde ikamet etmelidir ve bu krediye konu olan işlemler süreklilik gösteren işler olmalıdır. Kredi döviz veya TL cinsinden kullanılabilir ve bir yıllık süre söz konusudur.

1.2.1.2.8. Diğer Kısa Süreli Finansman Kaynakları

Ödenecek giderler

Ödenecek vergi, resim, harç ve sigorta primleri

Teminat veya depozito alınması

Müşterilerden alınan depozito ve teminatlar

Ana kurum ve bağıli kuruluşlardan kısa süreli finansman sağlama

Özel finans kurumlarından kısa süreli finansman sağlama

⁶³ Ataman, a.g.e., s.31, 34.

⁶⁴ Özdemir, a.g.e., s.277.

1.2.2. Orta ve Uzun Vadeli Finansal Kaynaklar

Orta ve uzun süreli yabancı kaynaklar, bilançonun düzenlendiği tarihi izleyen bir yıl içinde işletmenin ödemekle sorumlu olmadığı borçları ifade eder.⁶⁵ İşletmeler kısa süreli borçları veya diğer uzun dönemli borçlarını ödeyebilmek, iştiraklerde bulunmak, net işletme sermayesini artırmak ve sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek için uzun süreli kaynak sağlama ihtiyacı duyarlar.

Günümüzde orta ve uzun süreli kaynaklarla elde edilen fonlar işletme finansmanında önemli bir yer tutmaya başlamıştır. Orta ve uzun vadeli finansman ya fon sağlayanlara borçlanarak kredili mal alınmasıyla ya da karşılıklı anlaşmalar yoluyla sağlanabilir. Bu kaynaklarda yararlanma gücü ve şekline göre, her bir kaynağın işletmelerin finansman yapısı içinde önemi farklıdır.

Çalışmanın bu bölümünde; öncelikle kaynakları, orta ve uzun vadeli finansman kaynakları olarak ana başlıklara ayırarak incelemeye çalışacağız.

1.2.2.1. Orta Vadeli Finansman Kaynakları

Vadeleri 1 ile 5 yıl arasında değişen finansman kaynaklarıdır. Orta vadeli kaynaklar yatırımlar başta olmak üzere donatım ve işletme kredileri şeklinde üç ana kısma ayrılır. Bu krediler duran varlık finansmanı yanında, turizm, gemi inşaat sanayi, madencilik sanayi v tarım alanlarında da kullanılır. Son yıllarda iş hayatında meydana gelen gelişmeler, orta vadeli kredi kullanımını artırmıştır. Özellikle enflasyonist dönemlerde orta vadeli finanslama ile sağlanan krediler tercih edilir, çünkü enflasyon cari aktiflerin değerini sürekli artırıcı etki gösterir.⁶⁶

Bu krediler yatırım, donatım veya devamlı çalışma sermayesi ihtiyacını karşılamada kullanılır.⁶⁷ Orta vadeli kaynaklarla finansman tedarikinde ortaya çıkan borç taksitler halinde ödenir, peşin ödeme yapılmaz. Çünkü işletme sürekli nakde ihtiyaç duyar. Bu fonlar genellikle belirli bir süre ödeme yapılmadan, dönem sonunda 3 – 6 aylık veya yıllık taksitler halinde ve eşit miktarlarda geri ödenir.⁶⁸ Borcu veren banka, sağladığı finansman karşılığında kendini güvenceye almak isteyecektir. Bu amaçla bazı varlıkları teminat olarak isteyecektir. Teminat olarak gayrimenkuller veya makineler kullanılabilir.

⁶⁵ Öztin Akgüç, "Mali Tablolar Analizi", İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayınları, İstanbul 1987, s.163.

⁶⁶ Hatipoğlu, a.g.e., s.216.

⁶⁷ Gönenli, a.g.e., s.467.

⁶⁸ Ceylan, a.g.e., s.140.

Süre bir yıldan uzun olduğu için sözleşmeler kısa vadeli kaynak sözleşmelerinden farklıdır, her taksit için ayrı bir senet imzalanabilir. Orta vadeli fonlarda sürenin uzunluğu riski de beraberinde getirir. Bu riskten dolayı sözleşme bazı özel maddeleri içerebilir. Örneğin işletmenin borç ödeyebilme gücünün yüksek olması şartı istenebilir. Bu durumda borçlu firma işletme sermayesini belli bir oranın altına düşürmemeye çalışmak zorunda kalır.

Orta vadeli kredileri elde etmek isteyen işletmelerin şu şartları yerine getirmeleri gerekir.

a. Yatırım projesi finansman getirisi elde edecek nitelikte olmalı

b. İşletmenin sermaye yapısıyla alınan kredi uyum içinde olmalı

c. İşletme yeterince teminat gösterebilmeli

d. Gelecekle ilgili nakit akımlarına dayalı olarak, işletmenin uzun süreli satış ve karlılık tahminleri gerçekleşebilir nitelikte olmalıdır.

İşletmeler, nakit durumları kötü olduğu dönemlerde ve satılan malın tahsilatı sonucu elde edilecek nakdin bir yıldan daha uzun bir sürede ödenmesi, stokların devir hızının düşük olması, küçük işletmelerin uzun vadeli borç altına girmek istemeyişleri, büyük işletmelerin kredi bulmada iyi şartlara sahip olması gibi durumlarda orta vadeli finansmanı kullanırlar.

Buna göre; orta vadeli finansman kaynakları:

i – orta vadeli banka kredileri

ii – yatırım malları (taksitli donatım) kredileri

iii – rotatif krediler

iv – forfaiting

v – finansal kiralama

vi – diğer orta süreli finansman kaynakları

1.2.2.1.1.Orta Vadeli Banka Kredileri

Bir ülkedeki fonları toplayıp, bunları ihtiyacı olan kişi veya kurumların kullanımına sunarak, finansman akımını sağlamada bankalar önemli bir rol oynar.⁶⁹ Bu krediler bazı özelliklerinden dolayı kısa süreli banka kredilerinden ayrılır. Orta vadeli banka kredilerinin vadeleri 1 yıldan daha uzun süreyi kapsar ve krediler bir borç anlaşması düzenlenerek elde

⁶⁹ Btiker, a.g.e., s.218.

edilir.⁷⁰ Bu anlaşma fon tedarik edeni garanti altına almaktadır. Süre uzun olduğu için borcun geri ödenmesi konusunda güvenilirlik çok önemli olmaktadır. Kredi açan kuruluş kredi sözleşmesi ile işletmelere bazı kısıtlamalar getirebilir. İşletmeden sermayesini belirli bir oranın altına düşürmemesi konusunda güvence alabilir. Ayrıca işletmenin her yıl yapacağı kâr payı dağıtımını sonucu imkanlarında daralma olacağı düşüncesiyle ya hisse başına belirli bir miktar ödemesi veya kârın belirli bir oranının ödenmesini isteyebilir. İşletme tekrar bir borçlanmaya gitmeyi düşünüyorsa ya fazladan bir uzun vadeli borca girmesini önerir, yada yeni borca maksimum bir sınır belirleyebilir. Bu tür fon tedariki teminat karşılığı yapıldığı için bu mallar üzerine ipotek koydurarak, bunların bir başkasına ipotek edilmesini engelleyebilir. İşletmenin uzun dönem sermaye yatırımı yapması sınırlandırılabilir, çünkü işletme fonlarının büyük bir kısmını sabit yatırımlara yatırması cari yönden zayıflamasına neden olabilir. Bazen de banka verdiği kredinin yalnızca belirli yatırımlar için kullanılmasını isteyebilir.⁷¹

Banka, kredinin geri ödenmemesi durumunda müşteriden aldığı teminatları nakde çevirerek kendi alacağını tahsil eder. Bazen de kredinin tahsilini garanti altına almak için, kredi verilen kuruluşa ortak olma yolunu da kullanabilirler.⁷²

Banka kredi vermek için yeterli fona sahip değilse kısa süreli fon verme yolunu seçebilir. Krediler geri ödenirken eşit taksitler halinde ödenebileceği gibi, sabit oranlı anapara ödemelerine faiz eklenerek de yapılabilir.⁷³

Orta vadeli kredi yıllık eşit taksitlerle ödeniyorsa kullanılacak formül:

$$A = \frac{M}{(1+i)^1} + \frac{M}{(1+i)^2} + \dots + \frac{M}{(1+i)^n}$$

$$M = \left\{ \frac{(1+i) - 1}{i(1+i)^n} \right\}$$

⁷⁰ Von Horne, a.g.e., s.542.

⁷¹ Hatipoğlu, a.g.e., s.220.

⁷² Büker, a.g.e., s.248.

⁷³ Türko, a.g.e., s.563.

$$M = \frac{1}{\frac{(1+i)^n - 1}{i}}$$

A – kredi tutarı

M – yıllık eşit taksit tutarı

$$\left\{ \frac{(1+i)^n - 1}{i} \right\} - n \text{ yıl süreyle elde edilecek } 1' \text{ er liranın, } i \text{ faiz oranından bugünkü}$$

değerleri toplamı

Bazen de vade bitiminde borcun tamamının ödenmesi kararlaştırılabilir.

Orta vadeli banka kredisini eşit taksitler şekline ödemek, tamamını süre sonunda ödemekten daha yararlı olabilir.⁷⁴ Taksitli ödeme durumunda işletmeler elde ettikleri gelirin bir kısmını borç ödemedeki kullanırken, bir kısmını da işletmede tutabilirler. Böylece bir yandan borç ödenirken bir yandan da işletmede yeni yatırımlar için fon birikmiş olacaktır ve bu durumda da işletmenin finansal yapısı güçlenecektir. Orta vadeli kredinin bir diğer avantajı ise orta ve küçük işletmelerde fon ihtiyacını gidermek için yeni ortak bulma durumunda kalmamalarıdır.

Çünkü yeni ortak yönetimde söz sahibi olabilir ve bu da yeni kurulan işletme için kötü olabilir. Orta vadeli banka kredileri sabit varlık yatırımlarını finanse etme, bakım onarım ve yenileme giderlerini karşılama, net işletme sermayesini artırma, borç ödemesi yapma ve bir firmayı satın alma gibi durumlarda kullanılır.

1.2.2.1.2 Yatırım Malları Kredileri

İşletmede kullanılacak makine ve teçhizatın finansmanı için kullanılan kredidir. Bu kredi banka veya finans şirketince firmaya doğrudan verilebileceği gibi, firma ile fon tedarik eden arasında bir anlaşmada yapılabilir. Anlaşmada alıcı firmanın tüm sorumluluklarını yerine getirmesi halinde malın mülkiyetini elde edeceği hükmü de olabilir. Makine ve teçhizatın kalitesine göre değerinin belli bir yüzdesi işletmeye kredi

⁷⁴ Akgüç, a.g.e., s.596.

olarak ödenir. Geri ödeme 1 ile 5 yıl arasında düzenli taksitler halinde yapılır ve bazen de süre teçhizatın faydalı ömrüne kadar uzatılabilir.⁷⁵ Kredinin geri ödenmesinde amortismanda göz önüne alınabilir.

Yatırım malları şeklinde kredilerden genellikle finansal piyasalardan ihtiyaçlarına göre fon bulamayan imalat, inşaat ve ulaştırma alanında faaliyette bulunan küçük ve orta büyüklükteki işletmeler yararlanır.⁷⁶ Bu kredi şeklinde taksitler yatırım mallarının sağlayacağı gelire göre belirleneceğinden, kredinin geri ödenmesi garanti altına alınmış olur. Ayrıca küçük ve orta büyüklükteki işletmeler peşin olarak alamayacakları teçhizata bu krediler vasıtasıyla kavuşur. Kredi faizleri diğer orta vadeli kredilere oranla yüksek olması olumsuz yönüdür. Faiz, peşinat ödendikten sonra kalan tutar üzerinden kredinin süresi boyunca hesaplanarak anapara borcuna eklenerek ödenir.

1.2.2.1.3. Rotatif Krediler

Bu krediler genellikle ticaret bankalarının ilgi alanına giren, firmanın yatırım malları için gereken finansman ihtiyacını giderme amacıyla başvurduğu bir orta vadeli fon kaynağıdır.⁷⁷ Önceden belirlenen sınır aşılmadan periyodik olarak borçlanmalar ve geri ödemelere imkan veren bir kredi türüdür. İşletme kredi borcunu geri ödedikçe, önceden belirlenen kredi miktarına kadar tekrar kredi alabilir. Genellikle bu kredileri büyük işletmeler kullandığından teminat istenmez ve kredinin işleyişi açık kredi şeklinde olur. Süre diğer kredi türlerine oranla kısadır ve süre sonuna kadar anapara ödeme zorunluluğu yoktur.

Kredi maliyeti hesaplanırken kredi veren bankanın firmanın bulundurmasını istediği mevduat tutarı ve oranı ve diğer bankanın kullandığı kredi miktarı üzerinden almış olduğu taahhüt komisyonu dikkate alınmalıdır.

1.2.2.1.4. Forfaiting

Mal ve hizmet ihracatından doğan ve gelecekte tahsil edilecek bir alacağın, vadesinden önce satılarak tahsil edilmesidir.⁷⁸ Bu işlemde amaç; senetli ve senetsiz her türlü alacağın forfaiter tarafından satın alınıp, firmalara uluslararası ticaretin

⁷⁵ Akgüç, a.g.e., s.606.

⁷⁶ Bükler, a.g.e., s.248.

⁷⁷ Türko, a.g.e., s.564.

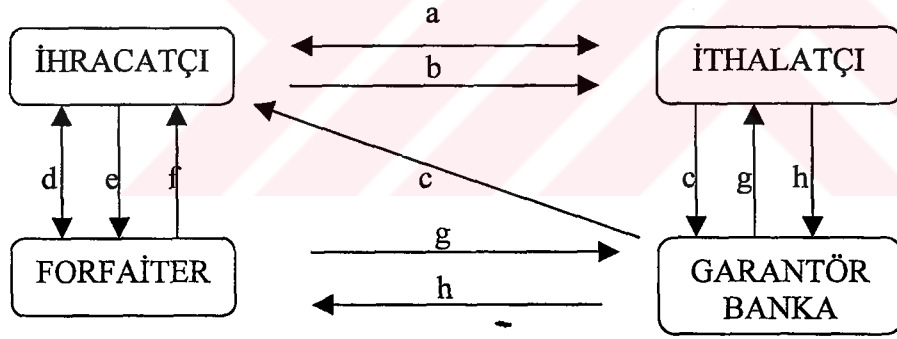
⁷⁸ Ceylan, a.g.e., s.156.

finansmanında büyük kolaylıklar sağlamaktır. Forfaiting konusu olan alacaklar genellikle senetli alacaklardır. Bu işlemde forfaiter riski üstlenmektedir. Riski üstlendiği için alacakların ödenmemesi durumunda hakkı devredene başvuramaz, yani hakkı satana rücu edemez.

Forfaiter riski üstlendiği sürece bir takım teminat ve kefalet isteme hakkına sahiptir. Bu durumda forfaiting işlemine üçüncü bir kişi veya kuruluş dahil olacaktır.

Forfaiting işleminin gerçekleşmesi için birkaç şart vardır. İhracatçı firmanın altı aydan on yıla kadar vadesi olan mal satışını kabul etmesi gerekir. Alacağın göstergesi olarak düzenlenen senetlerin altı aylık dönemler itibariyle ve seri halinde hazırlanması gerekir. Son olarak da ithalatçı firmanın bir kamu kurumu veya çok uluslu bir şirket olmaması durumunda borcun geri ödenmesini garanti etmek için bir bankanın teminat olarak gösterilmesini ithalatçı kabul etmelidir. Forfaiting genellikle orta süreli yani beş altı yıla kadar uzayan işlemler için kullanılır. Fakat piyasanın durumuna göre süre taraflar arasında belirlenir.

1.2.2.1.4.1. Forfaiting Süreci



Şekil-1.1 Forfaiting Süreci

Kaynak: Prof. Dr. R. Metin TÜRKO., Finansal Yönetim, İstanbul, 1999, s. 568.

a. Alıcı ile satıcı arasında sözleşme imzalanması. Sözleşmede malın teslimi, ödeme şartları, peşinat, kredi süresi, taksit tutarı ve taksitleri yatırılış tarihleri yer alır.

b. Malların alıcıya teslimi

c. Senetlerin alınması. Genellikle forfaiting işleminde borca karşılık bono ve poliçe istenir.

d.İhracatçı firmanın alacakları belirli bir iskonto üzerinden nakde çevirmek için forfaiter ile anlaşması.⁷⁹

e.Forfaiterin senetleri teslim alması.

f.İskonto yapıldıktan sonra ihracatçıya ödeme yapılması.

g.Senetlerin vadesinde tahsil edilmek üzere garantör bankaya teslim edilmesi.

h.Vadeleri geldiğinde garantör bankanın senet bedelini forfaitere ödemesi.

1.2.2.1.4.2. Forfaiting'in Maliyeti

Forfaiting işleminde maliyeti oluşturan öğeler; ticari risk, transfer riski, taahhüt komisyonu ve faiz riski ile sermaye kullanımının karşılanmasıdır. Maliyet hesapları genellikle forfaitere teslim edilen senetler üzerinden yapılmaktadır. Öncelikle iskonto faktörü hesaplanır, ardından forfaitere verilen ticari senedin peşin değeri hesaplanır. İskonto oranını veren formül;

Senedin süresi bir seneden uzun ise;

$$Z = \frac{100}{100 + \left[\frac{d \times X}{N} \right]}$$

Z = İskonto faktörü

X = Bir yıldaki gün sayısı

D = Faiz oranı

N = Bir yılda var sayılan gün sayısı

Senedin vadesi bir yıldan daha kısa süreli ise;

$$Z = \frac{100}{100 + \left[\frac{d \times (S+G)}{N} \right]}$$

⁷⁹ Türko, a.g.e., s.567.

S = Ticari senedin satın alınması ile vadesi arasındaki gün sayısı

G = ödemeyi geçen süre veya protesto süresi

Senedin peşin değerini veren formül;

$$D = \frac{V \times (S+G)}{100} + \frac{d}{N}$$

D = İskonto tutarı

V = Senedin nominal değeri

14

1.2.2.1.4.3. Forfaiting'in Avantajları Ve Dezavantajları

Yeni kaynak imkanı elde etmeye yardımcı olur, işlem basit olduğu için fazla bilgiye ihtiyaç duyulmaz, riski forfaiter üstlendiği için ihracatçı açısından risk ortadan kalkar, işlem sonunda ihracatçı mal bedelini hemen teslim aldığından dolayı kredili satışların finansmanı için yeni kaynak arayışı içine girmez. Bu kredi türünde faiz sabit oranlıdır. Alacakların kontrolü forfaitere verildiği için ihracatçı alacakların tahsili için zaman kaybindan kurtulmuş olur.

Dezavantajları ise; güveni bir garantör bulmanın güç olması ve risk primi taşımasından dolayı maliyetinin yüksek olması.

1.2.2.1.4.4. Türkiye' de Forfaiting

Bu tür kredinin ülkemizde kullanım alanı çok yenidir. Teknik henüz tam tanınmadığından dolayı ve ülkemizde ki bazı yasal ve hukuki sorunlardan dolayı henüz bir gelişme gösterememiştir. Oysa ki ülkemizin ihracat yaptığı Avrupa Birliği ülkeleri kendi aralarında forfaiting işlemini kullanmaktadır. Dışa açılmak konusunda istekli olan ülkemizde bu konu hakkında yeterli bir çalışma yapılmaması kaygı verici bir durumdur.

