

ATATÜRK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI

Ünal GÜLHAN

**ENFLASYONUN FİRMALARIN SERMAYE YAPILARI  
ÜZERİNE ETKİLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TEZ YÖNETİCİSİ  
Prof. Dr. R. METİN TÜRKO

T94035

ERZURUM - 2000

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

**Bu çalışma, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Dalında  
jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.**



**Prof. Dr. R. Metin TÜRKO**

**Danışman / Jüri**



**Doç. Dr. M. Suphi ORHAN**

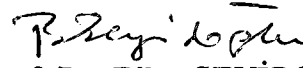
**Jüri**



**Prof. Dr. Dursun BİNGÖL**

**Jüri**

**Yukarıdaki imzalar, adı geçen öğretim üyelerine aittir. ..../...../.....**



**Prof. Dr. Bilge SEYİDOĞLU**

**Enstitü Müdürü**

## ÖZET

### YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ünal GÜLHAN

#### ENFLASYONUN FİRMALARIN SERMAYE YAPILARI ÜZERİNE ETKİLERİ

**Danışman : Prof. Dr. R. Metin TÜRKO**

**2000 – SAYFA: 85**

**Jüri : Prof. Dr. R. Metin TÜRKO**

: .....

: .....

Enflasyon olgusu günümüzde önemini giderek artırmış ve özellikle Türkiye gibi ülkelerde birçok ekonomik sıkıntıların başlıca nedeni durumuna gelmiştir. Enflasyonun, global olarak meydana getirdiği ekonomik buhranların yanında işletmeler bazında da bazı sıkıntılara ve bir takım yeni düzenlemelerin yapılmasına neden olmuştur.

Sermaye yapısı, bir firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklarla öz kaynakların oluşturduğu yapıdır. Firmaların sermaye yapıları da enflasyondan etkilenen kavramların başlıcalarından biridir. Dolayısıyla, firmaların sermaye yapıları enflasyon karşısında her yıl yeniden düzenlenmeye ihtiyaç duymaktadırlar.

Bu çalışmada, enflasyon ve sermaye yapısı kavramları ele alınmış ve “Enflasyon – Sermaye Yapısı İlişkisi” araştırılmıştır. Buna paralel olarak enflasyonun, firmaların sermaye yapılarını ne yönde etkiledikleri ve optimal sermaye yapısının şeklini ne yönde değiştirdikleri ortaya koyulmuştur.

**ABSTRACT**

**MASTER THESIS**

**Unal GULHAN**

**THE EFFECTS OF INFLATION ON FIRMS' CAPITAL STRUCTURE**

**Supervisor: Prof. Dr. R. Metin TURKO**

**2000 – Page: 85**

**Jury : Prof. Dr. R. Metin TURKO**

**:.....**

**:.....**

The inflation fact has become very important and the main reason of most of the economic troubles in many countries especially in Turkey. In addition to some economic crisis in general, inflation has caused some company-related problems and required some new arrangements.

Capital structure is the sum of firm's long term liabilities and capital stock. Firm's capital structure is effected by inflation in real terms. So firm's capital structure is need to be rearranged annually.

In this study, the concepts of inflation and capital structure and the relationship between them are studied. Parallel to this, this study examines in which direction the inflation effects fim's capital structure and changes optimal capital structure.

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖZET.....	I
ABSTRACT.....	II
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	VI
TABLolar DİZİNİ.....	VII
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### GENEL OLARAK ENFLASYON KAVRAMI

2.1. ENFLASYONUN TANIMI.....	2
2.2. ENFLASYONUN NEDENLERİ.....	5
2.3. ENFLASYONUN TÜRLERİ.....	7
2.3.1. Talep Enflasyonu.....	7
2.3.2. Maliyet Enflasyonu.....	9
2.3.3. İthal Edilmiş Enflasyon.....	10
2.3.4. Enflasyon Türleri Arasındaki İlişkiler.....	11

### İKİNCİ BÖLÜM

#### İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI

2.1. SERMAYE YAPISININ TANIMI VE GENEL BİLGİLER.....	12
2.1.1. Yabancı Kaynak ile Öz Sermayeyi Ayırıcı Özellikler.....	13
2.1.1.1. Vade.....	13
2.1.1.2. Gelir üzerindeki hak.....	14
2.1.1.3. Aktifler üzerindeki hak.....	14
2.1.1.4. Firma yönetimindeki hak.....	15
2.1.2. Uygulamada Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler.....	16
2.1.2.1. Satış istikrarı.....	16
2.1.2.2. Varlık yapısı.....	16
2.1.2.3. Faaliyet kaldırıcı.....	16

2.1.2.4. Büyüme oranı.....	17
2.1.2.5. Kârlılık.....	17
2.1.2.6. Vergiler.....	17
2.1.2.7. Kontrol.....	18
2.1.2.8. Yönetimin tutumu.....	18
2.1.2.9. Borç veren ve Raiting kuruluşlarının tutumu.....	18
2.1.2.10. Piyasa şartları.....	18
2.1.2.11. Firma içi koşullar.....	18
2.1.2.12. Finansal esneklik.....	19
2.1.3. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler.....	19
2.1.4. Finansman Kaynağının Seçiminde Rol Oynayan Faktörler.....	21
<b>2.2. SERMAYE YAPISINA KURAMSAL YAKLAŞIMLAR.....</b>	<b>22</b>
2.2.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	23
2.2.2. Net Gelir Yaklaşımı.....	29
2.2.3. Geleneksel Yaklaşım.....	31
2.2.4. Modigliani – Miller Yaklaşımı.....	37
2.2.4.1. M-M Modelinin varsayımları.....	37
2.2.4.2. M-M modelinin ulaştığı sonuçlar.....	40
2.2.4.3. M-M modeline karşıt görüşler.....	44
<b>2.3. OPTİMAL SERMAYE YAPISINI SAĞLAYACAK YÖNTEMLER.....</b>	<b>46</b>
2.3.1. Uygunluk.....	47
2.3.2. Hisse Başına Kâr.....	48
2.3.3. Risk.....	50
2.3.4. Finansal Kaldıraç.....	52
2.3.5. Firmanın Kontrol Hakkı.....	53
2.3.6. Fleksibilite (Esneklik).....	54
2.3.7. Zamanlama (Timing).....	56

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM****İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN KALEMLER VE  
ENFLASYONUN BU KALEMLER ÜZERİNE OLAN ETKİLERİ**

<b>3.1. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR VE ENFLASYONUN ETKİLERİ.....</b>	<b>58</b>
<b>3.1.1. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar.....</b>	<b>58</b>
3.1.1.1. Orta ve uzun vadeli krediler.....	59
3.1.1.2. Tahviller.....	60
3.1.1.3. Uzun vadeli borç senetleri.....	61
3.1.1.4. Uzun vadeli satıcı kredileri.....	62
3.1.1.5. Taksitlendirilmiş vergi ve prim borçları.....	62
3.1.1.6. Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar.....	63
3.1.2. Enflasyonun Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Üzerindeki Etkisi.....	63
<b>3.2. ÖZ KAYNAKLAR VE ENFLASYONUN ETKİSİ.....</b>	<b>65</b>
<b>3.2.1. Öz Kaynaklar.....</b>	<b>65</b>
3.2.1.1. Ödenmiş sermaye.....	67
3.2.1.2. Yedek akçeler.....	68
3.2.1.3. Yedek akçe niteliğinde karşılıklar.....	69
3.2.1.4. Yeniden değerlendirilmeden doğan değer artışı fonu.....	69
3.2.1.5. Dağıtılmamış kârlar.....	71
3.2.2. Enflasyonun Öz Kaynaklar Üzerinde Etkisi.....	71
3.2.2.1. Enflasyonun sermaye üzerindeki etkisi.....	72
3.2.2.2. Enflasyonun yedek akçeler, karşılıklar, ve dağıtılmamış kârlar üzerindeki etkisi.....	73
<b>3.2. ENFLASYONUN İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ.....</b>	<b>74</b>
<b>SONUÇ.....</b>	<b>77</b>
<b>KAYNAKLAR.....</b>	<b>79</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>85</b>

## ŞEKİLLER DİZİNİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 2.1. Sermaye Maliyetleri ve Finansal Kaldıraç, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Vergi Yok).....	28
Şekil 2.2. Hisse Fiyatı ve Finansal Kaldıraç, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Vergi Yok).....	28
Şekil 2.3. Sermaye Maliyetleri ve Finansal Kaldıraç, Net Gelir Yaklaşımı (Vergi Yok).....	30
Şekil 2.4. Hisse Fiyatı ve Finansal Kaldıraç, Net Gelir Yaklaşımı (Vergi Yok).....	30
Şekil 2.5. Sermaye Maliyetleri ve Finansal Kaldıraç, Geleneksel Yaklaşım (Vergi ve İflas Riski Varken).....	32
Şekil 2.6. Firma Değeri ve Finansal Kaldıraç.....	34
Şekil 2.7. Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Yapısı.....	41
Şekil 2.8. Finansman Farksızlık Analizi.....	50



## TABLÖLAR DİZİNİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Tablo 2.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı Değerleri.....	25
Tablo 2.2. Geleneksel Görüş Yaklaşımı Değerleri.....	35
Tablo 2.3. Geleneksel Görüş Firma Değeri Hesaplanması.....	36
Tablo 2.4. M-M Modeline Göre Firma Değerinin Hesaplanması.....	43
Tablo 2.5. Seçilmiş Bazı Endüstrilerin Yüzde Olarak Finansman Yapıları.....	47
Tablo 2.6. Hisse Başına Kâr-Sermaye Yapısı.....	49
Tablo 2.7. Risk Analizi.....	52



## GİRİŞ

Enflasyon olgusu günlük yaşamımızın vazgeçilmez bir parçası haline gelmiştir. Fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak hızlı bir biçimde artması, diğer ekonomik birimleri olduğu gibi işletme birimlerini de büyük ölçüde etkilemektedir. Bu nedenle, enflasyonun işletmeler üzerinde oluşturduğu etkinin yakından izlenmesi bir finans yöneticisinin veya firma yönetiminin en vazgeçilmez görevlerinden biri haline gelmiştir. Böyle bir konjonktürde firma yönetimi, enflasyonu yakından takip etmek ve firmada meydana gelmesi muhtemel olumsuzluklar için gerekli önlemleri almak zorundadır.

Enflasyonun firmalar üzerinde önemli derecelerde etkide bulunduğu konulardan bir tanesi de sermaye yapısıdır. Bir firmanın sermaye yapısını uzun vadeli yabancı kaynakların ve öz kaynakların oluşturduğu göz önüne alınacak olursa bu etkinin firma için ne denli önemli olduğu ortaya çıkacaktır.

Bir firmanın sermaye yapısını optimize ederek kârını maksimize etmesi söz konudur. Bu nedenle sermaye yapısının optimizasyonu firmalar için çok önemli konulardan biridir. Firmanın sermaye yapısı içerisinde uzun vadeli yabancı kaynakların ve öz kaynakların ne oranda olmaları optimal sermaye yapısının konusu içerisine girmektedir. Enflasyonist dönemlerde uzun vadeli yabancı kaynakların ve öz kaynakların dağılımı daha da önem kazanmaktadır. Çünkü eğer bu dağılım firmanın optimal sermaye yapısını oluşturmazsa firmanın sermaye maliyeti yükselecektir. Dolayısıyla optimal sermaye yapısı oluşturulmasında enflasyonun mutlaka dikkate alınması zorunlu hale gelmiştir.

Bu amaçla çalışmamız üç bölümden oluşturulmuştur. Birinci bölümde; enflasyon olgusu genel hatlarıyla incelenmiştir.

İkinci bölümde; sermaye yapısı, optimal sermaye yapısının oluşturulmasında kullanılan yöntemler ve sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde, sermaye yapısını oluşturan kalemler ve bu kalemler üzerinde enflasyonun etkisi incelenmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GENEL OLARAK ENFLASYON KAVRAMI

#### 2.1. ENFLASYONUN TANIMI

Enflasyon, ekonomik bir gerçek olarak, hemen hemen bütün Dünya ülkelerinde olduğu gibi ülkemizde de yaşanmakta ve etkileri derinden hissedilmektedir.<sup>1</sup> Latince “Inflare” kelimesinden gelen enflasyon, mana olarak şişme, şişkinlik demektir.<sup>2</sup> İktisadî bir terim olarak ise fiyatların şişmesi, yükselmesi anlamında kullanılmaktadır.<sup>3</sup> Başka bir ifadeyle enflasyon denilince bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi ve bunun sonucunda paranın satın alma gücünün düşmesi anlaşılmaktadır.<sup>4</sup> Enflasyon deyiminin, günlük kullanımdaki anlamı içinde tanımı ise “genel fiyat seviyesindeki yükselme eğilimi”dir.<sup>5</sup>

Aslında enflasyonu, esas itibariyle birbirinden çok da farklı olmayan çok çeşitli şekillerde tanımlamamız mümkündür:

- Basite indirgenmiş biçimi ile enflasyon, fiyatlar genel düzeyinde izlenen sürekli ve önemli artışlardır.<sup>6</sup>

- Enflasyon, tedavülde kullanılan araçların o ülke piyasasının ihtiyaçlarından fazla artması ve bu artışın devam etmesi sonucu para kıymetinin kaybolması ve bu suretle fiyatlarda yükselme görülmesidir.<sup>7</sup>

- Ekonomide enflasyon, genel fiyat düzeyinin artması, paranın satın alma gücünün azalması ve malların fiyatlarının birlikte yükselmesi olayıdır.<sup>8</sup>

- Enflasyon, mal ve hizmetlerin genel seviyesi artarken, paranın satın alma gücünün azalmasıdır.<sup>9</sup>

<sup>1</sup> Ahmet Yüksel; Enflasyon Muhasebesi, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1997, s. xiii

<sup>2</sup> İsmail Türk; Maliye Politikası, 11. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 1997, s. 85

<sup>3</sup> İsmail Hakkı Düğür; Enflasyon ve Parasal Dinamikler, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayını, No:23, Eskişehir, 1983, s. 1

<sup>4</sup> Geoffery Whittington, Inflation Accounting-An Introduction to The Debate, Cambridge University Press, Cambridge, 1983, s. 4

<sup>5</sup> Özhan Uluatam; Makro Ekonomi, Genişletilmiş 8. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara 1995, s. 325

<sup>6</sup> Onur Kumbaracıbaşı – Erdoğan Soral; Ekonomiye Giriş, 2. Baskı, EM-AŞ Ofset, Ankara, 1978, s. 198

<sup>7</sup> İlhan Özer; Türkiye’de 1970-1983 Dönemi Enflasyonu, Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma-Geliştirme, Planlama ve Koordinasyon Kurulu, Ankara, 1984/26, s. 8

<sup>8</sup> Salih Şanver, “Enflasyon ve Vergi”, Enflasyon Ortamında Muhasebe, Finansman ve Vergi Problemleri, İstanbul Üniversitesi Yayınları, No: 2004-37/6, Sermet Matbaası, İstanbul, 1974, s. 96

<sup>9</sup> Robin John Limmack; Financial Accounting and Reporting – An Introduction, Mc. Millan Publisher Ltd., London, 1991, s. 333

- Enflasyon, parasal satın alma gücü ile reel mal ve hizmet arzı arasında arz-talep dengesini daha yüksek düzeylerde gerçekleştirci, dolayısıyla fiyatları yükseltici yönde meydana gelmiş bir gelişmedir.<sup>10</sup>

- Enflasyon, fiyat artışlarının gelir, kazanç ve verimlilik artışından yüksek olması sonucu ortaya çıkan paranın değer (satın alma gücü) kaybı olayıdır.<sup>11</sup>

