

I. TÜRK İŞLETMECİLİK KONGRESİ VE FİNANSAL SORUNLARIMIZ

Asis. Dr. Semih BÜKER

I. Türk işletmecilik kongresinde, kamu ve özel kesimden eşit sayıda üyeden oluşan finansman komisyonunda Türkiye'nin finansman sorunları tartışılmıştır.

Komisyon çalışmaları sırasında Türkiye'deki işletmelerin, finansal yöneticilere duydukları gerek ve bunların işletme içinde sahip olmaları gerekli yer bakımından aynı durumda olmadıkları ortaya çıkmıştır. Finansal yönetime gerekli yer verilmemişse bunu öteki yönetim sorunlarından ayrı olarak ele alamayız. Yönetici olarak eğitilmiş ve yetiştirilmiş bir yöneticiye gerek duymayan bir işletme elbette ki finansal yöneticiye de gerek duymayacaktır. Fakat Türkiye'nin değişen ekonomik ve sosyal koşulları ile birlikte yöneticilere duyulan ihtiyaç artmaktadır. Bunun nedenleri arasında işletmelerin büyüklüklerinin artması, haberleşme ve taşıma hizmetlerinin genişlemesi devletin düzenleyici ve üretici olarak etkisinin artması, çıkar gruplarının güçlenerek seslerini daha fazla duyurur olmaları sayılabilir. Gün geçtikçe bütün işlerin bir kişi tarafından yapılması olanakları azalmakta, uzmanların çalışmalarına daha fazla gerek duyulmaktadır.

Türkiye'nin ekonomik özelliği olarak kamu kesimi ve özel kesim yanyana mal ve hizmet üretiminde bulunmaktadır. Kalkınma Planları özel kesim için yol gösterici, kamu kesimi için emredici hükümler getirmiştir. Özel kesim kararlarında serbest ise de hükümet kararlarının etkisi özel kesimin karar ve seçiminde etkili olmaktadır. Özel kesimdeki işletmeler; döviz tahsisleri, özendirme tedbirleri, ihracat izni, ithalat kotaları ve daha önemlisi vergi yolu

ile devletin etkisini hissetmektedirler. Bunun dışında devlet, işletmeleri ile mal ve hizmet miktarının ve fiyatlarını etkilemektedir. Bütün bunları, bilimsel yönetim ilkelerinden faydalanmanın gereksizliğini göstermek için değil, aksine yöneticilerin belirsizliklerle her zaman karşı karşıya olduklarını, bu nedenle karar verirken birçok etkeni hesaba katmak zorunda olduklarını belirtmek için yazıyoruz. Bu da ancak öteki yöneticiler yanında kendi alanına giren kurmay, fonksiyonel ve yürütüm yetkilerini iyi bilen finansal yöneticilerin katkıları ile mümkün olur. Bir yöneticinin kendisinden beklenenleri tam olarak yerine getirebilmesi için de fonksiyonlarının, görev ve yetkilerinin iyi belirlenip sınırlarının çizilmiş olması gerekir. Biz de burada bu noktadan hareketle finansal yöneticinin işletme içindeki yeri ve önemini belirtmekle işe başlayıp öteki finansman sorunlarına değineceğiz.

FİNANSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Serbest teşebbüs düzeninde hammadde, işçilik, sermaye serbest fiyat sistemi ile dağılır. Mal ve hizmetlerin sunuşundaki azalmalar tüketicilere fiyat sistemi yardımı ile aktarılır. Otomobil fiyatları artınca bazı tüketiciler pazardan çekilir, fiyattaki düşüşler daha fazla alıcıyı çeker. Fiyat sistemi üretilmekte olan malların dağılımını düzenlerken bir yandan uzun devrede hangi malların pazara çıkacağını kararlaştırır. Otomobil üreticisi ancak tüketicilerin yeterli fiyat vereceklerine inanıyorsa üretimde bulunur.

Serbest fiyat sisteminin yürürlükte olduğu ekonomilerde sistem böyle işlediği halde, devletin üretilecek mal ve hizmet miktarına doğrudan etkili olduğu veya kendisinin mal ve hizmet üretiminde bulunduğu sistemlerde işleyiş başkadır. Serbest fiyat düzeninde tüketiciler çeşitli mal ve hizmetlerden çok veya az almak konusunda kararları birbirlerine bağlı olmaksızın verirler. Otomobil yapıcısı üreteceği miktar için şekerleme veya sabun üreticisinin ne miktarda mal üreteceğini bilmeden karar verir. Halbuki hepsi tüketileceği para miktarı belirli olan bir tüketici topluluğu için rekabet ederler. Örneğin, evimizin ısıtılmasında kömür yerine akıcıyağ kullanmaya başlarsak bu kararımızla, kömür ve akıcıyağ tüketicisi ve üreticilerinin kararlarını az da olsa etkilemiş oluruz. Kömür yerine akıcıyağ kullanmakla kendi açımızdan rasyonel hareket etmiş olabiliriz, fakat aynı zamanda bu malları üretenlerin fiyatlarını ve

ya üretim miktarlarını değiştirmelerine yol açmış oluruz. Bu hareket sonunda öteki ev sahipleri akıcı-yağ biraz daha yüksek ve kömürü daha düşük fiyatla alacaklardır. Öteki tüketiciler de satınalma kararlarını yeni fiyat verileri karşısında rasyonel olarak vereceklerdir. Üreticileri kararı fiyatı düşürmek yerine daha az kömür üretmek şeklinde olabilir bunun sonucunda da bazı işçilerin ücreti düşer. Bu, işçilerin tüketim harcamalarını değiştirir ve birçok başka malın fiyat ve miktarını etkiler.

Bu sistem tüketicilerin seçim ve kararları ile olabileceği gibi, hükümet kararları ile direkt veya özendirme kararları ile dolaylı olarak işleyebilir. Hükümet veya belediyeler hava kirlenmesini önlemek amacıyla verdikleri, ısınmada kömür kullandırmama kararı tüketiciler ve üreticiler üzerinde dolaysız etki yapar. Türkiye’de kömür ve akıcı-yağ üreticisi olan devletin fiyat kararları öteki kömür ve akıcı-yağ üreticilerinin fiyatları ve satış miktarları üzerinde etkili olmaktadır.

Büyük bir organizasyon içinde hammadde, işçilik ve sermaye dağılımı kendiliğinden, otomatik olarak yapılamaz. Bunun yerine bir çok uzmandan aldığı bilgilere dayanarak yüksek yöneticinin verdiği emirlerle yürür.

Uzmanlardan biri olan finansal yönetici işletmeyi amacına ulaştırmaya çalışırken fonksiyonu yerine getirir. Bir yanda finansmandan sorumludur. Finansman kelimesi ödeme araçları bulunması olarak tanımlanabilir. Bu anlamı ile finansman, finansal plânlama, nakit giriş ve çıkışlarının tahmini, fonların toplanması ve bu fonların kullanımı ve dağıtımının kontrolünü kapsar. Borçları ödemek için yeterli ödeme araçlarına sahip olma ortakların rizikosunu azaltır ve işletmenin hayatını sürdürür. Öte yandan finansal yönetici kârlı görülen yatırımlara para ayırarak kâr sağlamanın yollarını araştırır. Ortakların yatırımlarının net şimdiki değerinin arttırılması likidite ve kârlılık arasında bir denge kurulmasını gerektirir. Finansal yönetici kıt kaynakları en kârlı kullanışa ayırmada yeterli likit bulundurmayı başarırsa serbest fiyat sisteminin işletme içinde de işlemlerini sağlamış olur.

Sonuç olarak finansal yönetici işletmenin varlığını veya kârlarını en yükseğe çıkarmak, aynı zamanda eldeki para ile borçları vaktinde ödemek ve işletme içinde kaynakların en kârlı biçimde dağılımını sağlamaktan sorumludur.

Finansal yöneticinin kârlılık ve likidite amaçları birbirleriyle çelişkili görülmektedir. İşletmede bütün para alacaklara, stoklara, fabrika ve teçhizata veya başka bir deyimle paradan başka varlıklara yatırılmalıdır. Fakat para giriş ve çıkışları tam olarak tahmin edilmeyebilir. Bu nedenle de finansal yönetici borçlarını vaktinde ödeyebilmek için elinde bir miktar para bulundurmalıdır. İşletmesini borçlarını vaktinde ödeyememe rizikosuna karşı korudukça, boş olarak tutulan paranın alternatif yatırım olanakları ile sağlanacak gelirleri kaybetmiş olur. Borçlarını vaktinde ödeyememesi nedeniyle işletmenin kredisini tehlikeye düşürecek olursa, finansal yönetici en önemli sorumluluklarından birisini yerine getirmiyordur. Öte yandan nakit ihtiyacını olduğundan fazla tahmin ediyorsa işletmenin uzun vadeli kârlarından faydalanamıyor demektir.