1.2.2.1.5. Finansal Kiralama (Leasing)

Finansal kiralama, belirli bir süre için kiralayan ve kiracı arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip kiralayan tarafından satın alınan bir malın mülkiyetini kiralayanda kullanımını ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup, malın kullanımını belirli bir

kira ödemesi karşılığında kiracıya bırakmak olarak tanımlanabilir.⁸⁰ Bu yöntem diğer finansman tekniklerine göre oldukça yenidir. 1950' lerden önce kiralama genellikle arazi ve bina gibi gayri menkullerle ilgili iken, bugün her türlü sabit kıymeti kiralama mümkündür.⁸¹ Enflasyon ve büyüme işletmelerin finansman ihtiyacını artırır. Bu artan finansman ihtiyacını işletmenin yalnızca özkaynaklarla finanse etmesi imkansızdır. Bu nedenle işletmeler finansman ihtiyacını gidermek için orta ve uzun vadeli kaynaklardan yararlanırlar. Burada amaç sabit varlıkları da hareket geçirerek onların hizmetlerinden de yararlanmaktır. İşletme bu amacına sabit varlıkları satın alma veya kiralama yoluyla ulaşabilir. Finansal kiralamanın temelinde para dışında bir iktisadi kıymetin borç olarak alınması yatmaktadır ve kiracı kira sözleşmesi ile yükümlülük altına girmektedir. Bu nedenle finansal kiralama, borçla kiralamanın bir şekli olarak kabul edilebilir.

Kiralamanın gelişmesinde kârın, sabit varlıklara sahip olmaktan çok, kullanımından doğduğu düşüncesinin yanı sıra, vergi yönünden amortisman oranlarının esnekleştirilmesi ve kiralama gelirlerinin vergi muafiyetinin genişlemesi temel neden olmuştur.⁸² Finansal kiralama şirketlerinin kurulması ile kiralama fikri artmış ve kiralama şirketlerinin üretici yerine riski üstlenmeleri bu yöntemin kullanım alanını artırmıştır. Finansal kiralama özellikle sermayesi çok olan ve pazarlama olanaklarının geliştiği gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmıştır ve günümüzde gelişmekte olan ülkelerde de kullanılmaktadır.

1.2.2.1.5.1. Finansal Kiralamaya Konu Olan Mallar

- Tekstil makineleri ve tezgahları
- Bilgisayar ve yüksek kapasiteli bilgi işlem üniteleri
- Matbaa makineleri
- Sanayi kalıpları
- Tıbbi cihazlar
- Santraller ve haberleşme araçları
- Otobüsler ve otomobiller
- Makineler
- Fabrikalar

⁸⁰ Ertuğrul Şenay, Finansal Kiralama, Tarihsel ve Güncel Ekonomide, Diyalog Dergisi, Aralık 1986-Ocak 1987 Sayı 28-29, s.52.

⁸¹ Eugene F. Brigham, "Finansal Yönetimin Temelleri", Florida Üniversitesi, s.93.

⁸² Şenay, a.g.e., s.54.

- İnşaat makineleri ve taşıtlar
- Hastane, otel ve tüm donanımları
- İhracata yönelik üretim bantları
- Kuru yük gemiler, tanker, ro-ro ve diğer deniz taşıtları
- Uçaklar ve helikopterler

1.2.2.1.5.2. Finansal Kiralama Türleri

a.Faaliyet Kiralaması

İşletmenin faaliyetlerini yerine getirebilmesi için ihtiyaç duyduğu varlıkları kiralama imkanı sağladığı gibi kiralanan varlıkla ilgili bir takım servis ve kolaylıklardan yararlanmayı da birlikte getirir. Kiracı kiralanan varlığın bakım ve onarım giderlerini kiralama bedeline dahil eder. Ayrıca kiralama sözleşmeleri ile istenen ödemeler kiralanan varlığın tüm maliyetini karşılamaya yeterli değildir. Sözleşme varlığın beklenen ekonomik ömründen oldukça kısa bir dönem için düzenlenir. Kiralayan tüm yatırım maliyetini, yenilenen kira ödemeleri, başka kiracılara kiraya verme ya da kiralanan sabit kıymeti satarak karşılamayı beklemektedir.⁸³ Kiracı, kira sözleşmesi bitmeden sözleşmeyi feshedebilme yetkisine sahiptir. Bu sayede kiracı varlığın demode olma riskinden kurtulur ve artık ihtiyaç duymadığı varlığı geri verebilir.

b. Finansal Kiralama

Herhangi bir makine, teçhizat, taşıt aracı ve bezeri yatırım mallarının bu malları ihtiyaç duyan müteşebbislere bir kira sözleşmesi çerçevesinde kiralınmasını içeren orta-uzun vadeli bir finansman yöntemidir. Kiralama işlemi, kiracının kiralamak istediği malı belirleyerek kiralama şirketine varlığı kendisine kiralaması için başvurmasıyla başlar, ardından kiracı ile leasing şirketi arasında bir sözleşme imzalanarak varlığın yıllık kira bedeli ve kira süresinin belirlenmesi ile kiralama işlemi tamamlanmış olur. Malın kiralama işleminde kullanım hakkı kiracıda, mülkiyet hakkı leasing şirketindedir. Kira dönemi sonunda malın ekonomik ömrü sona ermiş ise az bir miktar ödeme ile kiracıya kalabilir. Kiracının ödemesi gereken miktar çok fazla ise şirket malı geri alıp yeniden kiralayarak işletme veya satma hakkına sahip olur. Bu tür kiralamada varlığın bakım, onarım ve montaj gibi giderleri tamamen kiracıya aittir ve kiracının sözleşme bitmeden fesih hakkı

⁸³ Brigham, a.g.e., s.94.

yoktur. Leasing şirketi malın asıl sahibi olduğu için bununla ilgili ortaya çıkan her türlü vergi, resim, harç gibi giderleri kendisi karşılamak zorundadır.

c. Satma ve Tekrar Kiralama

Bazen işletmeler için bir malın mülkiyetini elinde bulundurmamak maliyetli olacağından dolayı o malı satarak tekrara kiralama yoluna giderler ve böylece maliyeti azaltmaya çalışırlar. Bu yöntem işletmenin üretim kapasitesinde herhangi bir azalma olmazken malı elinden çıkararak işletmeye ek bir finansman sağlar. Satış ve geri kiralama yöntemi, vergi avantajlarından yararlanmak için de kullanılmaktadır. Yatırım yapan bir şirket, yatırımdan dolayı vergi tasarrufu sağlayamayacaksa, yatırımın mülkiyetini bir finansal kiralama şirketine devreder ve geri alır. Kiralama şirketi, sadece vergi tasarrufu sağlamak için, malın sahibi görünümündedir. Malın gerçek sahibi ise, kiracıdır. Aslında, kiracı tarafından, kiraya verene devredilen, varlığın kendisi değil, yatırım nedeniyle doğacak vergi tasarrufudur. Varlığın sahiplik ünvanının kiraya verene devredilmesi karşılığında, bir miktar nakit ve varlığı satın alan tarafından belirli dönemlerde ödenmesi gereken senetler alınır. Aynı zamanda kiracı, varlığı sattığı şirketle, varlığı kiralamak üzere sözleşme yapar. Sözleşmeye göre, kiralama süresi boyunca, kiraya veren işletmeye, kira ödemeleri yapılacaktır. Kira bedelleri ve kiraya verenin imzaladığı senet bedellerinin miktarları ve ödeme tarihleri aynıdır. Bu nedenle, kira ödemeleri ve senet ödemeleri, sadece defterdeki kayıt işlemleri ile gerçekleşir. Kiracı ve kiralayan arasındaki tek gerçek nakit akımı, sözleşme sırasındaki ödemedir.⁸⁴

d. Diğer Finansal Kiralama Türleri

- **Doğrudan kiralama:** Bu yöntemde kiracı ile mal sahibi arasına herhangi bir kişi veya bir kuruluş girmeden yapılır.

- **Dolaylı kiralama:** Üreticinin malını bir leasing şirketi alır ve kira sözleşmesi ile kiracıya devreder.

- **Net kiralama:** Kiralanan varlığın bakım giderleri dışında tüm giderlerin kiracıya ait olduğu kiralama türüdür.⁸⁵

- **Brüt kiralama:** Varlığın bakım-onarım giderleri ile birlikte vergi, resim, harç gibi giderlerinde leasing şirketine ait olduğu kiralama şeklidir.

⁸⁴ Senan Uyanık, "Proje Finansmanında Finansal Kiralamanın Rolü", TOBB Yayınları, Ankara 1990, s.8.

- **Tam ödemesiz kiralama:** Kiralanan varlığın, kira dönemi boyunca kira bedelleri toplamının varlığın maliyetini tam karşılamayan kiralama türüdür.

- **Tam ödemeli kiralama:** Leasing şirketinin kiracı ile yaptığı sözleşme gereğince, yapılacak kira ödemelerinin sadece kiralamaya konu olan malın alınması için yapılmış olan yatırım ve harcamaları değil, bu fonun alternatif getirisini de ifade etmektedir.⁸⁶

- **Satışa yardımcı kiralama:** Bu yöntemde satıcı işletmeler müşterilerine kendileri tarafından sağlanamayan vadeleri leasing yoluyla önermektedirler. Böylece satıcı peşin mal satarken müşterinin aynı malın ücretini vadeli olarak ödemesine imkan sağlar.

- **Tesis kiralaması:** Bu tür kiralamada makine veya teçhizat değil tamamen bir tesis kiralanır.

- **Yurtiçi kiralama:** Kiralanan malın ithal olup olmadığına göre iki şekilde meydana gelir.⁸⁷

a- İthalatsız Yurtiçi Kiralama: bu yöntemde taraflar yatırımcı, ilgili ülkede faaliyet gösteren satıcı ve leasing şirketinin gerekli gördüğü durumlarda teminat kurumudur. Yatırımcı kiralayacağı malı belirler ve kiraya veren ile bir satış sözleşmesi imzalar, ardından bir leasing kuruluşuna başvurur. Leasing kuruluşu kiracı hakkında gerekli bilgileri toplayarak satıcıya bildirir. Yapılan inceleme sonucunda olumlu sonuç alınırsa yatırımcıya bir teklif götürülür. Bu teklifin ardından yatırımcı ile leasing kuruluşu bir sözleşme imzalar. Leasing kuruluşu mal bedelini satıcıya öder ve mal yatırımcıya teslim edilir. Yatırımcı sözleşme süresince kira ödemelerini ve mal için gerekli bakım, onarım ve sigorta giderlerini karşılar. Kira sözleşmesinde belirlenen süre sonunda kiracı ya malı belirli bir miktar ödeme yaparak alır ya malı iade ederek sözleşmeyi sona erdirir ya da kira sözleşmesini uzatır.

b- İthalatlı Yurtiçi Kiralama: Bu yöntemde ithalatsız yurtiçi kiralamaya benzer. En önemli fark ise kiralamada malı tedarik eden mal sahibi yurt dışındadır. Kiracının teşvik belgesinde gümrük muafiyeti ve yatırım indirimi varsa, leasing şirketi ve kiracı, Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı'na başvurarak bu belgenin leasing şirketine devredilmesini sağlar. Leasing şirketi bu belgeyi malın gümrükten geçirilmesinde kullanır ve yatırım indirimi yolu ile elde ettiği avantajı daha düşük kira ödemeleri şeklinde kiracıya yansıtır.

⁸⁵ Uyanık, a.g.e., s.9.

⁸⁶ Ceylan, a.g.e., s.78.

⁸⁷ "Finansal Kiralama", İktisat Bankası Yayınları, Şubat 1986, s.4.

- **Uluslararası kiralama:** Kiracı ile mal sahibi farklı ülkelerdedir. Bu yöntem kiracının gümrük muafiyeti yatırım belgesine sahip olup olmamasına göre ikiye ayrılır.

a- Gümrük Muafiyetli Uluslararası Kiralama: Bu kiralama şeklinde leasing şirketi finansal aracı hizmeti görür. Müşteri yurt içindeki kiralama şirketine başvurur. Leasing şirketi farklı ülkedeki bir muhabir şirket yardımı ile müşterisi için en uygun ülke ve malı belirleyerek, muhabir şirketle yatırımcı arasında bir finansman bağlantısı kurmaya çalışır. Kiralama şu şekilde gerçekleşir;

Kiracı mal sahibi ile bir satış sözleşmesi imzalar, ardından kendi ülkesindeki leasing kuruluşuna başvurur. Leasing kuruluşu kiracı ile bir kira sözleşmesi imzalar. Kiracı tescil için kira sözleşmesinin bir sureti ile Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı'na başvurur. Kiracı önceden mal sahibi ile imzaladığı satış sözleşmesini muhabir leasing şirketine devreder. Muhabir leasing şirketi mal bedelini kiraya verene öder ve malın mülkiyetini alır. Mal kiraya veren tarafından kiracıya teslim edilir. Kiracı ödemelerini TL cinsinden bankaya yapar, banka ise dövizde çevirerek muhabir şirkete ödemeyi yapar. Sözleşme sonunda kiracı isterse mala belirli bir miktar ödeyerek sahip olabilir.⁸⁸

b- Gümrük Muafiyetsiz Uluslararası Kiralama: Kiralama işleminde verilen tescil kira sözleşmesinin sonuna kadar devam eder. Mal gümrükten alınırken, tahakkuk eden gümrük bedeli kadar teminat, gümrük idaresine verilir. Kira süresi sonunda mal satın alınacaksa, malın ithal edildiği tarihte tahakkuk eden gümrük bedeli ödenmelidir. Kiralanan mal iade ediliyorsa, teminat geri alınır ve mal için hiçbir ödeme yapılmamış olur. Kiralama işlemi aynen gümrük muafiyetli kiralama işlemi gibidir. Sözleşme sonunda kiracı ya malı belirli bir bedel ödeyerek satın alır ya da malı muhabir leasing şirketine geri verir.

1.2.2.1.5.3. Finansal Kiralamanın Avantaj Ve Dezavantajları

Avantajları; işletmeler başka yollarla elde edemeyecekleri varlıkları, kiralama yoluyla elde ederler ve işletip gelir sağlarlar. Belirli dönemlere dağıtılmış kira ödemeleri sayesinde sıkıntıya düşmezler.

Kiralama yardımıyla yurtdışından her türlü makine ve teçhizat getirilebilir. Mala sahip olma yerine kiralama yolu tercih edildiği için bakım, onarım ve sigorta gibi giderlerden kurtulur. Bankalardan kredi tedarik edemeyen işletmeler için %100 bir

⁸⁸ Finansal Kiralama, İktisat Bankası Yay., Şubat 1986, s.8.

finansman sağlar. Süre uzun olduğu için işletmeler fon sıkıntısı çekmeden ödemeleri yapabilirler. Kiralama ile işletme hızlandırılmış amortisman yöntemini kullanarak, kiralanan varlığın daha hızlı ve kısa sürede amorti edilmesini sağlar. Kiralama ile elde edilen finansman diğer finansman kaynaklarına göre daha ucuzdur. Ayrıca kiracı makine ve teçhizatın demode olma riskine karşılık kendisini korur. İşletmenin ihtiyaç duyduğu varlıkları kiralama ile elde etmesi, satın alma durumunda kullanılacak finansmanların başka alanlarda kullanılmasına olanak tanır. Böylece işletme likiditesi ve karlılığı artar ve işletme yatırımı bu yolla finanse edilirse borçlanma potansiyeli başka alanlarda kullanılır. Kiralama ile bilançodaki borç kalemlerinin az görülmesi, işletmeye borç bulma imkanı tanır. Mal satın alınmayıp, kiralandığı için işletmeye vergi avantajı sağlar. Paranın hızla dönmesi nedeniyle enflasyon döneminde koruyucu görev görür.

Dezavantajları ise; kiracı kira sonrasında malın hurda değerinden yoksun kalmaktadır. Kiracı firma hızlandırılmış amortisman ve teşvik tedbirlerinden yararlanamaz.⁸⁹ Malın mülkiyeti kiracıda olmadığı için, kiracı borçlanma durumunda bu malları teminat olarak gösterememektedir. İşletmenin kiraladığı mal üzerinde serbest kullanım hakkı yoktur. Enflasyonist ortamda, kur riskinin kiracı üzerinde kalması önemli bir risktir. Bu nedenle dövizle yurtdışında yapılan leasinglerde uzun vadede kur riski önemli bir maliyet artışına ve belirsizliğe yol açabilir.⁹⁰

1.2.2.1.5.4. Türkiye’ de Finansal Kiralama

Türkiye’ de 1980’ li yılların sonlarında itibaren gelişme göstermeye başlamıştır. Finansal kiralama sözleşmesine taşınır ve taşınmaz her türlü mal konu olabilir. Bu malların özellikleri; kira sözleşmesi sonunda aynen iade edilebilecek yapıdadır. Kendi başına kullanım olanağı vardır ve tükenmeye tabi nitelikte değildir. Sözleşmeyi noter hazırlar. Kiralama bedeli ve ödeme dönemleri taraflarca belirlenir, bedel TL veya Merkez Bankası tarafından alım satımı yapılan döviz cinsinde belirlenir. Kiralama sözleşmesi 4 yıllık bir süre için belirlenir ve bu süre içerisinde feshedilemez. Sürenin kısa tutulabileceği özel durumlar vardır. Bunlar; teknolojik değişim, ekonomik yararlanma ve işletme süresi itibariyle kullanımının 4 yıldan kısa olduğu Hazine Müsteşarlığı tarafından onaylanan mallar, yurtiçi veya yurtdışında ilk sözleşmenin devamı niteliğinde yeniden kiralama sözleşmesine konu olan mallar ile yurtiçi veya yurtdışında savaş hali, yangın, tabii afetler

⁸⁹ Türko, a.g.e., s.366.

ve ağır kazalar gibi kiralama konusu malın, kiralayanın veya kiracının zarar gördüğü durumlar da süre kısa tutulabilir.⁹¹

Finansal kiralama kanunun 9. maddesine göre kiralama konusu olan malın mülkiyeti kiralayan şirkete aittir. Ancak taraflar sözleşmede, sözleşme süresi sonunda kiracının malın mülkiyetini satın alabileceğini kararlaştırabilirler. Türkiye’ de finansal kiralamanın uygulama alanı bulabilmesi için teşvik ve gümrük vergilerinde özel hükümlere yer verilmiştir. Ülkemizde leasing işlemleri bu amaçla kurulmuş özel finans kurumları ve finansal kiralama şirketlerince yapılmaktadır.

1.2.2.1.6. Diğer Orta Vadeli Finansal Kaynaklar

a – Ertelenmiş ve Taksitli Bağlanmış Vergi Borçları: Ülkemizde yatırım malları sayılan ve ithali uzun süren malların gümrük vergileri, malların gümrükten geçtiği tarihten itibaren en az beş yıllık bir dönemde ve eşit taksitlerle ödenmesi kararı alınmıştır. Bu işlem işletmelere finansman kolaylığı sağlayan bir orta süreli fon kaynağıdır.

b– Orta Süreli Tahvil Çıkarılması: Yüksek enflasyonun olduğu dönemlerde tahvillerde orta süreli fon kaynağı olarak işlem görürler. Böyle bir ortamda geleceğin belirsizliği ve faiz oranlarının sürekli değişmesi gibi nedenlerden dolayı tahviller en fazla üç yıl vadeli olarak ihraç edilir ve bazen de tahvil ihraçtan bir yıl sonra paraya çevrilebilir.⁹²

1.2.2.2.Uzun Vadeli Finansman Kaynakları

1.2.2.2.1. Sermaye yapısı

Sermaye yapısı, bir işletmenin finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklarla özkaynakların oluşturduğu yapıdır. Sermaye yapısı kararlarının temel amacı, uzun süreli fon kaynaklarının uygun bir bileşimini elde ederek firmanın pazar değerini en üst düzeye çıkarmaktır. Optimal sermaye yapısı olarak adlandırılan bu karışım, firmanın toplam sermaye maliyetini en aza indirir. İşletmenin sermaye yapısı kararları ile ilgili dört yaklaşım vardır. Bunlar:

1.Net faaliyet geliri yaklaşımı

⁹⁰ Halit Soydan ve Metin Berk, Dünya Dergisi, 14-16 Ocak 1986, s.2.

⁹¹ Toroslu, a.g.e., s.102-103.

⁹² Türko, a.g.e., s.571.

2.Net gelir yaklaşımı

3.Geleneksel yaklaşım

4.Modigliani-Miller yaklaşımı

Bu yaklaşımların dayandığı temel varsayımlar; incelemelerde gelir vergisi söz konusu değildir, işletmenin elde ettiği kârın tamamı kâr payı olarak dağıtılmaktadır. İşletmede herhangi bir maliyet söz konusu değildir. Vergi ve faizden önceki kâr ile faaliyet riski sabittir.