Klasik anlamda enflasyon, cari fiyat düzeyinde toplam talebin toplam arzdan daha fazla olması demektir. Bir ekonomi içerisinde üretilen mal ve hizmetler toplamı ile ithal edilen mal hizmetler toplamı, toplam arzı, aynı dönemde yapılan harcamalar ise toplam talebi oluşturur. Enflasyonist dönemlerde toplam arz ile toplam talep arasındaki denge, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi sonucunda toplam talebin kısılması suretiyle sağlanır. Görüldüğü gibi, enflasyonda temel sorun reel akımlarla nakdi akımlar arasındaki dengesizliktir. Bu durumu göz önünde bulundurarak bazı iktisatçılar enflasyonu “kaynağında parasal gelirlerin önemli rol oynadığı genel fiyat düzeyinde devamlı ve önemli yükselme hareketleri” olarak tanımlamaktadırlar.<sup>12</sup>

Klasik ve Keynesyen analizlerde enflasyonun başlama noktaları ayrıdır. Klasikler ekonomiyi geçici durumlar hariç sürekli tam istihdam düzeyinde kabul ederler. Keynes ise, ekonomiyi eksik istihdam düzeyinde dengede kabul ettiği için, enflasyonist dönemlerde oluşan talep fazlası toplam arzı tam istihdam düzeyine kadar artıracaktır. Fiyat artışları üretim kapasitesinin son limitinden sonra başlayacaktır.<sup>13</sup>

Enflasyon ile para arzı arasında doğrudan ilişki kuran monetarist görüşe göre, ekonomide üretim, istihdam ve fiyatlar genel düzeyini etkileyen temel faktör para arzındaki değişiktir. Öncülüğünü Milton Friedman'ın yaptığı monetarist teori enflasyonu özünde para arzındaki artışların üretim artışlarından daha fazla olmasından kaynaklanan parasal bir olay olarak görmektedir.<sup>14</sup>

<sup>10</sup> Alparslan Peker; Enflasyon Ortamında Stok Değerleme Yöntemleri ve LİFO, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1975, s. 11

<sup>11</sup> Mustafa Özçörekçi; Enflasyon Ortamında Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi, T.C. Başbakanlık D.P.T. Yayını No: 415, Ankara, 1986, s.21

<sup>12</sup> Türk; Age., s. 84

<sup>13</sup> Türk; Age., s. 85

<sup>14</sup> Besim Üstünel; Makro Ekonomi, 5. Baskı, Mısırlı Matbaacılık A.Ş., İstanbul, 1990, s. 283

Enflasyon, para arzındaki artışla ilgili olarak toplam talebin toplam arzın sınırlarını aşması ile birlikte fiyatlar genel düzeyinin yükselmesidir.<sup>15</sup> Toplam talep, özel tüketim, özel sektör yatırımı, kamu yatırımı ve kamu cari harcamaları ile net ihracattan oluşmakta, bunlarda meydana gelen değişimler, toplam talebin yukarıya veya aşağıya kaymasına neden olmaktadır. Toplam talepteki değişimler ise toplam arzdaki esneklikle ters orantılı olarak genel fiyat düzeyini etkilemektedir.<sup>16</sup>

Enflasyon hakkında yapılan bu açıklamalardan sonra, her türlü fiyat yükselmelerinin enflasyon olarak nitelendirilmesi konusunda genel olarak iki ayrı görüşün bulunduğunu da belirtmemiz gerekmektedir.

Birinci görüşe göre; ekonominin yıllık gelişme oranına eşit veya daha az bir oranda fiyat yükselmesi enflasyon olarak nitelendirilemez. Ancak, gelişme hızını aşan fiyat yükselmeleri enflasyon olarak nitelendirilebilir.<sup>17</sup> Gelişmiş batı ekonomilerinde fiyatlar genel düzeyinin % 2-3 oranında artması normal sayılmaktadır ve devletin müdahalesini gerektirecek bir olaya olarak görülmemektedir. Aynı görüşe göre Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve sosyal bünyelerinin özellikleri göz önüne alınarak % 4-5 oranında fiyat yükselmeleri normal sayılmaktadır.<sup>18</sup> İkinci görüşe göre; ister devamlı ve süratli, isterse çok yavaş olsun her türlü fiyat artışları enflasyon sayılmaktadır. Ancak, normal fiyat artışları ile enflasyonist fiyat artışları ayırımı, kesin bir ekonomik kıstasa dayanmaktan çok fiyat artışları ile ilgili sosyal ve psikolojik ilke ve anlayışa bağlıdır. Böylece, her türlü fiyat artışı enflasyon olarak nitelendirilebilir. Önemli olan ise, enflasyon miktarının büyüklüğüdür.<sup>19</sup>

Enflasyonu, reel bir dengesizlik olarak değil, daha yüksek düzeylerde denge arayan ekonomik bir gelişme olarak kabullenip, buna göre ekonomiyi sağlamlaştırıcı tedbirler almak olumlu bir yaklaşım sayılabilmektedir.<sup>20</sup> O halde enflasyonu bir hastalık olarak görmekten vazgeçip, ekonomide yeni dengelerin oluşumunu etkileyen

<sup>15</sup> Mehmet Erkan; Enflasyonist Ortamlarda İşletmelerin Ticari Kredi Yönetimi, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 380, Eskişehir, 1990, s. 7

<sup>16</sup> Aydın Ayaydın; Para Arzı - Enflasyon İlişkisi, T.O.B.B. Yayınları, No: Genel: 253; BÖM: 14 Ankara, 1993, s.17

<sup>17</sup> Mükerrrem Hiç; Enflasyonist Fiyat Artışları ve Normal Fiyat Artışları, Türkiye'de Enflasyon, Ar Yayın Dağıtım, İstanbul, 1968, s. 10

<sup>18</sup> Düğçer; Age., s. 2-3

<sup>19</sup> Hiç; Age., s. 11

<sup>20</sup> Osman Okka; Enflasyonun Sermaye Bütçelemesi Üzerindeki Etkisi, Erzurum Atatürk Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 3-4, Erzurum, 1980, s. 28

ve büyük çapta da o denge değişimleri nedeni ile ortaya çıkan bir ekonomik değişme olarak nitelemek daha doğru olacaktır.<sup>21</sup>

## 2.2. ENFLASYONUN NEDENLERİ

Enflasyonun nedenleri konusunda ekonomistler arasında çeşitli görüş farklılıkları mevcuttur. Hiç şüphesiz ekonomik sistemlerdeki gelişme ve yapısal değişimler bu görüş farklılıklarının temel nedenidir.<sup>22</sup> Ekonomik, sosyal ve politik etkenlerin ortaya çıkardığı enflasyon olayının nedenlerine ilişkin olarak değişik kuramsal yaklaşımlar bulunmaktadır.<sup>23</sup> Enflasyonun nedeni tek faktör değildir. Çoklu sebepler söz konusudur. Enflasyon, para, talep, maliyet ve fiyatlar arasındaki karşılıklı münasebetlere göre değişir.<sup>24</sup> Bu nedenlere bağlı olarak enflasyon olayı da fiyat enflasyonu, maliyet enflasyonu, durgunluk içinde enflasyon (stagflasyon), talep enflasyonu, ithal edilmiş enflasyon, gelir çelişmesinden doğan enflasyon ve benzeri biçimlerde adlandırılmaktadır.<sup>25</sup>

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı enflasyon olgusunun açıklanması ile ilgili iki temel görüş söz konusudur. Bunlardan birincisi yapısal ikincisi ise parasal görüştür.<sup>26</sup>

Yapısal nedenlerin başında hızlı nüfus artışı gelmektedir. Ekonominin ve toplumun yapısındaki en önemli enflasyon dinamiği hızlı nüfus artışından kaynaklanmaktadır. Nüfus artışı öncelikle zorunlu mallarda, talebi fizik olarak hızla genişletmektedir. Bir yandan kırsal alanlardan kentlere göçler, öte yandan parasal gelirdeki artışlar, fizik talep gelişmelerini zorunlu olmayan mallar alanına da kaydırmaktadır. Belli tarım ve sanayi mallarının üretiminde bu talep gelişmelerini karşılayacak artışların gerçekleşmediği dönemlerde fizik mal dengeleri ve nispi fiyat yapısı bozulmakta, sonuç olarak enflasyonist eğilimler belirlemektedir.<sup>27</sup>

<sup>21</sup> Peker: Age., s. 5

<sup>22</sup> Özçörekçi: Age., s. 24 -25

<sup>23</sup> Nalan Akdoğan: Enflasyon Muhasebesi. Kalite Matbaası, Ankara, 1980, s. 5

<sup>24</sup> Talat Güllap: Enflasyon Olayı. Erzurum Atatürk Üniversitesi Yayınları, No: 532, Erzurum, 1979, s. 85

<sup>25</sup> Akdoğan: Age., s. 5

<sup>26</sup> Mesut Zaloğlu: Enflasyonun Mali Tablolara Etkileri ve Öneriler, Enflasyon Muhasebesi Sistemi ve AB Gümrük Birliği ve Türkiye Toplantıları, Antalya Ticaret ve Sanayi Odası Yayını, Antalya, 1994, s. 21

<sup>27</sup> Ayaydın: Age., s. 17

Türkiye’de enflasyon dinamiğini oluşturan bir diğer yapısal sorun kaynak dağılımı sorunudur. Kaynakların en uygun dağılımı gelişmiş ekonomilerde piyasa mekanizması yoluyla gerçekleşmektedir. Piyasa koşullarının aksaması dışsal ekonomilerden de maksimum ölçülerde yaralanmayı engelleyip önemli boyutlarda kaynak savurganlığına neden olmakta bu ise enflasyonist eğilimlere neden olmaktadır.<sup>28</sup>

Enflasyon olgusunu açıklayan ikinci temel görüş olan parasal yaklaşıma göre; gelişmekte olan ülkeler enflasyon sürecini miktar teorisini esas alarak açıklarlar. Bu yaklaşıma göre, bu ülkelerdeki mal ve hizmetler piyasasındaki arz esnekliği düşük olarak seyreder. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasası fazla gelişmediği için para talebinin faiz esnekliği düşüktür. Bu nedenlerle para arzında meydana gelen bir artış kısa sürede mal ve hizmetler piyasasına talep olarak yansımakta ve arz esnekliği düşük olduğundan bu talep artışı mal ve hizmetlerin fiyatlarını artırmaktadır.<sup>29</sup>

Son yıllarda enflasyonun nedenleri konusunda hükümet yetkilileri, şirket yöneticileri, işçi sendikaları, iktisatçılar ve daha birçok ilgili gruplar arasında sürekli tartışmalar olmuş ve sonuçta aşağıda sayılan sebeplere görüş birliğine varılmıştır.

- Aşırı ücret talepleri
- Hammadde ve petrol fiyatlarındaki artışlar
- Şirket yöneticileri veya üreticilerin, fiyatların ve maliyetlerin ileride daha fazla artacağını düşünerek ürettikleri mallara daha yüksek fiyat istemeleri ve haksız kazanç yoluna gitmeleri
- Tüketicilerin aşırı talepleri
- Hükümetin para politikası
- Ticari sektörlerde kaynakların yetersiz kullanılması ve verim düşüklüğü.<sup>30</sup>

Bir ekonomide devlet harcamalarının artması, ücretlerin ve maaşların yükselmesi, tarım ürünlerinin yüksek fiyatlarla devlet tarafından satın alınmasıyla bu

<sup>28</sup> Ayaydın; Age., s. 18-19

<sup>29</sup> Zaloğlu; Age., s. 21

<sup>30</sup> Patrick R.A. Kirkman: Inflation Accounting – A Guide for Non – Accountants, Halsted Press, New York, 1975, s. 2



paraların ek satın alma gücü halinde piyasaya çıkması gibi etkenler piyasadaki para miktarını artırarak enflasyona sebep olmaktadır.<sup>31</sup>

Türkiye ekonomisinde enflasyonun şüphesiz kendine has özellikleri ve ekonominin bünyesinden kaynaklanan doğan farklılıkları vardır. Buna rağmen Türk modeli enflasyon, enflasyon teorilerinin çoğunda belirtilen özellikleri ve karakteri taşımaktadır.<sup>32</sup> Türkiye’de enflasyonun artış nedenlerine baktığımız zaman yukarıda ki faktörlere ek olarak kamu harcamalarının, faizin, devalüasyonun, maaş ve ücret (personel) giderlerinin, destekleme alım fiyat uygulamasının ve KİT’lerin enflasyonu körükleyici etkisini götürür.<sup>33</sup>

### 2.3. ENFLASYONUN TÜRLERİ

Enflasyona neden olan etmenler düşünülürse, enflasyonun üç şekilde ortaya çıkabileceği görülecektir. Bunlar; (1) talep artışı nedeniyle doğan enflasyon, ya da “talep enflasyonu”, (2) maliyet artışlarından doğan enflasyon, ya da “maliyet enflasyonu” ve (3) bir ekonomi için zorunlu olan malların; örneğin petrolün, ithal fiyatlarının yükselmesinden doğan enflasyon, ya da “ithal edilmiş enflasyon”dur.<sup>34</sup>

#### 2.3.1. Talep Enflasyonu

Ekonomide parasal satın alma gücünün reel mal hizmet artışından daha hızlı yükselmesi sonucunda ortaya çıkan genel fiyat yükselmesi olayıdır.<sup>35</sup>

Genel olarak talep enflasyonu tam istihdam dengesindeki bir ekonomide üretimin (arzın) sabit kalması koşuluyla talebin şişmesinden, ya da üretimin artış hızından düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle talep enflasyonun nedenleri talebin kendisini artıran nedenlerden başka bir şey olamaz. Bu durumda cevaplanması gereken soru talebin neden arttığı sorusudur. Talebin bir çok artış

<sup>31</sup> Tevfik Pekin: Makro Ekonomi (Para-Milli Gelir-İstihdam), Bilgehan Basımevi, İzmir, 1988, s. 49-50

<sup>32</sup> Ahmet Kılıçbay: Türkiye Ekonomisi, 5. Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 263, Ankara, 1984, s. 316

<sup>33</sup> Osman Kılıçkiran: 1980’ler Türkiye’inde Yaşanan Enflasyonla İlgili İncelemeler, Ankara, 1991, s. 1-10

<sup>34</sup> Mehmet Hasan Eken: Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Kârlılık Açısından Değerlendirilmesi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No: 187, Ankara, 1994, s. 10

<sup>35</sup> Mehmet Sayar: Enflasyonda Gerçek Satış Kârının Saptanması, A.İ.T.İ.A. Yayınları, No: 146 Ankara, 1981, s. 18



nedeni olabileceği unutulmadan, bu nedenler genel olarak kamu harcamaları ve özel sektör harcamaları şeklinde iki başlık altında incelenebilir.<sup>36</sup>

Kamu harcamaları açık bütçelerle, devletin patrimuan ve vergi gelirleri dışındaki gelirleriyle finanse edilebilir, devlet para politikasını gelişen bir ekonominin likidite ihtiyacını karşılamaktan daha ileri götürebilir. Kredi hacmi kaydı para yaratmış olabilir. Bu gibi durumlar, genel fiyat seviyesini yükseltirler.<sup>37</sup> Kamu harcamaları kendi aralarında yatırım harcamaları ve tüketim harcamaları şeklinde ikiye ayrılacaktır. Bunlardan birincisi ekonomik gelişme için gerekli olan fakat üretime yönelik olmayan altyapı harcamaları ve üretime direkt katkı sağlayacak olan yatırım harcamalarından oluşmaktadır. Bunlardan özellikle altyapı yatırım harcamaları, teknolojik yeniliklere ve büyüyen ekonomiye paralel olarak sürekli bir ihtiyaç niteliği taşımaktadır. Bu nedenle kesilme ihtimali çok düşük olan bu harcamalar, talep miktarını önemli ölçüde artırabilmektedir. Öte yandan, üretime direkt katkı sağlayan yatırımlar, örneğin ağır sanayi yatırımları, fabrika inşası v.s.; arzı artırmalarına rağmen, yatırım yapıldığı an ve üretime geçilen zaman arasında bir boşluk olması kaçınılmazdır. Bu zaman boşluğunun uzaması bu tür yatırımların talep miktarına etkisini altyapı yatırımlarının etkisine benzetebilecektir. Öte yandan, kamu tüketim harcamaları devletin ekonomi içindeki faaliyetlerini sürdürmek için yaptığı harcamalardır. Açıkça ifade edilebilir ki, devlet ekonomi içinde ne kadar büyük bir cesamete sahipse bu harcamalarda o kadar yüksek olacak ve enflasyonu da o şiddetle artırabilecektir. Bu harcamalar içindeki en büyük pay personel giderlerindedir.<sup>38</sup>