FİNANS YÖNETİCİSİNİN FONKSİYONLARI

Borçları zamanında ödeme ve ortakların gelirinin şimdiki değerini en yükseğe çıkarma amaçlarının yerine getirilmesi için finansal yönetici üç önemli fonksiyonu yerine getirmelidir.. Bunlar finansal plânlama ve kontrol, fonların toplanması ve fonların yatırılmasıdır. Bazan da özel ve her zaman tekrar etmeyen sorunlarla karşılaşılabilir. Bu sorunlar başka bir işletme ile birleşme veya işletmenin tasfiyesi olabilir. Finansal politikalar genellikle pazarlama, üretim veya öteki bölümleri etkilediğinden karar verme sürecine daha fazla görevli katılmış olur.

FİNANSAL PLÂNLAMA

Plânlama fonksiyonunun yerine getirilmesinde işletme çalışmalarının tümünü kapsayan bir görüş açısından işe başlamalıdır. İlk olarak üretim tesislerinin genişletilmesini makina ve teçhizatın yenilenmesinin veya öteki çok miktarda paraya ihtiyaç gösteren uzun vadeli plânlara ile ilgilenmelidir. Bu plânlara hakkında bilgisi ve yakın gelecekteki satış tahminlerine dayanarak yakın gelecekteki nakit giriş ve çıkışlarını tahmin etmelidir. Bu plânlara veya bütçeleri hazırlarken kendisinin pek az kontrolünde olan dış etkenlerin etkisi ile yaptığı plânlarda değişiklikler olacağını bilmelidir. Türkiye'de buna ait örnekler vermek kolaydır. Satış tahminleri yapıldıktan sonra hükümetin verdiği bir ihracat yasağı kararı, üretim plânlandıktan sonra enerji kısıtlaması ile ilgili kararlar, mamulün bün-

yesine girecek bir maddenin ithalinin yasaklanması, verilen kararların ve yapılan bütçelerin değerini azaltmakta veya hiçe indirebilmektedir. Bu değişiklikler üretim biçimlerinde, miktarlarında ve sonuç olara küretim maliyetlerinde değişiklikler yapılmasını gerekli hale getirmektedir. Makinelereki gelişmeler işletmeyi endüstri içindeki yerini koruyabilmek için yeni makinelere önemli harcamalar yapmaya zorlar. Ekonomik hayattaki daralmalar, grevler kârların azalmasına yol açabilir. İşletme hayatındaki belirsizlikler bütçeyi bir yana itmekle değil, aksine, görülmeyen gelişmelerle başa çıkmak için finansal kararlara yeterli esneklik vermekle azalesneklik vermekle azaltılabilir.

VARLIKLARIN YÖNETİMİ

Finansal yönetici, işletme likiditesini tehlikeye düşürmeden, çeşitli varlıklara yatırdığı finlar ile mümkün olduğu kadar çok gelir sağlamalıdır. Dönen varlıklara ve sabit varlıklara yatırılmış her bir liranın alternatif kullanma olanağı vardır. Likiditeyi arttırmak için nakit halinde veya kâr sağlamak için varlıklara yatırma fonların alternatif kullanım biçimlerinden birisidir. Bu, finansal yöneticinin her zaman gözönünde tutması gerekli kârlılık ve likidite sorununu yaratır.

Likidite ve kârlılık zayıf bir yönetim altındaki işletmelerde tehlikeye düşürülebilir. Fonların yavaş dönem alacak hesaplarında kalması veya etkinlikle çalıştırılmayan makinelere bağlı kalması bu varlıklardan sağlanacak gelirin az olmasına yol açar.

FONLARIN TOPLANMASI

Plânlanan nakit çıkışları nakit girişlerini aşacaksa ve nakit mevcudu aradaki farkı kapatmaya yetmiyeyekse finansal yönetici işletme dışından fonlar bulmaya zorunludur. İşletmenin işgücü pazarında işgücü için ve pazarda çelik için fiyat vermesi gibi çeşitli pazarlarda para için talep bulunabilir. Bu pazarlarda fonlar birçok kaynaklardan, çeşitli anlaşmalarla ve değişik vadeli olarak bulunabilir. Finansal yöneticinin karşı karşıya bulunduğu sorun, işletmenin ihtiyaçlarına en uygun fonları bulmaktır. Sonuç olarak, düşük maliyetin çekiciliği, vadeleri geldiğinde ödenememe rizikosu ile karşılaştırılmalıdır. Fon için araştırma yapılırken işletmenin

ve ekonominin bugün içinde bulunduğu koşullar kadar gelecekteki değişiklik ihtimalleri de düşünölmelidir.

ÖZEL SORUNLARIN ÇÖZÜLMESİ

Finansal yöneticinin bir başka görevi, işletme hayatında her zaman karşılaşılmayan, fakat karşılaşıma olanağı olan sorunlar üzerinde çalışmaktır. İşletmenin başka bir işletme ile birleştirilmesi ile ilgili bir teklifin değerlemesinde şimdiki ortakların ellerindeki hisse senetlerini yeni şirketin mi, yoksa, varlığını koruyacak şirketin hisse senetleri ile mi değiştireceğı sorunları ortaya çıkar. Buna karar vermek için bu hisse senetlerinin karşılaştırmalı olarak değerlerinin belirlenmesi gerekir.

FİNANSAL YÖNETİM İÇİN ORGANİZASYON BİÇİMİ

Şimdiye kadar yazdıklarımızdan işletmedeki bütün eylemlerin finansal yönetici tarafından yönetildiğı anlaşılmamalıdır. Uygulamada finansal yöneticinin görmesi gerekli fonksiyonlar organizasyonda çok değişik yollarla yerine getirilmektedir. Finansal yönetimden sorumlu yönetici-haznedar, kontrolör, finansal yönetimden sorumlu başkan yardımcısı olarak isimlendirilebilir - çeşitli işletmelerde çeşitli görevler yapar. Finansal yönetimden sorumlu yöneticinin görevi ve finansman fonksiyonunda katılacağı işlerin sınırları ilgili fonksiyon, politika, işletmenin büyüklüğü, yöneticinin yeteneğı ve öteki yönetici ve görevlilerin yeteneğine bağlıdır.

Sonuç olarak, finansal yöneticilerin işletmelerde yerine getireceğı önemli fonksiyonlar vardır. İşletmelerin sağlam bir yapıya sahip olarak kurulmaları, kârlı olarak hayatlarını sürdürmeleri ve gerektiğinde ortakların yararına olacak biçimde hayatlarının son bulması için finansal yönetime ve finansal yöneticilere işletmelerde hak ettikleri değer verilmelidir.

Komisyonada tartışılan konulardan biride işletmelerin borç almada karşılaştıkları güçlüklerdi.

Uzun vadeli borç alınmasında karşılaşılan sorunlardan en önemlisi açılacak kredinin yatırım yeri ile ilgili bir projenin işletmelerden istenmesi ve bu projenin kârlılığının ulusal ekonomi ve işletme yönünden değerlendirilmesidir. Sorun yaratan nokta, inceleme

işinin çok uzun sürmesi ve kredi dışında döviz tahsisi, özendirme tedbirlerinden faydalanma için bu değerlendirme işinin ayrı yapılması ve süre içinde fiyat artışları nedeniyle yatırımın hiçbir zaman projede öngörülen maliyetle tamamlanamaması idi.

Gerçekten sorunu yaratan nedeni kredi mekanizmasının bu çalışma biçiminde aramak gerekir. Sermaye pazarının yokluğu işletmeleri bunun gibi olağan sayamayacağımız yollarla kredi sağlamaya zorlamaktadır. Sermaye pazarının varlığı halinde, işletmelerin çıkardıkları hisse senetleri ve tahviller objektif olarak borsalarda değerlendirilebilecekti. Borsa olmadığına göre kredi istekleri ile birlikte sunulan yatırımlara ilişkin projelerin hızla incelenerek sonuca bağlanması istenmektedir.

Komisyon çalışmaları sırasında üstünde durulan bir nokta da şudur : Bankaların orta vadeli kredi açmadaki isteksizliği kısa vadeli kredilerin vadeleri bitiminde, vadenin uzatılarak orta vadeli kredi gibi işleyişi sağlanmaktadır. Bu iki yönden sakıncalıdır. Birinci sakınca maliyetinin yüksekliği, ikincisi ise kredileri daraltıcı herhang bir hükümet kararında hemen etkilenmeleri ve krediyi kullananı zor durumda bırakmasıdır. Ayrıca bankalar, açtıkları kredilerin kullanılma yerleri arasında seçim yapmamakta üretken yatırımlar kadar spekülâtif amaçlarla kullanılacak kredi taleplerini karşılamaktadırlar. Burada bankaların haklı olduklarını ileri sürdükleri nokta, kredilerin kişilere tanınmış olduğu ve bankalar için önemli olan kredinin kullanılma yeri olmayıp, açılan kredinin ödenmesini güvence altına almaktır.