1.2.2.2.1.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

İşletmenin toplam sermaye maliyetini, borçların ve dolaşımdaki pay senetleri değerinin kullanılan kaldıraç derecesinden bağımsız olduğunu kabul eder.⁹³⁹⁴ Net faaliyet geliri yaklaşımını savunanlara göre ortalama sermaye maliyetinin sıfır kalma nedeni, firmanın toplam riskinin sermaye yapısındaki değişmeye uyarak değişmeyip aynı kalmasıdır. Bu toplam risk tamamen özkaynakla finanslama durumunda ortaklar tarafından yüklenmiştir. Borçla finanslamaya gidilince riskin bir kısmı alacaklılara yansıtılmaktadır. Bu durumda firmanın toplam değeri sermaye yapısını oluşturan uzun vadeli borç ve özvarlık miktarlarından bağımsız olarak belirlenir. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre işletmenin piyasa değeri, net faaliyet gelirinin sabit bir iskonto oranına indirgenmesi ile bulunur.

İşletmenin piyasa değeri V_1 , faiz ve vergiden önceki kazanç FVÖK ve ortalama sermaye maliyeti k_0 olarak gösterirsek;

$$V = \frac{FVÖK}{k_0} \quad \text{olur.}$$

Özsermayenin toplam değeri, işletmenin toplam piyasa değerinden toplam borçların çıkarılması ile bulunur. Yani;

$$S = V - B \quad \text{olur.}$$

Özsermayenin maliyeti ise;

$$k_e = \frac{FVÖK - I}{S}$$

Bunun anlamı, işletmenin finansal kaldıracı arttıkça özsermaye maliyeti de artar demektir.

Örnek: Bir firmanın %5 faiz oranında 6000 TL kullandığını varsayalım. FVÖK 2000 TL ve sermaye maliyeti % 10 olursa firmanın Pazar değeri ne olur?

$$V = \frac{FVÖK}{k_0} = \frac{2000}{0.10} = 20.000 \text{ TL}$$

Hisse senetlerinin maliyeti;

$$\text{Hisse başına gelir} = FVÖK - I = 2000 - (6000 \times 0.05) = 1700 \text{ TL}$$

Hisse senetlerinin piyasa değeri;

$$S = V - B = 20.000 - 6.000 = 14.000 \text{ TL}$$

Özsermaye maliyeti;

$$k_e = \frac{HBK}{S} = \frac{1.700}{14.000} = \%12.14$$

$$\text{Borç/özsermaye oranı} = \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}} = \frac{6.000}{14.000} = \% 42.86$$

Borç faiz oranının aynı kaldığını varsayalım. Firma borçları 10.000 ' e çıksın, hisse senedinin Pazar değeri de 10.000' e düşsün. Buna göre firmanın Pazar değeri;

⁹³ Özdemir, a.g.e., s.319.

$$V = \frac{FVÖK}{k_0} = \frac{2000}{0.10} = 20.000 \text{ TL}$$

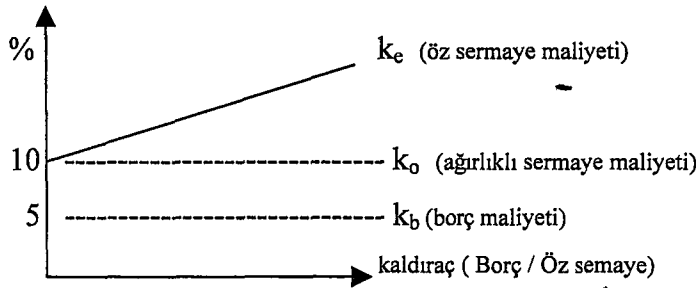
$$HBK = FVÖK - I = 2.000 - (10.000 \times 0.05) = 1.500 \text{ TL}$$

$$S = V - B = 20.000 - 10.000 = 10.000 \text{ TL}$$

$$k_e = \frac{HBK}{S} = \frac{1.500}{10.000} = \%15$$

$$\text{Borç/öz sermaye oranı} = \frac{\text{Borç}}{\text{Öz sermaye}} = \frac{10.000}{10.000} = \% 100$$

Net faaliyet geliri yaklaşımı, kârın kaldıraç derecesinin değişiminden etkilenmeden sabit kaldığını kabul ettiği için, “kaldıraç etkisi ile sermaye maliyeti değiştirilemez” görüşünü vurgular. Bundan dolayı yaklaşım optimal sermaye yapısının olmadığını kabul eder.



Şekil:1-2; Net faaliyet geliri yaklaşımına göre sermaye maliyetinin gösterimi

1.2.2.2.1.2.Net Gelir Yaklaşımı:

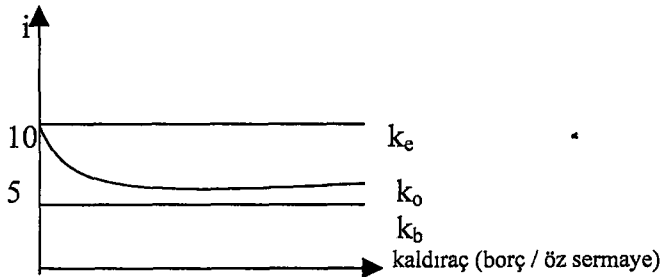
Net gelir yaklaşımına göre işletmeler sermaye yapılarındaki öz kaynaktan daha ucuz olan borcun miktarını artırarak, sermayenin maliyetini düşürürken, hisse senedinin piyasa değerini artırır.

Firmanın finansman kaldıracı kullanımı ile hem ağırlıklı sermaye maliyeti (k_o), hem de hisse senedi piyasa değeri (P_o) değeri değişebilir. Ancak firma ne ölçüde borca başvurursa vursun, ne borç maliyeti (k_i), ne de öz sermaye maliyeti (k_e) değişmez. Borç maliyeti öz sermaye maliyetinden düşük olduğu sürece, firmanın borçlanması ortalama sermaye maliyetini düşürür. Böylece borç maliyeti kullanımının firma hisse senetlerinin değerini artırıcı bir etkisi olur.

Örnek: Firma iki finanslama seçeneği arasında karar verecektir. Birincisi 3.000 TL, diğeri ise 6.000 TL miktarında borçlanarak firmanın piyasada 3.000 TL değerindeki hisse senedini tekrar geri satın almak istemektedir. İşletme ortaklarının istediği karlılık oranı her iki durum içinde %10'dur. Senet sahiplerinin kârlılık beklentisi ise %15 ve kârın 1.000 TL olduğu kabul edilirse:

	Birinci Durum	İkinci Durum
Brüt (kar)	1.000	1.000
Faiz (-)	150	300
(Kar)	850	700
Kapitalizasyon oranı	0.10	0.10
(öz sermaye (karlılığı))		
Öz sermaye	8.500	7.000
Borçlar(+)	3.000	6.000
Toplam sermaye	11.500	13.000
Toplam sermaye	1.000	1.000
kârlılığı	$\frac{1.000}{11.500} = \%8.7$	$\frac{1.000}{13.000} = \%7.7$

Dış kaynak maliyetinin sabit olmasına karşılık, sermaye yapısında meydana gelen bir değişimin toplam sermaye kârlılığına etkisi şu şekilde gösterilir:

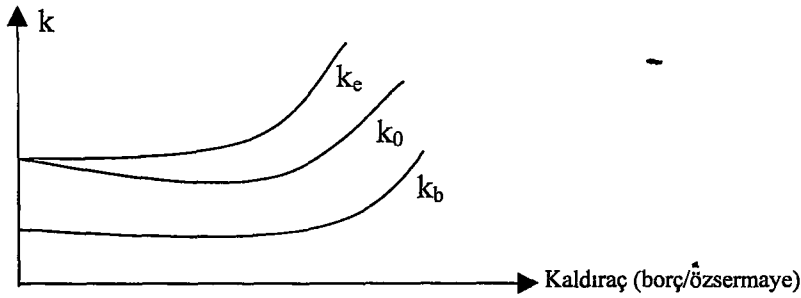


Şekil:1-3; Net gelir yaklaşımına göre sermaye maliyetinin gösterimi

1.2.2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Bu görüş net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımının tartışılan varsayımları dikkate alınarak geliştirilmiştir. Geleneksel görüşe göre bir firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve firma, kaldıraç faktörlerinden yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir. Firma sermayesine katılımın, borç vermeye kıyasla daha riskli olması nedeniyle ortakların bu riski de karşılayacak şekilde nominal faiz haddinin üzerinde kâr beklmeleri özsermaye maliyetinin, yabancı kaynak maliyetinden yüksek olmasına yol açmaktadır. Bu durumda firma sermaye yapısını değiştirerek, daha fazla yabancı kaynaktan yararlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir.

Bu görüşe göre bir firma aşırı miktarda borç kullanacaksa, borcun faiz oranı ve hisse sahiplerinin kazançlarına uygulanan kapitalizasyon oranı borç kullanımı nedeniyle artan risk primleri kadar yükselmeyecek, özsermaye getirisi sabit kalacaktır. İşletmede kabul edilecek miktarda borç artışı, özsermaye riskini artırmayacaktır veya artan risk önemsiz miktarda olduğu için hisse senedi sahiplerine, senetleri ellerinde tutmaları için fazladan bir ödeme yapma zorunda kalmayacaktır. Bu durumda belirli bir borç/özsermaye oranına kadar firmanın fon ihtiyacını karşılamak için borç oranını artırması şirketin piyasa değerini artıracak, sermaye maliyetini düşürecektir. Ancak bu noktadan sonra artan kapitalizasyon oranı borç kullanımının sağladığı ek gelirleri ortadan kaldıracak ve şirketin pazar değeri düşmeye, sermaye maliyeti artmaya başlayacak ve toplam sermaye maliyeti önce durup sonra artacaktır.



Şekil 1.4; Geleneksel yaklaşıma göre sermaye maliyetinin gösterimi

Geleneksel görüş optimum bir sermaye yapısının bulunduğunu ve firmanın kaldıraç etkisi ile pazar değerini artırabileceğini kabul etmektedir.⁹⁴

⁹⁴ Gönenli, a.g.e., s.467.

Örnek: Firma %5 faizden 6.000 TL borç kullansın. FVÖK 2.000 TL ve firmanın özsermaye maliyeti %12 dir.

Firmanın pazar değeri;

$$\text{Hisse başına kâr} = \text{FVÖK} - I = 2.000 - (6.000 \times 0.05) = 1.700 \text{ TL}$$

$$V = S + B = \text{HBK}/k_e + B = 1.700/0.12 + 6.000 = 20.167 \text{ TL}$$

$$\text{Toplam sermaye maliyeti } k_0 = \text{FVÖK}/V = 2.000/20.167 = \%9.9$$

$$\text{Borç/özsermaye} = 6.000/14.167 = \%42.35$$

Şimdi firmanın borçlarının 10.000' e çıktığını farzedelim. Bu durumda faiz %6' ya özsermaye maliyeti de %14' e çıksın.

$$\text{Hisse başına kâr} = 2.000 - (10.000 \times \%6) = 1.400 \text{ TL}$$

$$V = \text{HBK}/k_e + B = 1.400/0.14 + 10.000 = 20.000 \text{ TL}$$

$$\text{Borç/özsermaye} = 10.000/10.000 = \%100$$

Örnekten görüldüğü gibi; optimum sermaye yapısı, sermaye oranı %100' e gelmeden önce bir noktada gerçekleşmektedir.

1.2.2.2.1.4. Modigliani – Miller Yaklaşımı:

Modigliani ve Miller'e göre tam rekabet şartlarında herhangi bir firmanın ortalama sermaye maliyeti, sermaye yapısından tamamen bağımsız olarak oluşur ve aynı risk gurubundaki özkaynak geliri akımının kapitalizasyon oranına eşittir. Bu teori net faaliyet geliri yaklaşımının gelişmesi, açıklanması ve yatırımcıların davranışlarının dikkate alınması sonucu ortaya çıkmıştır.⁹⁵ M– M'nin bu konularla ilgili elde ettikleri sonuçlar bir dizi varsayımlara dayanmaktadır. Bu varsayımların çoğunun gerçekçi olmadığı düşünülse de, varsayımlarda yapılan düzeltmeler sonucunda da M–M'nin ortaya koydukları görüşlerde değişiklik olmadığı görülmektedir.⁹⁶

1.2.2.2.1.4.1. M–M'nin Modelinin Varsayımları

Sermaye pazarlarında tam rekabet şartları geçerlidir. Sermaye pazarı ile ilgili tüm bilgiler karşılıklı ödenmeksizin birikim sahiplerince kolaylıkla sağlanmakta, pazardaki

⁹⁵ Cevat Sarıkamış, "Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi", Basılmamış Doçentlik Tezi, İ.Ü. İşletme fakültesi, İstanbul, 1970 s.42.

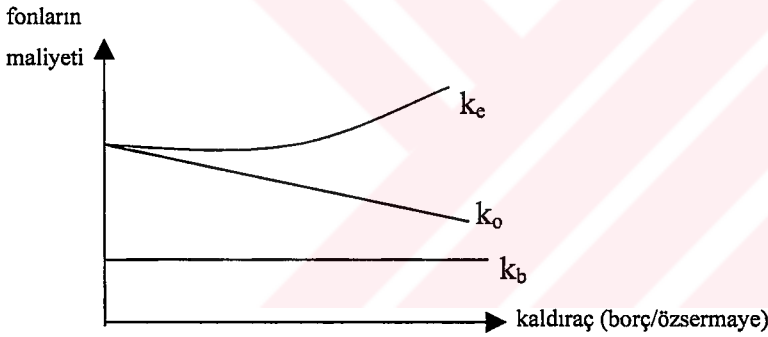
⁹⁶ Tülin Akkum, Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Maliyeti, Yatırım ve Finansman Kararları İle İlgili Teorik Çalışmalar, Basılmamış Doktora Seminer Çalışması, İ.Ü. İşletme Fakültesi, İstanbul 1993, s.7.

işlemler ayrıca bir gider gerektirmemekte, bütün finansal varlıklar, en küçük parçalara kadar bölünebilmekte ve birikim sahipleri rasyonel davranmaktadır.

Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır. Firmalar aynı risk grubunda sınıflandırılabilirler. Aynı risk grubundaki firmalar aynı büyüklüğe sahip olmak zorunda değildir, ancak aynı sınıftaki bütün firmaların gelirleri, aynı işletme riskini taşımalıdır ki yatırımcılar beklenen faaliyet gelirini aynı kapitalizasyon oranı ile kapitalize edebilsinler.⁹⁷

1.2.2.2.1.4.2. M- M 'nin Vardığı Sonuçlar

Yukarıdaki varsayımlar dayanarak şu sonuçlara varılmaktadır.⁹⁸ Firmanın "pazar değeri ve sermaye maliyeti onun sermaye yapısından tamamen bağımsızdır. Bir firmanın pazar değeri, gelecekte sağlayacağı nakit akışının, söz konusu firmanın girdiği risk sınıfına uygun olarak belirlenmiş iskonto oranı ile indirgenmesine eşittir.



Şekil 1.5: Modigliani-Millere göre sermaye maliyetinin gösterimi

Şekilde de görüldüğü gibi, işletmenin toplam piyasa değeri, işletme borçlandıkça artar.

Bir firmanın borçlanması nedeniyle finansman riski arttığı takdirde özsermaye maliyeti de artar. Yani ucuz yabancı kaynak bulmanın ortalama sermaye maliyeti üzerine olabilecek olumlu etkisi, özsermaye maliyetinin yükselmesiyle ortadan kalkar. Yatırım kararlarının alınmasında kullanılacak iskonto oranı veya yatırım kararları için öngörülecek

⁹⁷ Sarıkamış, a.g.e., s.42.

⁹⁸ Akgüç, a.g.e., s.445.

minimum kârlılık oranı yatırım finansman şeklinden tamamen bağımsızdır. Bu görüş yatırım kârlarını finansman kârlarından tamamen ayırmaktadır.

Modigliani – Miller, bir yatırım projesi ne şekilde finanse edilirse edilsin, bu olgunun yatırım kararları üzerine etkisi olmadığını, yatırım ve finansman kararlarının birbirinden bağımsız olduğunu savunmaktadırlar.

Modigliani-Miller görüşünün geçerliliği, sermaye pazarında arbitraj yapılması imkânına dayanır. Yani ellerinde senet bulunanlar, senetlerini satıp, yerine kendileri için daha kârlı olan yeni senetler alarak, net faaliyet geliri eşit, aynı risk sınıfına giren işletmelerin pazar değerlerinin birbirinden farklı olmasını önlemektedir. Herhangi bir şirket ucuz yabancı kaynakla sermaye yapısını değiştirerek daha yüksek bir piyasa değerine ulaşır. Arbitraj nedeniyle ortaklar aynı risk sınıfındaki finansal riski az olan işletmenin hisse senetlerini alarak sermaye piyasasındaki fiyat artışı ile diğer işletmenin hisse senetlerini dengeye getirir.⁹⁹ M-M' ye göre aynı risk grubuna giren ve net faaliyet kârları aynı olan firmaların piyasa değerleri birbirine eşit olacaktır. Modigliani-Miller görüşüne göre, işletmelerde optimal sermaye bileşeni yoktur. Gerçekte de sermaye piyasalarının mükemmel olduğu ve yatırımcıların akılcı davrandıklarını söylemek imkansızdır.¹⁰⁰

M-M' nin dayandığı varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle eleştirilmiştir. Eleştiriler şu konuları kapsamaktadır;¹⁰¹

Sermaye piyasalarında tam rekabetin tamamıyla geçerli olduğu söylenemez ve hisse senetleri hakkında bilgi elde etmek için belirli maliyetlere katlanmak gerekir. Alım satım işlemlerinin bir maliyeti vardır ve bu da arbitrajı sınırlar. Sağlanacak fayda yapılan işlemin ortaya çıkardığı masrafları aştığı zaman arbitraj yapılabilir. Sermaye piyasalarında kaynak sağlayıcı kurumlar hemen arbitraja girmezler çünkü bu tasarruf kurumlarının portföyünde arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktiren bürokratik engeller vardır. Sermaye piyasalarının etkin çalışmayışı, kredi maliyetlerinin işletmelere göre farklılık göstermesine sebep olur. Bu modele göre şirket iflas ettiği zaman, şirketin varlıkları hiçbir tasfiye işlemine katlanılmaksızın ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilebilecektir. Bu görüş ancak tam rekabet şartları altında kabul edilebilir. Normal pazar şartları altında hem varlıkların ekonomik değerlerini bulacaklarını savunmak güçleşir, hem de araya tasfiye giderleri girer.

⁹⁹ Ceylan, a.g.e., s.66.

¹⁰⁰ Ezra Solomon, The Theory of Financial Management, Colombia University Press, New York, 1963, s.31-38.

¹⁰¹ Türko, a.g.e., s.512.

Bu durumda, sermaye yapısında borçla finansmana yer veren işletme, özellikle borç/ özsermaye belirli bir oranı aştığında daha yüksek sermaye maliyetine ve daha düşük pazar değerine konu olacaktır.

Sermaye yapısının oluşumu ile ilgili olarak günümüzde yapılan ampirik çalışmaların hiçbiri hangi yaklaşımın daha geçerli olduğunu ortaya koyamamıştır.