Özel sektör harcamaları da yine yatırım ve tüketim harcamaları şeklinde ikiye ayrılabilirler. Gelişen ekonomilerde kısmi bir süreklilik gösteren yatırım harcamaları beraberinde bir ürün artışı da getireceği için talebi şiddetli bir şekilde artırmayacaktır. Bu talep artışı geçici bir süre (yatırım ve üretime geçiş zamanı arasındaki boşluk) için söz konusu olacaktır. Öte yandan, talebi direkt ve şiddetli bir şekilde artırabilen özel sektör tüketim harcamaları sürekli bir artış özelliğine sahiptir. Bunu temel nedenleri (1) nüfus artışı, (2) refah düzeyinin yükselmesi, (3) lükse düşkünlüğün artması, (4) reklamlarla tüketimin özendirilmesi, (5) artan konut

<sup>36</sup> Eken: Age., s. 10

<sup>37</sup> Türk: Age., s. 85

<sup>38</sup> Eken: Age., s. 10

ihtiyacı ve (6) teknolojinin beraberinde getirdiği yeni ihtiyaçlar şeklinde sıralanabilecektir.<sup>39</sup>

İşte yukarıda kısaca değinilen nedenlerle talebin artması, buna karşın üretimin sabit ya da talep artışına eşit bir hızda artmaması, talep enflasyonu olarak nitelenen enflasyon türünü yaratabilmektedir. Eğer, ihtiyaçların (talebin) üretimi özendirildiği varsayılırsa, talep enflasyonunun her ekonomide var olacağı kabul edilebilecektir. Belki de ılımlı bir enflasyonun büyümeyi hızlandıracağı görüşleri de bu noktadan destek görmektedir.<sup>40</sup> Talep enflasyonunun ortaya çıktığı ekonomilerde enflasyonu önleyici ya da etkilerini azaltıcı tedbirler makro düzeyde büyük oranda devletin para politikası ve maliye politikaları kanalı ile gerçekleştirilir.<sup>41</sup>

### 2.3.2. Maliyet Enflasyonu

Maliyet enflasyonu, enflasyonun arz yönünden kaynaklanan türüdür.<sup>42</sup> Üretim girdileri içine giren kalemlerin birinde, birkaçında ya da hepsindeki fiyat yükselmelerinin genel fiyat düzeyini yükseltmesi şeklinde ortaya çıkar.<sup>43</sup> Bu tür enflasyonda önce maliyetlerin ve arkasında fiyatların yükseldiği, toplam talep veya para hacmi artışının ise fiyatların yükselmesini takiben ortaya çıktığı söylenebilir.<sup>44</sup> Maliyeti artıran etmenlerin fiyatları artırdığı dolayısıyla da enflasyonu başlattığı düşünülürse, üretim maliyetini artıran etmenlerin incelenmesi kaçınılmaz olmaktadır. Bilindiği gibi üretim süreci emek, sermaye ve tabiatın bir girişimci tarafından bir araya getirilmesi sürecidir. Öyleyse maliyet enflasyonu, bu dört üretim faktörünün hepsinin veya bir ya da birkaçının fiyatlarındaki artışların ürünlerin fiyatlarına yansıtılmasından kaynaklanmaktadır.<sup>45</sup>

Bu dört üretim faktörünün üretimden aldığı pay sırasıyla; ücret, faiz, rant ve kârdır. Bütün bu üretimden daha fazla pay alma çabaları sonucu, mevcut olan denge başlangıçta bir taraf lehine bozulsa bile, diğer üretim faktörlerinin sahipleri de yeni dengeyi kendi lehlerine bozmak için uğraşacak ve sonuçta fiyatlar genel

<sup>39</sup> Eken: Age., s. 10-11

<sup>40</sup> Eken: Age., s. 11

<sup>41</sup> Peker Age., s. 7

<sup>42</sup> Eken: Age., s. 11

<sup>43</sup> Türk: Age., s. 85-86

<sup>44</sup> Süreyya Hiç: Türkiye Ekonomisi, Mentek Kitabevi, İstanbul, 1988, s. 170

<sup>45</sup> Eken: Age., s. 11

düzeyinde bir artış olacaktır. Bu mücadele sürdüğü müddetçe de fiyat artışları devam edecektir.<sup>46</sup>

Eğer ülkedeki nominal gelir düzeyi ve gelir dağılımı uygun ise, bu fiyat yükselmeleri gerçekleşmekte aksi halde bir taraftan maliyet enflasyonu ortaya çıkarken, diğer taraftan firmaların gerek gerçek ve gerekse görünen (fiktif) kârları düşmektedir.<sup>47</sup>

Teorik olarak talep enflasyonu ile maliyet enflasyonu ayrımı kolay olmasına rağmen, bir ekonomide ortaya çıkan fiyat yükselmelerinin bu enflasyon tiplerinden hangisine girdiğini tespit etmek oldukça güçtür. Çünkü, gerek gelişmiş ülkelerde, gerekse az gelişmiş ülkelerde fiyatlar ve ücretler genellikle idari kararlar sonucunda kamu teşebbüsleri, firmalar ve sendikalar tarafından belirlenir. Her iki tip enflasyonda da mutlaka hem fiyat yükselmeleri, hem de talep artışları vardır. Bütün mesele talep artışının mı yoksa fiyat artışının mı daha önce geldiğini tespit etmektir.<sup>48</sup>

### 2.3.3. İthal Edilmiş Enflasyon

Sadece dışa açık ekonomiler için söz konusu olan bu enflasyon türü yerine gör talep enflasyonu, yerine göre de maliyet enflasyonu olarak değerlendirilebilmektedir.<sup>49</sup> İthal girdileri fiyatlarındaki bir artış veya spesifik bir girdi fiyatındaki artış (örneğin enerji veya petrol), diğer şartlar sabit kalmak varsayımıyla, enflasyona sebep olabilir.<sup>50</sup> Şöyle ki; eğer bir ekonomide bir nihai ürün; örneğin otomobil, üretilmiyorsa, dış piyasalardaki bu ürüne olan talep artışı bu ürünün fiyatını artıracak ve sonuçta uluslar arası pazarlarda oluşan bu fiyat yerel tüketiciler için bir veri fiyat olacaktır. Dolayısıyla, global düzeyde bir talep enflasyonundan söz edilecektir. Öte yandan, eğer bir ekonomideki üretim büyük bir payla ithal hammaddelere; örneğin petrole dayanıyorsa, bu hammaddelerin

<sup>46</sup> Eken; Age., s. 11

<sup>47</sup> Nuri Uman; Enflasyon Muhasebesi ( Fiyatlar Genel Seviyesi Muhasebesi - Teori Uygulama ), İstanbul Boğaziçi Üniversitesi Yayınları, No: 155, İstanbul, 1979, s. 16

<sup>48</sup> Serap Geyik; Enflasyonun Finansal Tablolar Üzerindeki Etkileri ve Bu Etkileri Giderici Bir Tedbir Olarak Enflasyon Muhasebesi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Erzurum, 1998, s. 49

<sup>49</sup> Eken; Age., s. 12

<sup>50</sup> Emre Gönensay; İşsizlik, Durgunluk ve Enflasyon, İstanbul Boğaziçi Üniversitesi Yayınları, No: 144, İstanbul, 1978, s. 96

fiyatlarındaki bir artış yerel ekonomide bir maliyet enflasyonuna neden olabilecektir. Fakat, eğer bu ithal mallar başka ürünlerle ikame edilebiliyorsa, yerel ekonomi ithal enflasyondan kısmen de olsa korunabilecektir.<sup>51</sup>

#### 2.3.4. Enflasyon Türleri Arasındaki İlişkiler

Kısaca incelemiş olduğumuz bu enflasyon türleri birbirlerinden soyutlanamamaktadırlar. Aralarında birbirlerini uyarıcı etkiler olduğu genel bir kabul görmektedir. Başlangıçta tam istihdamda olan bir ekonomide, talep artışından kaynaklanan bir enflasyon hem maliyet hem de ithal edilmiş enflasyonu uyurabilecektir. Şöyle ki; artan fiyatlar nedeniyle, üretim bölüşümü dengesi girişimci lehine bozulacaktır. Bu durumda emek, sermaye, hammadde sahipleri eski refah düzeylerini elde etmek için mücadele edeceklerdir. Bu da maliyet enflasyonunu başlatacaktır. Öte yandan artan enflasyon devalüasyonu zorunlu kılacak, bu da ithal mallarının yerel para cinsinden fiyatlarını yükseltecektir.

Öte yandan, ücret artışları hem bir maliyet enflasyonunu başlatır hem de işçilerin refahındaki artış talebin yapısını değiştirip, miktarını da yükseltebilecektir. Bu da bir talep enflasyonuna ve sonuçta devalüasyon ve ithal enflasyona neden olabilecektir. Bu da açıkça gösteriyor ki, enflasyon türlerini kesin bir şekilde birbirinden soyutlamaya imkan yoktur.<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> Eken: Age., s. 12

<sup>52</sup> Eken: Age., s. 12

## İKİNCİ BÖLÜM

### İŞLETMELERDE SERMAYE YAPISI

#### 2.1. SERMAYE YAPISININ TANIMI VE GENEL BİLGİLER

Sermaye yapısı bir firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklarla öz kaynaklarının oluşturduğu yapıdır. Finansal yapı veya başka bir deyişle finansman yapısı ise, firmanın bilançosunun pasif tarafında yer alan tüm kalemlerden oluşur. Finansal yapının sermaye yapısından farkı, kısa vadeli borçlar ve karşılıkların finansal yapı içerisinde yer almaları, fakat sermaye yapısının içerisinde yer almamalarıdır.<sup>53</sup> Yani sermaye yapısı cari pasifleri kapsamayıp hisse senetleri, üsteler, orta ve uzun vadeli borçlardan oluşur.<sup>54</sup> Kısaca finansal yapı bilançonun pasif tarafı olup, firmanın finansman şekli ve bileşimini ortaya koymakta, sermaye yapısı ise uzun vadeli finansman kaynaklarının oluşturduğu bileşimi belirlemektedir.<sup>55</sup> Bir başka ifadeyle sermaye yapısı, firmanın finansal kaynaklarının öz sermaye ve borç gibi farklı finansman kaynakları arasındaki ayırımıdır.<sup>56</sup>

Bu nedenle finansal yapı, kavram olarak sermaye yapısından daha geniş kapsamlıdır. Finansal yapı-sermaye yapısı (kapitalizasyon) ayırımında yanlış anlamaya sebep olabilecek bir kavram olan öz sermaye kavramının açıklanmaya ihtiyacı vardır. İşletmenin öz sermayesi denilince anlaşılacak; adi hisse senetleri, dağıtılmayan kârlar ve varsa sermaye üstesidir.<sup>57</sup>

Bir firma finansman için ihtiyaç duyduğu fonları başlıca iki yolla sağlar: Borç ve öz sermaye. Borç firma dışından sağlanan bir finansman kaynağıdır. Öz sermaye ise hissedarlardan, firma tarafından yaratılan fonlardan (dağıtılmayan kârlar gibi) sağlanır.<sup>58</sup> Öz sermaye firma tarafından yaratılacağı gibi, firma dışından da (sermaye

<sup>53</sup> R. Metin Türko: Finansal Yönetim, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1999, s. 495

<sup>54</sup> Muammer Erdoğan: İşletme Finansmanı, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu Yayını, No: 2, Diyarbakır, 1990, s. 201

<sup>55</sup> Türko: A.g.e., s. 495

<sup>56</sup> Robert W.Kolb – Ricardo J.Rodriguez – Adame Carlin: Finansal Yönetim, Yardımcı Kitaplar-1-Sorular, Problemler ve Çözüm Önerileri, Çeviren: Ali İhsan Karacan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No: 36, 1996, s.227

<sup>57</sup> Atilla Gönenli: İşletmelerde Finansal Yönetim, 7. Baskı, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No: 250, İstanbul, 1991, s. 325

<sup>58</sup> Türko: A.g.e., s. 495

artışı, yeni ortaklar alınışı, birikim sahiplerine hisse senedi, katılma intifa senedi satışı vb. gibi) sağlanabilir.<sup>59</sup>

Firmanın elindeki iki temel fon türü olan borç ve öz sermayeyi kendi içinde sınıflandırarak daha ayrıntılı incelemek mümkündür. Örneğin, borçlar vadelerine göre kısa, orta ve uzun vadeli olarak sınıflandırılabilir. Sermaye ise imtiyazlı hisse senedi, adi hisse senedi şeklinde bir ayırma tabi tutulabilir.<sup>60</sup>

Finansal teoride, etkin bir global sermaye piyasasında farklı uluslardaki firmaların sermaye yapılarının ve sermaye maliyetlerinin aynı olacağını ileri sürülür. Uluslar arası sermaye piyasasında köklü farklılıklar olmadığı sürece benzer firmaların benzer sermaye yapıları ve sermaye maliyetleri olacaktır.<sup>61</sup>

Firmanın finansmanında göz önünde bulundurması gereken etmenleri incelemeyi önce, firmanın sermaye yapısını oluşturan bu iki kaynağın (Yabancı kaynak ve öz sermayenin) temel özelliklerini ve birbirinden ayrıldıkları noktaları belirtmek gerekir.<sup>62</sup>

### 2.1.1. Yabancı Kaynak ile Öz Sermayeyi Ayırıcı Özellikler

Kredi, ödünç ilişkisi ifade eden borçla, mülkiyet ilişkisi kuran öz sermaye arasındaki ayırıcı nitelikler, dört başlık altında toplanabilir.<sup>63</sup>

#### 2.1.1.1. Vade

Borcun bir vadesi vardır. Borç, mukavelesinde belirtilen tarihte geri ödenir. Vadelerine göre borçları kısa vadeli, orta vadeli, uzun vadeli olmak üzere üç kısma ayırmak mümkündür. Eğer borç zamanında ödenmezse, borç veren firmanın tasfiyesini talep eder.<sup>64</sup>

<sup>59</sup> Taşkın Subaşı; İzlendi Ekonomik Politikalar Doğrultusunda 1981-1990 Yılları Arasında Türkiye'deki Firmaların Finansal Yapılarının Gelişimi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1992, s. 2

<sup>60</sup> Türko; Age., s. 495

<sup>61</sup> Kenneth G. McClure - Clayton Ronnie ve Richard A. Hofler; "International Capital Structure Differences Among The G7 Nations: A Current Eprical View", The European Journal of Finance, Vol:5, No. 2, 1999, s. 142

<sup>62</sup> Öztin Akgüç; Finansal Yönetim, Yenilenmiş 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayını, No: 65, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998, s. 481

<sup>63</sup> Akgüç; Age., s. 481

<sup>64</sup> Türko; Age., s. 495-496

Öz sermayenin ise belirli bir süresi yoktur; firma açısından sürekli bir kaynak niteliği taşır. Firmanın sahip veya sahiplerinin, firmaya yaptıkları yatırımı geri alabilmeleri için, firmadaki haklarını ya bir üçüncü kişiye devretmeleri ya da firmayı tasfiye yoluna gitmeleri veya yasal koşullara uyarak sermayeyi azaltmaları gereklidir. Yoksa öz sermayenin belirli bir tarihte geri ödenmesi, sermaye itfasının öngörüldüğü imtiyazlı şirketler dışında, söz konusu değildir.<sup>65</sup>