Komisyonunda tartışılmayan bir konu alacakların finansmanı konusu idi. Bugün Türkiye’de dayanıklı tüketim malları yoğun satışı artırma çabaları ile satışı hızla artan bir üretim kesimidir. Bu nedenle de alacakların finansmanı için dayanıklı tüketim malları endüstrisinden oldukça büyük talep gelmektedir. Ülkenin ekonomik kalkınması yolunda banka kredilerinin öteki imalat sanayii kesimlerinin gelişmesi yolunda kullandırılması için gerekli yöneltmelerin yapılması gerekir.

Bu konudaki önerimiz şudur : Dayanıklı tüketim malı üreten işletmelerin alacaklarının finansmanı için ayrı bir finansman şirketi kurarak bu yolda kendilerine yönelmiş eleştirilerden kurtulmaları, aynı zamanda banka kaynaklarının aynı olanağı sahip olmayan daha küçük fakat ülke ekonomisi bakımından daha yararlı kesim ve

işletmelere ayrılması olanak içine girer. Kurulacak finansman şirketlerinin banka mevduatlarını olumsuz yönde etkileyerek beklenen faydanın gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin incelenmesi ayrı bir konudur. Finansman şirketlerin kurulmasının bir başka faydası, satıcıların bankalardaki kredi limitlerinin dolu olması nedeniyle kendi üzerlerine kalmış, bankalara finanse ettiremedikleri alacak kalmamasını sağlamasıdır.

Biraz önce de değindiğimiz gibi, kredi sorununun çözülmesi sermaye pazarının kurulmasına bağlıdır. Sermaye pazarını düzenleyici ve denetleyici yasalar henüz çıkmamıştır. Komisyonda, bu yasaların kısa süre içinde çıkarılması yolunda dileklerde bulunulmuştur. Sermaye pazarının çalışabilmesi için bu pazarı düzenleyici ve denetleyici yasalar yanında tasarruf sahiplerinde hisse senetleri ve tahvillere güvenle yatırım yapmalarını sağlayacak Muhasebe Uzmanlığı Yasasının çıkarılması ve vergi yasalarında tahvil ve hisse senedine yatırımı özendirici değişiklikler yapılmalıdır. Bunun dışında, sermaye pazarının gelişmesi için gerekli olan gelir-tasarruf düzeyinin hemen yükselmesi olanaksızdır. Zamanla ve halkın alışkanlıklarının değişmesi ve eğitimle tasarrufların tahvil ve hisse senetlerine kayması olanağı bulunacaktır.

Komisyonda görüşülmemiş, kredilerin genişletilmesi için bir başka önerimiz, Türk Ticaret Kanunundaki Umumi Mağazalar sisteminin yaygınlaştırılmasıdır. Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre Umumi Mağazalar kendilerine teslim edilmiş mallar karşılığında makbuz senedi ve varant çıkarma yetkisine sahiptirler. Makbuz senedi malın mülkiyet hakkını temsil etmekte, varant ise teslim edilmiş mallar üzerindeki rehin hakkını göstermektedir.

Makbuz senedi kullanarak finansman olanakları sağlanmasının birçok yararı vardır. Birincisi, bu yolla sağlanacak fonların miktarı değişkendir, çünkü finanslama stokların büyümesine bağlıdır. Stokların büyümesi finanslama ihtiyacını büyütür. İkincisi, Umumi Mağaza işlemlerinin genişlemesi malların borç güvencesi olma olanaklarını arttırır. Bazı mallar bankalar tarafından Umumi Mağazaya teslim edilmediği takdirde güvence olarak kabul edilmemelidir. Üçüncüsü, umumi mağazalarda stok kontrolü, koruma ve uzmanlardan yararlanma Umumi Mağazaların yaygınlaşması ile gelişir. Umumi Mağazaların hizmetleri, maliyetleri yanında tasarruf sağlayabilir. Umumi Mağazalar, işletmeleri, ödeyecekleri işçilik giderlerinden, kırılma, bozulma zararlarından kurtarır.

Komisyonunda, bu finansman aracının geliştirilme olanakları, gelişmeye nedenleri üzerinde durulması yerinde olurdu.

Ticari kredi güvencesi olarak yalnız taşınmazlara bağlı kalınmayarak güvence hacmini genişleten, böylece kredi olanaklarının genişlemesine yardım eden bir başka araç ticari işletme rehnidir. Ticari işletme rehni sayesinde taşınmaz ipotegine ve taşınır malların teslimine gerek kalmadan güvence olarak bir sicile kaydedilen ticari işletme karşılığında borç alınması olanak içine girmektedir.

Resmi Gazetenin 21.7.1971 tarih ve 1447 nolu sayısında yayımlanan Ticari İşletme Rehni Kanunu ve bu kanunun öngördüğü Ticari İşletme Rehni Sicili Hakkında Tüzük ve Ticari İşletme Rehni Sicili Tüzüğü'nün Uygulanması Hakkında Yönetmelik Hükümleri gereğince işletmenin;

- a) Ticaret ünvanı ve işletme adı,
 - b) Rehnin tescili anında mevcut ve işletmenin çalışmasına ayrılmış olan makine, araç, alet ve motorlu taşıma araçları,
 - c) İhtira beratları, markalar, modeller, resimler ve lisanslar gibi sınai haklar üzerinde
- rehin yapma olanağı vardır.

Oldukça yeni olan ve uygulanmasına şehrimizde şimdiye kadar rastlanmamış olan bu kanun ile ilgili zorluklar ve aksaklıklar komisyonunda tartışılmamıştır.

Şimdiye kadar üzerinde durulan sorunlar, işletmelerin karşı karşıya kaldıkları finansal yönetimin fonların bulunmasına ilişkin sorunlarıdır. Bunların dışında finansal plânlama ve varlıkların yönetimi ile ilgili sorunlar olması olağandır. Bu sorunlar çok kez birinci fonksiyon ile ilgili sorunların gerektiği kadar önemsenmemiş olmasından doğmaktadır.

Bu sorunlardan en önemlisi işletmeye gerekli sermaye miktarının tam olarak belirlenmemiş veya belirlenmiş olsa bile belirlenen miktarda öz sermaye sağlanamamış olmasıdır. Bu, bazı durumlarda işletmelerin ellerinde olmayan nedenlerden doğmaktadır. Örneğin, projelerin kredi almak için veya özendirme tedbirlerinden yararlanabilmek için uzun süren inceleme ve değerlendirme işlemlerini beklemesi gibi. Bu süre içinde yatırım malları fiyatları yükseldiğinden, çoğu kez harcanan miktar hesaplanan sermaye gereğinden çok ol-

duğundan çalışma sermayesi olarak sağlanan kısım da sabit yatırımlara harcanmaktadır. Bazı durumlarda bu sadece iyimser tahminler yapılmış olmasından doğmaktadır.

Komisyon çalışmalarında bu sorunun nedenleri olarak, ön proje çalışmalarının gerektiği kadar titizlikle hazırlanmamış olmaları ve kredi sağlanması veya teşvik belgesi almak amacı ile hazırlandıkları görüşü kabul edilmiştir.

Bundan daha kötü bir durumun bu eksik ve yanlış projelerin ilgili kurumlar tarafından kabul edilerek işletmelere teşvik belgesi verilmesi ve kredi açılmasıyla doğduğu yine komisyon çalışmaları sırasında ortaya çıkmıştır.

Ayrıca, yeni kurulan işletmelerle eskiden beri çalışmakta olan işletmelerin öngördükleri sermaye ile gerçekten ortaya çıkan sermaye ihtiyaçları arasındaki farkın eski ve oturmuş işletmelerde daha az olduğu gerçeği ortaya çıkmıştır.

Bu sorunların nedenleri olarak da işletmelerde bu çalışmaları yapması gereken finansman yönetimi kadrosunun bulunmaması ve çalışmalarda yararlanılacak temel verilerin eksik ve yetersiz oluşuna bağlanmıştır.

Komisyonunda işletmelerin finansal plânlaması ile ilgili bu sorunun sonuçları üzerinde durulmamıştır.

Karşılaşılabilecek en kötü sonuç işletmelerin hayatının sona ermesi olabilir. Gerçek likiditeye sahip olduğu halde teknik likiditeye sahip olmayan işletmelerin iflasına çok rastlanmıştır.