1.2.2.2.2. Optimal Sermaye Yapısı

M-m tarafından ortaya atılan modern sermaye yapısı teorisi genişletilerek, hisse senedi fiyatları ve sermaye maliyetini, sermaye yapısının nasıl etkileyeceğine dair ampirik verilerle çeşitli teorik modelleri deneye tabi tutmuşlardır. Bütün bu çalışmaların sonucunda kesin bir optimal sermaye tanımı yapılamamıştır.¹⁰²

Optimal sermaye yapısı, işletmenin toplam piyasa değerinin en yüksek ve ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu sermaye yapısıdır. Teoriye göre her firma kendi optimal sermaye yapısını aramalı ve yatırım projelerini bu optimal yapı bozulmayacak şekilde finanse etmelidir. Finansal yönetici için optimal sermaye yapısını belirlemek oldukça zordur. Bunun için çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Ancak bu yöntemlerin hiç birisi sorunu çözmede yeterli olamamıştır. Çünkü endüstriden endüstriye hata endüstrideki her işletme arasında bile sermaye yapısı farklılığı vardır. Yine de sermaye yapısını belirlemek için kullanılan yöntemler finans yöneticisinin doğru karar almasına yardımcı olmaktadır. Bu yöntemleri şu şekilde açıklayabiliriz;

1.2.2.2.2.1. Faiz Ve Vergiden Önceki Kâr-Hisse Başına Gelir Analizi

Kaldıraç faktörünün etkisini incelemede yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Burada amaç, faiz ve vergiden önceki kâr ile ilgili bir takım varsayımlar altında alternatif finansman şekillerinin karşılaştırmasını yapmaktır.

Örnek: ABC A.Ş.'nin 20.000.000 TL tutarında finansman ihtiyacı ve piyasada 10.000 adet hisse senedi bulunmaktadır. Firma, finansman ihtiyacını iki şekilde karşılayabilecektir:

a- Sermaye artırımı yolu ile (20.000 adet, nominal değeri 1.000 TL olan hisse senedi çıkararak)

b- Borçlanma ile (% 42 faizli tahvil ihraç ederek)

Faiz ve vergiden önceki kâr 10.000.000 TL

¹⁰² Brigham, a.g.e., s.663.

Hisse başına gelir etkisi şu şekilde olacaktır;

	1. Alternatif Sermaye Artırımı ile Finansman	2. Alternatif Borçlanma ile Finansman
Faiz ve vergiden önceki kâr	10.000.000 TL	10.000.000 TL
Faiz (%42) (-)	-	4.200.000 TL
Vergiden önceki kâr	10.000.000 TL	5.800.000 TL
Vergi (%50) (-)	5.000.000 TL	2.900.000 TL
Vergiden sonraki kâr	5.000.000 TL	2.900.000 TL

Hisse senedi sayısı 1. Alternatifte 30.000 , ikinci alternatifte 10.000 'dir.

Bu durumda hisse başına kâr;

1. alternatifte: $5.000.000 / 30.000 = 166$ TL

2. alternatifte: $2.900.000 / 10.000 = 290$ TL olur.

ABC firmasının FVÖK' ün 10.000.000 TL olması durumunda borçlanma yolu ile finansmana gidilmesi daha avantajlı olmaktadır.

Hisse başına gelir şu formülle de hesaplanır:

$$\text{Hisse başına gelir} = \frac{(\text{FVÖK} - \text{Faizler}) (1 - \text{Vergi oranı})}{\text{Piyasadaki hisse senedi sayısı}}$$

Hisse başına gelir bakımından sermaye artışı veya borçlanma yolu ile finansmandan hangisinin tercih edilmesi gerektiği, borçlanmanın hangi FVÖK seviyesinden sonra daha avantajlı olmaya başladığını aşağıdaki formülle hesaplayabiliriz.¹⁰³

$$\frac{(X-F_1) (1-t)}{H_2} = \frac{(X-F_2) (1-t)}{H_1}$$

X - borçlanmanın daha avantajlı olduğu FVÖK seviyesi

F₁ - sermaye artışı ile finansman halinde ödenecek faiz tutarı

F₂ - borçlanma ile finansman halinde ödenecek finansman tutarı

H₁ - yeni hisse sendi çıkarılmadığı takdirde hisse senedi sayısı

H_2 - sermaye artışı halinde piyasadaki hisse senedi artışı
 t – kâr üzerinden ödenecek vergi tutarı

Bu formüle göre örneği çözdüğümüzde;

$$(X-0) (1-0.50)/30.000 = (X-4.200.000) (1-0.50)/10.000$$

$$X = 6.300.000 \text{ TL}$$

Formülde yer alan X değeri bulunduktan sonra, bu değer ile firmanın FVÖK' ü karşılaştırılır. Eğer firmanın FVÖK' ü, X değerinden küçük ise ek finansman ihtiyacı hisse senedi çıkarılarak giderilmelidir. Buna karşılık firmanın FVÖK' ü, X değerinden büyük ise hisse başına geliri artırmak için tahvil çıkararak finansman ihtiyacını karşılamak daha uygun olur.¹⁰⁴

Sermaye artırımını veya borçlanma yolu ile finansmanda, FVÖK ve HBG analizlerinin faiz ödemelerinin önceliğini dikkate almaması yöntemin en büyük eksikliğidir.

1.2.2.2.2. Nakit Akışı Analizi

Nakit akışı kavramı yıllık kapanış hesaplarında, bilanço analizlerinde ve menkul kıymetlere ait analizlerde bir değerlendirme ölçüsü olarak kullanılmıştır. Nakit akışı analizi ile firmanın sağladığı kaynak girişi ve satış hasılatından elde edilen nakit girişlerini tespit etmek mümkündür. Bu sayede dönem sonunda elde edilen kâr/zarar hesaplarının esas alınması ile gelecekte beklenen likidite değişimlerinin incelenmesi, diğer bir ifade ile bilanço, dönem kârı, yedek akçeler ve amortismanlar gibi kâr/zararı ilgilendiren hesaplar ile finansal yapı üzerindeki etkilerinin belirlenmesiyle, firmanın nakit girişi ve çıkışlarının durumu düzenlenebilmektedir¹⁰⁵

Firma, borçların anapara ve faiz taksitleri, donatım kiralaması yoluyla finansman sağlamışsa kira bedeli, imtiyazlı hisse senedi çıkarmışsa bu senetlere ödenecek kâr paylarında meydana gelen sabit yüklere ek olarak, firmaya bir takım yükümlülükler getirecek yeni bir girişimde bulunmadan önce, gelecek dönemlerdeki nakit akışının, sabit yüklerini karşılamaya yeterli olup olmadığını analiz etmelidir. Eğer firmanın nakit girişleri

¹⁰³ Akgüç, a.g.e., s.515.

¹⁰⁴ Ceylan, a.g.e., s.197.ş

¹⁰⁵ Osman Altuğ, "Finansal Yönetim, İlkeler ve Uygulamalar" Marmara Üniversitesi Yayın No:466, İstanbul 1988 s.204.

devamlı artış eğilimleri gösteriyorsa, bu firma daha fazla borç kullanabilir. Kaldıraç faktöründen faydalanmanın getireceği finansman riski, firmanın sabit yükümlülüklerini karşılama kapasitesi ile birlikte analiz edilmelidir ve gelecekte sabit yükümlülükleri karşılama gücüne sahip olup olmadığını anlamak için nakit bütçesi hazırlanmalıdır.

1.2.2.2.3. Nakit Akışı Analizi, Borç/Özsermaye ve Sabit Yükümlülükleri Karşılama Oranı:

Yönetim açısından, finansman riskinin tespit edilmesinde, borçlanmanın getirdiği sabit yükümlülükleri karşılama imkanı konusunda yapılan nakit akışı analizi en iyi metottur. Ancak kredi piyasasında veya firmanın sermaye piyasasına başvurması halinde firmanın finansman riski, bu konuda uzmanlaşmış kişi veya kurumlar dışında, firmanın borç/özsermaye, borç/aktif toplamı, özsermaye/maddi duran varlıklar gibi oranlarına bakılarak değerlendirme yapılmaktadır. Borç/özsermaye oranı ile firmanın sabit giderlerini karşılayabileceği nakit akışı yeteneğine ait sabit giderlerin tutarı arasında bir ilişki bulunmayabilir. Bazı firmaların borç/özsermaye oranı nispeten yüksek olduğu halde, borcu karşılayabilecek nakit akışı yeteneği de güçlü olabilir.

Bu sonuca göre, borç/özsermaye oranları yalnız başlarına aldatıcı olabilmekte ve firmanın uygun sermaye yapısının belirlenmesi bakımından sabit giderlere ait nakit akışlarının büyüklüğünün ve devamlılığının analizinde büyük öneme sahip olduğu görülmektedir. Kreditörler ile yatırımcıların firmanın borçlarını karşılayabilecek nakit akışı yeteneğini analiz etmeleri ve yönetimin risk tercihlerinin bu yatırımcılarınkine uygun düşmesi durumlarında bu esasa dayanarak verilmiş sermaye yapısı kararlarının da, hisse senedi fiyatını maksimum yapma eğiliminde olması gerekir.¹⁰⁶

91

1.2.2.2.4. Aynı Endüstri Dalında Benzer Firmaların Sermaye Yapısı İle İlgili Oranların Karşılaştırılması:

Finans yöneticisinin optimal sermaye yapısı konusunda, bir endüstri dalındaki benzer firmaların oranlarını dikkate alarak sağlıklı sonuçlara ulaşması her zaman mümkün olmayabilir. O endüstri kolundaki firmalar dikkatli bir şekilde finanse edilmiş; borçlanma

¹⁰⁶ Van Home, a.g.e., s.213.

kapasitelerinin çok daha geniş olmasına karşılık bu kapasitelerinin tamamını kullanmamış olabilirler.¹⁰⁷

Karşılaştırma yapılan firmalar, benzer firmalardan belirli ölçülerde farklı bir sermaye yapısı üzerinde düşünmekteyse de bu durum pazarın gözünden kaçmayacaktır. Fakat böyle düşünen firma hatalıdır. Çünkü, sanayi dalındaki diğer firmalar, borç kullanımı konusunda tutucu olabilirler. Sanayi dalındaki tüm firmalar için optimal sermaye yapısı, sanayi dalı ortalamasından daha yüksek bir borç/özsermaye kullanımını gerektirebilir.¹⁰⁸

1.2.2.2.5. Kişisel Değer Yargıları Ve Görüşler

Finans yöneticisi, optimal sermaye yapısı konusunda yatırım analistlerinin, danışmanlarının, sermaye piyasasına aracılık yapan kuruluşların, kurumsal tasarrufları menkul değerlere yatıran kuruluşların ve bankaların görüşlerini alarak bir sonuca ulaşabilir. Bu görüşler büyük ölçüde piyasanın, optimal sermaye yapısı konusunda bir firmanın hangi noktaya kadar kaldıraç faktöründen faydalanması gerektiği konusundaki yargısını yansıtır. Görüşleri alınan kişi ve kuruluşlar optimal sermaye yapısı konusunda piyasayı da etkileyebilirler.¹⁰⁹

1.2.2.2.6. Kaynaklar Arası Seçimde Göz Önünde Tutulacak İlkeler

1.Uygunluk

Uygunluk kelimesi ile, sermaye yapısı oluşturulurken hangi tür aktiflerin, hangi tür kaynaklarla finansmanının yapılması gerektiği anlatılmaktadır. Yani; kısa vadeli kaynaklarla cari aktifler, uzun vadeli kaynaklarla sabit aktifler finanse edilmelidir.

¶

2.Risk

Finansal kaldıraçtan en iyi şekilde yararlanmayı amaçlayan spekülative bir finansman şekli büyük kâr sağlayabileceği gibi firmanın varlığını da tehlikeye düşürebilir. Firmanın varlığını devam ettirebilmesi en önemli amaçlarından biridir.

¹⁰⁷ Akgüç, a.g.e., s.521.

¹⁰⁸ Van Horne, a.g.e., s.314.

3.Maliyet

Firmalar, finansman kaynakları arasında bir seçim yaparken maliyeti ve finansman şekillerinin kârlılık üzerine etkisini de göz önüne almalıdırlar.

4.Esneklik

Esneklik ile, firmada daha önce kullanılan finansman şekillerinin gelecekteki finanslamayı nasıl etkileyeceği, finansman kaynaklarını ne ölçüde kısıtlayabileceği ifade edilmektedir. Firma elinde atıl kalabilecek fonları en aza indirerek, kaynak maliyeti ve firmanın kârlılığı üzerinde olumlu etki yapar.

5.Firmanın kontrol hakkı

Firma sahiplerinin ilk amacı yönetimi ve kontrol yetkilerini ellerinde bulundurmaktır. Yönetimi ellerinde bulunduranlar fona ihtiyaç duydukları zaman bunu borçlanma ile karşılamayı tercih ederler. Bu tercih sonucunda yönetimin paylaşılması gibi bir durum ortaya çıkabilir. Örneğin; orta ve uzun vadeli borç veren firma, kredinin geri dönüşünü garanti altına almak için kredi verdiği firma ile yaptığı sözleşmeye yönetimde söz hakkı elde etme gibi bir madde koydurabilir.

6.Zamanlama

Zamanlama, firmanın fon ihtiyacı duyduğu zaman uygun koşulları sağlamasını ifade eder. Bunun için firmaların para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri yakından izlemeleri ve kendilerine fon sağlayacak kaynakları zamanında piyasaya sürmeleri gerekmektedir.¹¹⁰

1.2.2.2.2.7. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler¹¹¹

Finansman konusunda sağlıklı karar alınabilmesi için gelecek hakkında isabetli tahminlerde bulunmak gerekmektedir. Tahminler yapılırken ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum, endüstri ve işletmenin özellikleri dikkate alınmalıdır.

¹⁰⁹ Akgüç, a.g.e., s.522.

¹¹⁰ Türko, a.g.e., s.514.

¹¹¹ Büker, a.g.e., s.307-308.

1- Genel Ekonomik Durum

Genel ekonomik durum hakkında tahminlerde bulunurken faaliyet hacminde meydana gelebilecek değişimler, faizlerde oluşacak değişimler, vergi oranlarında değişimler dikkate alınmalıdır.

İşletmeler sermaye yapılarını oluştururken, gelecekte sermaye piyasası yapısında oluşabilecek değişikliklere göre örneğin; uzun kaynaklarda bir daralma ihtimali ve faizlerde bir yükselme bekleniyorsa düşük maliyetli borçlanma politikasını tercih eder. Bir ekonomide işletmelere finansman⁷ sağlayan kişi ve kurumların, işletmelerin finansman yapıları üzerine yapabilecekleri sınırlamalar da analiz edilmelidir. Bazı işletmeler, borçlarını piyasanın daha fazla borçlanmaya izin vermeyeceği noktaya kadar götürmek isterler. Bu durumda işletme rakiplerine göre daha riskli bir finansman yapısına sahip olacağından, borç verenler daha yüksek oranda faiz isteyebileceği gibi, borç vermekten de kaçınabilirler

2- Endüstrinin Özellikler

İşletmenin mevsimlik hareketlerden etkilenme durumu, konjonktür hareketlerin etkisi, rakiplerin durumu, endüstride yerleşmiş gelenek ve görenekler incelenmelidir. İşletmelerin ürettikleri mallar aynı olsa da sermaye yapıları farklıdır. Endüstriye hakim olan rekabetin şekli, finans kaynaklarının seçimini de etkiler. Yoğun rekabet ortamında gelecek tahminleri sağlıklı olamayacağından, işletmeler riskten kaçınmak için optimal sermaye yapısından uzaklaştırıcı özsermaye ile finansmanı tercih ederler. Aynı endüstrideki işletmelerin sermaye yapılarının uygunluğunu incelemede borç/özsermaye oranları standart ölçü olarak kullanılır. Bu oranlar endüstri ortalaması ile karşılaştırılarak sermaye yapısını uygun olup olmadığı ortaya konur.

3- İşletmenin Özellikleri:

İşletmenin hukuki yapısı, büyüklüğü, kredi değerliliği, büyüme arzusu ve yöneticilerin tutumu incelenmelidir. İşletmelerin büyüklükleri oranında fon kaynakları da büyür. Bu işletmeler hem özkaynaklardan hem de yabancı kaynaklardan rahatlıkla fon sağlayabilirler. İşletme uygulamada, sermaye yapısı kararlarını vermede kendi hazırladığı verilerden de yararlanabilir. Bunlardan biri de geçmiş verileri değerlendirme yöntemidir.

Ayrıca güvenilir bir ölçek olan beklenen nakit akışının tahmini ve gelecekte beklenen dalgalanmaların kaynakları da değerlendirmede göz önüne alınacak yöntemlerdendir.

1.2.2.2.3. Özsermaye İle Finansman:

Özkaynaklar veya özsermaye, genel anlamda işletmenin kuruluşu esnasında ve faaliyet gösterdiği alanlarda işletme sahip veya ortaklarınca işletmeye sermaye olarak verdiği değerler, sonradan sermaye artırımını ile işletmeye getirilen kıymetler, işletme faaliyetleri sonucu sağlanan ve h  n  z işletmeden çekilmemiş dönem kârı, dağıtılmamış önceki dönem kârları, önceki dönem kârlarından ayrılmış yedek akçeler, yeniden değerleme artışıları, özel karşılıkklar ve özel fonlardan oluşur.   zkaynakla sağlanan fonların kullanılmasında, yabancı kaynaklarda olduğu gibi herhangi bir süre sınırlaması yoktur.   zsermaye hukuki yapıları ne olursa olsun, yeni kurulan işletmeler için ilk fon kaynağını oluşturur ve işletmenin yabancı kaynak temininde işletmeye kredi verenler için bir güvence oluşturur. Çünkü hiçbir işletme   zkaynak temeli olmadan borçla finansman yoluna gidemez.

Kısacası firmada   zsermayenin iki fonksiyonu vardır: Birincisi, finansal kaynakların elde edilmesinde fon kaynağı olması, ikincisi ise, işletmenin alacaklarına karşı güvence oluşturmastır. Bir işletme özkaynaklarını, hisse senedi ihracıyla artırabileceğı gibi, faaliyet dönemi sonunda oluş  n kârlarını dağıtmayarak da artırabilir. Bu durumda özkaynakları iki gruba ayırabiliriz: Ortaklarca işletmeye tahsis edilen fon kaynakları ve işletme bünyesinde bırakılan kârları kullanarak işletmenin kendini finanse etmesi, yani otofinansman yapması.

  zsermaye ile finansmanın yararları ş  nlardır:¹¹² Bu fonlara faiz ödemesi yapılmaz, zaman sınırlaması yoktur, kredi verenler için bir güvencedir,   zsermaye sahipleri yönetimde söz sahibidirler ve yeterli miktarda özsermayeye sahip işletmelere, kredi koş  lları yönünden pazarlık ş  ansı verir.

  zsermaye ile finansmanın sakıncaları ise: İşletmeye yeni ortak alınması ile, mevcut ortakların oy hakları bölünebilir, k  r paylaşımında yeni ortaklar eski ortaklarla eşit haklara sahip olabilirler ve kâr payları vergi matrahından işletme gideri olarak d  ş  lmeyebilir.

¹¹² Ceylan, a.g.e., s.161.

Özkaynaklarla ilgili bu açıklamadan sonra, özkaynakları oluşturan kalemleri inceleyelim. Sırasıyla; ödenmiş sermaye, yedek akçeler, yedek akçe niteliğindeki karşılıklar, yeniden değerlemeden oluşan değer artış fonu ve dağıtılmayan kârları incelenecektir.

1.2.2.2.3.1. Ödenmiş Sermaye

İşletmenin kuruluş aşamasında, işletmeye yasal bir yapı kazandırmak için hazırlanan sözleşmede, hisse sahiplerinin sermaye taahhüdünde bulunması gerekir. Sözleşmede yazılı olan sermaye tutarına nominal sermaye veya esas sermaye denir. Bu sermayenin tamamı bir defada ödenmeyebilir.¹¹³

Zira ülkemizdeki uygulamada taahhüt edilen sermaye oranlarının 1/4'ü taahhüt anında ödenmekte, geri kalan kısmı da fon ihtiyacı oldukça yönetimin yapacağı çağrılarla istenmektedir.¹¹⁴ Ödenmiş sermaye, nominal sermayeyi taahhüt etmiş olan hisse sahiplerinin, işletmeye fiilen yatırmış oldukları kısımdır, şeklinde tanımlanabilir. Ödenmiş sermaye, hisse sahipleri tarafından işletmenin kullanımına sunulmuş olan ve belirli bir vade sonunda istenmeyen fonları ifade ettiğinden dolayı önemli bir fon kaynağı olmaktadır. Anonim şirketlerde, fon ihtiyacı esas sermayenin tamamının ödenmesi şartıyla, yeni hisse senedi çıkarılarak yapılır.