### 2.1.1.2. Gelir üzerindeki hak

Gelir (kâr) üzerindeki hak açısından borç ve sermaye arasındaki farklar şunlardır:

a) Öncelik Hakkı: Firmada alacaklının borcun geri ödenmesi konusunda öncelik hakkı vardır. Bir diğer ifade ile, firmada her şeyden önce borçlar ödenir. Ortakların kâr payları borçlardan sonra ödenir

Kâr dağıtımında da bir öncelik hakkı olduğu unutulmamalıdır. Firmada imtiyazlı hisse senedi varsa, Türk Ticaret Kanunu hükümleri ve sözleşmeye göre bunların kâr payı önce ödenir.

b) Hakkın Kesinliği: Firma borçları için faiz ödemeyi kabul etmişse, firma kâr etsin veya etmesin, faizleri ödemeye mecburdur. Aksi halde kanun karşısında sorumlu duruma düşer. Faiz ödemeleri bu nedenle sabit ödemelerdir. Halbuki ortağa kâr payı ödenip ödenmemesi, ödenecekse ne biçimde bir ödeme yapılacağı yönetim kurulunun kararına bağlı bir konudur.

c) Hakkın Miktarı: Borç üzerindeki faiz ödemeleri belli bir miktardır. Bu tutarın değişme ihtimali yoktur ve bu tutar vade bitimi sonunda ödenmek zorundadır. Borçlardan sonra öncelik sırası imtiyazlı hisse senetlerinin kâr paylarına gelir. Bu kâr payları genellikle belirli bir miktardır. Kalan miktar diğer hisse senedi sahiplerine dağıtılır.<sup>66</sup>

### 2.1.1.3. Aktifler üzerindeki hak

Firmanın varlıkları üzerindeki talep hakkı, daha çok firmanın tasfiyesi durumunda söz konusudur. Firmanın tasfiyesi halinde, firmanın varlıkları üzerinde

<sup>65</sup> Akgüç: Açe. s. 482

<sup>66</sup> Türko: Açe. s. 496



borç verenlerin, firmanın sahip ve ortaklarına kıyasla öncelik hakları vardır. Firmanın bütün borçları ödendikten sonra ancak kalan bakiye, firmanın ortakları arasında paylaşılır.<sup>67</sup>

Borçlar ödendikten sonra varsa imtiyazlı hisse senetleri ve adi hisse senedi karşılıkları kalan nakitten ödenir. Ortaklara ödenen miktar ancak hisse senetleri kadar olmaktadır. Halbuki alacaklı hem alacağını, hem de ödenmeyen faizlerini talep edebilmektedir. Öte yandan adi hisse senedi sahipleri kendilerine düşen miktar ile yetinmektedirler.<sup>68</sup>

#### 2.1.1.4. Firma yönetimindeki hak

Firmanın yönetimi, ilke olarak firmaya öz sermaye sağlamış sahip veya ortaklara aittir. Kredi verenlerin firma yönetiminde doğrudan söz hakları yoktur. Ancak kredi sözleşmesine konulacak özel koşullarla, kredi verenlerinde bir ölçüde de olsa firmanın yönetimine karışmak (müdahale etmek), yönetimin bazı faaliyetlerini sınırlamak olanakları söz konusudur.<sup>69</sup> Örneğin, bir banka firmaya vereceği kredi için firmanın hazırlayacağı raporda uygun bulmadığı bazı hususların değiştirilmesini isteyebilir. Ayrıca Ticaret Kanunumuz tahvil sahiplerinin bir genel kurul teşkil edeceğinden, şirket işlerinin kötü gittiği dönemlerden yönetim kuruluna bir temsilci göndererek tavsiyede bulunabileceğinden söz etmektedir.<sup>70</sup>

İmtiyazlı hisse senedi sahiplerinin genellikle yönetimde rolleri yoktur. Yönetim kurulu imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin kâr paylarının ödenmesini erteleyebilir. Firma faaliyetlerinin iyi gitmediği dönemlerde imtiyazlı hisse senedi sahipleri kontrol hakkı elde edebilirler. Bu kontrol yönetim kurulu seçimine iştirak şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Şirket yönetiminde yegâne hak sahipleri adi hisse senedi sahipleridir. Adi hisse senedi sahiplerinin meydana getirdiği genel kurul yönetim kurulunu seçer. Yönetim kurulu faaliyetlerini ibra eden yine adi hisse senedi sahipleri genel kuruldur. Aktifler ve kâr üzerinde en sonuncu olarak hak sahibi olduklarından, hisse

<sup>67</sup> Akgüç: Açe., s. 482-483

<sup>68</sup> Türko: Açe., s. 497

<sup>69</sup> Akgüç: Açe., s. 483

<sup>70</sup> Türko: Açe., s. 497



senedi sahiplerinin yüklendiği risk imtiyazlı hisse senedi sahipleri ile alacaklılara nazaran daha fazladır.<sup>71</sup>

### **2.1.2. Uygulamada Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler**

Piyasa içerisinde her firmanın sermaye yapısı birbirinden farklı olduğu gibi uygulama mevcut sermaye yapılarını etkileyen faktörler de mevcuttur. Bu faktörlerin en önemli olanlarını şu şekilde sıralamak mümkündür.

#### **2.1.2.1. Satış istikrarı**

Firmanın satışları nispeten istikrarlıysa, satışları istikrarlı olmayan firmalara göre daha fazla borçlanabilir ve daha fazla sabit ödemeler yüklenebilir. Örneğin, hizmet şirketleri talebin istikrarlı olması sebebiyle diğer firmalardan daha yüksek borç rasyosu kaldırabilirler.<sup>72</sup>

#### **2.1.2.2. Varlık yapısı**

Varlıkları uygun olan firmalar daha fazla borçlanmaya gidebilirler. Bir çok firma tarafından kullanılan genel amaçlı varlıklar borçlanma açısından yarar sağlarken bazı varlıklar bunu sağlamazlar. Bu sebeple, gayri menkulle ilgilenen firmalar, özel makinalara yatırım yapan imalat firmalarına göre daha fazla borçlanabilirler.<sup>73</sup>

#### **2.1.2.3. Faaliyet kaldırıcı**

Faaliyet kaldırıcı işletmenin sabit giderleri ile ilgili bir orandır. Bilindiği üzere yüksek sabit giderler, firmanın daha fazla sermaye kullanması ve dolayısıyla işçiliğin az olması yüzünden daha az değişken giderler ile faaliyet göstermesi sonucu ortaya çıkar. Değişken giderlere oranla daha fazla sabit giderlere sahip olan işletmelerde, satışların artması veya azalması kârda yukarıya veya aşağıya doğru daha yüksek oranlarda değişimlere sebep olmaktadır. Ayrıca, faaliyet kaldırıcı

<sup>71</sup> Türko; Age., s. 497

<sup>72</sup> B. J. Camsey – Eugene F. Brigham: Introduction to Financial Management, Third Edition, The Dryden Press, Orlando, 1991, s. 755

<sup>73</sup> Camsey – Brigham: Age., s. 755

derecesi daha yüksek olan firmalar başabaş noktasına daha çabuk ulaşırlar.<sup>74</sup> Daha az sabit giderlerle çalışan firmalar aldıkları borçları yeni yatırımlar ve ek yatırımlar gibi daha verimli alanlarda kullanma imkanına sahip olacaklardır. Dolayısıyla, diğer koşullar aynı kalmak şartıyla düşük faaliyet kaldırıcına sahip olan firma daha fazla finansal kaldıraçtan yararlanabilir.<sup>75</sup>

#### 2.1.2.4. Büyüme oranı

Diğer koşullar aynı kalmak şartıyla, hızlı büyüyen firmalar yabancı sermayeye daha fazla ağırlık verirler. Hisse senedini piyasaya sürmenin maliyeti borçlanma maliyetinden fazla olabilir. Bu nedenle yüksek büyüme gücüne sahip firmalar büyüme hızı düşük olan firmalara nazaran finanslama maliyetini düşürmek amacıyla daha fazla borçlanmaya ağırlık verirler.<sup>76</sup>

#### 2.1.2.5. Kârlılık

Firma kârlılığı, sermaye (ya da yatırım) kârlılığı ile satış kârlılığı olmak üzere iki açıdan ele alınabilir.<sup>77</sup> Yüksek kazanç oranına sahip olan firmaların nispeten daha az borçlanmayı kullandıkları gözlenir. Bu gözlem için başka bir açıklama olmamasına rağmen IBM, 3M ve Microsoft gibi çok kârlı firmaların çok fazla borç ihtiyacı duymadıkları bilinir. Bunun sebebi muhtemelen yüksek tutardaki kârların dağıtılmayan kısımlarından kaynaklanmaktadır.<sup>78</sup>

#### 2.1.2.6. Vergiler

Faizler vergiden düşülebilirken kâr payları düşülememektedir. Bu sebeple, firma, vergi oranı yükseldikçe daha fazla borç kullanma avantajından faydalanır.<sup>79</sup>

<sup>74</sup> Erdoğan: Age., s. 26

<sup>75</sup> Camsey – Brigham: Age., s. 755

<sup>76</sup> Camsey – Brigham: Age., s. 755

<sup>77</sup> Hüseyin Dağlı: Türkiye’de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 12, Sayı: 1-2, 1998, s. 118

<sup>78</sup> Camsey – Brigham: Age., s. 755

<sup>79</sup> Camsey – Brigham: Age., s. 756

### 2.1.2.7. Kontrol

Borçlanma ve hisse senedi ihracının yönetimin kontrolü üzerindeki etkisi, sermaye yapısı kararını etkileyebilir. Firma kontrolü kaybetmedikçe finans ihtiyacı borçlanmayla karşılanabilir.<sup>80</sup>

### 2.1.2.8. Yönetimin tutumu

Herhangi bir sermaye yapısının hisse senedi fiyatını yükselteceği konusunda bir kanıt olmaması durumunda, yönetim kendi değerlemesine göre sermaye yapısı hakkında karar verecektir. Yönetim tutucuysa daha az borçlanmaya gidecektir.<sup>81</sup>

### 2.1.2.9. Borç veren ve Raiting kuruluşlarının tutumu

Uygun kaldıraç oranı hakkında yönetim kendince yaptığı analizler dikkate alınmadığı sürece borç veren ve raiting şirketlerinin değerlendirmeleri finansal kararları önemli ölçüde etkiler. Şirketler uygulamada çoğu zaman bu şirketlerin değerlendirmelerini göz önünde bulundururlar.<sup>82</sup>

### 2.1.2.10. Piyasa şartları

Finanslama kararında hisse senedi ve tahvil piyasalarında kısa vadeli ve uzun vadeli şartlar etkili olurlar. Hisse senedi piyasalarındaki bir aksaklık firmaları borçlanmaya itebilir.<sup>83</sup>

### 2.1.2.11. Firma içi koşullar

Firmaların içinde buldukları şartlar sermaye yapısını etkiler. Örneğin, bir araştırma veya geliştirme programını başarılı bir şekilde tamamlamış bir firma, henüz yatırımcılar tarafından bu bilgiye sahip olunmadığı durumda piyasaya hisse senedi sürmeyecektir.<sup>84</sup>

<sup>80</sup> Camsey - Brigham; Age., s. 756

<sup>81</sup> Camsey - Brigham; Age., s. 756

<sup>82</sup> Camsey - Brigham; Age., s. 756

<sup>83</sup> Camsey - Brigham; Age., s. 756

<sup>84</sup> Camsey - Brigham; Age., s. 756-757

### 2.1.2.12. Finansal esneklik

Her ne kadar kazançlı görünse de herhangi bir finanslama aracının sürekli olarak kullanılabilir durumda tutmak gerekir. O sebeple firmalar bazen, kârlı olsa da borçlanma yerine hisse senedi ihracını tercih edebilirler.<sup>85</sup>

### 2.1.3. Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

Acaba işletme için gerekli sermaye ihtiyacının öz sermaye veya uzun vadeli borç ile karşılanması söz konusu olunca ne gibi etkenler göz önünde bulundurulacaktır?<sup>86</sup> Finans yöneticileri, sözü edilen iki ana finans kaynağına ilişkin olarak, çeşitli temel politika kararları almak durumundadırlar. Bunların başlıcaları:

a) Firma, borçlanma yoluyla kaynak sağlamalı mıdır? Firma borçlanacaksa optimal borç-öz sermaye bileşimi ne olmalıdır?

b) Finansman da yabancı kaynak kullanılacaksa, kısa ve uzun süreli yabancı kaynaklar arasında faiz bekleme ve likidite gereksinmesi de göz önünde tutularak, nasıl bir optimal bileşim sağlanmalıdır?

c) Finansman gereksinimini karşılamak için öz sermaye artırılabilecekse, bunun ne kadarlık bölümü oto-finansman yoluyla, ne kadarı yine sermaye artışı yoluyla sağlanmalıdır.<sup>87</sup>

Uygulamada firmaların sermaye yapıları birbirinden çok farklıdır. Böyle olmakla beraber firmaların sermaye yapıları şu kalıplara indirgenebilir:

1- Yabancı kaynak/Öz Sermaye oranı dengeli, yabancı kaynaklar içinde kısa vadeli görece olarak az, buna karşılık uzun vadeli yabancı kaynakların ağırlığı fazla, öz sermaye içinde ödenmiş sermaye oranı yüksek, dağıtılmamış kârlar (yedek akçeler) görece olarak düşük.

<sup>85</sup> Camsey – Brigham; Age., s. 757

<sup>86</sup> Zeyyat Hatipoğlu; Temel İşletme Finansı. Yeni İktisat ve İşletme Yönetimi Dizisi No: 10, Beta Basım Yayın ve Dağıtım, İstanbul, 1993, s. 181

<sup>87</sup> Korgün Saban; Türkiye'de İşletmelerin Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapıları. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1998, s. 40

2- Yabancı kaynak/Öz Sermaye oranı dengeli, yabancı kaynaklar ağırlıklı olarak kısa vadeli, uzun vadeli borç oranı düşük, öz sermaye büyük ölçüde dağıtılmamış kârlardan oluşmuş, ödenmiş sermayenin öz sermaye içindeki payı az.

3- Yabancı kaynak/Öz Sermaye oranı düşük, yabancı kaynaklar kısa vadeli, öz sermaye esas itibariyle dağıtılmamış kârlardan oluşmuş.

4- Yabancı kaynak/Öz Sermaye oranı yüksek, yabancı kaynaklar uzun vadeli, öz sermaye içinde dağıtılmamış kârların payı daha fazla.

5- Yabancı kaynak/Öz Sermaye oranı yüksek, yabancı kaynaklar esas itibariyle kısa vadeli, öz sermayenin büyük bölümü ödenmiş sermayeden oluşuyor.