İşletmelerin karşı karşıya kaldıkları likidite güçlükleri normal koşullar altında kabul edemeyecekleri yükümler altına girmelerine yol açmaktadır. Daha önce gördüğümüz gibi, işletmeler likidite zorlukları nedeniyle kısa vadeli borçlanmaları vadeleri bitiminde uzatarak aldıkları borcun maliyetinin yükseltilmesini kabul etmektedirler.

Likidite zorlukları işletmeleri bazı hallerde fırsatlardan faydalanmalarına engel olmaktadır. Örneğin, Eskişehir'de tahıl alımında uygulanan bir yöntem de tahılın bedelinin tahılın teslim tarihinde değil de paranın ödeneceği tarihteki fiyat üzerinden hesaplanması yöntemidir. Bu yolla alıcılar aldıkları tahıldan alım tarihi ile bedelinin ödeneceği tarih arasındaki süre içinde kredi olarak faydalan-

maktadırlar. Tahıl fiyatı, hasat mevsiminin bitimi ile birlikte yükselmeye başladığından bu kredinin maliyetini alıcı için hesaplamak oldukça zor olmaktadır. Bu finanslama biçimi ekonomimize has sorunları yansıtması bakımından ilginçtir.

Likidite zorlukları nedeniyle faydalanılamayan bir fırsat da peşin ödeme iskontolarından faydalanamamadır. Peşin ödeme iskontolarından faydalanamamanın maliyeti çok yüksek olduğu halde üzerinde hiç durulmamaktadır. Peşin ödeme iskontolarından faydalanmamanın maliyeti ile ilgili bir örnek verelim. İşletme fatura bedelini 10 gün içinde öderse yüzde 2 iskontodan faydalanıyor olsun. 30 gün içinde ödenen faturalara da hiçbir iskonto uygulanmıyor olsun. Faydalanılmayan iskontonun maliyeti şöyle hesaplanır :

faydalanılmayan iskontonun maliyeti =

$$\begin{aligned} & \frac{\text{iskonto oranı}}{100 - \text{iskonto oranı}} \times \frac{360}{\text{satışın vadesi} - \text{iskonto süresi}} \\ & = \frac{2}{98} \times \frac{360}{20} \\ & = 0.0204 \times 18 \\ & = \% 36.72 \end{aligned}$$

Aynı hesaplamalarla, 20 gün içinde ödenmek şartıyla satılan ve 10 gün içinde ödenirse yüzde 1 iskonto yapılacak bir satışta iskontodan faydalanmamanın maliyeti % 36.36; 30 günde ödenmesi gerekli ve 10 gün içinde ödenirse yüzde 1 iskonto yapılacak satışta iskontodan faydalanmamanın maliyeti % 18.18; 20 günde ödenmesi gerekli ve 10 gün içinde ödenirse % 2 iskonto yapılacak satışta iskontodan faydalanmamanın maliyeti % 73.47; 30 günde ödenmesi gerekli ve 10 gün içinde ödenirse yüzde 2 iskonto yapılacak satışta iskontodan faydalanmamanın maliyeti % 36.72 dir.

Şehrimizde, Eti Bisküi Fabrikasının bu konuda uyguladığı sistem şudur : satışlar 90 gün vadeli olarak yapılmakta, 20 gün içinde ödenen faturalara % 4 iskonto uygulanmaktadır. Yukarıdaki formülü uygulayacak olursa;

$$\begin{aligned} \text{faydalanılmayan iskontonun maliyeti} &= \frac{4}{96} \times \frac{360}{70} \\ &= \% 21.42 \end{aligned}$$

Bu maliyet, bankalardan borç alınması halinde ödenecek faiz, komisyon ve giderlerin toplamına eşittir. İskontodan faydalanma veya faydalanmama konusunda karar verirken bunun bilinmesi gerekir. İskontodan faydalanmayanlar verginin hesaplanmasında, vergiye tabi gelirlerinden düşemeyecekleri bir maliyetle krediden faydalanmamaktadırlar. Aynı krediyi bankalarda kullanacak olsaydılar, ödedikleri faiz, komisyonu vergiye tabi gelirlerinden düşerek daha az vergi ödemiş olacaktı.

İşletmelerin borç alma konusunda bu kadar durmakta olmaları yerindedir. Çünkü uygun olarak kullanılan manivelanın kârlılık üzerindeki olumlu etkisi hiç te azımsanmayacak kadar büyüktür. Manivelanın uygun olarak kullanılmasının anlaşılması için kârlılık üzerine etkisini incelemek yerinde olur.

Belirli bir endüstride üç işletme olduğunu ve bu üç işletmenin finansal politikaları hariç aynı özellikleri taşıdığını düşünelim. A işletmesinin borcu olmadığından manivela faktörü sıfırdır. B işletmesi yarı borç yarı öz sermaye ile finanse edildiğinden manivela faktörü yüzde 50, C işletmesinin manivela faktörü yüzde 75 dir. Bunların bilançoları aşağıdaki gibi olsun.

A İşletmesi

	Toplam borç	0
Toplam varlıklar 2,000,000	Öz varlık	2,000,000

B İşletmesi

	Toplam borç	1,000,000
Toplam varlıklar 2,000,000	Öz varlık	1,000,000

C İşletmesi

	Toplam borç	1,500,000
Toplam varlıklar 2,000,000	Öz varlık	500,000

Bu değişik finansal modeller ortakların gelirlerini nasıl etkiler? Bu sorunun cevabı endüstrinin içinde bulunduğu ekonomik koşullara bağlıdır. Ekonomi daralmışsa satışlar ve kâr marjları düşüktür. Ekonomik koşullar biraz düzelecek olursa varlıklar üzerinden gelir yükselir. Koşullar normalden iyiye gittikçe varlıklar üzerinden gelir de yükselir. Ekonomik koşullar iyiden kötüye gittiğinde bunun tersi olur.

Varlıklar üzerinden gelir yüksek ise manivela ortakların gelirini yükseltir ve manivela istenir. Varlıklar faiz oranından az gelir getiriyorsa hisse senedi sahiplerinin geliri azaltılmış olur. Manivela da istenmez. Sonuç olarak, varlıklar üzerinden gelir borcun maliyetini aşacak olursa manivela istenir ve manivela faktörü yükseldikçe adi hisse senetleri üzerinden gelir artar.

Kuşkumuz, Türkiye'deki işletmelerin manivelayı, öz sermaye-yabancı sermaye dengesini kurmak ve öz sermayeye düşen kâr miktarını yükseltmek için, bilinçli olarak ve hesaplamalar sonucunda değil de içinde buldukları likidite sorunlarına günlük çözümler bulabilmek amacıyla kullanıp kullanmadıklarıdır. Gerçekte, maniveladan faydalanma veya faydalanmama ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullara göre kararlaştırılmalıdır. Satış miktarı ve faiz oranlarının bu kararı nasıl etkilediğini bir örnekle görelim.

Aşağıda bilançosu görülen ABC A.Ş. demir-çelik endüstrisinde kullanılan donatımı yapmaktadır. Dayanaklı sermaye malı üreten endüstriler için olağan olduğu gibi satışlar bütün ekonomiye göre daha oynaktır. Örneğin son 25 yılın 9 yılında satışlar başabaş noktasının altına düşmüş böylece zararlı çalışılmıştır. Geçmiş birkaç yılda makine talebi artmış ve ABC A.Ş. de bu artıştan payını almak için kapasitesini arttırmak istemektedir. Bu artış için 30 milyon lira gereklidir. Finansman işlerinden sorumlu başkan yardımcısı % 15 faizli 30 milyon liralık tahvil çıkarabileceğini hesaplatmıştır. Aynı zamanda 7500 adet hisse senedi satarak aynı parayı toplayabilecektir.

ABC A.Ş. Bilançosu

Kasa	2,000,000	Tahviller	12,000,000
Alacaklar	11,000,000	Kısa Vadeli Borçlar	8,000,000
Stoklar	16,000,000	Hisse Senetleri	25,000,000
Sabit Varlıklar	25,000,000	Dağıtılmamış Kârlar	37,000,000
Makine Teçhizat	28,000,000		
Toplam Varlıklar	82,000,000	Top. Borç ve Öz Var.	82,000,000

Geçmiş yıllarda ABC A.Ş. nin satışları 4 milyon ile 40 milyon lira arasında değişmiştir. Bugün için ise tam kapasite ile çalışmakta ve siparişleri geri çevirmektedir. Kapasite genişletilmesi ile satışları 60 milyon liraya çıkabilecek ve bu kapasite genişletilmesinden sonra sabit giderler yılda 5 milyon lira olacak ve borç faizi dışında değişir giderler, satışların % 40 ı olacaktır.