1.2.2.2.3.2. Yedek Akçeler

Yedek akçe, elde edilen kârın dağıtılmayarak işletmede bırakılan kısmıdır. Yedek akçe ayırmadaki temel amaç, işletmenin özkaynaklar yapısını sağlam tutmaktır. Bu kaynak bir yandan işletmenin gelişmesine ve sürekliliğine yardımcı olurken bir yandan da alacaklıların haklarını korumayı esas alır. İşletme faaliyetleri sonucu, özsermaye hesabında ortaya çıkabilecek azalışları karşılamak amacıyla işletmeye bırakılan yedek akçelerin mâli kaynağı sâfi kârdır.¹¹⁵ Yedek akçeler kârın bir bölümü olarak işletmeye bırakıldığı için bunlarda özkaynakların bir elemanıdır ve bu nedenle yedek akçeler üzerinde hisse sahiplerinin payları oranında hakları vardır.

Yedek akçeler dayandıkları temel itibarıyla iki gruba ayrılır; kanuni yedek akçeler ve ihtiyari yedek akçeler. Kanuni yedek akçeler, kanun hükmünü gereğince ayrılır, ihtiyari

¹¹³ Yılmaz Karakoyunlu, "Mali Durum Tabloları ve Analiz Yöntemleri" Banker Kastelli Yayınları, İstanbul 1982 s.12.

¹¹⁴ Akgüç, a.g.e., s.521-522.

¹¹⁵ Karakoyunlu, a.g.e., s.12.

yedek akçe ise, sözleşme yada genel kurul kararıyla ayrılır.¹¹⁶ Ticaret kanunu, kanuni yedek akçelerin ayrılması ve kullanımı konusunda bazı sınırlamalar koymuştur. Ödenmiş sermayenin 1/5'ine ulaşınca kadar, ticari kârın belirli bir yüzdesi kanuni yedek akçe olarak ayrılmak zorundadır. Ayrıca hisse senedi ihraç primlerinin de kanuni sınıra varılmış olsa bile yedek akçe olarak ayrılması zorunludur.

1.2.2.2.3.3. Yedek Akçe Niteliğindeki Karşılıklar

İşletmeler yedek akçeler dışında dönem kârından, belirli amaçları gerçekleştirmek için fon ayırabilirler. Yedek akçe niteliğindeki karşılıkların, yedek akçelerden farkı, bunların belirli amaçlarla ayrılmış olmalarıdır.¹¹⁷

Yatırım indirimi karşılıkları, dahili sigorta fonu, sabit değer yenileme karşılıkları kredi sözleşmeleri gereği ayrılan karşılıklar, beklenmeyen gider ve kâr/zarar için ayrılan karşılıklar ve kâr dağıtımını istikrarlı hale getirmek için ayrılan karşılıklar, yedek akçe niteliğindeki karşılıklara örnek gösterilebilir. Bir bölümünü saydığımız yedek akçe niteliğindeki karşılıklar, dönem kârından ayrıldıkları için özsermaye kalemi olmaktadır. Bu finansman kaynakları hangi amaçla ayrılmışlarsa, o amaç için kullanılacak bir fon kaynağıdır.

1.2.2.2.3.4. Yeniden Değerlemeden Doğan Değer Artış Fonu

Fiyatlar genel düzeyinde sürekli artışların olduğu dönemlerde işletmelerin faaliyet dönemi sonundaki gelirleri fiyat artışlarına paralel olarak arttığı halde giderleri maliyet değeri üzerinden hesaplandığı için aynı artışı gösterememektedir. Bu nedenle de işletmenin dönem sonundaki nominal kârı içinde gerçekçi olmayan kâr meydana gelmekte, gerçekçi olmayan karın reel kâr ile birlikte menfaat grupları arasında paylaşılması durumunda ise, işletmenin özkaynakları dağıtılmış olmaktadır. Bu nedenle, yeniden değerlendirme işlemi ile amaçlanan, şirketin özvarlığını gerçek olmayan kârlara karşı korumaktır.

Yeniden değerlendirme uygulaması kısmi bir nitelik taşımaktadır. Yani; bilanço esasına göre defter tutan gelir ve kurumlar vergisi mükellefleri, amortismanına tabi tuttukları iktisadi varlıklarının bir kısmını değerlemeye tâbi tutup, bir kısmını tutmayabilirler. İşletmeler, değerlendirme dönemine ilişkin olarak Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan değerlendirme

¹¹⁶ Nalan Akdoğan, "Enflasyon Muhasebesi" AİTİA Mali Bilimler ve Muhasebe Yüksek Okulu Yay, Ankara 1980, s.65.

¹¹⁷ Akdoğan, a.g.e., s.66.

oranını esas alarak değerlendirilebilir.¹¹⁸ Yeniden değerlendirme sonucu oluşan fark, yeniden değerlemeden doğan değer artış fonunda gösterilir.

Yeniden değerlendirme yöntemi ile işletmeler, hem gerçek kârlarını hesaplar hem de gerçek kârları üzerinden kâr dağıtarak işletmenin özsermayesinin dağıtılmasını bir ölçüde engellerler.

Yeniden değerlendirme işlemi oluşan değer artışı, kısmen veya tamamen özsermayeye eklenebilir. Sermayeye eklenen değer artışı, hissedarlar tarafında işletmeye tahsis edilmiş değerler olarak kabul edilir. Bunun sonucunda işletmenin özsermayesi artırılmış olur. Özsermayedeki bu artış sayesinde tahvil ve hisse senedi çıkarma yoluyla fon bulma veya bankalardan kredi sağlama daha da kolaylaşır.

1.2.2.2.3.5. Dağıtılmamış Kârlar

İşletmelerin faaliyet dönemi sonundaki kârlarından, yedek akçeler, karşılıklar ve yasal yükümlülükler ayrıldıktan sonra dağıtılmayarak, işletmede bırakılan kısımdır. Dağıtılmayan kârlar, özellikle büyümeyi amaçlayan ve alternatif kaynaklardan yararlanma imkanı sınırlı olan işletmeler için önemli bir finansman kaynağıdır.

1.2.2.2.4. Uzun Vadeli Finansman

Vadeleri 5 yıldan daha uzun süreli olan kaynaklar bu grupta ele alınır. İşletmeler bu kaynakları genellikle sabit yatırımların finansmanında kullanırlar. Örneğin; arazi ve arsa alınması, her çeşit tesis ve makine temini gibi. Bu nitelikteki yatırımları kısa vadeli borçlarla finanse etmek sakıncalıdır.

İşletmeler bazen yasalardaki hükümlerin zorluğundan, bazen de işletme yapısından kaynaklanan sorunlardan dolayı uzun vadeli kaynağa başvuramazlar. Örneğin yeni kurulan ve öz kaynak sorunu yaşayan işletmeler kısa süreli finanslamayı tercih ederler.

İşletmeler uzun vadeli yabancı kaynakları, genellikle uzun vadeli banka kredilerinden ve tahvil ihraç ederek sağlarlar. Enflasyon dönemlerinde bankaların da kullanmayı tercih ettikleri uzun vadeli kredilerde bir azalma meydana gelebilir. Tasarruf sahipleri yaptıkları tasarruflarını kredi kuruluşlarına verme yerine, bu kuruluşlar dışında daha güvenli alanlara yatırmayı tercih ettiklerinden önemli bir kaynaktan yoksun kalan bankalar da işletmelerin uzun vadeli kredi taleplerini karşılama gücünden yoksun kalırlar.

¹¹⁸ Nalan Akdoğan, "Finansal Tablolar ve Analizi" 2.b s., Savaş Yayınları, Ankara 1985, s. 484-488.

T.T.K 420. maddeye göre, ülkemizde tahvil çıkarma yoluyla uzun vadeli kaynak sağlama imkanı, yasalarca sadece anonim şirket şeklinde kurulmuş işletmelere tanınan bir ayrıcalık olduğundan, bunun dışındaki hukuki yapıya sahip bir işletmenin böyle bir imkanı yoktur. Uzun vadeli kaynaklarla sağlanan krediler, bu kredi süresince işletmede meydana gelecek fonlarla ödenir. Bu kaynaklar fon oluşturma kapasitesi yüksek sabit varlıklara yatırılmalıdır. Örneğin arsa ve araziye yatırım yapılmamalıdır. Bu varlıklar özkaynaklardan finanse edilir. Uzun vadeli kaynaklarla elde edilen kredilerin faizleri her yıl sonunda, anaparanın ise vade bitiminde ödenmesi işletmelere finansal açıdan kolaylık sağlar.

12.2.2.4.1. Tahvil İhracıyla Finansman Sağlama

Tahvil, anonim şirketlerin borç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir. Tahvil, borç alanın tahvil sahibine belirlenmiş tarihlerde faiz ve anapara ödemeleri yapmayı kabul ettiği bir uzun dönem sözleşmesidir. Geleneksel olarak tahviller yirmi ile otuz yıl arasında vadelerle çıkarılmasına rağmen 1980' lerde yedi ile on yıl arası vadeli tahviller kullanılmıştır.¹¹⁹

Tahvil sahiplerine belirli bir faiz geliri sağlar. Bir işletmenin çıkardığı tahvilleri satın alarak işletmeye fon sağlayan kimselere karşı işletmenin sorumluluğu, genellikle borç almış bir kimsenin sorumluluğu ile aynıdır. Bu sorumluluk, belirtilen tarihte borcun anaparası ve borcun varlığı süresince paranın kullanılması ile ortaya çıkan faizi ödemek sorumluluğudur.¹²⁰

Tahviller bir ödeme planı dahilinde geri ödenirler. Ödeme şekillerine göre; asgari iki yıllık ödemesiz dönemden sonra taksitler halinde geri ödenecek tahviller, vadesi sonunda bir defada geri ödenecek tahviller ve iki yıllık bir ödemesiz dönemden sonra istenildiği an geri ödenecek tahviller olmak üzere üçe ayrılır.

Çıkarılan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılamayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki borç senetleri çıkaramaz.

¹¹⁹ Brigham, a.g.e., s.41.

1.2.2.2.4.1.1. Tahvil Türleri:

1– Primli Tahviller

Tahvili çıkaran anonim ortaklık yatırımcıya satış anında veya geri ödeme tarihinde bir prim ödemeyi öngörmüştür. Tahvilin nominal değerinin altında satışa sunulması ve nominal değerle geri ödeneceğinin belirtilmesi alıcıya satış anında bir prim vermek anlamına gelmektedir.

2– İkramiyeli Tahvil

Tahvil satışını cazip hale getirmek için, tahvil sahiplerinin katılacakları bir kura ile tahvil sahiplerine ikramiyeler verilmesini ifade etmektedir.

3– Teminatlı Tahviller

Vadesinde ödenemeyen anapara ve faizin yatırımcılara ödenmesini sağlamak amacı ile tahvili çıkaran anonim ortaklığın bir taşınmaz malının ipotek edilmesi veya şirket portföyünde bulunan başka ortakların hisse senetlerinin veya tahvillerinin rehnedilmesi ile yapılır.

4– Kâr Paylı Tahviller

Bu tahvillerde sabit faize ek olarak belirlenmiş bir oranda kâra katılım söz konusudur. Ortaklığın kâr etmemesi durumunda tahvil sahibi senet üzerinde yazılı faizi alır.¹²¹

5– İndeksli Tahviller

Elinde bulunduranları enflasyona karşı korumak için faiz ödemeleri enflasyon indeksine bağlı olan bir tahvil türüdür. Burada enflasyon oranı arttıkça ödenen faiz tutarı da artmaktadır.

6– Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil

Tahvili alinde bulunduranın tercihinine bağlı olarak, çıkaran firmanın adi hisse senedi ile değiştirilebilir tahvildir. Burada tahvili çıkaran firma düşük kupon faiz oranı avantajı

¹²⁰ Bükler, a.g.e., s.273.

¹²¹ Sarıkamış, “Sermaye Pazarları”, a.g.e., s.39-41.

sağlarken, yatırımcı da düşük kupon faiz oranı karşılığı sermaye kazançları sağlama fırsatı elde eder.

7– Değişken Faizli Tahvil

Faiz hadlerinin yüksek olduğu dönemlerde değişken faizli tahvil çıkarılması, faizlerin düşmesi halinde, sabit faizli tahvile oranla daha ucuz maliyetli finansman sağlanmasına olanak verir. Bu nedenle gelecekte faiz oranlarında bir düşme bekleyen ortaklıklar değişken faizli tahvil çıkarmayı tercih ederler.

8– Diğer Özelliği Olan Tahviller

Bunlar, değişken vadeli sabit faizli tahviller, bedeli taksitler halinde ödenecek tahviller, iskontolu kuponsuz tahviller, faizi değiştirilebilir vadesinden önce ödenebilir tahviller ve sürekli tahviller.¹²² Tahvil önceden bilinen düzenli bir faizi yatırımcıya sağlar. Riski hisse senedine oranla daha düşüktür. Burada risk, yatırımdan düzenli gelir elde etme ve anaparayı belirli bir süre sonra geri alma derecesidir. Tahvil sahibi ortaklığın zararlarından etkilenmez ve ortakların bir tasfiye halinde yatırımlarını kaybetme riskleri, tahvil sahipleri için sermaye sahipleri ile aynı derecede olmaz. Bu yararlarına karşılık en büyük sakıncası paranın değerini koruyamamasıdır. Paranın satın alma gücünde ortaya çıkan değişimler özellikle uzun süreli tahvil fiyatlarında düşmelere neden olur. Ayrıca bu yolla elde edilen kazanç borç niteliğinde olduğundan, işletmenin borç/özsermaye oranını artırmakta, firmanın özsermaye miktarı artmadığı sürece başka kaynaklardan borçlanma imkanını daraltmaktadır. Bu tür finansman kaynağının çıkarılması uzun formaliteler gerektirdiğinden, küçük işletmeler kullanamamaktadırlar. Tahvil kâr paylı olmadığı için tahvil sahipleri kârlılığın artmasından hiçbir pay alamaz. Bu şekli ile tahvil şirketin artan refahından yatırımcının pay almasına olanak vermeyen bir finansal varlık olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.2.2.4.2.2. Hisse Senedi İhracıyla Finansman Sağlama

Hisse senedi, anonim ortaklıklar ile sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklarda payları temsil eden bir finansal varlıktır. Sermaye piyasasında genellikle anonim şirketlerin hisse senetleri dolaşımdadır. Bu senetler işletmelerde sahipliği gösteren

¹²² Akgüç, a.g.e., s.521-522.

belgelerdir. Anonim şirketler, özsermaye ihtiyaçlarını hisse senedi çıkararak karşılamaya çalışırlar.

Hisse senetlerinde kanuni şekil şartı aranmaktadır. T.T.K'nın 413. Maddesi'ne göre, senetler işletme ünvanı, kayıtlı sermayesi, ticaret sicili numarası, tescil tarihi, hisse senedinin türü ve nominal değeri, nama yazılı senetlerde hisse sahibinin adı, soyadı, ikametgah adresi, senedi çıkaran işletmenin iki yetkili imzası gibi bilgileri içermelidir.

Hisse senetleri, sermayenin belirli bir kısmını temsil eder, elinde bulunduran kişiye kârdan pay alma, şirket yönetimine katılma, oy kullanma, rüçhan hakkı, tasfiyeden pay alma ve işletme faaliyetleri hakkında bilgi edinme olanağını verir. Bu haklar yanında elinde bulundurana bazı sorumlulukları da yükler. Yeni kuruluşta veya sermaye artırımında iştirâk taahhüdünde bulunan bir ortak, taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür.

1.2.2.2.4.2.1. Hisse Senedi Fiyatı, Değeri Ve Çeşitleri

a – Fiyat Tanımlamaları

Nominal Fiyat: hisse senedinin üzerinde yazılı olan fiyattır.

İhraç Fiyatı: Senedin satışa sunulduğu fiyattır. Ülkemizde işletmeler yeni çıkardıkları senetleri nominal fiyatla satmakla birlikte, borsa değeri yüksek olan senedi çıkaran şirket, nominal fiyat üzerinde bir ihraç fiyatı belirleyebilir.

Piyasa Fiyatı: Piyasadaki arz ve talebe göre belirlenen, borsanın varlığı durumunda borsa fiyatıyla aynı anlamda kullanılan fiyattır.

Borsa Fiyatı: Borsadaki arz ve talebe göre günlük belirlenen fiyattır. Açılış, kapanış, en düşük, en yüksek ve ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır.

b – Değer Tanımlamaları¹²³

Net Aktif Değeri: Senedin belirli bir faaliyet dönemi sonunda düzenlenen bilançodaki net aktif tutarıyla tanımlanmasıdır.

Defter Değeri: Şirket özsermayesinin ödenmiş sermayeye göre pay senedi sayısına bölünmesi sonucu ortaya çıkan değerdir.

Tasfiye Değeri: Tasfiye sonunda tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi miktarına bölünmesi sonucu bulunan değerdir.

¹²³ Özdemir, a.g.e., s.372.

Alternatif Gelir Değeri: Ortaklarca oluşturulan sermayenin, işletme sermayesi şeklinde kullanılmayıp başka bir yatırımda kullanılması durumunda, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilecek alternatif gelirden bir paya düşen gelir tutarını ifade eder.

Firma Değeri: İşler durumdaki işletmenin devredilmesi durumunda alacağı değerdir.

c – Hisse Senedi Çeşitleri *

T.T K'ya göre hisse senetleri şu şekilde sınıflandırılır:¹²⁴¹²⁸

1.tedavül bakımından

a.Nama Yazılı Hisse Senetleri: İşletme defterine yazılı kişiler adına düzenlenir. Hakkın devri, sözleşmede aksine bir hüküm yoksa, senedi alana teslim ve şirket defterine kayıtlı gerçekleşir.

b.Hamiline Yazılı Hisse Senetleri: sahiplik hakkı, senedi satın alana teslim ile gerçekleşir.

2.Bedellerinin tamamen ödenmiş olup olmamasına göre

a.Bedeli Tamamen Ödenmiş Senetler: T.T.K'ya göre ¼' ödenmesi halinde tamamı ödenmiş kabul edilir.

b.Bedeli Tamamen Ödenmemiş Senetler

3.sahiplerine sağladıkları çıkarlara göre

a.Adi Hisse Senedi: Sahiplerine genel kurulda eşit oy hakkı ve kâr dağıtımını ile tasfiyede eşit pay alma hakkı verir. Ayrıca yöneticileri seçme, şirket aktiflerinin satışı ve diğer işletmelerle birleşmelerde söz hakkı da verir.

b.İmtiyazlı Hisse Senetleri: Sabit getiri yönünden tahvile, ortaklık temsil etmeleri yönünden de hisse senedine benzerler. Senet sahibi önceden belirlenen sabit gelir elde eder ve kârdan pay isteyemez. Firmanın tasfiyesi halinde tüm alacaklar ödenmeden, imtiyazlı pay sahiplerine ödeme yapılmaz.

¹²⁴ Tuncer Tokol, "Finansal Yönetim" Bursa, 1981, s.89.

1.2.2.2.4.2.2. Rüçhan Hakkı

Sözleşme veya yönetmeliklerde, adi hisse senedi sahiplerine yeni hisse senetlerini alma hakkı veren bir düzenlemedir. Yeni pay alma hakkı, yalnızca mevcut ortakların zenginliklerini koruma amacıyla yapılmaz. Aynı zamanda ortağa ortaklık sermaye oranını koruma olanağı da verir. Bu hak sözleşmede aksine hüküm olmadıkça, kendiliğinden var olan bir haktır. Ortak bu hakkı kendisi kullanabileceği gibi, üçüncü kişilere de devredebilir. Yeni hisse senedi çıkarımında sermaye pazarında oluşacak fiyat:

$$R = \frac{M - S}{N}$$

R = bir hisse senedi alma hakkı

M = sermaye pazarında oluşacak yeni fiyat

S = yeni senedin satış fiyatı

N = yeni senet almak için gerekli hisse senedi alma hakkı

Hisse senetlerinin yeni payların çıkarılmasından önce pazar fiyatı:

$$R = \frac{M^* - S}{N+1}$$

M* = çıkarımdan önce hisse senedinin pazar fiyatı

Yeni hisse senedi ihracında diğer bir yolda, eski ortakların haklarını saklı tutarak veya tutmayarak, yeni senetleri nominal değeri üzerinden ihraç etmektir. Başabaş noktasından itibaren ihraç denen bu olayda ihraç primi ve bununla ilgili vergi ödeme zorunluluğu yoktur. Rüçhan hakkı kullanılırsa, yönetim kademesinde bir değişiklik olmaz ve senet fiyatı çok yüksek olmadığı için ihraç işlemi başarılı bir şekilde sonuçlanır. Bu yöntemin sakıncalı yönü ise; yeni senetler nominal değerleri altında bir değerle ihraç edildiklerinden, maliyetli bir yöntem olmaktadır.¹²⁵

¹²⁵ Türko, a.g.e., s.579.