6- Yabancı kaynak/Öz Sermaye oranı yüksek, yabancı kaynaklar genellikle kısa vadeli, öz sermaye içinde dağıtılmamış kârlar daha yüksek bir paya sahip.<sup>88</sup>

Bu genel kalıpların da ortaya koyduğu gibi, bazı firmalar finansmanda daha fazla yabancı kaynaklar kullanmaktadır. Ancak fazla yabancı kaynaklar kullanan firmaların borçlarının vade yapısı farklı olmakta, bazıları daha yüksek oranda kısa vadeli borçlardan yararlandıkları halde, bazılarında uzun vadeli borçlar daha fazla ağırlığa sahip olmaktadır. Ayrıca firmaların öz sermaye yapılarında da farklılık gözlenmekte, bazı firmalarda ödenmiş sermaye öz sermayenin ana ögesi olduğu halde, bazılarında öz sermayeye esas itibariyle dağıtılmamış kârlardan oluşmaktadır. Kuşkusuz, bu farklı sermaye yapıları optimal sermaye yapısına ulaşmak çabalarının veya bazı zorunlulukların sonucudur. Her bir sermaye yapısı kalıbının kendine göre geçerli nedenleri vardır. Firmaların sermaye yapıları incelenirken üzerinde durulması gereken temel sorunlardan biri de, firmanın sermaye yapısında, yabancı kaynaklar öz sermaye bileşimindeki değişmelerin, ortalama sermaye maliyetini ve firmanın piyasa değerini etkileyip etkileyemeyeceğidir.<sup>89</sup>

Eğer firma, finansman ilişkin kararları ile sermaye maliyetini, firmanın değerini, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını etkileyebiliyorsa, firmanın, sermaye

<sup>88</sup> Akgüç: Age., s. 484

<sup>89</sup> Akgüç: Age., s. 484

maliyetini en düşük düzeye indirecek ve piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaracak bir finansman politikası izlemesi doğaldır.<sup>90</sup>

Bu yapılan açıklamalar ışığında işletmelerin sermaye yapılarını etkileyen faktörleri maddeler halinde şöyle sıralayabiliriz:<sup>91</sup>

- 1) Satışların büyüme hızı,
- 2) Satışların düzenliliği,
- 3) Endüstrideki rekabet,
- 4) İşletmenin varlıklarının yapısı,
- 5) Denetim, yönetici ve ortakların riske karşı davranışları
- 6) Kredi verenlerin işletmeye karşı davranışları,
- 7) Zamanlama ve esneklik

#### **2.1.4. Finansman Kaynağının Seçiminde Rol Oynayan Faktörler**

Sermaye yapısından bahsederken iki tür finansman yönteminden (borç-öz sermaye) bahsettik. Hangi finansman kaynağı olursa olsun bunların seçiminde rol oynayan faktörlerin belirtilmesi kanımızca sermaye yapısı konusunun daha iyi anlaşılmasını katkıda bulunacaktır.

Şirketlerde finansman kaynağının seçiminde rol oynayan faktörler bütün şirketler için aynıdır. Ancak şirketlerin bu faktörler için vermiş oldukları önem sıralaması farklılık göstermektedir.<sup>92</sup>

İşletme finansman kararlarında alternatif kaynak seçimi yaparken; finansmanda maliyeti, kullanılacak alternatif kaynağın olası riski ve kaynak ediniminde kullanılacak finansman enstrümanının satılabilirliğini ayrı ayrı ve hep birlikte dikkate almak zorundadır. Bu temel faktörlerin yanında işletme finansman kararlarının asla kesin ve bir defalık karar olarak düşünmemelidir. Finansman

<sup>90</sup> Akgüç: Age., s. 484

<sup>91</sup> Ali Ceylan: İşletmelerde Finansal Yönetim, Gözden Geçirilmiş Beşinci Basım, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998, s. 185

<sup>92</sup> Nurhan Erkan-Bahşayış Temir: Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No: 126, Ankara, 1998, s. 20

kararları; bir defada alınan ancak işletme stratejilerini sürekli etkileyecek kararlardır.<sup>93</sup>

Finansman kaynağının seçiminde dikkate alınan faktörler arasında kaynak maliyeti, şirketlerin % 45,8'i tarafından birinci sırada önemli görülmektedir. Birinci sırada önemli görülen diğer faktörler sırayla, % 28,3 ile şirketin mevcut mali yapısı; % 10,3 ile genel ekonomik durum; % 7 ile grup/holdingin finansman politikası; % 6 ile kaynak ihtiyacının vade yapısıdır. Şirketlerin % 30,5'i kaynak ihtiyacını vade yapısını ikinci derecede önemli görmektedir. Üçüncü derecede önem verilen faktör ise şirketin mevcut mali yapısıdır.<sup>94</sup> İşletmenin öz kaynak finansman yönetimini seçmesi durumunda, işletme herhangi bir sabit ödeme yükü ile karşı karşıya kalmaz. İşletme kâr elde etmediği sürece hissedarlarına hiçbir ödeme yapmak zorunda değildir. Yabancı kaynak finansmanında ise, işletme kâr elde etmesin borcun getirdiği faiz yükünü ödemek zorundadır.<sup>95</sup>

Şirketler ihtiyaç duydukları fonun hangi kaynaktan elde edileceğine karar verirken, kaynak ihtiyacının vade yapısı yerine, öncelikle kaynak maliyetine bakmaktadırlar. Diğer taraftan maliyetten sonra mevcut mali yapının dikkate alınması, borç-öz kaynak dengesinin göz önünde bulundurulduğunu, diğer bir ifade ile borçlanmanın kontrol edilmeye çalışıldığını göstermektedir.<sup>96</sup>

## 2.2. SERMAYE YAPISINA KURAMSAL YAKLAŞIMLAR

Sermaye yapısı, firmanın sermaye maliyeti ile yakından ilgilidir. Sermaye yapısı kararlarının temel amacı, uzun süreli fon kaynaklarının uygun bir bileşimini yaparak, firmanın Pazar değerini maksimum kılmaktır. Optimal sermaye yapısı olarak adlandırılan bu karma, firmanın toplam sermaye maliyetini en aza indirir.<sup>97</sup> Ne var ki, optimal sermaye konusunda, geçmişten günümüze kadar çeşitli görüşler ortaya atılmış ve önemli tartışmalar yaşanmıştır.<sup>98</sup>

<sup>93</sup> Cengiz Erol; İşletmelerde Finansal Yönetim (Uygulama ve Planlama Ağırlıklı). İmge Kitabevi, Ankara, 1999, s. 305

<sup>94</sup> Erkan - Temir; Age., s. 20

<sup>95</sup> Erol; Age., s. 307

<sup>96</sup> Erkan - Temir; Age., s. 20

<sup>97</sup> Niyazi Berk; Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1995, s. 356

<sup>98</sup> Muharrem Özdemir; Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997, s. 318

Birçok sermaye yapısı modelleri, yöneticilerin hissedarların menfaatlerine olacak şekilde sermaye yapısını seçtiklerini varsayarlar. Ancak sermaye yapısıyla ilgili araştırmalarda, artan bir şekilde, yöneticilerin kendi menfaatlerini gözettikleri ve bunun da hissedarların aleyhine olduğu fikri ileri sürülmektedir.<sup>99</sup>

Bu bölümde tartışılacak soru, bir firmanın sermaye yapısını değiştirmek yoluyla, sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkileyip etkileyemeyeceğidir.<sup>100</sup> Bir başka ifadeyle, bir firmada borç/öz sermaye oranını değiştirerek sermaye maliyetini ve dolayısıyla firma değerini değiştirmenin mümkün olup olmayacağını açıklamaya çalışacağız. Bu sorunun cevabı finansman literatüründe birbirinden farklı yaklaşımlarla verilmektedir. Sorunun cevabına geçmeden önce, yapacağımız kuramsal açıklamaların dayandığı temel varsayımları belirtmek yerinde olacaktır.<sup>101</sup>

1) Yapacağımız analizde vergi yoktur.

2) Borç/öz sermaye oranı, öz sermayeyi azaltmak için borçlanarak, ya da borcu azaltmak için öz sermayeyi artırarak değiştirilmektedir. Sermaye yapısındaki bu değişimler zaman gerektirmemekte ve firmaya herhangi bir masraf yüklememektedir.

3) Firma elde ettiği kârın tamamını kâr payı olarak dağıtmaktadır.

4) Firmalar büyümeye konu değillerdir. Başka bir ifade ile, geleceğin kârlılığı cari dönemin kârlılığından farklı değildir.<sup>102</sup>

### 2.2.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı, firmanın toplam sermaye maliyetinin, borçların ve dolaşımdaki hisse senetlerinin değerinin, kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğunu kabul etmektedir.<sup>103</sup> Yani, bir firmanın sermaye maliyetinin ve hisse senedi fiyatlarının o firmanın kullandığı borç/öz sermaye oranıyla, yani finansal kaldıraç

<sup>99</sup> Gerald T. Garvey, - Gordon Hanka: "Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage". Journal of Finance, Vol:LIV, No:2, April 1999, s. 519

<sup>100</sup> Akgüç: Age., s. 485

<sup>101</sup> Türko: Age., s. 498

<sup>102</sup> Türko: Age., s. 498

<sup>103</sup> Berk: Age., s. 357



derecesiyle bağıntılı olmadığı önerilmektedir. Bir başka anlatımla, firma finansmanda borçlanma yoluna ne ölçüde başvurursa vursun, hisse senetlerinin değeri bundan etkilenmeyecektir.<sup>104</sup>

Net faaliyet geliri yaklaşımını savunanlara göre, ortalama sermaye maliyetinin (  $k_0$  ) aynı kalmasının nedeni, firmanın toplam riskinin sermaye yapısındaki değişmeye uyarak değişmeyip aynı kalmasıdır. Bu toplam risk tamamen öz kaynakla 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 öz varlık miktarlarından bağımsız olarak belirlenir.<sup>105</sup>

Bilindiği üzere ortalama sermaye maliyeti işletmenin faiz ve vergiden önceki kârının ( FVÖK ) işletmenin toplam piyasa değerine ( V ) oranıdır.

$$k_0 = \frac{FVÖK}{V}$$

Bir kez daha vurgulanmalıdır ki, yukarıdaki eşitlikte (  $k_0$  ) değeri sabit varsayılmaktadır.<sup>106</sup>

Net faaliyet geliri yaklaşımını sayısal bir örnek üzerinde incelersek;

ÖRNEK firmasının net faaliyet geliri = 25.000 TL

Ortalama sermaye kapitalizasyon oranı =  $k_s$  = % 10

Borcun kapitalizasyon oranı =  $k_i$  = % 5

<sup>104</sup> Türko: Age., s. 498

<sup>105</sup> James C.V.Horne: Financial Managemet and Policy, Prentice Hall, New Jersey, 1986, s. 277

<sup>106</sup> Mübeccel Banu Durukan; İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997, s. 17

**Tablo 2.1. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı Değerleri**

Net Faaliyet Geliri = X	25.000	25.000	25.000	25.000
Borcun Miktarı = D	0	5.000	10.000	15.000
Faiz Miktarı = IP	0	250	500	750
Ort. Serm. Kap. Oranı = $k_0$	% 10	% 10	% 10	% 10
Firmanın Değeri $V=X/k_0$	25.000	25.000	25.000	25.000
Hisse Senetlerinin Pazar Değeri=S	25.000	20.000	15.000	10.000
Dağıtılabilir Kâr = K	2.500	2.250	2.000	1.750
Öz Sermaye Kap. Oranı $k_c = K/S$	0,10	0,1125	0,1333	0,175

Tablo 2.1.'de finansal kaldıracın öz sermaye maliyetini nasıl değiştirdiğini gördükten sonra hisse başına düşen kâr payını incelersek firmamızın borçlanma ile sağladığı imkanla hisse senetlerini geri aldığı kabul edersek:

Hisse Sayısı = 250

Hisse Senedi Fiyatı =  $P_0 = 100$  TL.

Kâr Payı Ödeme Oranı = % 100

Net Faaliyet Geliri = 2500

$$\text{Hisse Başına Kâr} = D_1 = \frac{2500}{250} = 10 \text{ TL}$$

Sermaye yapısı tümü öz sermayeden olduğundan öz sermaye maliyeti ile, ağırlıklı, ortalama sermaye maliyetine eşittir.

$$k_c = \frac{D_1}{P_0} = \frac{10}{100} = 0,10$$

Borç miktarı 5000, firma hisselerini % 20 geri alacaktır.  $250 \times 0,20 = 50$  adet,

Kalan Hisse Sayısı = 200

Dağıtılabilir Kâr = 2250

Hisse Başına Kâr Payı ( $D_t$ ),  $2250/200 = 11,25$

Borç Miktarı 10.000, firma hisselerini % 40 geri alacaktır.  $250 \times 0,40 = 100$  adet

Kalan Hisse Sayısı = 150

Dağıtılabilir Kâr = 2000

Hisse Başına Kâr Payı ( $D_t$ ),  $2000/150 = 13,33$

Borç Miktarı 10.000, firma hisselerini % 40 geri alacaktır.  $250 \times 0,40 = 100$  adet

Kalan Hisse Sayısı = 100

Dağıtılabilir Kâr = 1750

Hisse Başına Kâr Payı ( $D_t$ ),  $1750/100 = 17,50$ .<sup>107</sup>

Sayısal örnekte de görüldüğü gibi hisse başına kâr ve hisse başına kâr payındaki artış oranına eşit olduğu görülmektedir. Net faaliyet kârı yaklaşımı temel olarak bu eşitliğe dayanır. Yeni firmanın sermaye bileşimindeki değişikliğin yaratacağı kazanç artışları aynı ölçüde öz sermaye maliyetini de artıracaktır.

$k_e$ 'de ki yüzde değişiklik =  $D_t$ 'de ki yüzde değişiklik.<sup>108</sup>

Sayısal örneğimizi incelediğimizde ÖRNEK firmasının borçsuz durumdan borçlu duruma geçtiğinde, ortaklarına daha fazla kâr payı ödeyebileceği anlaşılmaktadır. Acaba daha yüksek kâr payı ödeme ÖRNEK firmasının sermaye maliyetini düşürüp, hisse senedinin değerini yükseltecek midir? Bağıntısızlığı öneren net faaliyet kârı yaklaşımına göre bu sorunun cevabı "hayır"dır.<sup>109</sup>

Net faaliyet geliri yaklaşımında  $k_e$ 'in farklı sermaye yapıları için sabit kalması bütün yazarlarca kabul edilmektedir. Firma ortalama sermaye maliyetinden daha ucuz yabancı kaynak sağladığı takdirde, öz sermaye maliyeti yükselmekte,

<sup>107</sup> Saban; Age., s. 44-46

<sup>108</sup> Türko; Age., s. 501

<sup>109</sup> Türko; Age., s. 499

dolayısıyla firmanın ortalama sermaye maliyeti değişmeyecektir. Yabancı kaynak maliyetindeki düşüşü, öz sermaye maliyetindeki yükseliş giderecektir. Böylece firma için mümkün olabilecek tüm sermaye yapısı seçeneklerinde yabancı kaynak ( $k_j$ ) ve öz sermayenin  $k_e$ 'nin maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması sabit kalmaktadır. Bir firmanın finansman şekli riskli hale geldikçe, öz sermaye kapitalizasyon oranı bu riski karşılayacak şekilde yükselmekte dolayısıyla hisse senetlerinin fiyat/gelir oranı düşmektedir. Bu durumda finansman yapısı riskli hale gelmiş firma, piyasa değerini düşürmemek için daha yüksek oranda kâr dağıtımını yapmak zorunda kalmakta, dolayısıyla öz sermaye maliyeti yükselmektedir. Net faaliyet geliri yaklaşımına göre bir firmanın yabancı kaynak maliyeti ( $k_j$ ) sabit kaldığı sürece, öz sermaye maliyeti ( $k_e$ ) “ Borç/Öz Sermaye” veya “Borçlar/Aktif Toplamı” oranının doğrusal fonksiyonudur.<sup>110</sup>

Firma açısından borç ve öz sermayenin reel maliyetleri birbirine eşittir. Borç maliyeti iki kısımdan oluşur. Faiz ve gizli maliyet. Borcun gizli maliyeti, firma borç kullandıkça öz sermaye maliyetinin artmasıdır. Bu nedenle firmanın borç kullanımının arttırarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmek imkanı yoktur. Ayrıca firma için tek bir optimal sermaye yapısı veya bileşimi olmadığıdır. Sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini düşürüp firma değerini yükseltmek imkanı olmadığına göre, firma açısından her sermaye yapısı optimal sayılabilir.<sup>111</sup> Bu yaklaşım belli bir optimum sermaye yapısının olmadığını ve dolayısıyla her sermaye yapısının kabul edilebilir, yani işletmeye yarar sağlayıcı olduğunu savunmaktadır.<sup>112</sup>

