

İŞLETME FİNANSMANI BİLİMİNDE YENİ GELİŞMELER

Doç. Dr. Doğan BAYAR

Finansman biliminden, finansman şekillerinin veya finansman türlerinin seçimiyle ilgili sorunlarla uğraşan işletme ekonomisi biliminin bir bölümü anlaşılmaktadır. *Oluç*, geniş anlamı ile finanslamayı şu biçimde tanımlayarak, «işletmede kullanılacak para, sermaye veya her çeşit ödeme araçlarının bulunması, toplanması ve yönetimi; sermaye, gelir ve giderlerin sistemli bir biçimde düzenlenmesi ve denetimidir.» der ⁽¹⁾

Geleneksel finansman biliminde, finansman şekillerinin seçimine, ölçülebilen kıstaslar olarak kısmen maliyet masrafları kısmen de likidite düşünceleri hâkimdir. Yani burada kapital tedariği ve kullanılması arasındaki süreye ilişkin —yatay varlıklar ve kapital yapısından— uyumdan söz edilmektedir. Üçüncü olarak ta düşey kapital yapısına, yani güven görüşüne önem veren ödeme yeteneği (Solvabilitätserwaegungen) düşünceleri gelmektedir. Ölçülemeyen esaslar asla göz önüne alınmamaktadır.

Finansman probleminin ananevi çözümünün, kapital ihtiyacını bir veri olarak öngörmek suretile, geniş anlamda yatırım probleminden *ayrı olarak* incelenmesi dikkat çekicidir. Bu ayrılmaya karşı yatırım analizlerinde kaydedilen gelişme dolayısı ile bir tepki meydana gelmiştir. Böylece finansman problemi fiilen çözülmüş kabul edilip kısmen mukabil bir ifrata düşülmüştür. Her iki problemin ortaklaşa çözülmesini amaç edinen modern düşüncelere göre, optimal bir finansman yapısı optimal bir yatırım programının düzenlenmesi ile birlikte elde edilmektedir.

Finansman bilimindeki bu olayın hangi gelişmeye eriştiği ve bu yeni metod yardımı ile de çözülmeyen kalan soruların mevcut olup olmadığı sorusu karşımıza çıkmaktadır. Bu soruya cevap verebilmek için finansman sorunlarının geleneksel çözüm imkânları

(1) Oluç, Mehmet: İşletme Organizasyonu ve Yönetimi, İstanbul, 1963, S. 338.

ile yatırım ve finansman hakkında müşterek (simultan) karar alınmasını gerektiren modern teorinin incelenmesi ele alınmalıdır. Böylelikle bu günkü finansman biliminin durumu hakkındaki konuya da aynı anda değinilmiş olunacaktır.

Finansman Biliminde Geleneksel Anlayışlar

Finansman problemleri bakımından geleneksel yorumların kuvvetli bir ölçüde maliyet masrafı düşünceleri üzerinde toplandığı anlaşılır. Öyle ki mevcut koşullar altında finansman maliyetini en asgari hadde indiren finansman şekilleri veya finansman şekil kombinezonları tercih edilmiştir. Bunun yanında diğer önemli bir koşul olan işletmede finansal dengenin yerine getirilmesi hususu da daima göz önünde tutulmuştur. Finansman şekillerinin seçimi ile gelecekte işletmeden dışarıya akması tahmin edilen para miktarı hiç bir biçimde ödeme yeteneği yoksunluğuna sebep olmamalı, aksine daima işletmedeki kapital dolaşımına uymak zorunluğunda olmalıdır ⁽²⁾.

Dolaşım sürecindeki emniyetsizlik düşüncelerine likidite düşüncelerinden farklı bir biçimde gereken önem verilmemiştir. Bazen yukarıda yan koşul olarak nitelediğimiz likidite düşüncelerinin finansman şekillerinin seçiminde tek geçerli kriter olarak alındığı kanısı uyanmıştır. Bu halin özellikle kapitalin kullanılması ile kapitalin tedariki arasında yatay bağlantılara ilişkin kurallar koyan finansman teorileri için geçerli olduğu ileri sürülür ⁽³⁾.

Örnek olarak, «Altın Finansman Kuralı» veya «Altın Bilanço Kuralı» verilebilir. Her iki kural da tasarrufa amade finansman araçlarının müddeti ile kapitalin kullanma müddeti arasındaki uygunluğun mevcut olmasını zorunlu kılar. Aktif ve pasif değerler arasında arzulanan öteki oranlardan da söz edilebilir. Söz gelişi Asit-Test denilen likit ödeme araçları ile alacakların toplamının en aşağı kısa süre ile tasarrufumuzda bulunan yabancı finansman araçlarına uygun olmasını kılan rasyolardan da söz edebiliriz. Bu oranın genel olarak 2 olması uygun görülür ⁽⁴⁾. Gayet tabii olarak

(2) Karshoğlu, Özgül: Para Akışının Plânlanması ve Kontrolü, ESADER, 1968, Cilt IV, Sayı 1, S. 133.

(3) Scheffer, Corn. F.: Entwicklungen in der Finanzierungslehre, Zeitschrift für Betriebswirtschaftslehre; 38. Yıl, Nr. 1, Wiesbaden, 1968, S. 2.