1.2.2.2.4.3. Diğer Uzun Süreli Finansman Kaynakları

1– Kâr Ve Zarar Ortaklığı Belgesi

Belge sahibine anonim ortaklığın ortaklık hakkını vermeyen yalnızca kâr ve zarar ortaklığı veren bir fon kaynağıdır. SPK'nın izni ile çıkarılır ve belirli bir vade içerir. Senet üzerinde kâr zarar ortaklığı açıkça belirtilmelidir. Kurumlar vergisi kanunu 14. Maddesine göre KOB'a ödenen kâr payı, ortaklığın kurumlar vergisi matrahından indirilir, zarar ise ortaklığın mâli zararından düşülür.¹²⁶

2– Katılma İntifa Senedi

Ortaklara, nakit karşılığı satılan, ortaklık hakkı vermeyen, kârdan pay hakkı veren, tasfiye halinde kalanlardan yararlanma ve yeni pay hakkı veren finansman kaynağıdır. Nama ve hamiline yazılı olabilirler. Sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça genel kurul kararıyla süresiz olarak çıkarılabilirler. KİS'ler nominal değerle çıkarılır ve çıkarılacak KİS tutarı, ödenmiş sermaye ve yedek akçeler toplamından çok, bu toplamın altıda birinden az olamaz.¹²⁷¹²⁸

3– Warrantlar

Belirli bir fiyattan, belirli sayıda işletmenin hisse senetlerini satın alma hakkı veren bir opsiyondur. Borç ile birlikte dağıtılır ve yatırımcıları işletmeye daha düşük bir faiz oranı ile uzun vadeli borç vermek için teşvik eder. Warrantın değerini belirlemek zordur. Eğer piyasa fiyatının çok üstünde bir değer belirlenmişse, satışı zor olacaktır. Piyasanın altında bir değer ise, yatırımcıların kâr elde etmesi çok kolay olacaktır. Bu yolla uzun vadeli borçlanmayı genellikle küçük firmalar tercih ederler. Warrantlı tahviller hem borç hem de özkaynak özelliği gösterirler.

Warrantları kullanmaya teşvik eden üç neden vardır: Birincisi hisselerin fiyatı yüksek ve senetlerin süresi bitiyorsa, warrantlar kullanılarak hisse senedi satın alınabilir. İkincisi, işletme hisse senedi temettü oralarını yükseltirse, warrant sahipleri gönüllü olarak bu varlıklarını kullanabilir. Üçüncü olarak da finansmanı eğer ihtiyaç varsa sağlar. Yani işletme büyürse ek finansmana ihtiyaç duyacaktır ve büyüme hisse senedi fiyatını

¹²⁶ Sarıkamış, a.g.e., s.63.

¹²⁷ Özdemir, a.g.e., s.374.

artıracaktır. Bu durumda warrantlar kullanılacak ve ek finansman ihtiyacı giderilmiş olacaktır.



2. BÖLÜM

FİRMALARIN FİNANSAL YAPI İLE İLGİLİ KARŞILAŞTIKLARI SORUNLAR

2.1. Özel Finansal Sorunlar

2.1.1. İşletmelerin Büyümesi

İşletmelerin amacı, varlıklarını korumak, varlıklarına yönelen riskleri en aza indirmek, büyüme hızlarını artırmak, bağımsızlıklarını korumak ve büyüme sonucu ortaya çıkan finansman ihtiyacını karşılayacak düzeyde kâr elde etmektir. Özetle amaç; firma değerini maksimize etmektir.¹²⁹

Büyüme işletmelerin varlığı için çok önemli bir konudur. Büyüme olmayan işletmelerde yaratıcı faaliyetlere yer verilemeyeceği gibi, yönetimin etkinliğinden de söz edilemez. Büyüme sonu olmayan bir işlemdir. Bir birimde büyüme olmayışının en büyük nedeni teknolojik gelişime ayak uyduramamaktır. Fakat yinede hatırdan çıkarılmaması gereken konu, büyüme insanları rahatsız eden bir oluşumdur. İşletmelerin büyüme kriterleri, öz sermaye, satış hacimleri, üretim miktarları, çalışan işçi sayısı, yatırım tutarı, kâr ve benzerleridir.

Büyümenin işletmelere sağladığı en büyük yarar, maliyetleri düşürmek ve buna bağlı olarak üretim ve pazarlamayı etkin kılarak, beklenen kârlılıkta bir artış sağlamaktır.

2.1.1.1. İşletmeleri Büyümeye İten Nedenler¹³⁰

Şirket birleşmelerinde amaç, birleşen işletmelerin değerini artırmaktır. Buradan hareketle işletmeleri birleşmeye iten nedenleri şöyle sayabiliriz:

- 1- Yönetimde uzman kadro çalıştırma isteği
- 2- Üretim ve dağıtım faaliyetlerini en üst düzeye çıkarma isteği
- 3- Daha yüksek bir fiyat/kazanç oranı, daha düşük bir borç maliyeti veya daha yüksek borçlanma kapasitesine sahip olma düşüncesi
- 4- Mevcut yönetimin etkin olmaması ve elde edilen aktiflerin kârlılığının birleşme ile artırılacağı düşünülmesi

¹²⁹ Akgüç, a.g.e., s.861.

¹³⁰ Brigham, a.g.e., s.133-136.

- 5- Azalan rekabetten kaynaklanan, artan piyasa gücünden yararlanma isteği. Faaliyet ve finansman ekonomileri ile etkinliği artıran şirket birleşmeleri beklenen bir durumdur. Faka rekabeti azaltan şirket birleşmeleri hem istenmez hem de yasal değildir.
- 6- Vergi avantajı elde etme isteği. Örneğin kârı iyi ve vergi durumu yüksek olan bir işletme, birikmiş vergi borcu olan bir işletmeyle birleşerek, kendi gelirini vergiye karşı koruyabilir.
- 7- Aktiflerinin ikâme değeri, piyasa değerinden yüksek olan firmaya sahip olma isteği
- 8- Farklılaştırma yaparak riski azaltma düşüncesi. Farklılaştırma şirket birleşmeleri için bir neden olabilir. Kâr istikrarı sağlanması, firma çalışanlarının, tedarikçilerin ve müşterilerin lehine bir durumdur. Bir yatırımcı kâr oranının değişmesinden endişe duyuyorsa , şirket birleşmesi yerine kâr istikrarı sağlamak için daha kolay elde edeceği hisse senetlerini satın alarak farklılaştırmaya gidebilir.
- 9- Bazı işletmelerin farklı firmalarca ele geçirilecekleri ihtimaline karşılık, kontrol amaçlı güvenilir bir şirketle birleşmeye gitmesi

Bu nedenler yanında psikolojik nedenlerle de birleşme yoluna gidilebilir. Hırs, eskimiş olma kaygısı, tutku, yaratıcılık, dinamizm v.b. psikolojik etmenler sayılabilir. İnsanın, kendini bulunduğu mevki ile değerlemesi, işletme ne kadar büyürse, kendisinin de o kadar güçleneceği düşüncesi, bazı ortak ve yöneticileri büyümeye itebilir.¹³¹

81

2.1.1.2. Büyümenin Yarar Ve Sakıncaları

Piyasalardaki gelişme, taşıma ve haberleşmenin hızlanması, teknolojiye hızlı değişim, tüketici davranışlarında değişim ve benzeri etkenler yaşayan bir birim olan işletmeleri etkilemektedir. Bu etki kimilerinde olumlu, kimilerinde ise olumsuz olmaktadır. İşletmeler olumsuz etkileri azaltmada bir çözüm olarak gördükleri büyüme sürecine girmektedirler. İşletmelerin büyüme ile elde edecekleri yararları;¹³²

a- Optimal kapasitede üretim yapabilirler

¹³¹ Akgüç, a.g.e., s,863.

- b- İstenilen kalitede üretim yapabilirler
- c- Üretim maliyetlerini düşürebilirler
- d- Araştırma-geliştirme faaliyetlerinden geniş ölçüde yararlanabilirler
- e- Araştırma-geliştirme ile elde edilen bilgiler yardımıyla nitelikli kalifiye işgücü ve nitelikli yönetici seçiminde kararları daha sağlıklı ve rasyonel olabilir.
- f- Birden fazla alanda ve sektörde faaliyet göstermeden dolayı ortaya çıkan riski azaltmak daha kolay olur.
- g- Ayrıca büyük işletmelerin sermaye pazarlarına girmesi ve burada imkanlardan yararlanması daha kolay olur.

Sakıncaları ise;¹³³

- a- Yönetici kapasitesinin sınırlı olmasından dolayı büyüme sınırlanabilir.
- b- İşletme büyüdükçe, personel sayısı artar ve personelin birbiriyle ilişkileri azalır.
- c- Üretim ve yönetim riski artar.
- d- Aşırı büyüme ve değerlendirme sonucu, aşırı bir iskonto oranı teşvik ediliir.
- e- Toplumun dikkatini üzerine çekerek, eleştirilere hedef olabilir.

2.1.1.3. Büyüme Yönleri

Yatay, dikey, çapraz, türdeş, tamamlayıcı ve çok yönlü dağılma ile büyüme gibi şekilleri vardır.

a- Yatay Büyüme

Aynı alanda faaliyet gösteren işletmelerin birleşmesidir. Ev eşyası üreten iki firmanın birleşmesi yatay büyümeye örnek olabilir. Bu yolla pazarlama maliyetleri azalır, üretim teknolojisi transferi kolaylaşır ve kendi aralarında rekabet ortadan kaldırılarak piyasada rekabet üstünlüğü elde edilir.

b- Dikey Büyüme

Bir malın üretiminden, perakende satışına kadar süren işlemlerin bir işletme tarafından yapılmasıdır. Dikey büyüme ileriye ve geriye doğru olmak üzere iki şekilde yapılır. İleriye doğru yapılan büyümede, işletmeler ürettikleri mal ve hizmetleri pazarlayan kuruluşları ele geçirerek veya bu işlevi kendileri yaparak büyüme yolunu seçerler. Geriye

¹³² Semih Bükler,Doğan Bayar,"Finansal Yönetim"Anadolu Üniversitesi Yay. No:875, s.389.

doğru büyümede ise; işletmeler kendisine hammadde sağlayan işletmeler ile birleşirler veya onu satın alırlar.

Uluslararası ilişkilerin arttığı günümüzde, çeşitli aşamalarda işletmelerin birleşmeleri daha akılcı üretim yapılması yanında, piyasalara girme ve piyasaları etkileme gücü de verir. Uluslar arası alanda yapılan yatırımların riskini azaltabilmek ve gerek satış gerekse üretim yönünden sağlam ve güvenilir bir adım atabilmek için dikey birleşme şart olabilir.¹³⁴

c- Çapraz Büyüme

İşletmenin kendi faaliyet alanı dışında yer alan bir firma ile birleşmesidir. Burada amaç; riski azaltmaktır.

d- Tamamlayıcı Büyüme

İşlemleri aynı alanda olmayan fakat aynı dağıtım kanalını kullanan işletmelerin büyümesidir. Buzdolabı ve otomobil gibi dayanıklı mal üreticisi iki firmanın birleşerek aynı dağıtım kanalını kullanmaları örnek verilebilir.

e- Türdeş Büyüme

Aralarında tedarik ya da müşteri ilişkisi olmayan aynı genel sektörde yer alan işletmelerin birleşmesidir. Philip Morris' in General Foods firmasını satın alması örnek verilebilir.¹³⁵

f- Dağılma İle Büyüme

Birbirleriyle ilişkisi olmayan mal ya da hizmet, üretim ve dağıtım benzerlik göstermeyen işletmelerin birleşmesi. Holdingler bu tür büyümeye örnektir.¹³⁶ Burada yatırımların birbiri ile ilgili olmayan konularda yapılmasıyla riski dağıtarak azaltmaya çalışmak amacı vardır.

¹³³ Tokol, a.g.e., s.97.

¹³⁴ Bülker, a.g.e., s.391.

¹³⁵ Brigham, a.g.e., s.136.

¹³⁶ Özdemir, a.g.e., s.422.

2.1.1.4. Büyüme Şekilleri

İki şekilde olur; içsel ve dışsal büyüme.

2.1.1.4.1. İçsel Büyüme

İşletmelerin mevcut kapasitelerini artırmak için, işletme içinden veya dışından sağlanan fonlarla büyümeleri şeklinde tanımlanabilir. Küçük işletmeler içsel büyümeyi tercih eder.

2.1.1.4.2. Dışsal Büyüme

Bir firmanın diğer firmaların tamamını ya da bir bölümünü ele geçirerek veya yönetimlerini denetim altına alarak büyümeleri şeklinde tanımlanabilir.

2.1.1.4.2.1. Dışsal Büyüme Yolları

2.1.1.4.2.1.1. Füzyon

Birden fazla firmanın yalnız ekonomik yönden değil, hukuken de birleşmeleridir.¹³⁷ İki şekilde gerçekleşir: Devralma ve birleşme.

1–Devralma

Bir işletmenin, diğer bir işletmeyi bütün aktif ve pasifleri ile devralmasıdır. Devralınan işletmenin tüzel kişiliği ortadan kalkar.

2–Birleşme

İki veya daha fazla işletmenin bir araya gelerek tüzel kişiliklerini kaybetmeleri ve yeni bir işletme kurmaları söz konusudur. TTK' ya göre birleşen işletmeler aynı türden olmalıdırlar. Örneğin; kollektif ile komandit, anonim ile sermayesi paylara bölünmüş şirketler aynı türden sayılır. Birleşme ile karar alınması ve bu kararların tescil ile ilan edilmesi gerekir. Birleşen şirketlerin her biri aralarında belirleyecekleri örnek bir bilançoya göre birleşme nedenlerini ve varlıkları sona eren işletmeler ise kendilerine ait borçlarını

¹³⁷ Akgüç, a.g.e., s.863.

nasıl ödeyecekleri hakkında düzenleyecekleri bir beyanname beyan etmeleri gerekmektedir¹³⁸

A.Birleşme Şartlarını Belirleyen Faktörler: Nicel ve nitel faktörler olmak üzere 2'ye ayrılır.

Nicel faktörler:¹³⁹

Gelecek dönemlerde gelir ve giderlerdeki büyüme hızlarıdır; Satın alan işletme satın aldığı işletmeye göre daha hızlı büyüyorsa bu faktör göz önüne alınır.

- a- Dağıtılan kâr payları; birleşme öncesi ve birleşme sonrası birleşme şartlarını belirlemektedir. Satın alan işletme birleşmeyi özendirmek için kâr dağıtım politikasını değiştirebilir.
- b- Hisse senetlerinin piyasa değerleri; işletmenin gelecekte elde edeceği karlar ve kâr dağıtım oranlarınca belirlenir. Bu nedenle hisse senetlerinin piyasa fiyatı birleşmelerde önemli rol oynar.
- c- İşletmenin defter değeri; birleşme değerinin belirlenmesinde pek dikkate alınmaz.
- d- Net işletme sermayesi; satın alınan işletmenin iyi ise, satın alan işletmenin likidite durumu düzelir ve borçlanma kapasitesi artar.

Nitel faktörler:

Özellikle sinerji etkisi birleşmelerde önemlidir. Sinerji bütünün parçalarının toplamından daha büyük olduğu durumdur. Bir sinerjik birleşmede, birleşme sonucu değer ayrı ayrı firmaların birleşme öncesi değerlerinin toplamını aşmaktadır.¹⁴⁰ Sinerjik etkiler işletmelerin birleşmeleri halinde elde edecekleri karın fazla olması, yönetim gücünün artması, teknik ve araştırma kadrosuna sahip olma üretim konusunda tecrübelerden ve sınai haklardan yararlanma, iyi bir satış örgütüne sahip olma, firma itibarını artırma, daha iyi bir kalite kontrolü sağlama ve mevcut örgütü yenileme şeklinde tanımlanabilir.

¹³⁸ Gönenli, a.g.e., s.287.

¹³⁹ Ceylan, a.g.e., s.581.

¹⁴⁰ Brigham, a.g.e., s.133.

B.Birleşme Süreci

Bir firmanın diğer bir firmayı almaya karar vermesi ile işlem başlar. Bu anlamda kendisine bir hedef firma belirler. Ardından seçtiği firma için fiyat pazarlığı yapar ve işletmeyi satın alır. Bazen de şirket kendi satışı için harekete geçer ve alıcı arar. Satıcının alıcıyı bulması, alıcının satıcıyı bulmasından daha zordur.

Alıcı olan şirket hedef işletme ile kolaylıkla anlaşabileceğini düşünüyorsa işletmenin yönetimine birleşmeyi teklif eder ve uygun şartlar oluşturulmaya çalışılır. Şirketler arsında anlaşma kolay olursa dostça bir şirket birleşmesi gerçekleşmiş olur. İki şirket arasında bir anlaşmaya varılırsa yönetim hissedarlarına teklif götürerek birleşmeyi onaylamalarını isteyecektir. Hissedarlar kabul ederse, hissedarlara ya kendi hisse senetlerinden verir ya da onlara nakit ödeyerek işlemi bitirir. Anlaşmada sorun çıkarsa, alıcı işletme yönetime gitmeden hissedarlara başvurur ve onların hisselerini satın alır. Bu durum satın alınan işletmenin kontrolünün, isteği dışında elinden çıkması açısından sakıncalı bir durumdur.

Buraya kadar saydığımız kaynakların birleştirilmesiyle oluşan birleşmeler dışında, işletmelerin tek bir yönetim altında toplanmasıyla oluşan birleşmeler de vardır. Bu birleşmeler de belirli bir amacı başarmak isteyen işletmeler, amaca yönelik işlem görecektir olan bölümlerini bir araya getirerek birleşirler. Bu durumda iki veya daha fazla ana şirket tarafından yönetim söz konusudur.

2.1.1.4.2.1.2. Protokol Tipi Anlaşma Modeli

Resmi olmayan bir yoldur. Fiyatları istenilen düzeyde tutmak için yapılır anlaşmaya taraf olanlar kendi iradeleri ile anlaşmayı bozabilirler.¹⁴¹

2.1.1.4.2.1.3. Pools

Fiyat kontrolünü elinde tutmak ve pazarı aralarında paylaşmak isteyen işletmeler tarafından oluşturulur. Tekelci bir özellik gösterdiğinden, tüketici aleyhine gelişen bir yapıdır.

¹⁴¹ Gönenli, a.g.e., s.572.

2.1.1.4.2.1.4. Kartel

Aynı alanda faaliyet gösteren işletmelerin, rekabeti ortadan kaldırmak ve piyasaya hakim olarak karlarını artırmak amacıyla birleşerek oluşturdukları yapılardır. Birleşen işletmeler yasal yapılarını korurlar. Başlıca kartel birlikleri; pazarlama, fiyat, miktar, pazarlama alanı ve satın alma kartelleri şeklinde olabilir. Bu oluşum devletçe korunmaz ve bu anlaşmalara devlet izin vermez. Bu nedenle kartel anlaşmaları gizli yapılır.¹⁴²

2.1.1.4.2.1.5. Çıkar Grupları

Çeşitli işletmelerin hisse senetlerinin belirli bir grubun elinde toplanması şeklinde oluşan bir işbirliğidir. Bu gruplar çeşitli işletmelerin hisse senetlerini ellerine geçirerek yönetimi aynı elde toplamaya çalışırlar.