Finansman işlerinden sorumlu başkan yardımcısının önerileri de önemli olmakla birlikte son kararı yönetim kurulu verecektir. Başkan yardımcısının durumu analiz etmesi, akla uygun alternatifleri değerlemesi, sonuca erişmesi ve alternatifleri önerileri ile birlikte yönetim kuruluna vermesi gereklidir. Kendisi ve yönetim kuruluna vermek için ilişikteki tabloyu hazırlamıştır. Bu tablo dört bölümden meydana gelmiştir. Birinci bölümde 0 dan 80 milyon liraya kadar satışlarda faiz ve vergiden önce gelirler gösterilmiştir. İşletme 10 milyon liraya kadar olan satışlarda zarar etmekte bundan sonra brüt kârda hızlı bir artış görülmektedir. İkinci bölümde hisse senedi ile finanslamada elde edilecek sonuçlar gösterilmiştir. Faiz ödemesi yoktur, bu nedenle vergiden önceki gelir birinci bölümdeki gelir ile aynıdır. Vergiden sonra net kâr 32,500 hisse senedine bölünür. Bunlardan 25,000 hisse senedi sermaye artışından önce de vardı, 7500 hisse senedi ise sonradan çıkarılan hisse senedir. Üçüncü ve dördüncü bölümlerde, % 15 ve % 5 faizli tahvil ile finanslamadaki durumları göstermektedir. % 5 ile tahvil çıkarılması içinde bulunan koşullarda olanak dışı isede faizin düşük veya yüksekliğinin sonuca etkisini göstermek için hesaplamalar yapılmıştır. Tahvil ile finanslamada sonuçların bulunmasında ,lk olarak vergiden önce faiz ve vergiler hesaplanmadan önce, gelirlerden yıllık faizler çıkarılmıştır. Bundan sonra vergiler çıkarılmaktadır. Vergiden sonra kârlar 25,000 hisseye bölünerek hisse senedi başına kârlar bulunur.

Aşağıdaki şekillerde görüleceği gibi, satışlar sıfıra düşecek olursa borç finanslama eğrisi, Y eksenini hisse senedi ile finanslama eğrisinin aşağısında, — 285 de keser. Borç faizi % 5 olduğunda Y eksenini — 195 de kesilir. Borçla finanslama eğrisi daha diktir ve daha hızlı yükselir. Borç kullanılırsa, hisse senedi başına gelirler satışlarla birlikte artar. Borç faizi düştükçe bu artış daha da hızlıdır. % 15 faizle borçlanmada iki eğri 40 milyonluk satış yakınlarında kesişirler. % 5 ile borçlanmada kesişme yeri 22 milyonluk satış yakınlarıdır. Bu kesişme noktalarından aşağı satışlarda, şir-

Makine Sanayii A.Ş. nin Değişik Satış Düzeylerindeki Kâr Hesaplamaları

Satışlar	0	5,000,000	10,000,000	20,000,000	40,000,000	60,000,000	80,000,000
Sabit giderler	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000	5,000,000
Değişken giderler (satışların % 40 ı)	0	2,000,000	4,000,000	8,000,000	16,000,000	24,000,000	32,000,000
Toplam giderler	5,000,000	7,000,000	9,000,000	13,000,000	21,000,000	29,000,000	37,000,000
Faiz ve vergiden önce gelirler	(5,000,000)	(2,000,000)	1,000,000	7,000,000	19,000,000	31,000,000	43,000,000
Hisse Senedi İle Finanslama							
Vergiden önce gelir	(5,000,000)	(2,000,000)	1,000,000	7,000,000	19,000,000	31,000,000	43,000,000
Eksi : Kurumlar Vergisi (% 25)	(1,250,000)	(500,000)	250,000	1,750,000	4,750,000	7,750,000	10,750,000
Vergiden sonra net kâr	(3,750,000)	(1,500,000)	750,000	5,250,000	14,250,000	23,250,000	32,250,000
32500 hisse senedinden herbirine düşen kâr	<u>— 115</u>	<u>— 46</u>	<u>+ 23</u>	<u>161</u>	<u>438</u>	<u>715</u>	<u>993</u>

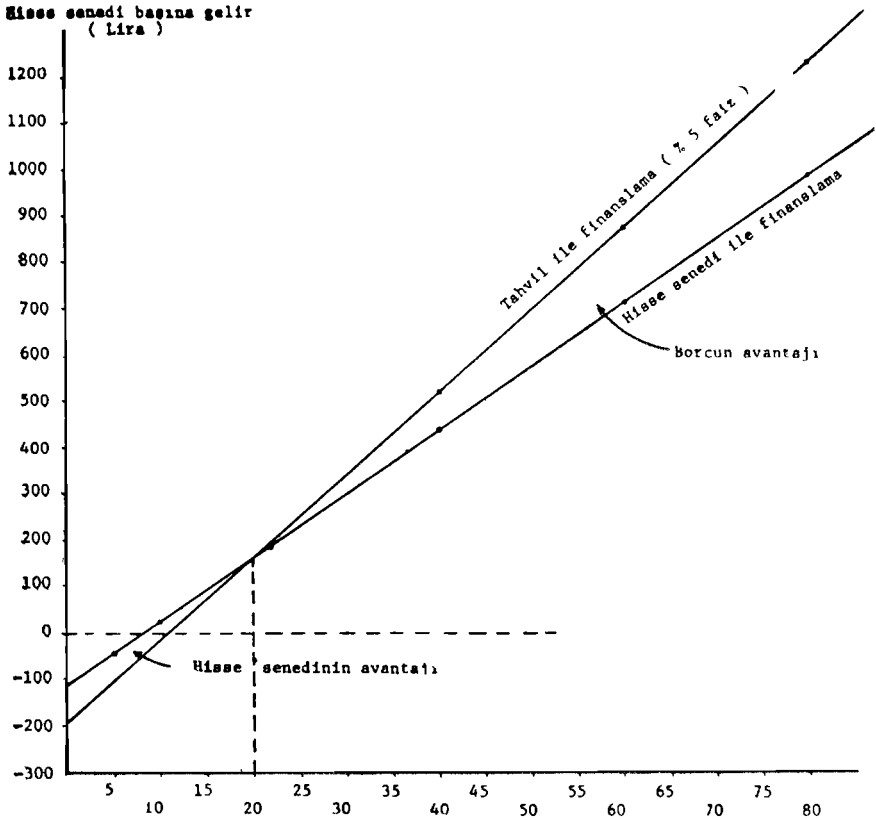
Tahvil ile Finanslama (Faiz % 15)

Vergiden önce gelir	(5,000,000)	(2,000,000)	1,000,000	7,000,000	19,000,000	31,000,000	43,000,000
Eksi : Faiz (30,000,000 X % 15)	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000	4,500,000
Vergiden önce gelir	(9,500,000)	(6,500,000)	(3,500,000)	2,500,000	14,500,000	26,500,000	38,500,000
Eksi : Kurumlar Vergisi (% 25)	(2,375,000)	(1,625,000)	(875,000)	625,000	3,625,000	6,625,000	9,625,000
Vergiden sonra net kâr	(7,125,000)	(4,875,000)	(2,625,000)	1,875,000	10,875,000	19,875,000	28,875,000
25000 hisse senedinden herbirine düşen kâr	— 285	— 195	— 105	+ 75	435	795	1155

Tahvil ile Finanslama (Faiz % 5)