(4) Tosun, Kemal: İşletmelerde Kontrol ve Revizyon, Ders Notları, Cilt II, İstanbul 1965, S. 226.

seyyal aktif değerler için formüle edilen bu finansman kuralları uzun vadeli aktif değerler bakımından da tamamlayıcı iddiaları kapsarlar.

Görünüşe göre bu tür kurallar, maliyet masrafı nedeni ile ortaya atılmamıştır. Bu yazarlardan biri olan N. J. Polak, geçerli kriter olarak likidite üzerinde durmuştur. Polak finansman hakkında yayınladığı kitapta kredi temin süresi ile kapital dolaşımı arasında sıkı bir bağlantının bulunması gerektiğini öne sürer ⁽⁵⁾. Finansman problemine ilişkin kredi araştırması ile likidite görüşünü tamamen ön plana alması, maliyet masrafını asgariye indirme çabasının lüzumsuzluğu kanısını uyandırmaktadır. Ancak burada Polak ile doktora çalışmasında «Kredinin Fiati ve Kredinin Geri Ödenmesi» konusunu araştıran Dr. B. M. de Jongh arasındaki iş bölümünün mevcut olduğunu işaret etmemiz gerekir ⁽⁶⁾.

Polak da finansman şekillerinin seçimini doğrudan doğruya tedavül olayı ile açıklayamazdı. Hele gerek kısa vadeli, gerekse uzun vadeli ödeme araçları ile veya geçici olarak gereğinden fazla ödeme araçların faizlendirilmesi ile finansal denge sağlamak istenildiğinde, finansman şeklinin seçimi yukardaki gibi tedavül olayı ile açıklanamazdı. *Polak* öyle bir finansman optimumu, yani uzun ve kısa vadeli finansman araçları arasında finansman maliyet masraflarını asgari hadde indiren bir bölünmeyi amaç ediniyordu ki, böylece arzulanın finansal optimum finansal denge şartını yerine getirmiş olsun. Dalgalanan kapital ihtiyacı ise kısa ve uzun vadeli finansman araçları ile giderilirdi. Nitekim *Polak*, maliyet masrafı görüşünün gerçek kriteri teşkil ettiğini şu ifade ile belirtir. «Geçici işletme kapital ihtiyacının bir kısmının kısa vadeli kredi ile karşılanması, tahminen içinde ihtiyaç olunmayan zaman esnasında lüzumundan fazla olan finansman araçları ile aynı yatırımın uzun vadede karşılanmasından daha pahalıdır»

Polak'tan, optimal kapital yapısına ilişkin olgun bir teorinin geliştirmesi beklenemezdi. *Polak* da vaktile önemli bazı tahditleri sürmüştü. Bununla beraber zannımızca, maliyet masrafı prensibi likidite prensibi ile birlikte önemli bir yan koşul olarak belir-

(5) N. J. Polak: Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer, Berlin u. Wien 1926, S. 49.

(6) Scheffer, Corn. F.: İbid., S. 3.

tilir. *Polak*'ın likidite görüşünü kuvvetle benimsemesine rağmen, maliyet masrafı prensibini ihmal etmediği de söylenebilir.

Polak işletmedeki riziko durumu ile meşgul olmamakla beraber, üretimdeki sürekliliğe dikkat etmektedir. Ne var ki, *Polak* da finansman araçlarına olan ihtiyacın kapsamını bir veri olarak kabul ediyordu.

Finansman türlerinin seçimi için maliyet masrafı görüşünü önemli bir faktör olarak niteleyen teorilerin finansal dengeye de dikkat ettikleri söylenebilir. Limperg, Kleerekoper, A. Mey ve diğerleri tarafından yapılan analizler kapital ihtiyacının sabit ve değişen karakter taşıyıp taşımadığına dayanırlar ⁽⁷⁾. Yukarıda sözü edilen yazarlar, bu sorunun cevaplandırılmasında bireysel (indivduell) kapital mallarını kapsayan kapital dolaşımının önemli olmadığı, aksine tesis sermayesi ile dönen sermayeyi kapsayan tüm kapital ihtiyacındaki dalgalanmaların daha fazla önemli olduğu kanısındadırlar.

Eğer kapital ihtiyacını sabit ve değişen kapital biçiminde ikiye ayırırsak, o zaman gerçekten beklenen likidite gelişmesine ilişkin gözlemin var olduğu söylenir. Sabit kapital ihtiyacı devamlı tasarrufa arz edilen finansal araçlarla finanse edilirse, finansal denge haliyle korunmuş olur.

Kapital ihtiyacı, tüm yatırımların tür ve hacminden ve bu hacimdeki dalgalanmalardan hasıl olduğuna göre, devamlı bir karaktere sahip değildir. Bu nedenle kısa ve uzun vadeli finansman usulleri arasında bir seçim yapmak mümkündür. İşte burada da bir optimal problem ortaya çıkmaktadır. Şöyle ki, finansal denge nin korunmasında maliyet masraflarını asgariye indirme çabası ön plana alınmaktadır. Sözü edilen yazarların kapital ihtiyacında beklenen dalgalanmalar hakkında tam bir malûmatı, yani geniş anlamda yatırım verilerinde tam bir bilgiyi şart koştukları açıktır. Tehlike (riziko) elemanına değinilmektedir. Kapital ihtiyacının gelecekteki seyrinin zımnen bilindiği kabul edilir.