2.1.1.4.2.1.6. Centilmenlik Anlaşmaları

Fikir birliği içinde olan firmaların, tamamen güven esası üzerine kurdukları bir anlaşma türüdür. Piyasayı paylaşma, üretim ve satış konularında yapılan centilmenlik anlaşmalarının amacı kendi aralarında rekabeti azaltarak kârlarını artırmaktır. Bir tür tekelci piyasa oluştururlar.¹⁴³

2.1.1.4.2.1.7. Konsern

Birleşmeye giren firmalar hukuki bağımsızlıklarını yitirmezler. Karteldeki kadar çok işletme yoktur. Fakat iktisadi bağımsızlıklarını yitirirler. Konsernde amaç üye işletmeler arasında bir iş bölümü yaparak işletmelerin teknik, finansal ve örgüt yapılarını daha iyi bir duruma getirmek ve işletmelerin kârlılığını maksimum yapmaktır. Konsern de karteldeki kadar işletme yoktur.

2.1.1.4.2.1.8. Tröst

İki veya daha fazla sayıdaki işletmenin, hem ekonomik hem de yasal bağımsızlıklarına son vererek kurdukları birliklerdir. Tröstün sermaye yapısı güçlüdür, yönetim tek elden yapılır, rekabet kısmen de olsa ortadan kaldırılır ve böylece büyük kârlar elde edilir. İşletmelerin birleşmesinden meydana geldiği için yönetimin yetki alanı genişler ve yönetim giderleri de yükselir.

¹⁴² Şerif Şimşek, "İşletme Bilimlerine Giriş"2. bs., Konya 1995, s.60.

2.1.1.4.2.1.9.Konsorsiyum

İki veya daha fazla işletmenin baraj, liman, demiryolu, metro, köprü gibi uzun yıllara sarkan ve büyük sermayeye ihtiyaç duyulan işlerde bir araya gelmesidir. Yeterli sermayeyi elde etmek, kârve zarara ortak olmak amacıyla kurulur ve iş bitince sona erer. Konsorsiyum içine giren işletmeler ekonomik bağımsızlıklarını korurlar.¹⁴⁴

2.1.1.4.2.1.10.Holdingler

Faaliyetlerini kontrol altına almak için bir işletmenin hisse senetlerini satın alma şeklinde ortaya çıkan bir birleşme türüdür.¹⁴⁵ Diğer birleşme şekillerine göre daha avantajlı olduğundan dolayı gelişme göstermiştir. Holding, başka şirketlerin hisse senetlerini elinde tutan ve bu şirketler üzerinde kontrol gücü olan bir firmadır. Holdinge giren işletmelerin yasal yapıları ve görünüşleri değişmemesine karşılık, bu şirketlerin faaliyetleri holdingin eline geçmiş olur. Genellikle aynı üretim dalında veya birbiri ile ilişkili konularda çalışan işletmelerin hisse senetlerinin büyük bir kısmı ele geçirilerek tekelci bir piyasa oluşturmak esastır. Holding şirketi ana işletme, kontrol edilen firmalar ise bağlı işletmelerdir. İşletmeler holdingleşme yoluna giderek en iyi yatırım ve yönetin bileşenini elde etmeye çalışırlar. Bu şekilde kontrolü elinde bulunduran grup, az sermaye ile çok büyük yatırımlara yönelebilir.

Holdingi oluşturan işletmeler yasal yapılarını koruduklarından, karşılaşılabilecek sorunları kendi içlerinde halletmeye çalışacaklardır ve bunu diğer işletmelere yansıtmayacaklardır. Ayrıca tek başına büyüme zorluğu çeken işletmeler de holdingleşerek büyümeye çalışırlar.

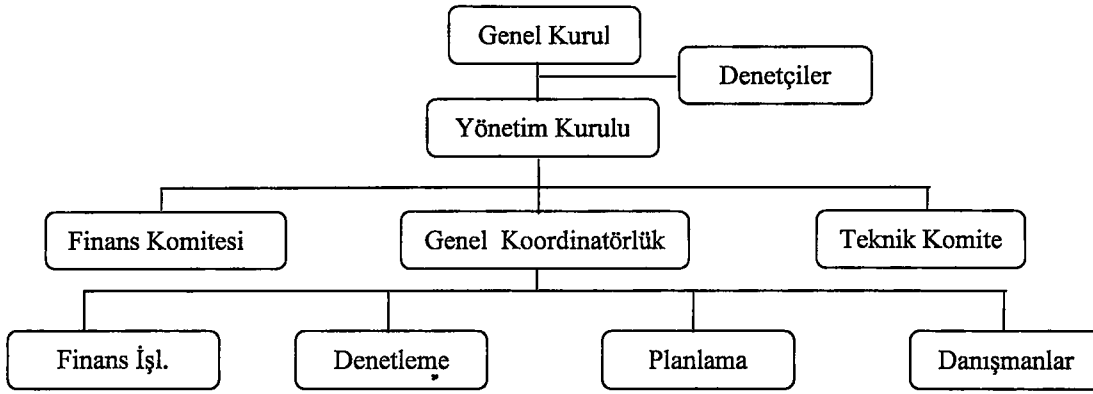
a- Holdingin Örgüt Yapısı

Holding de bir anonim şirket gibi genel kurul ve yönetim kuruluna sahiptir. Bunun dışında holdingin örgüt yapısı şöyledir;

¹⁴³ Türko, a.g.e., s.597.

¹⁴⁴ Şimşek, a.g.e., s.62.

¹⁴⁵ Brigham, a.g.e., s.153.



Şekil:2.1; holding örgüt yapısı

Kaynak: Muharrem Özdemir, Finansal Yönetim, 2. Baskı, Türkmen Yayınevi, İstanbul, 1999.

b- Holding Türleri¹⁴⁶

1- Saf Holding-Karma Holding: Holding şirketi yalnız başka şirketlere iştirak ederse saf holding, iştirakler yanında bazı üretim ve ticaret faaliyetlerinde de bulunuyorsa karma holding olarak ifade edilir.

2- Ana Holding-Ara Holding: Holdingleşmenin en üstünde bulunan işletmeye ana holding, ondan sonra gelen ikinci veya üçüncü kademeyi oluşturan işletmelere de ara holding denir.

3- Yatay Holding-Salkım Holding: Holding piramidi içerisindeki konumlara bakılarak yapılan bir ayrımdır. Burada asıl amaç; bir tarafın azınlık iştiraklerini sağlamaktır. Diğer taraftan şirketlerin borç kapasitelerini zorlayarak küçük bir yatırımla çok büyük faaliyetleri kontrol altına almak ve böylece sağlanan finansal kaldıraçtan en iyi şekilde yararlanmaktır.

4- Kontrol Altına Aldığı Faaliyetlere Göre Holding: Kamu hizmeti holding şirketi, banka holding şirketi v.b. türleri vardır. Uygulamada kamu hizmeti gören işletmelerin ve bankaların yönetim birliği ve benzer faaliyetleri kontrol altına alarak daha ucuz ve daha iyi hizmet sunmalarını sağlayan holdingleşme şeklidir. Ülkemizde uygulama alanı bulunmamaktadır.

¹⁴⁶ Özdemir, a.g.e., s.426.

c- Holding İşletmelerin Avantajları¹⁴⁷

1- Kısmi Mülkiyet İle Denetim: Holdingleşme yoluyla bir firma başka bir firmanın belirli oranda hisse senedini satın alarak, o firmanın kontrol hakkını elde eder.

2- Riskleri Ayırma: Birleşen şirketler yasal yapılarını ve tüzel kişiliklerini koruduklarından dolayı birinin uğradığı zarar diğerlerini etkilemez. Bu durumda holdinge dahil işletmelerin farklı konularda faaliyet göstermeleri, riski dağıtmaya yardımcı olmakta ve holdingi sürekli kâr sağlayan bir kuruluş haline getirmektedir.

3- Hukuki Bağımsızlığı Devam Ettirme: Çeşitlilik ve coğrafik anlamda geniş faaliyet alanı olan işletmelerin çalışma alanlarına göre özelliklerini kaybetmemeleri, bölgesel şartlara uyumda zorlukla karşılaşmamaları, işletmelerini özelliğine göre yönetebilmeleri için kendilerine bazı konularda karar alma özgürlüğü tanınabilir.

4- Kaldıraç Etkisinden Yararlanma: Holdingler büyük miktarda finansal kaldıraç elde etme amacıyla kurulmuştur. Kaldıraç faktörü ile holding işletmeler çok yüksek oranlarda kâr elde edebilirler.

5- Girişim Fonksiyonlarını Daha Etkili Bir Şekilde Yerine Getirebilme: Holdingleşme; üretim, tedarik, pazarlama, ar-ge, yatırım kararları, halkla ilişkiler ve denetim alanlarında etkin hizmet verilmesine yardımcı olur.

6- Vergi Avantajı Sağlama: Ülkemizde, tam mükellefiyete tabi başka bir kurum sermayesine katkılarından dolayı elde ettikleri kazançlar, kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur.

d- Holding İşletmelerin Dezavantajları

1- Holdingleşme ile oluşan tekel ortamı, büyüklüğün toplumda uyandırdığı hoşnutsuzluk holding işletmeler için bir takım yasal sınırlamaların getirilmesine neden olur.

2- Holdingleşme sonucu ortaya çıkan çok büyük işletmeleri yönetmek ve değişen şartlara uyumunu sağlamak çok güç olmaktadır.

3- Holdingleşen işletmelerin kârlılığı artarken, büyüme çabasında olan işletmeler bu durumda olumsuz etkilenebilir.

¹⁴⁷ Akgüç, a.g.e., s.901.

4- Holdingi oluşturan küçük işletmelerin kârlarında düşüş gözlenmesi, büyük oranlarda holdinge yansır. Bu durumda kâr elde etme oranının artması yanında, risk de artmış olur.

2.1.1.4.3. Dışsal Büyümenin İçsel Büyümeye Göre Üstünlükleri ¹⁴⁸

- 1- Dışsal büyüme daha çabuk gerçekleşir ve kısa sürede dengeli büyüme sağlanır.
- 2- Dışsal büyümenin maliyeti daha düşüktür. Kurulu ve faaliyette olan bir firmayı almak, yeni bir firma kurmaktan daha düşük maliyetlidir.
- 3- Dışsal büyümede bazı finansal kolaylıklardan da yararlanılabilir. Örneğin nakit durumu iyi bir firmanın satın alınması, alan açısından ek bir fon kaynağı olabilir.
- 4- Dışsal büyümenin riski daha azdır. Çünkü kurulu, üretimi devam eden, belirli bir potansiyele sahip firma ile birleşmek daha avantajlıdır.
- 5- Dışsal büyüme ile rekabeti azaltmak mümkündür.

2.1.2. İşletmelerde Başarısızlık

İşletmelerin çoğu, bazı özel oluşumlar dışında, genellikle süreklilik amacıyla kurulurlar. Fakat asıl amaç bu olsa da teknolojik değişimler, pazarın yapısı ve tüketici davranışlarında meydana gelen değişimleri zamanında algılayıp yorumlayamayan işletmeler başarısız olmakta, hatta faaliyetlerine son vermektedirler. İşletmelerde başarısızlığın en büyük göstergesi karlılığın düşmesi ve likidite sorunlarının ortaya çıkmasıdır.¹⁴⁹

Firmaların en büyük başarısızlık nedeni, kendi güçlerini yanlış tanımalarıdır. Ayrıca işletmelerin işlerini zayıf bir yapı üzerine kurmaya çalışmaları ve kaynaklarını ana işlerinden uzağa yönlendirmeleri de başarısızlık nedenlerindendir.

Örneğin; Bausch ve Lomb şirketi uzun süre kontakt lens pazarının lideri durumundayken, 1970' li yıllarda yumuşak kontakt lens pazarına girmiştir. 1980'li yılların ortalarında iyi bir performans yakalayan şirket birçok işletmeyi pazar dışına itmeyi başarmıştır. İşletmenin pazar payı %40'lara ulaşmıştır. Ancak rakipleri yeni teknolojiler kullanmaya başlayınca, şirket ana işini terk ederek diş fırçası ve cilt üretmeye başlamıştır. İşletme bu ürünleri, ana

¹⁴⁸ Türko, a.g.e., s.587.

¹⁴⁹ Türko, a.g.e., s.597.

ürünleri ile bağdaştıramadığından başarısız olmuştur ve 1973–1991 yılları arasında 3 \$ ‘dan 50 \$’a çıkan hisse senedi değeri, 1991 yılından sonra 33 \$’a kadar düşmüştür.¹⁵⁰

İşletmelerde finansal sorunlar iki şekilde ortaya çıkmaktadır: Birincisi; yöneticinin tüm iyi niyetine rağmen, işletmenin vadesi gelen borçları ödeyememesi durumu söz konusu olur ki, buna teknik likiditeyi kaybetme denir. İkincisi ise; toplam borçlar, toplam aktifleri aşarak işletmenin iflasa sürüklenmesidir.¹⁵¹

2.1.2.1. İşletmelerde Başarısızlık Nedenleri

2.1.2.1.1. İşletmelerin kendi yapısından kaynaklanan nedenleri¹⁵²

- 1- Planlama hataları, ihtiyaçlar ile kaynaklar arası dengesizlik ve yapılan işin vadesine uygun finansal kaynakların doğru kullanılmaması.
- 2- Firmaya aşırı yük yükleyen sabit masraflarda artış olması.
- 3- Üretim ve satış faaliyetlerinin uyumsuzluğu.
- 4- Firmada çok çabuk büyüme isteği nedeniyle borçlanmaya gidilmesi ve bu durumda özkaynakların yetersiz kalması.
- 5- Riski azaltmak için faaliyetlerde çeşitlendirme yapılması.
- 6- Teknolojik gelişmelerin takip edilmemesi.
- 7- Değişen tüketici talebine uygun yeni ürün geliştirilememesi.
- 8- Hammadde ihtiyacının karşılanmasında bir veya birkaç firmayla sınırlı kalınması.
- 9- Yeterli ar-ge çalışmaları yapılmadan kredili satış yapılması.
- 10-Sorumlulukların zamanında ve istenilen kalitede yerine getirilememesi
- 11-Yönetim faaliyetlerinin uyumsuzluğu ve yönetimde yeteneksiz kişilere yer verilmesi.
- 12-Yönetim ve yetkilerin tek elde toplanması firmanın başarısızlık nedenleri olarak sayılabilir.

¹⁵⁰ Türker Çelik, "1854 Şirketten Büyüme Dersleri" Capital Aylık Ekonomi Dergisi, Yıl:9 Sayı:2001/ 03, Mart 2001, s.72.

¹⁵¹ Gönenli, a.g.e., s.293.

¹⁵² Türko, a.g.e., s.598.

2.1.2.1.2. Çevresel başarısızlık nedenleri

Buraya kadar ki incelemelerde işletmenin yaptığı faaliyetlerden dolayı, yaşadığı çevreyi etkileyen ve o çevreden etkilenen bir birim olduğunu gördük. Bu nedenle işletmenin amaçlarına ulaşmada kullandığı plan, proje ve politikaların oluşum aşamasında çevresel faktörlerde dikkate alınmalıdır. İşletmeyi etkileyen bu faktörler toplumsal, yasal ve politik, ekonomik ve doğal çevre olarak bir ayrıma tabi tutulmalıdır.

Toplumsal çevre: İşletmenin faaliyette bulunduğu toplumsal ortamdır. Toplumda yer eden davranışlar ve tüketici davranışları işletmeye yön verir. Bu durumda işletme başarılı olabilmek için toplumun istek ve ihtiyaçlarını tam olarak yerine getirmeye çalışmalıdır. Tüketicilerin korunması, kaliteli mal üretilmesi ve tekelleci uygulamalardan kaçınmak toplumsal çevrenin beklentilerinden birkaçıdır.

Yasal ve politik çevre: İşletmenin faaliyette bulunduğu ülkede ticari hayatı düzenleyen sistemdir. İşletmenin kuruluş aşamasından itibaren başlayarak, işletmenin çevresi ile ilişkileri, kendi içindeki faaliyetlerini yürütürken uyması gereken bir takım yasal zorunluluklar vardır. Fakat işletme bu yasal düzenlemelere uymayarak sorumluluklarını yerine getirmedikçe cezai müeyyidelerle maruz kalabilir. Bu cezai müeyyideler çeşitli cezaların ödenmesi şeklinde olabileceği gibi, işletmenin prestijini de kaybetmesine neden olabilir.

Ekonomik çevre: İşletmeler içinde bulundukları ekonomik sistemin bir parçasıdır ve ülkede geçerli olan ekonomik kurallarla sınırlıdır. Bu nedenle işletmeler ülkede hakim olan ekonomik politikalar, para ve sermaye piyasaları ve yatırım fonlarından önemli ölçüde etkilenmektedir. İşletmeler mal ve hizmet üreterek tüketici istek ve ihtiyaçlarını karşılarken, tüketiciler de işletmeye gerekli olan emek, sermaye ve doğal kaynakları sunarak ekonomiyi harekete geçirirler.

Bazı ülkelerde ekonominin işleyişi devlet kontrolündedir. Devletçe alınan istikrar tedbirleri işletmeyi etkilemekte ve bazen de istikrarsızlığa sebep olmaktadır.

İşletmelerin olumsuzluklarla karşılaşmasına neden olan durumlar, ekonomideki faiz oranlarının ani yükselişi ve duruşu, enflasyon oranlarında beklenmedik değişimler, döviz kurlarında ani dalgalanmalar, para politikalarındaki değişiklikler şeklinde sıralanabilir.

Doğal çevre: İşletmelerin üretimini devam ettirebilmesi için ihtiyaç duyduğu doğal kaynaklardır. Toprak, hava, su, iklim, madenler ve diğer doğal ürünler doğal kaynaklar içerisinde yer alır.

Çevrenin hızlı bir şekilde değişmesi, işletmeleri de değişime zorlar. İşletmeler bu değişime ayak uyduramadığı sürece olumsuz etkilenecektir. Ayrıca bazı kaynaklarda meydana gelen arz değişikliği işletmelerin faaliyetini etkileyecektir.



3.BÖLÜM

FİRMALARIN FİNANSAL YAPIYLA İLGİLİ KARŞILAŞTIKLARI SORUNLARIN GİDERİLMESİ İÇİN ÖNERİLER

3.1. Genel Açıklama:

İşletmeler teknolojinin hızlı olduğu, tüketici zevk ve tercihlerinin sürekli değişim gösterdiği dinamik bir yapı içinde olduklarından, bu değişime başarıyla ayak uydurmaları gerekmektedir. İşletmelerin ayakta kalması geleceği en iyi şekilde tahmin etmelerine ve bu şekilde rakiplerine karşı üstünlük sağlamalarına bağlıdır. İşletme yöneticileri de bu değişime ayak uydurabilmek için gerekli kuralları belirlemeli ve uygulamaya geçirmelidirler.

İşletmelerde alınan kararlar kısa ve uzun süreli olmak üzere iki gruba ayrılır. Kısa süreli kararlar hemen uygulamaya konabilecek ve sonuçları hemen alınabilecek yapıdadır. Dolayısıyla çok kısa sürede hatalı yönler belirlenerek çözüm yoluna gidilebilmektedir. Uzun süreli kararları geleceğin belirsizliğinden dolayı, planlamak ve uygulamaya koymak oldukça güçtür. Ayrıca uzun süreli kararlar riski de beraberinde getirir.

Günümüzde globalleşmenin bir sonucu olarak işletmeler ve içinde bulundukları ekonomi, toplum ve uymak zorunda oldukları yasal şartlar, çok karmaşık bir yapıya sahiptir. Bu karmaşık yapı içerisinde başarı elde edebilmek için stratejik planlama yoluna gidilmelidir. Stratejik planlama işletmeye çevreyi değerlendirmede ve geleceğe yönelik planlar yapmada yardımcı olur. İşletmeyi bir bütün olarak inceleme imkanı verir. Aynı zamanda dış çevre ile işletmeyi bir bütün olarak gördüğünden alınan kararların isabet oranı artar.¹⁵³

İşletmelerde temel amaç: Kârlılık, süreklilik, topluma hizmet, çalışanların sağlık ve hayat şartlarını iyileştirme, çevre kirliliğini önlem olmalıdır. İşletmeler bu şekilde davrandıklarında başarılı olacaklardır. Unutulmamalıdır ki; işletmeler toplumsal sistemin bir alt sistemi olduklarından dolayı, karşılıklı etkileşim vardır ve etkileşim sürekli.