Borç düzeyini artması ile işletmenin finansal risk düzeyinin de artması ve bunun sonucunda, hisse senedi sahipleri, borcun artması ile daha yüksek getiri talep edecekler ve bu şekilde borcun sağladığı yarar, öz sermaye maliyetindeki artış ortadan kalkacaktır.<sup>113</sup> Bu ilişki şekil 2.1.'de grafiksel olarak sunulmuştur.<sup>114</sup>

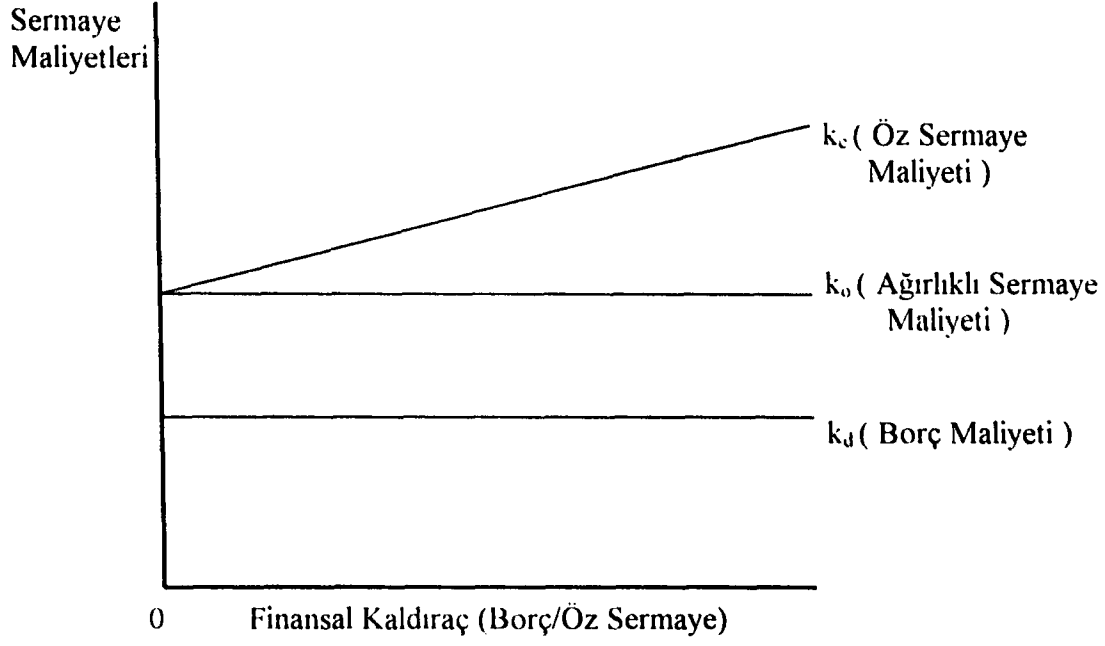
<sup>110</sup> Saban: Age., s. 47

<sup>111</sup> Türko: Age., s. 502

<sup>112</sup> John J. Hampton: Modern Financial Theory. Reston Publishing Company Inc., Virginia, 1982, s. 320

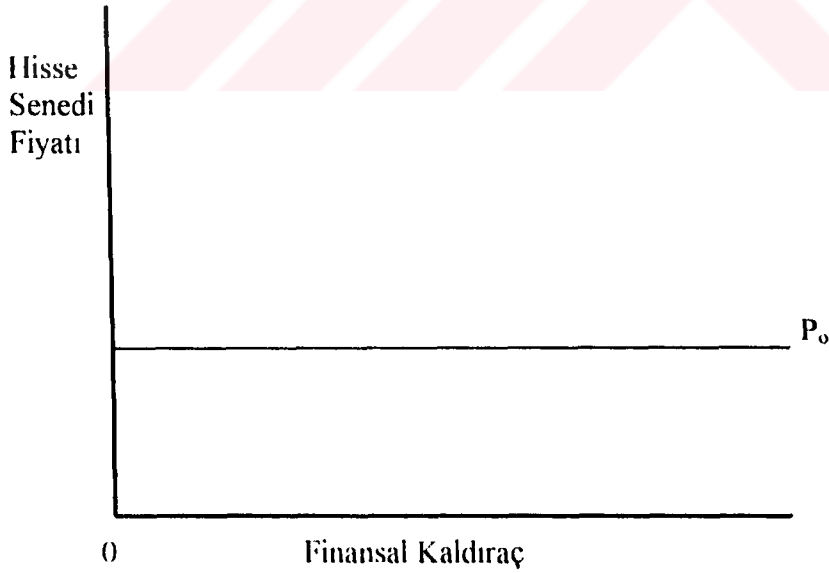
<sup>113</sup> Durukan: Age., s. 19

<sup>114</sup> Türko: Age., s. 501



**Şekil 2.1.** Sermaye Maliyetleri ve Finansal Kaldıraç, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Vergi Yok)

Şekil 2.2. ise, sermaye maliyeti borç kullanımı ile değişmediğinden, firma hisse senedi fiyatlarının değişmeyeceğine işaret etmektedir.<sup>115</sup>



**Şekil 2.2.** Hisse Fiyatı ve Finansal Kaldıraç, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Vergi Yok)

<sup>115</sup> Türko: Açe., s. 502

### 2.2.2. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımının tam karşısında olan bir , yaklaşımdır.<sup>116</sup> Net gelir yaklaşımı, bir firmanın değerlendirilmesinde, değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşım olarak nitelendirilebilir.<sup>117</sup> Bu yaklaşıma göre, bir firmada borçlanmaya başvurarak, yahut daha gene bir ifade ile, firmanın sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetinin azaltılabileceğini, dolayısıyla firma değerinin (firma hisse senetlerinin piyasa değerlerinin) artırılacağı ileri sürülmektedir.<sup>118</sup> Bu konuda David Durand, net gelir yaklaşımına göre firma sermaye yapısını değiştirerek borçlanmaya başvurarak, sermaye maliyetini azaltabileceğini, dolayısıyla firmanın hisse senetlerinin piyasa değerini arttırabileceğini ileri sürmektedir.<sup>119</sup> Durand'ın orijinal tanımına göre net gelir yaklaşımı iki alt yaklaşımdan oluşur. Bunlar, (1) Sabit öz sermaye maliyeti yaklaşımı ve (2) değişken öz sermaye maliyeti yaklaşımıdır.<sup>120</sup>

Net gelir yaklaşımına göre, firmanın finansal kaldıraç kullanımı ile hem ağırlıklı sermaye maliyeti hem  $k_o$ , hem de hisse senedi piyasa değeri  $P_o$  değişebilmektedir. Ancak firma ne ölçüde borca başvurursa vursun, ne borç maliyeti  $k_d$ , nede öz sermaye maliyeti  $k_e$  değişmemektedir. Sermaye yapısındaki değişiklikten etkilenen maliyet, ortalama sermaye maliyeti (kapitalizasyon oranı)  $k_o$  olmaktadır. Borç maliyeti öz sermaye maliyetinden düşük olduğu sürece, firmanın borca başvurması ortalama sermaye maliyeti  $k_o$ 'ı düşürecektir. Böylece borç kullanımının firma hisse senetlerinin değerini artırıcı bir etkisi olacaktır.<sup>121</sup>

Net gelir yaklaşımında bir firmanın yabancı kaynak/öz sermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler Şekil 2.3.'de gösterilmiştir.<sup>122</sup>

<sup>116</sup> Ceylan: Age., s. 177

<sup>117</sup> Akgüç: Age., s. 485

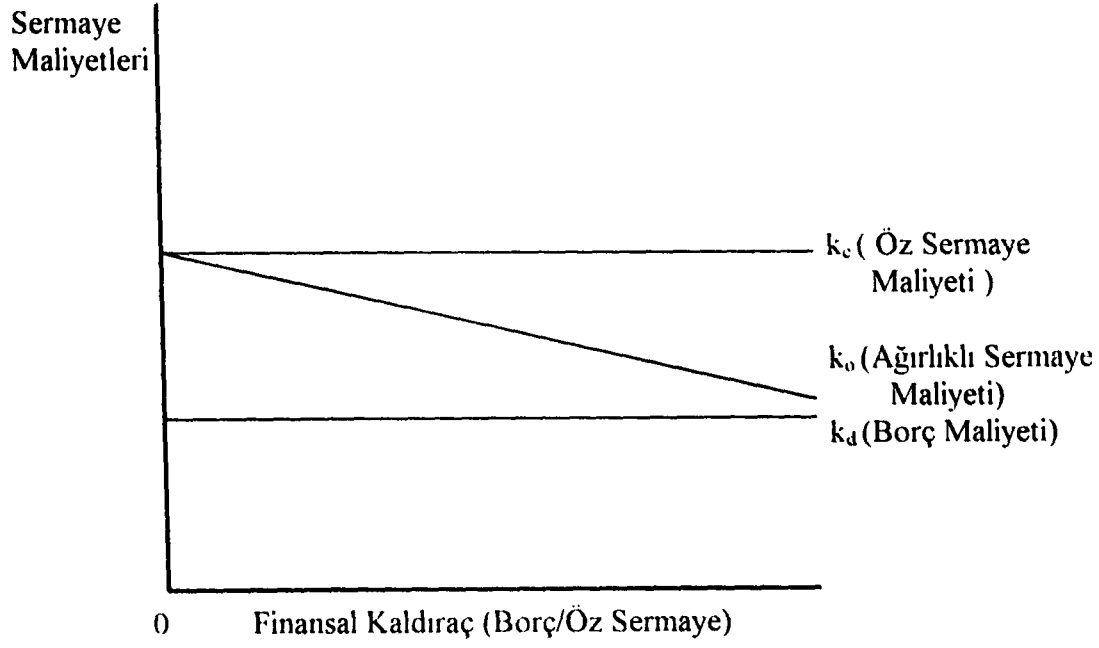
<sup>118</sup> Türko: Age., s. 502

<sup>119</sup> Sabat: Age., s. 41

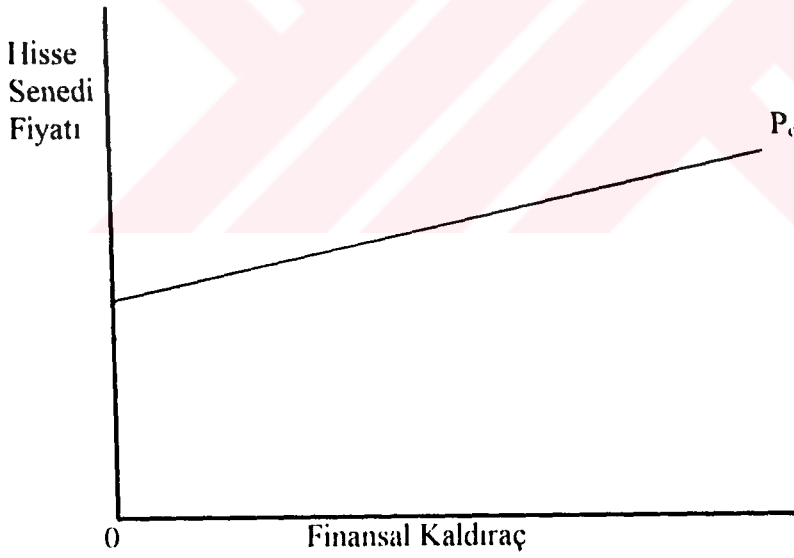
<sup>120</sup> Durukan: Age., s. 12

<sup>121</sup> Türko: Age., s. 502-503

<sup>122</sup> Tütko: Age., s.504-505



**Şekil 2.3.** Sermaye Maliyetleri ve Finansal Kaldıraç, Net Gelir Yaklaşımı (Vergi Yok)



**Şekil 2.4.** Hisse Fiyatı ve Finansal Kaldıraç, Net Gelir Yaklaşımı (Vergi Yok)

Şekillerde görüldüğü gibi, net gelir yaklaşımında bir firma, borçlanma yoluyla daha doğru bir deyişle Borç/Öz Sermaye toplamı oranını (kaldıraç

faktörünü) artırarak, sürekli olarak ortalama sermaye maliyetini düşürmek ve piyasa değerini yükseltmek olanağına sahiptir.<sup>123</sup>

### 2.2.3. Geleneksel Yaklaşım

Sermaye sunucularının gerçek davranışlarının gözlenmesi için kurulan geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşımı ile net gelir yaklaşımı arasında yer almaktadır.<sup>124</sup> Net faaliyet geliri yaklaşımı ve net gelir yaklaşımı konunun iki aşırı ucunu oluşturan görüşleri yansıtmaktadır. Aşırı uçları bilmek orta veya makul bir yolun veya yaklaşımın bulunması için gereklidir. Ancak, gerçek yaşama uyan yaklaşım, bu iki aşırı ucun ortasında yer alan, orta yolcu görüş veya birçoğunun ifade ettiği gibi, geleneksel yaklaşım olmaktadır.<sup>125</sup>

Geleneksel görüşe göre, işletmenin ortalama sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır.<sup>126</sup> Geleneksel yaklaşım, optimum bir sermaye yapısının varlığını ve işletmenin kaldırıcın etkisi ile piyasa değerini arttırabileceğini varsaymaktadır.<sup>127</sup> Başka bir deyişle, işletme sermaye yapısını değiştirerek, ortalama sermaye maliyetini düşürebilir ve işletmenin piyasa değeri artırılabilir. İlk iki görüşün aksine, bu yaklaşıma göre, işletmeler için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. Optimal sermaye yapısında işletmenin kullandığı yabancı kaynakların reel marjinal maliyeti ile öz sermaye reel marjinal maliyeti birbirine eşittir. İşletme optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce, yabancı kaynak kullanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra, borçlanmaya devam edilirse, yabancı kaynak ve öz sermaye maliyetleri artar ve bunun sonucu olarak işletmenin piyasa değeri düşer.<sup>128</sup>

Bu nedenle, geleneksel yaklaşıma göre, finansman yöneticisinin görevi, işletmenin piyasa değerini maksimum yapan sermaye bileşimini bulmaktır.<sup>129</sup>

Geleneksel yaklaşıma göre, finansman bileşimi ile firmanın sermaye maliyeti arasındaki ilişki Şekil 2.5.'te gösterilmiştir.<sup>130</sup>