Finansman türlerinin seçiminde maliyet masrafı görüşünü, likiditenin korunması kaydile karar kriteri olarak en açık gören J.L. Mey dir. Finansman biliminde çeşitli yönlerle ilişkin anlayışlar arasında bir sentez yapmak için Hollandalı J. L. Mey sürekli ça-

(7) Scheffer, Corn. F.: İbid., S. 4.

ba harcamıştır. Mey'in fikrine göre finansal dengenin sürekli olarak korunması gereklidir. J. L. Mey'in kısmi (partielle) finansman tarzı olarak nitelediği, bireysel kapital mallarındaki kapital dolaşımı hareket noktası olarak alırsa, veya yine J. L. Mey'in tüm (totale) finansman tarzı dediği, genel toplamdaki dolaşım analize edilirse, arzulanın finansal denge de imkân dahiline girmiş olur. Eğer kısmi ve tüm finansman tarzları likiditenin korunması için aynı etkiye sahiplerse, her iki tür arasındaki tercih kapitalin maliyet masrafı ile tayin edilir. Bu halde işletme kısmi ve tüm finansman tarzları arasında, kapital maliyet masrafı en az olan bir terkiibi bulmayı amaç edinir. Burada J. L. Mey'in ifade ettiği gibi, bir kapital optimumundan veya optimal bir finansman yapısından söz edebiliriz.

Şimdiye kadar sözü edilen yazarların aksine J. L. Mey dinamik bir milli ekonomide kapital ihtiyacındaki gelişmenin önceden görülememesine ve bununla ilgili imkânlara rastlanmamasına işaret etmekle, riziko unsurunu (Unsicherheitselement) ısrarla benimsemiştir. Mey'in fikrine göre, riziko unsuru seçilen finansman tarzı ile sıkı bir ilişki halinde bulunan emin bir direnme (Widerstandsfähigkeit) yeteneğini gerekli kılar.

Belli bir direnme derecesi (Widerstandsgrad) gerek total finansman tarzında gerekse kısmi finansman tarzında gereklidir. Fakat total finansman tarzında bu direnme çoğu zaman daha az olabilir. Mey'e göre mevcut olan direnme derecesinde, bu dereceye uygun maliyet masrafını asgariye indiren bir finansal yapı bulunmaya çalışılmalıdır. Bu yapı optimal olarak nitelendirilebilir. Ancak Mey, direnme derecesinin kolayca tesbit edilemeyeceği nedeni ile bu yapıya ait hesabın da çok zor çözüleceğini itiraf eder. Bununla beraber J. L. Mey'in finansman problemlerine içinde çözüm imkânlarının aranması gereken bir yön verdiği kanısındayız. Her şeyden evvel dinamik ilişkilerin özellikle gözlemlenmesi, J. L. Mey'in finansman bilgisi hakkındaki görüşlerini öteki yazarlardan faydalı bir biçimde ayırteder.

İşletmenin dikey kapital yapısı hakkındaki kurallar - öz ve yabancı finansman araçları arasındaki ilişki, yani ödeme yeteneğini tayin eden faktörlere ilişkin kurallar, direnme derecesi ve değişen

ilişkilere uyma yeteneği hakkındaki yan koşullar üzerinde önemle dururlar (8).

Bu önemseme, *kapital malları bütünlüğüne* ait terkinin çoğu zaman göz önüne alınmadığı kanısını uyandırır. Hattâ Härle bunu «sermayeyi göz önüne almayan finansman kuralları, olarak nitelendirmiştir (9). Gerçekten *Olalı* bu ayırımın gerekli olduğunu şöylece ifade eder. «Çoğunlukça kabul edilen görüşe göre, önce işletmenin kapitali ile, işletmenin mevcutları arasında bir ayırma yapmak gerekir. İşletmenin mevcutları, onun mülkiyetinde bulunan, istihsal faaliyetlerine iştirak eden veya etmeyen ekonomik değerlerin bütünüdür (10). Önemli olan, her hangi bir işletmede tesis kapitali ile işletme kapitali ve bunlardan her birine giren türlü değerler arasındaki ilişkileri doğru olarak kurabilmek ve yürütebilmektir. İlişkilerin kurulmasına ve yürütülmesine kapitalin organizasyonu denir. Mesele fazla gelir getiren eşya ile mevcutların öteki kısımları arasında uygun bir ilişki kurabilmektir. Gelir, tesis kapitali olsun, işletme kapitali olsun, işletmede kullanılan kapitalin her türlüüne dayanılarak sağlanır. Ancak gelirin fiilen elde edilmesine yarayan esas faktör satılabilecek durumdaki malların ve hizmetlerin sürümüdür. Tesis kapitaline ve işletme kapitaline giren malların tedarikinde ve meydana getirilmesinde bu husus gözönünde tutulmalıdır (11).

Özellikle Alman İşletme Ekonomisi Literatüründe, işletmenin rizikoları, hele bir yatırımın rizikoları, o yatırımın öz ve yabancı kapitale finanse edilmesi ölçüsünde tâyin edildiği fikri devamlı olarak savunulur. *Viel*, «Bir işletme ne kadar fazla rizikoya maruz kalırsa, finansmanını o kadar çok kendi öz kapitali ile yapmak zorunluğundadır» der (12). O'Donell de firmaları karşılaştıkları risklere göre muhtelif sınıflara ayırmaktadır (13).