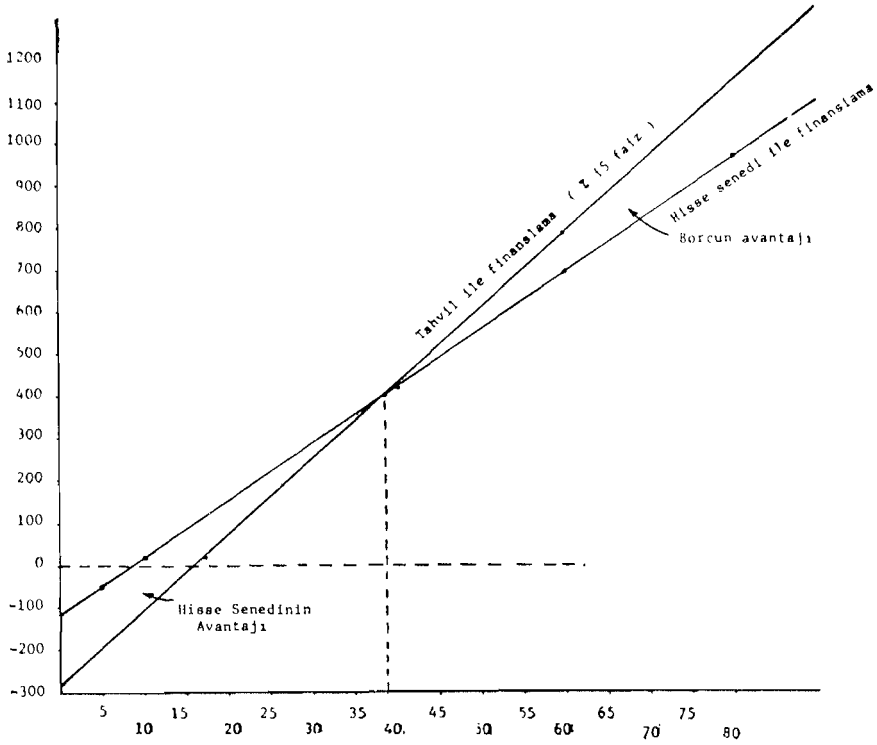
Vergiden önce gelir	(5,000,000)	(2,000,000)	1,000,000	7,000,000	19,000,000	31,000,000	43,000,000
Eksi : Faiz (30,000,000 X % 5)	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,500,000
Vergiden önce gelir	(6,500,000)	(3,500,000)	(500,000)	5,500,000	17,500,000	29,500,000	41,500,000
Eksi : Kurumlar Vergisi (% 25)	(1,625,000)	(875,000)	(125,000)	1,375,000	4,375,000	7,375,000	10,375,000
Vergiden sonra net kâr	(4,875,000)	(2,625,000)	(375,000)	4,125,000	13,125,000	22,125,000	31,125,000
25000 hisse senedinden herbirine	— 195	— 105	— 15	+ 165	525	885	1245

ket adi hisse senedi çıkarmakla kârlı olacak, fakat bunun üstünde borçla finanslama hisse senedi başına kârları arttıracaktır. Şekilden görüleceği gibi borç faizi düştükçe, şirketin borçtan faydalanma noktası daha düşük satış düzeylerinde başlamaktadır.



Başkan yardımcısı ve yönetim kurulu satışların hiçbir şekilde, % 15 ile tahvil ile finanslamada 40 milyon, % 5 ile finanslamada 22 milyon liranın altına düşmeyeceğine emin olurlarsa tahvil ile finanslama yolu seçilecektir. Fakat buna güvenemezler ve gelecekte ekonomik koşulların satışların düşmesine yol açabileceğini düşünebilirler. Geçmiş 5 yılda satışların 5 milyona kadar düştüğü görülmüştür. Satışlar bu düzeye tekrar düşecek olursa işletme faizleri karşılayacak kadar kazanamaz. Böyle bir durum birkaç yıl devam edecek olursa işletmenin varlığı tehlikeye düşer. Öte yandan

satışlar artmaya devam ederse, tahvillerin kullanılması ile hisse senedi başına daha fazla gelir elde edilir ve hiçbir yönetici bu avantajı kaçırmak istemez.



Burada dikkat edileceği gibi, satışların her düzeyinde değil, ancak belirli bir düzeyden sonra manivela faktörü çalışmaya başlar ve tahvil ile finanslama bu düzeyden sonra hisse senedi başına daha fazla kâr payı alınmasına yardım eder.

Başkan yardımcısının önerileri ve yönetim kurulunun kararı; 1) karar verecek kişilerin gelecek hakkında düşüncelerine ve 2) karar verecek kişilerin rizikoya karşı tutumuna bağlı olacaktır. Kö-tümserler veya rizikodan kaçanlar adi hisse senedini yeğ tutacaklar, iyimserler veya rizikoya karşı daha az duyarlı olanlar tahvili yeğ tutacaklardır. Buna göre, finanslama biçiminin seçimi ile ilgi-

li kararsızlıklar, işletmenin satışlarının belirsizliğine bağlı olmaktadır.

İşletmeler sermaye yapılarındaki öz sermaye-yabancı sermaye oranlarını kararlaştırmadan önce aşağıdaki etkenleri gözönünde tutmak zorundadırlar.

1) Gelecek satışların büyüme hızı - Satışların gelecekteki büyüme hızı, işletmenin hisse senedi başına gelirlerini manivela ile ne kadar arttırabileceğinin ölçüsüdür. Satışlar ve gelirler yıldan yıla artıyorsa sınırlı sabit giderlerle, yani tahvil ile finanslanmaya gitme hisse senedi sahiplerinin gelirini arttırır.

2) Satışların düzenliliği - Satışların düzenliliği ile borç oranı yakından ilgilidir. Satışları ve gelirleri düzenli bir işletme borç faizlerini satışları ve gelirleri düzenli olmayan bir işletmeye göre daha az rizikolu olarak karşılayabilir. Satışları dalgalanan bir işletme borçlarını vadesinde ödemede güçlüklerle karşılaşabilir.

3) Kârlı endüstrilere girme kolaylığı - Bir işletmenin borç bulma olanakları satışların hacmi kadar kârlılığına da bağlıdır. Bu nedenle kâr marjlarının istikrarı satışların istikrarı kadar önemlidir. Yeni işletmelerin endüstriye girme ve o endüstrideki işletmelerle rekabet edebilme kolaylığı kâr marjlarını etkiler. Büyüyen bir endüstri daha yüksek kâr marjları vadeder fakat bu kâr marjları endüstriye giren işletmelerin sayısı arttıkça azalır.

4) Endüstrinin varlık yapısı - Varlık yapısı finanslama kaynaklarını birkaç yoldan etkileyebilir. Mal ve hizmetlerine talep güven altına alınmış, uzun ömürlü sabit varlıklara sahip işletmeler uzun vadeli ipotekli borçları kullanabilirler. Hizmet işletmeleri buna örnektir. Varlıkları, değerleri daha çok işletmenin devamlı kârlılığına bağlı, alacak ve stok şeklinde olan işletmeler, örneğin perakende ve toptan ticaret işletmeleri, kısa vadeli borçlara, uzun vadeli borçlardan daha çok bağılanırlar

5) Ortakların ve yönetimin kontrol olanakları ve rizikoya karşı tutumları — Hisse senetleri birçok kişinin elinde bulunan halka açık şirketler ilave hisse senedi satımını yeğleyebilirler, çünkü bu hisse senetlerinin satışı şirketin kontrolünü çok az etkiler. Aynı zamanda ortakların görüşlerini yansıtan yöneticiler, ağır sabit faiz giderlerine katlanmak istemeyebilirler.

Aksine, küçük işletmeler veya küçük bir grubun elinde olan büyük işletmeler, ortakların elindeki devamlı kontrol olanağını ellerinden kaçırmamak için hisse senedi çıkarmaktan kaçınacaklardır. Bu işletmelerin yöneticileri, işletmelerinin geleceğine güvendiklerinden ve maniveladan büyük yararlar beklediklerinden borç oranlarını yükseltmek isterler.

Türkiye’de küçük bir grubun elinde tuttuğu büyük şirketlerin kontrolü kaybetmemek ve geleceğe ve satışlarına olan güvenleri nedeniyle tahvil ile finanslamayı yeğ tuttuğuna tanık olduğumuz kadar, bunun aksine, daha fazla varlığa sahip olma pahasına da olsa riziko altına girerek maniveladan faydalanmayı yeğ tutan işletmeler vardır.

6) Borç verenlerin endüstri ve işletmeye karşı davranışları — Yöneticilerin maniveladan faydalanmaya karar vermeleri her zaman yeterli olmamaktadır. Bir başka önemli nokta, borç verenlerin endüstri ve işletmeye karşı tutumlarıdır. Birçok durumda, borç almaya karar veren işletme finansal yapısını borç verenle tartışır ve onların öğütlerine önem verir. Yönetim maniveladan faydalanma konusunda, endüstrileri için olağan olan oranların ötesinde bir istekte bulunursa borç verenler bu borç artışını kabul etmeyebilirler.

Türkiye’de Türkiye Sınai Kalkınma Bankası bu tür teknik danışma hizmeti görme çabasındadır. İşletmelerimizin sağlıklı bir bünyeye sahip olma yolunda bu tür hizmetlere her geçen gün daha çok gerek duyacaklarına inanıyoruz. Borcun gerektiğinde ve yeteri kadar alınması işletmelerimizin varlıklarını sürdürmek için önemle üzerinde durmaları gerekli bir noktadır.

Bu arada, daha çok özel kesim işletmeleri için geçerli olan yukarıda söylediklerimize ilave olarak, kamu işletmelerimizin durumuna da kısaca göz atmak yerinde olur.

Komisyon çalışmaları sırasında üzerinde durulmayan bir nokta kamu işletmelerinin Devlet Yatırım Bankası tarafından finanslanma biçimidir. Kamu kesimi kredileri daha çok kanun ve yönetmeliklere göre yürütülmektedir. Kredilerin kanunlara göre dağıtılması fonların ekonomi içinde en etkin biçimde dağılımını engellemektedir. **Fonlar**, bunları en etkin biçimde kullanacak olan işletmelere değil, kanunun yetki verdiği işletmelere gitmektedir.