<sup>123</sup> Akgüç: Age., s. 488

<sup>124</sup> Özdemir: Age., s. 360

<sup>125</sup> Türko: Age., s. 505

<sup>126</sup> Ceylan: Age., s. 180

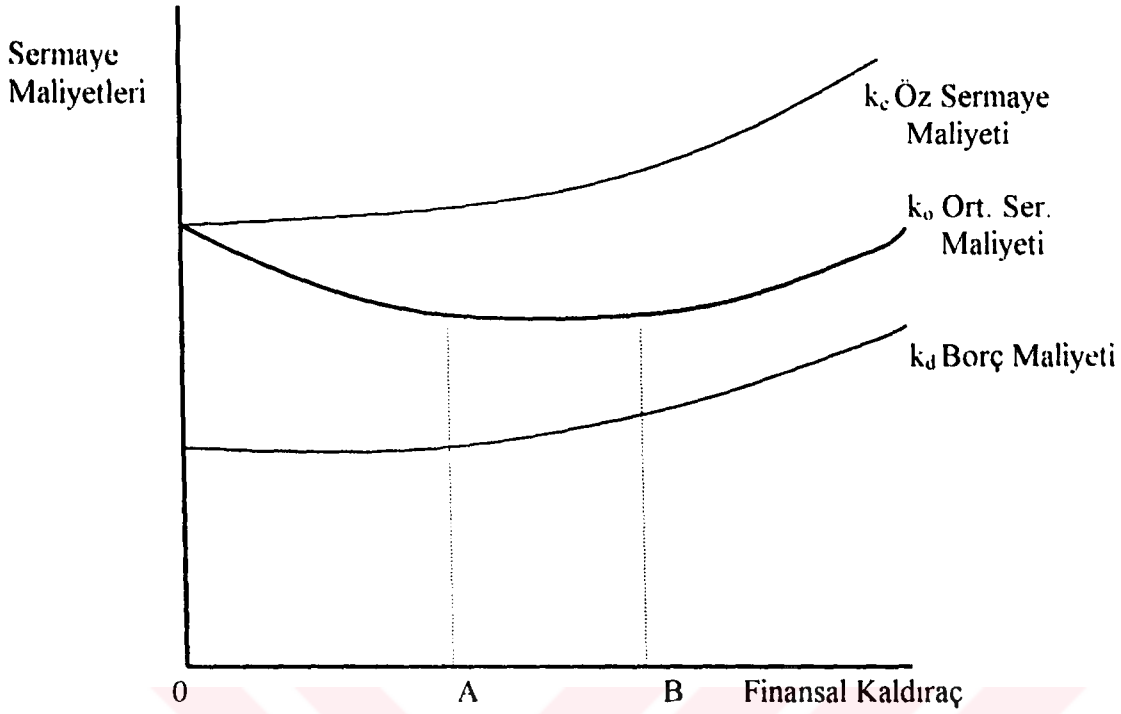
<sup>127</sup> Berk: Age; s. 321

<sup>128</sup> Ceylan: Age., s. 180

<sup>129</sup> Ceylan: Age., s. 180

<sup>130</sup> Türko: Age., s.506





**Şekil 2.5.** Sermaye Maliyetleri ve Finansal Kaldıraç, Geleneksel Yaklaşım (Vergi ve İflas Riski Varken)

Firmanın ağırlıklı sermaye maliyeti  $k_o$  çanak şeklindedir. Firmanın öz sermaye maliyeti  $k_c$  borç kullanımının artmasına rağmen arttığı görülmektedir. Firma açısından öz sermaye maliyeti borç maliyetinden daha yüksektir. Çünkü ortak firmaya koyduğu sermayeyi daha riskli gördüğünden, normal faiz oranının üzerinde sermayesine bir verim (kâr payı) isteyecektir. Öte yandan, borç faizleri vergi matrahından düşüldüğünden firma bir vergi tasarrufu sağlamakta, böylece borcun net maliyeti firma için daha da düşmektedir. Bütün bu açıklamalarımızdan çıkarılacak sonuç, öz sermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğudur. Durum böyle olunca, firma daha az maliyetli olan borcu sermaye yapısına katarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Ancak bu düşüş bir noktaya kadar devam eder. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu sermaye yapısı firmanın optimal sermaye yapısı olmaktadır. Bu noktaya ulaştıktan sonra firmanın borçlanmaya devam etmesi gerek öz sermaye, gerekse borç maliyetlerini artıracığından ortalama sermaye maliyeti yükselmeye başlayacaktır. Çünkü borç artışından dolayı firmanın sermaye

maliyeti yükselmeye başlayacaktır. Çünkü borç artışından dolayı firmanın sermaye yapısı riskli hale gelmekte, ortaklar artan bu finansal riski karşılayabilecek şekilde yatırımlarından daha yüksek bir verim (kâr payı) istemeye başlayacaktır. Ayrıca firmanın sermaye yapısına daha fazla borcun katılması, borç/öz sermaye rasyosunu kritik bir noktaya getirecek ve firmaya borç verenler borç yükünün yarattığı risklerini karşılamak üzere ek güvenceler isteyebilirler, dolaylı veya dolaysız bir şekilde faiz oranını yükseltebilirler. Borç verenlerin bu tutumu borç maliyetinin yükselmesine neden olur.<sup>131</sup>

Şekil 2.5.'te A noktasına kadar borcun artışı borç maliyetinde bir artış yaratmadığından, ortalama sermaye maliyetinde hızlı bir düşüş sağlanmıştır. A ve B noktaları arasında ortalama sermaye maliyeti en düşük düzeye inmiştir.<sup>132</sup>

Firma için optimal sermaye yapısı A ve B noktaları arasındadır. Çünkü en düşük ortalama sermaye maliyetini sağlayan sermaye yapısı bu noktalar arasında yer almaktadır. B noktası firmanın borç kapasitesini belirlemektedir. Tabir caiz ise, B noktası firmanın borçlanabileceği azami sınırdır. B noktasından sonra borçlanma, firma için daha yüksek faiz oranı ve ek güvenceler gerektireceğinden borçlanma maliyetini daha hızlı bir ölçüde artırmaktadır. Bu nedenle ortalama sermaye maliyetinde de B noktasından sonra hızlı bir artış görülmektedir. Doğal olarak ortalama sermaye maliyetindeki bu artış, firma değerinde (hisse senedi değerlerinde) düşüş anlamını taşımaktadır.<sup>133</sup>

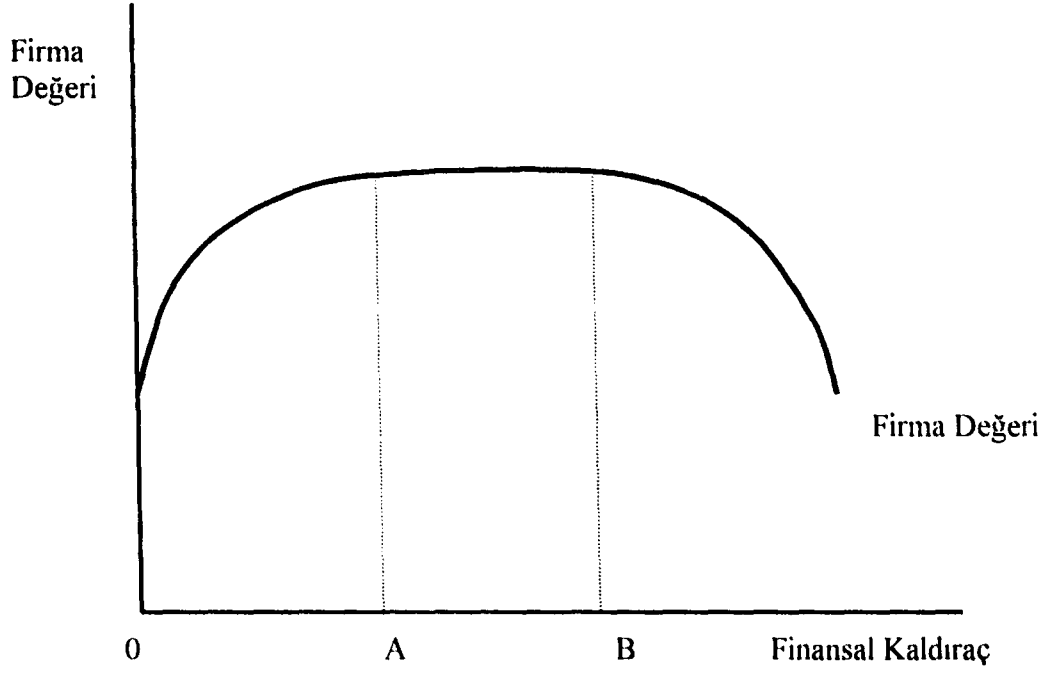
Şekil 2.6.'da geleneksel yaklaşımın tanımladığı firma değeri görülmektedir.

- 1) 0 ile A noktaları arasında;  
0 ~ P<sub>0</sub>'daki yüzde değişme ~ D<sub>t</sub>'deki yüzde değişme
- 2) A ve B noktaları arasında;  
P<sub>0</sub>'daki yüzde değişme = 0
- 3) B noktasının sağında;  
P<sub>0</sub>'daki yüzde değişme ~ 0

<sup>131</sup> Türko; Age., s. 506-507

<sup>132</sup> Türko; Age., s. 507

<sup>133</sup> Türko; Age., s. 507



**Şekil 2.6.** Firma Değeri ve Finansal Kaldıraç

Demek ki geleneksel adını verdiğimiz orta yolcu yaklaşım, firmanın sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olmadığını önermekte, sermaye yapısı değiştirilerek, sermaye maliyetini ve dolayısıyla firma değerini etkilemenin mümkün olacağını ileri sürmektedir. Optimal sermaye yapısında firmanın kullandığı borcun marjinal maliyeti ile öz sermayenin marjinal maliyeti eşittir ve firmanın optimal sermaye yapısına ulaşmadan önce başvuracağı borçlanmalar onun ortalama sermaye maliyetini düşürür.<sup>134</sup>

Geleneksel görüş ile ilgili daha önceki yaklaşımlardaki gibi sayısal örneğimiz Tablo 2.3.'te gösterilmiştir.

<sup>134</sup> Türko; Age., s. 507-508

**Tablo 2.2. Geleneksel Görüş Yaklaşımı Değerleri**

<b>Sermaye Yapısı</b>	<b>Borçsuz</b>	<b>Borçlu</b>
Net Faaliyet Geliri	2.000.000	2.000.000
Borç Miktarı	0	8.000.000
Faiz Giderleri	0	480.000
Vergiden Önceki Kâr	2.000.000	1.520.000
Vergi % 50	1.000.000	760.000
Dağıtılabilir Kâr	1.000.000	760.000
Ortak ve Borç Verenler Ödeme Tutarı	1.000.000	1.240.000

Borç verenlere ve ortaklara ödenebilecek tutardaki 240.000 TL'lik fazlalık faiz giderlerinin vergiden düşülmesi ile sağlanan vergi tasarrufu olmaktadır. 240.000 TL'sini şu formülle de hesaplayabiliriz.

$$\begin{aligned} \text{Vergi Tasarrufu} &= \text{Faiz Oranı} \times \text{Borç Tutarı} \times \text{Vergi Oranı} \\ &= 0,06 \times 8.000.000 \times 0,50 = 240.000 \text{ TL} \end{aligned}$$

Geleneksel görüşe göre vergi tasarrufu da firma değerini etkileyen bir faktör olmaktadır. Öte yandan firma öz sermaye maliyetinin borçlanma nedeniyle % 10'dan % 12'ye çıktığını düşünürsek , firma öz sermayesinin piyasa değeri;

$$1.520.000 / 0,12 = 12.666.666 \text{ TL'si} \text{ çıkmıştır.}$$

Ortalama sermaye maliyeti şöyle hesaplanabilir;

$$\text{Ortalama Sermaye Maliyeti} = \text{Net Faaliyet Kârı} / \text{Firmanın Toplam Piyasa Değeri}$$

$$\text{Ortalama Sermaye Maliyeti} = 2.000.000 / 20.666.666 = 0,096$$

Sonuç olarak ÖRNEK işletmesinin sermaye yapısına daha çok borç kattığını varsayalım ve diyelim ki ÖRNEK işletmesi 10.000.000 TL daha % 7 faizle

borçlansın, 1.000 hisse senedini itfa etsin. Bu durumda ÖRNEK işletmesinin hisse sayısı 2.000'den 1.000 adede inecektir. Firma sermaye yapısına daha fazla borç katılmasından dolayı firmada riskliliğin artması nedeniyle ortakların istedikleri minimum verim oranı % 13'e, borç faizinin ise % 7'ye çıktığını varsayalım. Bu duruma göre, ÖRNEK işletmesinin piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyetini hesaplayalım. Bu hesaplama Tablo 2.4.'te yapılmıştır.

**Tablo 2.3. Geleneksel Görüş Firma Değeri Hesaplanması**

Net Faaliyet Geliri	2.000.000
Borç Miktarı	10.000.000
Faiz Giderleri	700.000
Vergiden Önceki Kâr	1.300.000
Vergi % 50	650.000
Dağıtılabilir Kâr	650.000
Ortağa Ödenecek Tutar	1.350.000
Firma Öz Sermayesinin Piyasa Değeri	10.000.000
Borcun Piyasa Değeri	10.000.000
ÖRNEK firmasının toplam Piyasa Değeri	20.000.000

$$\begin{aligned} \text{ÖRNEK Firmasının Ortalama Sermaye Maliyeti} &= 2.000.000 / 20.000.000 \\ &= 0,10 \end{aligned}$$

Geleneksel yaklaşımda firmanın sermaye yapısındaki değişmeler, ortalama sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemektedir. Sermaye yapısına borcun katılmasıyla önce azalmaya başlayan ortalama sermaye maliyeti sonra artmaktadır. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük düzeyde olduğu sermaye yapısı en yüksek firma değerini verdiği için, o firmanın optimal sermaye yapısı olmaktadır.<sup>135</sup>

<sup>135</sup> Türko; Age., s. 509-510

#### 2.2.4. Modigliani – Miller Yaklaşımı

Modigliani ve Miller çağdaş finans literatürünün temel yapıtlarından biridir.<sup>136</sup> Franco Modigliani ve Merton H. Miller 1958 yılında sermaye yapısı teorisi ile ilgili yazdıkları makale ile finans alanında o zamana kadar yapılan çalışmalardan çok farklı sonuçlara ulaşmış ve finans dünyasında büyük dikkat çekmiştir.<sup>137</sup> Modigliani ve Miller 1958 yılında yayınladıkları "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment" başlığını taşıyan yazılarında tam rekabet şartları altında herhangi bir firmanın ortalama sermaye maliyetinin sermaye yapısından tamamen bağımsız olarak oluştuğunu ve aynı risk kategorisindeki öz varlık gelirleri akımının kapitalizasyon oranına eşit bulunduğunu öne sürerek teorilerini ortaya koydular. Bu teori net faaliyet geliri görüşünün geliştirilmesi, aydınlığa kavuşturulması ve yatırımcılarının davranışlarının dikkate alınması sonucu ortaya çıkarılmıştır.<sup>138</sup>

M-M'in bu konularla ilgili elde ettikleri sonuçlar bir dizi varsayımlara dayanmaktadır. Bu varsayımların çoğunun gerçekçi olmadığı düşünülse de, varsayımlarda yapılan düzeltmeler sonucunda da M-M'in ortaya koydukları görüşlerde değişiklik olmadığı görülmektedir.<sup>139</sup>

Modigliani ve Miller yaptıkları bu çalışmada, bir şirketin sermaye maliyetinin bunun finanse edilme şekline etkilenmeyeceğini ileri sürdüler. Şirketler borca başvurursa da başvurmasa da bunun sermaye maliyetine ve firma değerine etkisi olmayacaktır.<sup>140</sup>

##### 2.2.4.1. M-M Modelinin varsayımları

Bu yaklaşıma göre, bir firmanın sermaye yapısını değiştirerek o firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemek olanaksızdır. Finansal kaldıraç

<sup>136</sup> Durukan; Age., s. 20

<sup>137</sup> Saban; Age., s. 55

<sup>138</sup> Cevat Sarıkamış; Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi, Yayınlanmamış Doçentlik Tezi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1970, s. 42

<sup>139</sup> Tülin F. Akkum; Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Maliyeti, Yatırım ve Finansman Kararları ile İlgili Teorik ve Ampirik Çalışmalar, Yayınlanmamış Doktora Seminer Çalışması, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1993, s. 7

<sup>140</sup> Knott Geoffrey; Financial Management, Macmillan Business, 1998, s. 211

derecesi ne olursa olsun, firmanın sermaye maliyeti değişmez. Modigliani-Miller yaklaşımının dayandığı varsayımlar şunlardır:<sup>141</sup>

1) Firmaların işletme riskleri ölçülebilir ve işletme risk derecesi aynı olan firmaların homojen bir risk sınıfında oldukları söylenebilir.<sup>142</sup>

2) Mevcut ve müstakbel tüm yatırımcıların her bir firmanın gelecekteki FVÖK'leri hakkındaki tahminleri benzerdir, yani, yatırımcıların şirketin gelecekteki kazancı ve bu kazancın riskliliği hakkında homojen beklentileri vardır.<sup>143</sup>

3) Hisse senetleri ve tahviller mükemmel bir pazarda işlem görürler. Bu varsayım, komisyon maliyetinin olmadığı ve yatırımcıların (hem bireysel hem de kurumsal) şirketlerle aynı oran üzerinden borçlanabildiklerine dayanır.<sup>144</sup>

4) Firmaların ve bireylerin borcu risk taşımaz, böylece borç üzerindeki faiz oranı riskten bağımsız bir orandır.<sup>145</sup>