Düşey bilânço ilişkileri hakkında standartları formüle eden yazarların, mümkün olan en asgari finansman maliyet masrafları

(8) Scheffer, Corn. F.: İbid., S. 5.

(9) Härle, Finanzierungsllehre, Wiesbaden 1958 s. 60.

(10) Olalı, Hasan: Teşebbüs Finansmanı ve Teşebbüslerin Finansal Yönetimi, İzmir 1967, S. 38.

(11) Keskinoğlu, Suat: Genel İşletme Ekonomisi, Cilt 1, İstanbul 1964, S. 242.

(12) J. Viel: Betriebs-und Unternehmensanalyse, Köln-Oplader 1958.

(13) O'Donell, John, L.: İşletme Finansmanı, Cilt 1, Ankara 1965, S. 44.

ile ilgili ilk ekonomik normlardan vazgeçemediklerini ve onların da finansal dengeyi korumak istediklerini, kabul edersek, özellikle direnme yeteneği yan şartı olan riziko yollarının göz önüne alındığını söyleyebiliriz.

İşletmede kapital ihtiyacının gelecekteki gelişmelerine ilişkin riziko yalnız güçlü bir finansal yapıyı temin değil, aynı zamanda her zaman değişen finansman ihtiyacına uygun finansman araçlarını temin edebilmek için bu yapıda gerekli esnekliği de yaratmak zorundadır. Her şeyden evvel bu esnekliğin olumlu tarafı üzerinde önemle duran Amsterdamlı *Prof. de Lange*, teşebbüsün, daima kapital piyasasına giriş imkânını göz önünde bulundurması gerektiğine nazarı dikkati çekmiştir ⁽¹⁴⁾. Ona göre, kapital piyasasına giriş kapısı daima açık tutulmalıdır.

Amerika Birleşik Devletlerinde de geleneksel finansman bilminde önemli gelişmeler kaydedilmemiştir. Vakaa Amerika Birleşik Devletlerinde belki de öteki ülkelerden daha fazla işletme branşlarına ilişkin muğlak finansal bünyeler tetkik edilmiştir. Ancak işletmelerin finansmanına ait davranışları hakkındaki yorumlarla arzu edilen fayda hiçbir zaman elde edilemez. Her bir işletme branşı için tesbit edilen ortalama finansal yapıların bireysel işletmelerin bünyeleri için standart olarak kabul etmek tehlikelidir. Lippert, bunu «Herkesin yaptığına uyma!» olarak deyimlendirir ⁽¹⁵⁾.

Finansman Bilgisi ve Yatırım Promlebi

Geleneksel finansman bilgisinin, kapital ihtiyacı büyüklüğünü veri olarak kabul ettiğini daha evvel belirtmiştik. Bu durumda, teşebbüsün hangi yatırımlara girişeceği sorusu gözönüne alınmamış oluyor. Yatırım problemine ait seçimin tartışılmadığı anlaşılıyor. Bizde de işletme ekonomisi bilgisi kitaplarında başlangıçta bu probleme değinilmemiştir. İşletme ekonomisi bilgisinin bir bölümünde «teşebbüsün finansal ekonomisi» olarak nitelendirilen

(14) A. Th. de Lange: *Beleids-elementen in een dynamische financierings-theorie*, Leiden 1957, S. 4.

(15) H. Lipfert: «Theorie der optimalen Unternehmungsfinanzierung», in *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Heft 2/3, 1965, S. 61.

kısım özellikle dar anlamda finansman sorununa ait problemlerin incelenmesiyle yetinmiştir.

Aynı durum Amerika Birleşik Devletlerinde de mevcuttur; zira orada da «finansal management» teşebbüsün finansal ekonomisi ile bir tutulmaktadır. Amerikalı yazarlar tarafından, problemin bu şekilde tek taraflı olarak ortaya atılmasına karşı tenkitler yöneltilmiştir. Nitekim *Solomon*, tenkidini şu cümlelerle ifade etmiştir: Finansal yönetimin akademik bir disiplin olarak temel problemi sadece işletmenin finansal zayıflığının tedavisi veya işletmenin finansal yönden kuvvetlendirilmesi değildir. Bu konunun kendine özgü bir çok problemleri vardır; sözgelisi fonların tedariki ve kullanılması hususunda yapılan tartışmalar ve ortaya atılan değişik görüşler, finansal yönetimin kapsam genişliğini açıkça ortaya koymaktadır ⁽¹⁶⁾.