441 sayılı Kanunla kurulan Devlet Yatırım Bankası Kamu İktisadi Teşebbüslerinin finanslanması işini almıştır. Devlet Yatırım

Bankası kredilerinden yararlanacak kurumların herbirinin kredi tavanı önceden saptanır. Bu kredi tavanları Maliye Bakanlığı, Devlet Plânlama Teşkilatı ve Devlet Yatırım Bankası temsilcileri tarafından saptanmaktadır. Kamu iktisadi Teşebbüslerinin yapmayı tasarladıkları yatırımlara ait projeler, Devlet Yatırım Bankası tarafından inceleme ve değerlemeye alınmakta ve incelenen konular bakımından uygun görülürse kuruma kredi açılmaktadır. Devlet Yatırım Bankasınca yatırım projesinin uygun görülmemesinde bile Kamu İktisadi Kurumu başka bir yatırıma ait proje ile kendisine tanınan kredi tavanı içinde kredilerden faydalanmaktadır. Bu işleyle, fonlar ekonomi içinde bu fonları en verimli biçimde kullanacak işletmelerin eline gitmekten alıkonulmaktadır.

Komisyonunda tartışılmayan bir başka nokta, kamu işletmelerinde öz sermayenin maliyetinin sıfır kabul edilerek, yalnız ödenen faizin sermaye maliyetini oluşturduğu gibi bir yanlış düşüncenin yer etmiş oluşudur. Bu nedenle, kârlılık hesaplarında yalnız yabancı sermayenin bir maliyeti olduğu ve bu maliyetin ödenen faizden ibaret olduğu düşüncesi kârlılık karşılaştırmalarında yanlış sonuçlara götürebilmektedir. Hernekadar özsermaye için bir kâr payı ödenmesi sözkonusu değil ise de bu sermayenin de bir sosyal alternatif maliyeti olacağını kabul etmek gerekir.

Komisyonunda, sözü edilen fakat yeterince üzerinde durulmayan bir nokta kamu işletmelerinde yatırımların finansmanında amortismanların fon kaynağı olması konusudur. Kâr etmeyen işletmeler için amortismanın fon kaynağı olarak görülmesi yanlıştır. Bugün, finansman ve yatırım konusunda işletmelerin nakit akımına gittikçe artan bir önem verilmektedir. Nakit akımından anlaşılması gereken şudur: İşletmenin eylemleri ile yaratılan fonlardan bütün nakit ödemeleri çıktıktan sonra kalan miktar nakit girişdir. Bunu bulmak için vergiden sonra net kâra bütün harcamayı gerektirmeyen giderler eklenir. Birçok işletme için de en önemli harcamayı gerektirmeyen gider amortismandır. Birçok işletme geleceği plânlar ken amortismanı fon kaynağı olarak yer vermektedir. Gerçekte fon kaynağı satışlardır, fakat amortisman giderleri, fonların işletme içinde kalan kısmıdır. İşletme kâr etmemişse, yani satış hasılatı bu hasılatı sağlamak için gerekli harcamalardan daha az olmuşsa, amortisman fonları işletmede kalmamış demektir. Bu halde amortismanlardan fon kaynağı olarak söz etmek olanağı yoktur.

Komisyonunda tartışılma olanağı bulunamayan konulardan biride şirketlerin kâr dağıtma politikaları ve otofinsanman konusudur.

Türkiye'deki şirketlerin bu konuda bir politikaları olmaması en önemli noktadır. Gerçekte kâr payı dağıtma politikası şirketin değerinin artması ve hisse senetlerinin fiyatlarının artması bakımından çok önemlidir.

İşletmeler hedef olarak aldıkları bir kâr payı ödeme politikasını devam ettirmelidirler. Fakat herhangi bir gelir artışından sonra belirli bir sürenin geçmesiyle kâr paylarında bir artış olur. Kâr payları arttırıldıktan sonra bunlar o düzeyde tutulmalıdır. Gelirler azalacak olursa, gelirlerin tekrar yükselmeyeceği kesinleşinceye kadar kâr payları aynı düzeyde ödenmeye devam edilmelidir.

Düzenli kâr payı ödenmesi hisse senedi fiyatlarının yükselmesine yardım eder. Yatırımcılar alacaklarından emin oldukları kâr paylarına daha çok değer verirler. Kâr payları belli bir iskonto oranı ile iskonto edilerek şimdiki değerleri bulunur, bu hisse senetlerinin değerini etkileyen en önemli etkidir. Miktarı aynı olan iki şirkete ait kâr paylarından birisi ötekine göre yıllık dalgalanmalar gösteriyorsa daha yüksek bir iskonto oranı ile iskonto edilir ve hisse senedinin düşük değerli olması sonucunu doğurur.

Kâr payı dağıtma politikasının önemini doğuran bir başka etken şudur : Birçok ortak kâr payı olarak aldıkları gelirle geçimini sağlar. Bu ortaklar, kâr paylarındaki dalgalanmalardan rahatsız olurlar ve garanti edilmiş kâr payı ödeyen şirketlerin hisse senetleri için daha çok para ödemeyi kabul ederler.

Düzenli bir kâr payı ödemenin şirketlere bir başka yararı güvenilir şirketler listesine alınmalarını sağlamasıdır. Emekli sandıkları, sosyal sigorta kurumları, sigorta şirketleri gibi kurumlar satın alabilecekleri hisse senetleri ve tahvillere ait bir liste yaparlar. Bir hisse senedinin böyle bir listede yer alabilmesi için aralıksız kâr payı ödeme koşulu aranabilir. İşletme için bu tür listelere girmek önemli ise düzenli bir kâr payı dağıtma politikasına önem vermelidir.

Öte yandan işletmelerin yatırım fırsatları yıldan yıla dalgalanıyorsa yatırım fırsatlarının çıktığı yıllarda daha az kâr payı dağıtmaya karar verebilirler. Buna göre yatırım fırsatları dalgalanma-

İş gösteren şirketlerin kâr payı ödeme oranları da dalgalanır. Fakat işletme bu durumda da düzenli bir kâr payı dağıtma politikası uygulamaya olanağını bulabilir. Ödenen kâr payı nedeniyle yatırımlar için fon ihtiyacı ortaya çıkarsa, işletme dışarıdan borçlanarak fon sağlayabilir.

Şirketlerde kâr payının dağıtılmaması otofinansmandır ve sermaye yapısında öz sermaye lehine bir artışa yol açar, yabancı sermaye miktarı sabit kaldığı sürece maniveladan faydalanma olanağı vermez. Kâr payı dağıtmayan bir işletme, satış ve faiz olanakları uygun olduğunda daha fazla borçlanarak gelirlerini artırma olanağını bulur. Öte yandan dağıtılmayan kârlar büyümenin finansmanında gerekli fonların en önemli kaynaklarından birisidir. Bu bakımdan kâr payı dağıtılmaması istenebilir. Öte yandan, anonim şirketlerde kâr payı dağıtılmaması kâr payı ile hisse senetlerini değerleyenlere göre hisse senetlerinin değerlerinin düşmesine yol açar. Vergiden sonra kârların dağıtılacak ve dağıtılmayacak kısımlarının belirlenmesi finansal yöneticilerin en önemli görevlerinden birisidir.

Kâr payı dağıtma politikasını etkileyen etkenler şunlardır :

1) İşletmenin nakit durumu — Dağıtılmamış kâr olarak elde tutulan kısım işlerin yürümesi için gerekli varlıklara yatırılmış olabilir. Bu durumda işletme kayıtlarında gelir göstermesine karşın, likidite durumu nedeniyle nakit olarak kâr payı ödeyemeyecek durumda olabilir. Kâr oranı yüksek de olsa büyüyen bir işletmenin fona ihtiyacı vardır. Bu durumda işletme kâr payı ödememeyi yeğ tutabilir.

2) Borç ödemek için fona ihtiyaç duyması — Bir işletme gemesini finanse etmek için borçlanmayı seçmişse iki alternatifle karşı karşıyadır; ya borcu vadesinde başka bir hisse senedi veya tahvil çıkarılması ile öder veya borçlarını ödemek için karşılık ayırır. Büyüyen bir işletmenin dağıtılmayan kârları çalışma varlıklarına bağlanmış olduğundan varlıkları paraya çeviremez. Bu nedenle borcu olan bir işletmenin kârlarını borçlarını ödemek için ayırması gerekebilir.