Başarısızlıkla karşılaşan işletmeler ilk olarak başarısızlık nedenlerini araştırmalıdır. İşletmeyi başarısızlığa iten sebepler belirlendikten sonra gerekli analizler yapılarak,

¹⁵³ Büker, a.g.e., s.417.

başarısızlık nedenleri ortadan kaldırılmalıdır. Olumsuzluklar ortadan kaldırılamıyorsa; işletme ya tasfiye edilmeli ya devredilmeli yada satılmalıdır.

Başarısızlıkta ilk karşılaşılan, işletmenin finansal sorumluluklarını yerine getirememesidir. Finansal yapısı bozulan işletmeler mali yapısını düzeltmek için bir takım finansal kararlar almalıdır.

3.2. Borçların Vadesini Uzatmak

İşletmelerin geleceğinin iyi olacağı düşünülüyorsa borçların vadesi uzatılmalıdır. Bu şekilde, borcunu geçici olarak ödeyememe durumundaki işletme, uzun sürede sorumluluğunu yerine getirip, borcunu ödeyecektir.¹⁵⁴ Borçların vadesini uzatmak tek yönlü bir işlem değildir, alacaklılarla bu konuda anlaşmak gereklidir. Bu uygulama alıcı açısından da en uygun yoldur. Çünkü işlem yasal yollara intikal ederse, yapılacak işlemlerin gerektirdiği giderlerin varlığı ve işletmenin tasfiyeye gitmesi durumunda oluşacak değer kayıpları, alacaklının alacaklarını tam olarak alamamasına neden olabilir. Borçlu işletmenin birden fazla alacaklısı olması durumunda, vade uzatılması talebinin hiçbir önemi kalmayacaktır. Birkaç işletmenin vade uzatılmasını kabul etmesi, kabul etmeyen firmaların da varlığı halinde istenen sonucu doğurmayacaktır. Çünkü, işletme vadenin azıtılması talebiyle alacağının tahsili konusunda zor durumla karşılaşmayı istemez. Bu nedenle alıcının borçluyu da zor durumda bırakmadan bir ödeme planı hazırlayarak, borçların tahsili yoluna gitmesi en rasyonel yoldur.

3.3. Refinansman

Refinansman; vadesi gelen borçların, konsolidasyon veya kısa vadeli borçların uzun vadeli borca çevrilmesi yoluyla ya da daha uygun şartlar içeren yeni borçlanmalarla ödenmesi şeklinde uygulanan bir önlemdir.

3.4. Alacaklıların Anlaşma Yoluyla Alacaklarından Vazgeçmesi

Borçlu firmanın borçlarını ödemeyecek duruma düşmesi halinde alacaklılar, tasfiye talep ettiklerinde yasal işlemler sonucu, alacaklarının çok azını elde edeceklerini düşünürlerse, borçluya belli bir miktar ödeme sonucu borcun tamamından kurtulma

¹⁵⁴ Ceylan, a.g.e., s.295.

avantajı sağlayabilirler.¹⁵⁵ Bu durumda alacaklılar vazgeçtikleri miktar kadar zarar, borçluda kâr etmiş olur. Ülkemizde vazgeçilen alacaklar, alacaklı firmaya vergi avantajı sağlamaktadır. Anlaşma yoluyla vazgeçilen kısım V.U.K 324' e göre özel bir karşılık hesabına alınır ve vazgeçilen yılın sonundan başlayarak 3 yıl içinde zararlar kapatılmazsa gelir olarak işlem görür.

3.5. Alacaklıların Borçlu İşletmeyi Yönetmesi

Alacaklı işletme alacağını garanti altına almak için, borçlu işletmenin durumu düzelinceye kadar yönetimini kontrolü altında tutma şartıyla işletmeye belli bir miktar finansman sağlamayı önerebilir. Bu kontrol işlemini işletmenin belirleyeceği bir temsilci grubu yerine getirir. Bu grup firmanın mali durumu düzelinceye kadar firmanın yönetimini elinde tutar. Firmanın düzeltilme ihtimali görünmüyorsa bu durumda işletme tasfiyeye hazırlamaya başlarlar.

3.6. Sermaye Yapısının Yeniden Düzenlenmesi

Borçlarını karşılayamayacak duruma düşen işletmelerin tasfiyeye gitmeden varlıklarını devam ettirmeleri daha uygun olacaktır. Bu düşünceden hareketle; firmanın sermaye yapısı, özsermayeyi artırmak ya da firmanın sabit ödemelerini azaltmak şeklinde yeniden düzenlenebilir.

3.6.1. Borca Karşılık Hisse Senedi veya İştirak Payı Verilmesi

İşletme borcunu ödemede zor durumda kalınca, alacaklılara borca karşılık olarak hisse senedi veya sermayeye iştirak payı vermeyi önerebilir. Alacaklı firma işletmenin gelecekte durumunun olumlu yönde ilerleyeceğini veya alacakları tahsil etme konusunda başka yollarının kalmadığını düşünüyorsa, borçlu işletmenin bu teklifini kabul edecektir. Bu durumda alacaklı firma ortakları borca karşılık borçlu firmaya ortak olarak, ileride meydana gelebilecek herhangi bir iyileşme durumunda da bu hisseleri satarak alacaklarını tahsil etme yoluna gideceklerdir¹⁵⁶

Ayrıca T.T.K 430. Maddesinde de belirtildiği gibi tahvil sahiplerinin alacaklarına karşılık senet almaları önerilebilir. Firmanın bu yolla borçları azalırken, özsermayesi de artmış olacaktır.

¹⁵⁵ Gönenli, a.g.e., s.604.

3.6.2. Sermaye Artırımı

Sermaye artırımında işletme ilk olarak hisse senedi çıkararak mevcut ortaklarının paylarını artırır veya işletmeye yeni ortak alır. Fakat işletmenin içinde bulunduğu durum kötü ve geleceği iyi görünmüyorsa, ne ortaklar sermaye artırımına gitmeyi isteyeceklerdir nede yeni ortak bulabileceklerdir. Bu durumda işletme yönetimi, sermaye artırımına gitmek için paylarının bir kısmını yatırımcılara satarak finansman teminine gidebilirler. Hisselerin önemli bir bölümünün yatırımcılara satılması halinde ise yönetimin el değiştirmesi durumuyla karşı karşıya kalınabilir. İşletme otofinsanman yoluyla da finansman sağlayabilir. Kârların bir kısmı işletmede tutularak, işletme dışına nakit çıkışı engellenebilir. Fakat bu durumda da işletmeye nakit girişi durabilir.

İşletmenin sermaye artırımına giderek finansman sağlaması demek, bir daha başarısız olmayacağı anlamına gelmemektedir. İşletme tekrar başarısız olmak istemiyorsa, başarısızlığa neden olan faktörleri de belirleyip yok etmelidir.¹⁵⁷

3.6.3. Tahvile Karşılık Hisse Senedi Verilmesi

Hisse senedi elinde bulundurana ortaklık hakkı verir ve özsermayeyi artırır. Tahvil ise uzun süreli bir borçlanma şeklidir.

Amaç, hisse senedi ile işletmeye yeni ortak almak yerine, borçlanarak finansman ihtiyacını gidermektir. İşletmenin finansal yapıyı güçlendirmek için başvurduğu yollardan biriside tahvil sahiplerine ellerindeki tahvile karşılık hisse senedi vermektir. Böylece işletmenin borçları azalırken, özsermayesi artacaktır.

3.6.4. Tahvil Faizlerinin Düşürülmesi

T.T.K madde 430'a göre "faiz vadelerinin bir veya birkaçının uzatılması, faiz miktarının indirilmesi veya ödeme şartlarının değiştirilmesi" hükmü genel kurul tarafından kabul edilir ve tahvil sahiplerine bildirilir. Tahvil sahipleri kabul ederse, faizlerde bir indirimle gidilerek işletmenin sabit ödeme yükü azaltılabilir.

¹⁵⁶ Türko, a.g.e., s.602.

3.6.5. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Adi Hisse Senedi İle Değiştirilmesi

İmtiyazlı hisse senedinin önceden belirlenen sabit bir getirisi vardır ve senet sahiplerine kâr payı ödemeleri zamanında yapılır. Yani imtiyazlı hisse senedi sahiplerine her yıl kârdan sabit bir miktarda ödeme yapılır ve buda kârın azalması anlamına gelir.¹⁵⁸

İmtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetlerine dönüştürüldüğü takdirde, işletme kâr elde eder ve sabit bir ödeme yapmaktan kurtulur.

3.6.6. Hisse Senetlerinin Nominal Değerini Düşürme

T.T.K 399. Maddesi: “İşletmeler bozulan mâli durumlarını düzeltmek için hisse senetlerinin nominal değerini beşyüz liradan aşağı indirebilirler” hükmünü getirerek, finansman ihtiyacı olan işletmelerin hisse senetlerinin daha fazla satılmasına olanak sağlamıştır.

3.6.7. Aktiflerin Yeniden Değerlemesi

İşletmeler yeniden değerlendirme yaparak, değer artışını birikmiş zararları kapatmada kullanır, fakat işletmeye yeni bir kaynak sağlamaz. Yalnızca işletmenin bilançosunu, yeni kaynaklar sağlayacak bir görünüme kavuşturur.¹⁵⁹

3.6.8. Sabit Varlıkların Satılması Ve Tekrar Uzun Vadeli Olarak Kiralanması

İşletme elinde bulundurduğu uzun vadeli sabit aktifi satarak, mülkiyet hakkını devreder ve varlığı tekrar uzun süreli olarak kiralar. Bu durum işletmeye satış işleminden dolayı ek bir finansman kaynağı sağlama yanında, o varlığın hizmetlerinden yararlanma hakkı da vermektedir. İşletme bu ek fonla vadesi gelen kısa süreli borçlarını ödeyerek işletme sermayesi durumunu da güçlendirebilir. Bunların yanında işletme sabit aktiflerini satarak, meydana gelebilecek bir değer artışından yoksun kalabilir, kira giderlerinin artma riskiyle karşılaşabilir, varlık üzerindeki hakları ve kontrol olanakları da sınırlanabilir.¹⁶⁰

3.7. Konkordato

Alacaklıların, alacaklarının bir bölümünden yasal yollarla vazgeçmesidir. Bu durumda taraflar arasında bir anlaşma söz konusudur. Konkordato, işleri bozulan, mâli

¹⁵⁷ Bükür, a.g.e., s.420.

¹⁵⁸ Türko, a.g.e., s.603.

¹⁵⁹ Akgüç, a.g.e., s.922.

durumu kötüye giden dürüst borçlulara yardım etmek amacıyla yasalar tarafından kabul edilmiş bir uygulamadır.

Bu uygulamada borçlu işletme yargı organlarına başvurarak, borcun en az %50'sini ödemeyi kabul etmesiyle konkordato talebinde bulunur. İcra tetkik merciinin öneriyi kabulünden sonra, alacaklıların hem adet hem de alacak tutarı olarak 2/3'ünün konkordato önerisini kabul etmesi gerekir. Ardından yapılan işlem ticaret mahkemesince onaylanır.¹⁶¹

Konkordato işleminde yalnızca alacağın bir bölümünden vazgeçmek gerekmez. Borçluya borcu ödemesi konusunda bir süre tanınır ve borç vadeye bağlanır. Borcun tamamı vadesinde ödenirse, faiz istenmeyeceği de kakarlaştırılabilir.

Bahsettiğimiz yollardan hangisi uygulanırsa uygulansın konkordato, borçluyu sabit ödeme külfetinden kurtaran yasal bir yoldur.

3.8. Firmanın Hukuki Yapısını Değiştirme

Tek sahipli firma şeklinden, adi ortaklık veya şirket statüsüne geçiş yapmak, şirket şeklinde ise tür değiştirmek, finans yapısını güçlendirmek için alınacak önlemdir.¹⁶²

3.9. Yeni Bir İşletmeye Katılma

Bir işletme finansal güçlüğü düştüğü zaman, farklı bir işletme ile ortaklık kurarak finansman imkanı sağlayabilir. İşletmelerle birleşmede amaç, piyasada oluşmuş rekabeti ortadan kaldırmak, teknolojik yenilikleri yakından takip edip yararlanmak veya diğer işletmelerin finansman imkanlarından yararlanmak olabilir.

3.10. İşletmede Kullanılmayan Varlıkların Satılması

İşletme üretimine devam ederken, üretim işleminde hiç kullanmadığı veya çok fazla ihtiyaç duymadığı varlıkları elinde tutmak yerine, onları satarak işletmeye ek bir fon sağlamış olur. Bu sayede işletme finansal başarısızlıktan kurtulma imkanına kavuşur. Bu işlemde kullanılmayan gayrimenkuller yanısıra, işletmede atıl halde bulunan makine ve teçhizatı, taşıt araçlarını da satarak işletmeye fon sağlaması da mümkündür.

¹⁶⁰ Akgüç, a.g.e., s.922.

¹⁶¹ Türko, a.g.e., s.606.

¹⁶² Akgüç, a.g.e., s.924.

3.11. Küçülme Yoluyla Başarısızlığı Giderme

İşletme çok geniş bir üretim tesisinde veya farklı işletmelerle işbirliği tarzında bir üretim yapıyorsa, bu durumda ya üretim tesislerinin bir kısmını satarak veya iştiraklerini devrederek işletmeye ek fon sağlar.

Küçülme olarak adlandırılan bu yolla elde edilen finansal kaynakla işletme finansal başarısızlıktan kurtulmaya çalışır.

3.12. İşletmenin Satılması Veya Tasfiye Edilmesi

İşletmenin başarısızlıkta geldiği nokta içinden çıkılamaz bir boyuta vardığı zaman, işletme faaliyetlerine son verilebilir veya işletme satılabilir. Satılma işlemi işletmeler için yapılması gereken en son ve en zor durumdur. Çünkü bu durumda işletmenin taşıdığı yüksek riskten dolayı, işletmeye yatırım yapmayı düşünenler çok düşük bir fiyata satın almayı isteyeceklerdir. Bu durumda işletmenin tüm aktif ve pasifleriyle yatırımcılara devri söz konusudur.

İşletmenin satış işlemi gerçekleşmiyorsa, alacaklılar tasfiye talebinde bulunabilirler. T.T.K 447. Maddesine göre, tasfiye halinde işletmenin tüm aktifleri satılarak, firma borçları ödenir. Bu ödeme işleminden sonra işletme ile ilgili bir değer kalırsa, sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça ortaklara ödedikleri sermayeler ve hisseleri oranında dağıtılır.

T.T.K 446. Maddesi gereğince de işletme borçları işletme mevcutlarından fazla ise, tasfiye memurları işletmenin iflasını isteyebilirler. Ayrıca işletme veya alacaklılar iflası kendileri talep ederek, işletmenin varlığına son verebilirler.

KAYNAKLAR

Kitaplar:

Akdoğan, Nalan; “Enflasyon Muhasebesi” AİTİA Mâli Bilimler ve Muhasebe Yüksek Okulu Yayınları, Ankara, 1980

Akdoğan, Nalan;”Finansal Tablolar ve Analizi”, Savaş Yayınları, 2. Basım, Ankara 1985

Akgüç, Öztin;“Finansal Yönetim”,Muhasebe Enstitüsü Yayınları, Yayın No:63, İstanbul,1994

Altuğ, Osman;” Finansal Yönetimin İlkeleri ve Uygulamaları”, Marmara Üniversitesi Yayınları, No:466, İstanbul, 1988

Ataman, Ümit–Sumer Haluk;”Dış Ticaret İşlemleri ve Muhasebesi”,Türkmen Kitabevi, 5. Basım, İstanbul, 1996

Brigham, Eugene F; “Finansal Yönetimin Temelleri”, Florida University, (çevirenler: Özdemir Akmut, Halit Sariaslan) Ankara Üniversitesi Yayınları, No:206, Ankara, 1996

Büker, Semih–Aşıkoğlu, Rıza–Sevil Güven;”Finansal Yönetim”, Eskişehir, 1994

Büker, Semih–Bayar, Doğan; “Finansal Yönetim”, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:875

Ceylan, Ali;”İşletmelerde Finansal Teknikler”, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa, 1993

Ceylan, Ali;”İşletmelerde Finansal Yönetim”, Ekin Yayınevi, 6. Basım, Bursa, 2000

Göneneli, Atilla;”İşletmelerde Finansal Yönetim”, 6. Basım, İstanbul, 1988

Hatipoğlu, Zeyyat;”Ayrıntılı İşletme Finansmanı”,İTÜ İşletme Fakültesi, İstanbul, 1983

Karakoyunlu, Yılmaz; “Mâli Durum Tabloları ve Analiz Yöntemleri”, Banker Kastelli Yayınları, İstanbul, 1982

Özdemir, Muharrem; “Finansal Yönetim”, Türkmen Kitabevi, 2. Basım, İstanbul, 1999

Sarıkamış, Cevat; “Sermaye Pazarları”, Alfa Yayınları, 3. Basım, İstanbul, 1998

Solomon, Ezra; “The Theory of Financial Management” Colombia University Press, New York, 1963

Şimşek, Şerif; “İşletme Bilimlerine Giriş”, 2. Basım, Konya, 1995

Tokol, Tuncer; “Finansal Yönetim” Bursa, 1981

Türko, Metin; “Finanasal Yönetim”, Alfa Yayınları, 1. Basım, İstanbul, 1999

Uyanık, Senan; “Proje Finansmanında Finansal Kiralamanın Rolü”, TOBB Yayınları, Ankara, 1990

Van Horne, James C; “Financial Managenet and Policy”, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1968

Makaleler

Çelik, Türker; “1854 Şirketten Büyüme Dersleri” Capital Aylık Ekonomi Dergisi, Yıl:9, Sayı:2001/03, Mart, 2001

Polat, Hakkı İ.; “İhracatta Factoring Uygulaması”, Vergi Dünyası Aylık Dergisi, Yıl:20, Sayı:235, Mart, 2001

Soydan, Halit-Berk, Metin; “Finanasal Kiralamanın Sakıncaları” Metin: Dünya Dergisi, 14-16 ocak 1986

Şenay, Ertuğrul;” Tarihsel Ve Güncel Ekonomide Finansal Kiralama” Diyalog Dergisi, Aralık, 1986– Ocak, 1987

Şimşek, Arif; “Türkiye’de Factoring Uygulaması ve Vergisel Boyutu”, Yaklaşım Aylık Dergisi, Yıl:4, Sayı:48, Aralık, 1996

Toroslul, M.Vefa; “Factoring İşlemleri”, Vergi Dünyası Aylık Dergisi, Sayı:227, Temmuz, 2000

Toroslul, M.Vefa; “Factoring İşlemleri”, Vergi Dünyası Aylık Dergisi, 14–16 Ocak, 1986

“Finansal Kiralama”, İktisat Bankası Yayınları, Şubat, 1986

Diğer Kaynaklar

Akkum, Tülin; “ Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Maliyeti ve Finansman Kararları İle İlgili Teorik Çalışmalar”, Basılmamış Doktora Seminer Çalışması, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1993

Sarıkamış, Cevat; “ Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi”, Basılmamış Doçentlik Tezi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1970

Tokol, Tuncer–Ceylan, Ali; Finansal Yönetim Ders Notları, Bursa, 1983

T.T.K. ve İlgili Mevzuat, Sami Karahan- İbrahim Sarıaslan

ÖZGEÇMİŞ

Erzurum ili, Horasan ilçesinde dünyaya gelen Mukadder HORASAN ilk, orta ve lise öğrenimini Erzurum’da tamamladı. 1995 yılında Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümüne kaydoldu. 1999 yılında 4 yıl süren lisans eğitimini tamamladı.

Horasan, 1999 yılında Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman bilim dalında yüksek lisans programına kaydoldu.