Amerika Birleşik Devletlerinde son elli yıl içinde yatırım analizleri, finansal yönetimin özel bir bölümü olarak ele alınmış ve hem de çok hızlı bir tempo ile ilk kez, Joel Dean'ın yayınladığı «Capital budgeting» adlı çığır açan eseriyle araştırma konusu yapılmıştır ⁽¹⁷⁾. Dean, incelemelerini geniş ölçüde mikro ekonomik «firma teorisine» ve «kapital teorisine» istinat ettirmiştir. Nitekim «Capital budgeting» adlı kitapta bundan böyle işletmenin yatırımları, *verilen bir büyüklük ölçüsü olarak*, alınmamıştır. Araştırma, işletmenin kapital ihtiyaçları hakkında genel bir fikir verir; kapital talebini tahlil eder; kapital talebindeki zaman unsurunu göz önünde tutar ve kapital gelirlerini ölçmek için prensipler koyar. *Dean*, belki işletme ekonomisinde ilk kez «capital rationing» hakkında bir teori geliştirmiştir. Yatırım problemlerinin seçimi, yatırımlarda tercih problemi bu eserde tetkik edilmiştir. Söz konusu yatırım teorisi finansman bilgisi ile sıkı bir münasebette bulunduğundan, ihmal edilemez. Finansman araçlarının tedarikinin *Dean* ve diğerleri tarafından ihmal edildiği de ileri sürülemez. Onun fikrine göre, yatırımların büyüklüğünün birinci derecede kapitalin arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada takdir edilmesi gerçeği, finansman araçlarındaki tedarik ihmalinin mevcut olmadığını gösterir.

(16) E. Solomon: The Theory of financial management, New York, 1963, S. 6.

(17) Joel, Dean: Capital Budgeting, New York, 1952, Abschnitt III.

Dean ve onun yanında birçok yazarlar kapitali emre hazır bulundurma masrafını «cut-off-rate» ve «hurdle rate» denilen oranlar için önemli addederler. *Dean*'a göre asgari gelir faiz yüzdesi, sermayenin ilerdeki maliyet masrafının tahmin edilmesiyle bulunur. Buna ilâveten *Dean* der ki; «İlerisi için en iyi indeks genellikle geçmiş sermaye maliyet masrafının ortalamasıdır». Bununla birlikte kapitalin tedarikinde ortaya çıkan tipik tercih problemi- ne gereken önemi vermemişlerdir. *Dean*, kitabında dış (externe) finansmana karşı mevcut olabilen isteksizlik hakkında düşüncesini söylemekle yetinir. *Dean*, geçmişin ortalama kapital maliyet masrafına nazarı dikkati çektiğine göre, finansman tür ve usûlünün bir veri olarak kabul edildiği aşikârdır. Bu münasebetle ortalama kapital maliyet masraflarının tâyininde, kapitalin finansal yapısı gereken önemi almış ve bunun içinde kendisinden vazgeçilmeyen bir unsur olmuştur. Ancak, *Dean* finansal bünyenin nasıl tâyin edilmesi gerektiğini incelememiştir. Bununla beraber böyle bir problemin var olduğunu fark ettiği aşağıdaki aktarmadan belli olmaktadır. «Uygulayıcı problem olarak, sermaye maliyet masraf tahmini üç unsuru kapsar: Pazar değerlerinin bulunması, dalgalanan maliyet masrafının bulunması ve sermaye yapısının tâyin edilmesi gibi».

Dean'ın teorisi ve onun gibi birçok yazarlar, yatırım projelerine ilişkin seçimin, işletmenin ortalama kapital maliyet masrafını veren «hurdle rate» esasına göre mümkün olduğu kanısındadırlar. Bunlar, finansal yapının aynı kaldığı ve bu finansal yapı için gerekli sermayenin kapital piyasasından her an tedarik edilebileceği düşüncesinden hareket etmişlerdir.

Dean söz konusu kitabı yayınladıktan sonra, yatırım sorunları hakkında geniş bir literatür meydana gelmiştir. Bu literatürde finansman tür ve usûlü *bir veri olarak* kabul ediliyor ve hattâ çoğu zaman kapital maliyet masrafı kavramı «hurdle rate» denilen orana esas olarak alınıyordu ⁽¹⁸⁾.

Geleneksel Yatırım Tahlillerinin Eleştirilmesi

İşletme ekonomisi bilgisine yatırım sorununun katılması, önce finansman bilgisinin gelişmesini biraz özendirici ve fakat daha çok durdurucu bir biçimde etkilemiştir. Kapitalin nasıl tedarık

(18) Joel, Dean: İbid., S. 76.

edileceği sorusu karşısında, optimal finansman yapısının var olduğu kabul edilip, hangi koşullar altında sözü edilen optimumun kararlaştırılacağı gerekli biçimde formüle edilmediğinden, daima güçlüklerle karşılaşmıştır.

Yatırımları veri olarak kabul eden geleneksel finansman bilgisi nasıl ciddi bir tenkide maruz kalmışsa, ortalama kapital maliyet masrafı hakkındaki finansman bilgisini veri olarak kabul eden yatırım teorisi de aynı tenkide konu olmuştur.

Ötekiler yanında, *Horst Albach* da 1962 yılında yayınlanan «yatırım ve likidite» adlı çok önemli bir eserinde aynı konuyu eleştirmiştir. Bu kritik yalnız tam olarak kalkülasyon faiz yüzdesinde kapsanan finansal yapıya değil aynı zamanda finansmanda likidite görüşünü ihmale karşı da yönelmiştir. Geleneksel yatırım literatüründeki anlamda ele alınan kapital maliyet masraflarında kredilerin tasarrufa amade edildiği zaman kesimleri göz önüne alınmamıştır .