3) Varlıkların büyüme oranı — İşletmenin büyüme hızının büyüklüğü varlıkların finanse edilmesi için ihtiyaçlarının da büyüklüğünü gösterir. Hızlı büyüyen bir işletmenin gelecekte fonlara

ihtiyacı büyük olur. Gelecekte fonlara ihtiyacı olacak bir işletme kârlarını dağıtma yerine onları işletmede bırakma yolunu seçer.

4) Kâr oranı — Bir işletmenin kâr oranı kâr payının dağıtılıp dağıtılmamasına karar vermede faydalanılan en önemli faktördür. Ortaklar, işletmenin kullandığı fonların kârlılığı ile işletmeden kâr paylarını almaları halinde yatıracakları için kârlılığını karşılaştırırlar. İşletme fonlarını, ortakların adıkları kâr paylarını yatıracakları işten daha kârlı olarak kullanıyorsa ortaklar kâr paylarını almak yerine işletmede bırakmayı yeğ tutarlar.

5) Gelirlerin düzenliliği — Bir işletmenin gelirleri düzenli ise gelecekte gelirlerin ne olacağı tahmin edilebilir. Bu nedenle, bir işletme gelirleri dalgalanan işletmeye göre daha yüksek oranda kâr payı ödeyebilir. Gelirleri dalgalanmalar gösteren işletme daha sonraki yıllarda ne miktar gelir sağlayabileceğini tahmin edemediğinden gelecek yıllarda gelirlerin düşebileceği ihtimalini gözönünde tutarak daha büyük bir kısmını dağıtmayacaktır.

6) Sermaye pazarlarına giriş — Büyük ve iyi yönetilen bir işletme, kârlı çalışıyorsa ve kârları da yıldan yıla oynamalar göstermiyorsa sermaye pazarına ve öteki dış sermaye kaynaklarına kolaylıkla girebilir. Öte yandan, küçük, yeni veya tehlikeli işlere girişen işletme potansiyel yatırımcılar için büyük bir rizikodur. Sermaye pazarından öz sermaye veya borç alma olanakları sınırlıdır ve bu nedenle çalışmalarını finanse etmek için daha çok otofinansmana başvurmalıdır.

Türkiye’de bütün koşulları taşıdığı halde sermaye pazarının kurulup, bu pazarda işletmelerin çıkardığı hisse senetleri ve tahvil-lerin objektif ölçülerle değerlemesi yapılmadığından otofinansmana bağlı kalan, veya maliyeti yüksek kısa vadeli borçlarla yetinmek zorunda kalan işletmeler pek çoktur.

7) Kontrol — İşletmelerin kâr dağıtım kararlarında etkili olan bir başka etken alternatif sermaye kaynaklarının işletmeyi finanslamada kontrol altına alabilme durumlarıdır. Bazı işletmeler politikaları gereğince iç gelirlerinin izin verdiği kadar büyürler. Bu politikanın dayandığı esas, ilave fonlar sağlamak için hisse senedi satıldığında işletmeyi kontrol altına alabilecek yabancıların girmesini engellemektir. Şimdiki ortakların işletme üzerindeki kontrollerini devam ettirebilmek için finansmana bağlı kalma kararları dağıtılacak kâr paylarını azaltır.

8) Ortakların vergilendirilme durumu — Bir şirketin ortaklarının vergi ödeyici olarak durumları da kâr payı dağıtımını etkiler. Örneğin, şirket yüksek vergi diliminde olan birkaç ortağın elinde ise, düşük kâr payı dağıtılacaktır. Öte yandan, işletme büyük bir topluluğun elinde ise yüksek kâr payı dağıtılması istenebilir. Büyük işletmelerde yüksek vergi diliminde olan ortaklarla düşük vergi diliminde olanlar arasında ayrılıklar başgösterir. Büyük vergi diliminde olanlar düşük, küçük vergi diliminde olanlar ise yüksek kâr payı isterler.

9) Yasalar — Türk Ticaret Kanununa göre anonim şirketlerde kârın belirli bir oranının kanuni yedek akçe olarak ayrılması zorunludur. Bunun dışında Kanunun ayrılmasını isteğe bıraktığı, zorunlu olmayan yedek akçeler de vardır. Bu nedenle, yasalar dağıtılacak kâr payı üzerinde etkili olmaktadır.

Türkiye’de anonim şirketlerde devletin de ortaklığı söz konusu olduğunda kâr dağıtma politikası daha da değişik bir görünüm almaktadır. Bu şirketlere ortak olan kamu kuruluşları ortak bir kâr dağıtma politikası uygulandığında, tek tek şirketlerin durumları gözönüne alınmaksızın bu politikanın gereği yerine getirilmektedir. Bu nedenle de, kârlı durumda ve büyüme olanakları olan bir şirkette kamuyu temsil eden ortağın kâr payı almak istemesi kâr payı dağıtılmasında gözönünde tutulması gereken ilkelere aykırı olmaktadır.

Bu şirketlerde öz sermayenin arttırılması, ilgili yasaların esneklikten yoksun olmaları nedeniyle olanak dışıdır.

SONUÇ

I. Türk İşletmecilik Kongresi Finansman Komisyonu çalışmaları Türkiye’nin finansman sorunlarını ortaya çıkarması ve sorunlara çözüm önerileri getirmesi bakımından çok yararlı olmuştur.

Komisyon çalışmaları sırasında gün ışığına çıkan sorunlardan en önemlisi; birçok sorunun, sorun olarak bilinmemekte oluşudur. Sorunlar bilinmediğine göre, bunların çözümünün de ele alınmış olması olağandır.

Ortaya çıkarılan en önemli sorunlardan bir başkası bugün henüz işletmelerde bir finansal yönetim ve finansal yönetici gereğinin

duyulmamış oluşudur. Fakat değişen ekonomik ve sosyal koşullarla birlikte bu ihtiyaç da gün geçtikçe artacaktır. İşletmelerin üst yönetim kademelerinde yöneticilik eğitimi görmüş yöneticilerin, alanlarında eğitim görmüş, finansal yöneticilerle çalışma zorunluğu, finansal sorunların zamanında çözümlenmesine yardım edecektir.

Türkiye'nin içinde bulunduğu sosyal, ekonomik koşullar işletmelerin karşı karşıya oldukları riziko ve belirsizlik etkenini arttırmaktadır. Bu nedenle, işletmeler kararlarında çok daha fazla değişkeni gözönünde tutmak zorundadırlar, bu da ancak alanlarında yetmiş uzmanların çalışmaları ile olanak kazanır. Bu uzmanlardan biri olarak finansal yöneticiye oldukça önemli görevler düşmektedir.

Türkiye'de karşılaşılan en önemli sorunlardan birisi, orta ve uzun vadeli kredi sağlanmasındaki zorluklardır. Bankalar orta vadeli kredi yerine kısa vadeli kredilerin vadelerinin dolmasında yenilenmesini yeğ tutmaktadırlar. Bu maliyetin yükselmesine ve kredilerin azalmasına, kullananları zor durumda bırakmaktadır. Uzun vadeli kredi isteyen işletmelerin kredinin kullanım yeri ile ilgili bir proje sunma zorunda olmaları, süreyi uzatmakta ve kredi kullanılarak girişilecek bir yatırımın maliyetinin ön hesaplamalardan yüksek olmasına yol açmaktadır.

Kredi ile ilgili zorlukların büyük bir bölümü sermaye pazarının yokluğuna bağlanmaktadır. Bu nedenle sermaye pazarının denetlenmesi ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyacak yasaların hemen çıkarılmasında yarar vardır.

Bu arada ekonomi içinde fonların akışkanlığın sağlayacak başka tedbirler de sıkıntı duyulan kredi pazarında rahatlamalara yol açacaktır.

Kredi zorluğunu yaratan nedenlerden en önemlisi, işletmelerin kuruluşlarında gerekli sermaye miktarı ile ilgili analizlerin tam olarak yapılmamasından doğmaktadır. Borçtan yararlanmanın kârları arttırıcı etksi yanında, içinde bulunulan koşulların uygun olması nedeniyle zararları çoğu kez gözden kaçmaktadır.

Şirketlerin kâr dağıtma politikalarında etkili olan faktörler vardır. Kâr dağıtma politikasının içinde bulunulan koşullar gözönünde tutularak kararlaştırılması çok önemlidir.

Türkiye’de kamu işletmelerinin de çok önemli finansal sorunları vardır. Kamu işletmelerinin bağlı oldukları kanunlar, yöneticilerin günün koşullarına uygun olarak elastiki kararlar almalarını engellenmektedir. Sosyal alternatif maliyeti yüksek fonların sahibi olan bu kamu kurumlarının gerekli, yetişmiş yönetici kadrosu ile, yeterli esnekliğe sahip olarak yönetilmeleri, ülke kıt kaynaklarının verimli kullanılması yönünden önemlidir.