Yatırım projelerine ilişkin seçimin, ortalama kapital piyasası faiz yüzdesi üzerinden iskonto edilen nakit akımı (cash flows) esasına göre yapılması, teşebbüsdeki finansal dengenin korunması için, finansman bilgisinde önemle durulan zorunluluk bakımından hiç bir garanti sağlamaz. *Albach'a* göre, geleneksel yatırım teorilerinde tamamiyle rantabilite hesapları göz önüne alınmıştır. Finansman şeklinin ve likiditeyi etkileyen kuvvetin rantabilite modeline inşası, kapital değer metodunda kalkülasyon yüzdesinin kendi sınırını aşmasından ve harici faiz yüzdeleri metodunda kapital maliyeti kavramının çapraşık olması dolayısı ile başarısız olmuştur. Faize ilişkin klasik vasıta, yalnız kapitalin marjinal yeteneği ve yatırıma teşebbüs edenlerin zamanla ilgili tercihlerini değil de, bunun yanında kapital miktarlarının muhtelif vadeleri, temin edilen kapitalin büyüklüğü ve emniyetin türü ile dalgalanan faiz nisbetleri ve tediye edilecek miktarlara ilişkin çeşitli koşulları, itfa, faiz ve ücret ödemelerine ait koşulları ve muhtelif kredilerin masraf işlemleri ve iştirak şekilleri gibi tek türden olmayan (heterogen) olayları ifade etmeye çalıştığından, kendi yeteneğini aşmıştır. *Albach'a* göre; «Bir yatırım teorisi optimal bir yatırım bütçesinin nasıl düzenleneceğini tetkik etmelidir; yoksa söz konu-

su bireysel yatırım konularının faydalı veya faydasız olmasını değil» (19).

Aynı inanç finansman için de geçerlidir. Belli kısmı bir finansmanın faydası değil de tüm finansman programının en yararlı hale getirilmesi önemlidir. Bir yatırım ve finansman planına göre elde mevcut yatırım ve finansman imkânlarından öyle yararlanmalı ki, mümkün olan en büyük kâra ulaşılsın ve aynı zamanda teşebbüsteki finansal denge de korunmuş olsun (20).

Optimal bütçe, teşebbüs edilecek yatırımlar ve yararlanacak finansman imkânları hakkındaki müşterek karardan doğmalıdır. Bu kararda rantabilite prensibi ile birlikte finansal dengenin korunması da garanti altına alınmalıdır. Bunun yanında üretim tekniği, ticari ve öteki türden yan koşullar da yerine getirilmelidir.

Sözün kısası, Albach'ın karar modelinde finansman ve yatırım kararı bir arada *ortaklaşa* alınmaktadır. Ne uygulanması ön görülen yatırımlar ne de yararlanması gereken finansman şekilleri, geleneksel yatırım ve finansman teorisinde olduğu gibi *veri olarak* kabul edilmemektedir. Biri diğerine bağlıdır veya Albach'ın ifade ettiği gibi, her iki büyüklük, gerek yatırım konularına ilişkin talepler, gerekse finansman araçlarına olan talepler birbirlerine tabidirler. Bundan ötürü her ikisi de müştereken karar altına alınabilirler. Albach tarafından geliştirilen bu düşünceler, söz konusu fikirleri öncülük eder biçimde etkilemişlerdir. Belki müşterek yatırım ve finansman kararı hakkındaki bu düşünce diğer yazarlara da gelmiştir ama, hiç kimse şimdiye kadar bunu Albach gibi sistemli bir biçimde olgunlaştırmamıştır.

Albach yayınlamış olduğu araştırmada, doğrusal programlama tekniği yardımı ile optimal yatırım ve finansman programının müştereken nasıl düzenleneceği hakkında muhtelif örnekler vermiştir. Bunun için öyle bir yatırım ve finansman programı düzenlenmelidir ki, bu programda yan koşullar da gerekli biçimde göz önüne alınarak mümkün olan *en yüksek kapital değeri* gerçekleştirilmiş olsun.

(19) Albach, H.: Investition und Liquiditaet, Die Planung des optimalen Investitionsbudgets. Wiesbaden 1962, S. 49.

(20) Bayar, D.: Endüstri İşletmelerinde Finansal Planlama, Eskişehir, 1967, S. 37.

Kapital değeri veya iskonto metodlarına karşı ileri sürülen tereddütler, gelir ve gider serilerinin iskonto edilmesinde belli bir finansman yapısının, ortalama kapital maliyet masrafına uygun olması gereken faiz haddine teşmil edilmesinden ötürüydü. Öz kapitale ilişkin maliyet masrafının nasıl tesbit edileceği sorunu ise literatürde çözülemeyen problem olarak kalıyordu.

Şüphesiz, *Albach*'ın da kapital değerini hesap edebilmesi için bir faiz yüzdesine ihtiyacı vardı. Fakat o geleneksel teoride olduğu gibi ,ortalama bir kapital piyasası faizini esas almayıp, teşebbüsün *uzun süreli rantabilitesini* yansıtan bir faiz yüzdesini kullanıyordu. Böylece *Albach*, işletmenin uzun sürede ortalama rantabiliteyi düşürecek olan hiç bir yatırıma teşebbüs etmemesi gerektiğini ifade ediyordu. Bu suretle, finansal yapı bakımından faiz yüzdesinde vucüt bulan ipotez elden bırakılıyor ve artık finansal yapı, yatırım ve finansmanı kapsayan müşterek (simultan) bir kararla belirtiliyordu ⁽²¹⁾.

Mevcut olan finansman şekilleri de bir kapital değerine sahip olduklarından, finansman şekilleri ve yatırımların hangi tertibinde, finansal dengenin korunması kaydıla en yüksek kapital değerinin gerçekleştirileceği hesap edilebiliyordu.

En düşük faiz yüzdesi ile kredi almanın yanında muhtelif krediler becerikli bir biçimde öyle kombine edilmeli ki, bunların sebep olduğu gelir ve gider akımları, yatırım konularının ödeme akımları ile *rantabilite ve likidite görüşleri* bakımından işletmede optimal bir finansal akımı yaratsın.

Burada da değerler teşebbüsün ortalama rantabilitesini yansıtan yüzde yardımı ile iskonto edilmelidir.

Albach'ın Teorisinin Eleştirilmesi

Kapital bütçesi bilgisinde, yalnız yatırım projelerinden doğan kasa akışlarının iskonto edilmesinin yanlış sonuçlara sebep olduğu ve yabancı finansmandan doğan kasa akışlarının da iskonto edilmesi gerektiği hususu herkesin anlayabileceği bir hale getirilmiştir. Böylece, hesaplanan yıllık bakiye değer «present value»

(21) Albach, H.: İbid., S. 86.

yararlanan öz kapitalle mukayeseli olarak, işletmeye bundan sonra da temin edilecek öz kapitalden beklenen gelirleri de vermiş olur ⁽²²⁾.

Bir yatırım bütçesinin kapital değerinin yatırım konularının kapital değerinden alınan kredilere ait kapital değer toplamının tenzilinden sonra kalan kısma eşit olduğu söylenebilir. İskonto metodunun kredi şekilleri üzerinde de kullanılmasıyla optimal bir yatırım ve finansman yapısının elde edildiği kanısı doğar. Seçim kendiliğinden öyle meydana gelir ki, böylece finansal denge korunmuş olur. Gerçekte en önemli karar kriteri finansman maliyet masraflarının asgariye indirilmesiyle ilgilidir.

Ancak, öz ve yabancı kapital arasında seçim sorunu, belli yatırım projelerinin yabancı ödeme araçları ile finanse edilmesi gereken kısmını belirten esas, direnme yeteneği ve esneklik gibi hususlar gözönüne alınmamaktadır. Öz varlıkların kapital değerinin belirtilmesi veya *Albach*'ın deyimi ile öz finansmanın rantabilite etkilerini tam olarak bildirmek güçtür ⁽²³⁾.

Rantabilite görüşü açısından, öz kapitalle finanse etmenin, mali (fiskalischen) etkenler göz önüne alındığı zaman, yabancı kapitalle finanse etmeye nazaran daha pahalı olduğu kabul edilmelidir. Öz sermayenin seçiminde, yabancı kapitalin tedarikini imkân dahiline sokan öz vasıtalarla ödeme yeteneğinin mevcut olması önemlidir. Bundan başka direnme yeteneğini arttırmak için de öz finansman araçlarına daha fazla lüzum hasıl olabilir. *Albach*'a göre öz kapital, yatırımların finansmanında, yabancı kapitalle ilişkili halinde bir yandan işletmeye kredi itibarı temin ederek potansiyel likiditeyi, öte yandan da yabancı kapitalle kapatılamayan kapital ihtiyacını finanse ederek, aktuel likiditeyi yaratmış olur. Mevcut öz kapital miktarı ve bunun üzerine inşa edilen yabancı kapitalle finansman imkânları *Albach*'a göre, optimal bir kapital ve varlıklar yapısını tayin etmeye yarar ⁽²⁴⁾. Mevcut öz kapitalle bir teşebbüsün azami olarak ne kadar kredi alabileceği hususu ise müphem kalmıştır.

Albach, yalnız yatırım analizlerinde önemli bir gelişme sağlamakla kalmamış, aynı zamanda finansman bilgisinde de önemli

(22) W.L.G.S. Hoefnagels: «Rentabiliteisvraagstukken, in bundel «Cost and Beat» Leiden 1963, S. 177.

(23) *Albach*, H.: İbid., S. 216.

(24) *Albach*, H.: İbid., S. 219.

bir adım atmıştır. Ancak buna rağmen, daha çözülmemiş birçok sorunlarımız vardır.

Matematiksel metod yardımıyla optimal yatırım programı yanında optimal bir finansman yapısı da bulunmuş oluyor. Ancak finansman usullerinin seçiminde, özellikle maliyet masrafları ve itfa şemalarını tesbit eden şekillerin tercih edildiği kanısı doğmuş oluyor. Kendisine dayanılarak yabancı kapital temin edilebilen öz kapital miktarının daima bir veri olarak gözönüne alındığı kanısı halen mevcuttur. Teşebbüsün kredi limitine ulaşmasında ya öz kapitalin yükseltilmesi veya tekrar sermaye piyasasına başvurmadan önce otofinansman yardımıyla ikraz edilebilir sermaye mevcudunu arttırmak zorunluğu unutulmamalıdır ⁽²⁵⁾. Bununla beraber öz kapital tabanı için geçerli standartlar hala bulunmamıştır.

Yabancı kapitalin muhtelif türlerinin seçimi, maliyet masrafı ve geri ödemeler esasına göre yapılır ki, böylece öz kapitale ait azami bir kapital değeri elde edilmiş ve finansal denge korunmuş olur. Gerçekten yatay denge yerine getirilmiş, fakat düşey bilanço ilişkilerine gereken önem verilmemiş ve bu ilişkilerin arka sebepleri analize edilmemiştir. Finansman bilgisi için önemli olan azami borçlanma kapasitesi sorunu, bugün halâ yatırım analizinde finansman problemine gösterilen büyük dikkate rağmen çözülememiştir.

Esasen fikrimizce öz kapitale yabancı kapital arasındaki ilişkinin tercihi önemli ölçüde subjektif olarak tayin edildiği ve teşebbüsün finansal rizikolarına izafe edilen öneme bağlı olduğu aşikârdır. Yaklaşık olarak ve imkân dahilinde rizikoların ölçülmesiyle bugün finansal yapının inşası için gerekli esaslar aranmaktadır.

Finansal Yapının Belirtilmesine İlişkin Yeni Fikirler

Teşebbüsün gelecekte beklediği nakit akışı yalnız öz kapitalin dışarıdan tedariki için değil aynı zamanda yabancı kapitalin tedariki için de esaslı temeldir. Nakit akışı uygun bir divitand yanında faiz ve geri ödenecek borçları da tatmin etmelidir.

(25) Albach, H.: İbid., S. 269.

Ancak işletmedeki tedavül olayı ve bu olaydan doğan kapital ihtiyacına bağlı riziko faktörü, azami olarak kabul edilecek kredi miktarına bir emniyet payı eklenmesini de zorunlu kılar. Demek ki hiç bir sermayedar, belli koşullar altında ödenmesi umulan faiz ve itfa paylarını kapsayan bir miktarı esas alan ön hesaplama göre kredi vermeye hazır olmayacak, aynı zamanda bir emniyet payı talep edecektir. Bu emniyet payı çoğu zaman subjektif olarak tayin edilir. Kredi veren işletme yabancı sermaye tedarik eden işletmenin ödeme yeteneğini, likiditesini, rantabilite koşullarını yakından tanımak ve ancak bu esaslara göre teminat ifade edebilecek hallerde kredi vermeye razı olacaktır ⁽²⁶⁾.

Gerekli direnme yeteneği hususunda karar ve işletmede umulan nakit akışına ait riziko ile ilgili olarak finansman biliminde son yıllar içinde birçok denemeler yapılmıştır. Bu arada Amerikalı *Gordon Donaldson*'un araştırması gözden kaçmamalıdır ⁽²⁷⁾. *Gordon*, işletmece kabul edilebilecek bir finansman yapısının (Finanzierungsstruktur) tayinine ait gelecekteki nakit akışının planlanmasında yardımcı olmak ister. Bunun için aldığı esas, tarafımızdan daha önce zikredilen nakit akışı tahmininden başka bir şey değildir. Nitekim *Oluç*, para akışının önemine değinerek der ki; «Teşebbüsün kuruluşundan sonra erişine kadar zaman zaman azalan veya çoğalan, ama kesilmeksizin sürüp giden bir para akışı vardır. İki yönlü olan bu akışın bir yönü dışarıdan içeriye doğrudur; bir yönü de içeriden dışarıya doğrudur. Teşebbüsün kasasını, giriş ve çıkış kanalları olan bir hazne sayabiliriz. Girişler, çıkışlardan çok olduğu sürece haznede para bulunur, değilse hazne boşalır ve teşebbüs zamanında borçlarını ödeyemez veya yükümlerini yerine getiremez duruma düşebilir. İşte bu durumlarda finans yöneticisi (haznedar) fonlar bularak teşebbüsü güç durumlardan kurtarmaya çalışır. Finans yöneticisi para akışının ne olacağını kestirerek, bu haznedeki parayı belli bir düzeyden aşağıya indirmemeye veya belli bir düzeyin üstüne çıkarmamaya çalışacaktır» ⁽²⁸⁾.

Kasa hareketlerinin planlanmasıyla, işletme yönetimine ilişkin tahminler rakkamla ifade edebilir hale gelmiştir. Bu suretle pren-

(26) İsaac, A.: İşletme İktisadı, Cilt III, 2. Bası, İstanbul 1949, S. 13.

(27) Corn, F. Scheffer: İbid., S. 14.

(28) Oluç, M.: İbid., S. 341-342.

şip işletmenin finansal yükümlerinin çeşitli yapılarını arzu edilen biçimde suni olarak göstermek ve bunun ödeme yeteneksizliği veya likiditesizlik ihtimâli üzerindeki etkisini tayin etmek mümkündür. Beğenilme bakımından, ödeme yeteneksizliği veya likidite yoksunluğu ihtimalindeki bu değişikliğin, kabul edilip edilmeyeceği hususu işletme yönetimine bırakılmıştır. Metod yüküm altına girmekle, umulan rizikoların gözden geçirilmesine dayanır. İnsanın ne dereceye kadar tesbit edilen rizikoları üstüne alacağı sorunu ve bununla ilgili finansal yapı da subjektif olarak belirtilir.

Giren ve çıkan *para akışının* gelecekteki seyrini açık bir biçimde ortaya koyan *her metod*, kıvançla karşılanacaktır.