5) Tüm nakit akımları daimidir, yani firma sıfır büyüme oranına sahiptir.<sup>146</sup>

6) Sermaye piyasaları tam rekabet koşulları altında çalışmaktadır.<sup>147</sup>

7) İşlem maliyeti yoktur. Yatırımcılar, menkul kıymetlerin alım ve satım işlemleri için herhangi bir işlem ücreti ödemezler.<sup>148</sup>

8) Bilgiye erişim herkes için ücretsizdir ve herkes eşit bilgiye erişim imkanına sahiptir.<sup>149</sup>

9) Menkul varlıklar istendiği gibi işlemlerde küçük parçalara ayrılabilen, yatırımcı rasyonel davranmaktadır.<sup>150</sup>

<sup>141</sup> Türko: Age., s. 510

<sup>142</sup> Eugene F. Brigham - Louis C. Gapeski: Financial Management, The Dryden Press, 1988, s. 375

<sup>143</sup> Eugene F. Brigham - Louis C. Gapeski: Age., s. 375

<sup>144</sup> Eugene F. Brigham - Louis C. Gapeski: Age., s. 376

<sup>145</sup> Eugene F. Brigham - Louis C. Gapeski: Age., s. 376

<sup>146</sup> Eugene F. Brigham - Louis C. Gapeski: Age., s. 376

<sup>147</sup> Türko: Age., s. 510

<sup>148</sup> Durukan: Age., s. 21

<sup>149</sup> Durukan: Age., s. 21

<sup>150</sup> Türko: Age., s. 510

10) Bugünkü ve gelecekteki bütün yatırımcılar ortalama beklenen getiri konusunda aynı tahminlerde bulunmaktadırlar.<sup>151</sup>

11) Firmaların gelecekte dönemlerde elde edeceklerini tahmin ettikleri faaliyet kârlarının olasılık dağılımları için beklenen değerler, cari faaliyet kârlarının olasılık dağılımları ile aynıdır.<sup>152</sup>

12) Firmanın nakit akımları sonsuza dek aynı düzeyde olacaktır. Firmada büyüme yoktur. Bu varsayım firma değerlemesini en basit şekilde göstermeye olanak vermektedir.<sup>153</sup>

13) M-M ilk modelinde işletmelerin gelir ve gideri analize katılmamaktadır.<sup>154</sup>

14) Firmalar iki tip finansal varlık çıkarabilirler: Risksiz borç niteliğinde finansal varlık ve riskli öz sermaye niteliğinde finansal varlık.<sup>155</sup>

15) Borç risksiz olduğundan, kişiler firmayla aynı risksiz faiz oranında borç alabilmektedirler.<sup>156</sup> Borçlanma maliyetinin işletmeler ve bireysel yatırımcılar için aynı olabilmesi şu varsayıma dayanmaktadır: İşletmeler duran varlıklarını teminat göstererek borçlanabildikleri gibi, bireysel yatırımcılar da sahip oldukları menkul değerlerini teminat göstererek aracı kurumlara borçlanabilirler. Bu nedenle, borcuna karşılık teminat gösterebilen bireysel yatırımcılar ve işletmeler için borç maliyeti aynıdır.<sup>157</sup>

16) İflas maliyetleri yoktur.<sup>158</sup>

<sup>151</sup> Saban; Age., s. 55

<sup>152</sup> Türko; Age., s. 511

<sup>153</sup> Tuba Toprakçı; Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Yapısını Etkileyen Etmenler ve Türkiye'de Sektörlerle Finansal Yapı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1994, s. 59

<sup>154</sup> Saban; Age., s. 56

<sup>155</sup> Toprakçı; Age., s. 59

<sup>156</sup> Toprakçı; Age., s. 59

<sup>157</sup> Durukan; Age., s. 21-22

<sup>158</sup> Saban; Age., s. 56



17) Firma yöneticileri her zaman hissedarların servetini maksimize etmektedirler. Dolayısıyla, şirket masrafları yoktur.<sup>159</sup>

18) Gelir üzerinden ödenen vergiler mevcut değildir. (Bu varsayım yazarlarca daha sonra kaldırılmıştır.)<sup>160</sup>

#### 2.2.4.2. M-M modelinin ulaştığı sonuçlar

Modigliani ve Miller bu varsayımlara dayanarak, sermaye yapısı ile ilgili iki özgün öneride bulunmuşlardır. Bu iki önerilerinin sınamalarla desteklenmesi sonucunda ise, üçüncü bir öneri geliştirmişlerdir.<sup>161</sup> Yukarıda açıklanan varsayımlardan yola çıkan Modigliani ve Miller, daha sonra şu sonuçlara ulaşmaktadır.<sup>162</sup>

1) Bir firmanın sermaye maliyeti ve piyasa değeri, onun sermaye yapısından tamamıyla bağımsızdır. Bir firmanın piyasa değeri, o firmanın sağlayacağı net nakit girişlerinin söz konusu firmanın girdiği risk grubuna uygun olarak tespit edilmiş iskontosuyla (iskonto oranı ile çarpımıyla) bulunacak bugünkü değeri olmaktadır.<sup>163</sup>

2) Bir firmanın finansman bileşimini değiştirmesi, örneğin borçlanması nedeniyle finansman riski arttığı zaman öz sermaye maliyeti de artar. Çünkü borçlanma ile finansman riski artan bir firmanın ortakları, kendi gelirlerini artan finansman riskinden korumak için daha yüksek bir kâr payı beklemeye başlar. Borçlanma her ne kadar ucuz kaynak sayılıyorsa da, ortalama sermaye maliyeti üzerine olabilecek düşürücü etkisi, öz sermaye maliyetinin yükselmesiyle ortadan kalkar.<sup>164</sup>

3) yatırım kârının alınmasında kullanılacak iskonto oranı, yani yatırım kararları için öngörülen minimum kârlılık oranı yatırım finansman şekline tamamıyla bağımsızdır. Yani bir yatırım kararının geri çevrilmesine neden olan oran, o yatırımın hangi kaynaktan finanse edildiğine hiçbir surette bağlı değildir. Modigliani ve Miller'e göre bir yatırım projesi ne şekilde finanse edilirse edilsin,

<sup>159</sup> Toprakçı; Age., s. 59

<sup>160</sup> Türko; Age., s. 511

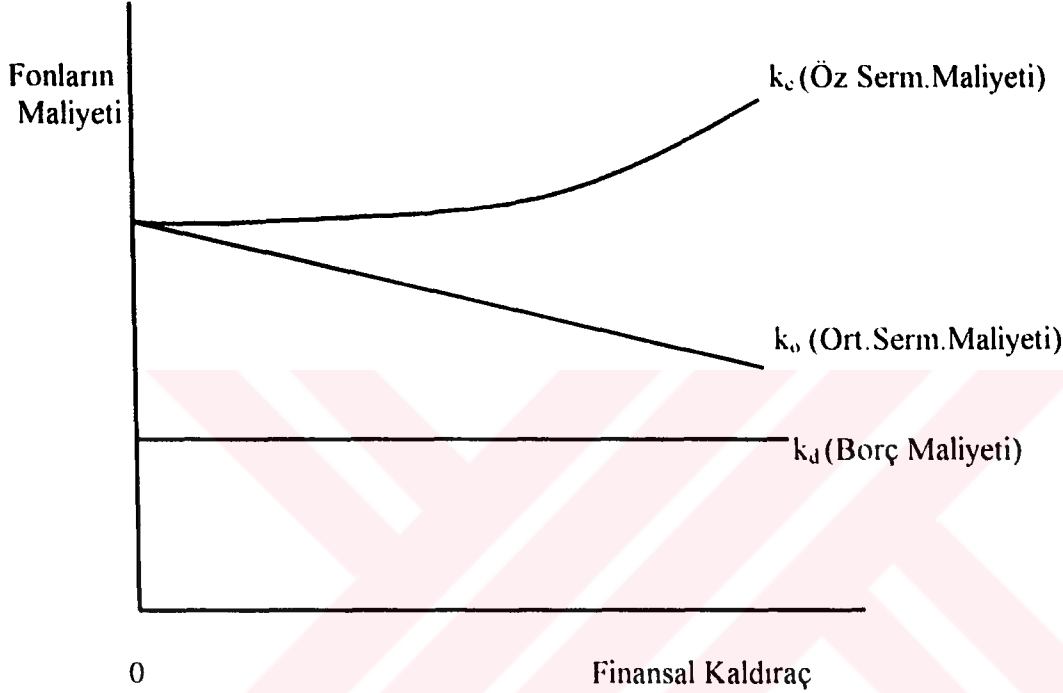
<sup>161</sup> Durukan; Age., s. 22

<sup>162</sup> Ceylan; Age: s. 183

<sup>163</sup> Türko; Age., s. 511

<sup>164</sup> Türko; Age.. s. 511

bunun yatırım kararına etkisi olmaz. Yatırım ve finansman kararları birbirinden bağımsız kararlardır.<sup>165</sup> Bu görüş, yatırım kararlarını, finansman kararlarından tamamen ayırmaktadır. Daha açık bir deyişle Modigliani-Miller, bir yatırım projesi ne şekilde finanse edilirse edilsin, bu olgunun yatırım kararları üzerine etkisi olmadığını, yatırım ve finansman kararlarının birbirinden bağımsız olduğunu, savunmaktadır.<sup>166</sup>



Şekil 2.7. Modigliani-Miller Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Yapısı

Özetlersek Modigliani-Miller'e göre, aynı risk kategorisine giren, net faaliyet kârları eşit olan firmaların piyasa değerleri de birbirine eşittir. Bir firma, sermaye yapısını, kaynak bileşimini değiştirerek aynı risk kategorisine giren aynı net faaliyet kârına sahip başka bir firmaya kıyasla piyasa değerini yükseltemez. Anılan yazarların özetlemeye çalışan görüşleri, sermaye piyasasında arbitraj yapılması (fiyat farklarından yararlanma) olanağına dayanmaktadır. Daha açık bir deyişle yatırımcıların, portföylerinde bulunan hisse senetlerini satarak, yerlerine kendi açılarından daha avantajlı hisse senetlerini alma olanağı, net faaliyet geliri eşit, aynı

<sup>165</sup> Türko: Age., s. 511

<sup>166</sup> Akgüç: Age., s. 498

risk kategorisine giren firmaların piyasa değerlerinin birbirinden farklı olmasını önlüyor. Örneğin, A ve B gibi faaliyet gelirleri ve girdikleri risk kategorisi eş olan iki firma olsun. Bunlardan B şirketinin elverişli koşullarla yabancı kaynak bularak, ortalama sermaye maliyetini ucuzlattığını ve piyasa değerini A'ya oranla yükselttiğini kabul edelim. Modigliani-Miller'e göre bu durumun uzun süre devam etmesine olanak yoktur. Sermaye piyasasında arbitraj yapmak olanağı, B şirketinin sadece finansman bileşimini değiştirmek yoluyla A şirketine kıyasla daha yüksek bir piyasa değerine sahip olarak bunu sürdürmesine olanak vermez. B şirketini ortakları, aynı geliri sağlayan buna karşılık finansman riski daha az A firmasının hisse senetlerinin daha cazip kılarak, portföylerinde bulunan B şirketinin hisse senetlerini elden çıkarmak ve A şirketinin hisse senetlerini almak isteyeceklerdir. Sermaye piyasasında bu eğilim, A şirketinin hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltecek ve B şirketinin hisse senetlerinin değeri ile eşit düzeye getirecektir.<sup>167</sup>

M-M modeli örnek üzerinde açıklanacak olursa, şu şekilde çalışır:

Bir şirket ele alalım. A şirketi tamamen öz kaynak fonları ile finanse edilmiş, buna karşılık B şirketi de 3.000.000 TL. % 15 faizli borç fonları kullanmış olsun. Geleneksel görüşe göre, B şirketinin toplam pazar değeri A'dan fazladır ve B'nin ortalama sermaye maliyeti de A'dan düşüktür. M-M'e göre bu durum devamlı olarak bu şekilde kalmaz. Çünkü yatırımcılar bireysel cüzdamları ile oynayarak A ve B şirketlerinin hisse senetlerinin fiyatlarını etkilemeye başlarlar. Bu etkileme şu şekilde olmaktadır: Önce verileri geleneksel görüşe göre belirleyelim.

---

<sup>167</sup> Akgüç: Age., s. 498

**Tablo 2.4. M-M Modeline Göre Firma Değerinin Hesaplanması**

	<b>A Şirketi</b>	<b>B Şirketi</b>
Net Faaliyet Geliri	2.000.000	2.000.000
Faiz	---	450.000
Öz Sermayeye Kalan	2.000.000	1.550.000
Öz Sermayenin Beklediği	0,25	0,21
Öz Sermayenin Değeri	10.000.000	7.380.952
Borcun Değeri	---	3.000.000
İşletmenin Toplam Değeri	10.000.000	10.380.952
İşletmenin Ortalama Sermaye Maliyeti	0,25	0,192
Finansal Kaldıraç (Borç/Öz Sermaye)	0	0,406

Geleneksel görüşe göre B şirketinin toplam değeri A'dan yüksektir. Ancak M-M bir durumun bu şekilde devam edemeyeceğini öne sürmektedirler. M-M'e göre B şirketinin hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcılar pazardaki yüksek değerden yararlanarak B şirketi hisselerini satarak A'ya yatıracaklardır. Bu suretle B'nin değeri aşağı doğru çekilirken A'nınki yukarı doğru çıkmaya başlayacaktır. Bu işlem A ve B'nin pazar değerleri eşitleninceye kadar devam edecektir.

B şirketinin hisse senedini elinde bulunduran yatırımcının başvuracağı arbitraj şu şekilde çalışacaktır:

B şirketine ortak olan birey, şirketin yüzde birine sahip ise, sahip olduğu senetlerin pazar değeri 73.809,52 TL'dir. Şu hale göre, B şirketi ortağı rasyonel olarak şöyle hareket edecektir:

- 1) B şirketi hisse senetlerini 73.809,52 TL.'ya satacak,
- 2) Kendisi % 15 faiz oranı üzerinden 30.000 TL. borçlanacak, (bu borçlanma halinde bireysel olarak taşıdığı borç riski B şirketinin borç riski ile aynı düzeydedir) ve,
- 3) Şu şekilde oluşturduğu fonlarla A şirketinin % 1'ini satın alacaktır.<sup>168</sup>

<sup>168</sup> Gönenli: A.g.e., s. 358-359

Şimdi bu arbitraj işleminin yatırımcı açısından gerekliliğini belirleyelim:

Görüldüğü gibi B şirketi ortağı arbitraja gitmeden önce B şirketindeki 73.809,52 TL.'lik yatırımı üzerinden % 21 kazanıyordu ve bu kazanç 15.500 TL. idi. Yatırımcı arbitraj işlemi ile elde ettiği fonları A'ya yatırınca A'nın %1 ortağı olarak 20.000 TL. kâr payı geliri elde edecektir. Ancak 30.000 TL. borcu için % 15 oranı üzerinden 4.500 TL. faiz ödeyeceğinden net geliri 15.500 TL. olacaktır. Bir başka deyişle her iki halde de geliri aynı düzeyde kalmış olacaktır, fakat A'ya yatırım yapması halinde bunun için kullanacağı net fon (100.000 – 30.000 = 70.000 TL.) 70.000 TL. olacaktır. Halbuki B Şirketine yatırım yaptığında bağladığı fon 73.809.52 TL. idi.

Rasyonel bireylerin girişecekleri bu tür arbitrajlar A'nın pazar değerini yükseltirken B'ninkini aşağıya doğru çekecektir. Bu arbitraj her iki şirketin ortalama sermaye maliyetleri birbirine eşit oluncaya dek devam edecektir.

Arbitraj işlemi, herhangi bir nedenle A Şirketinin B'ye oranla daha yüksek değeri bulması halinde de, ters yönde çalışarak gene her iki şirketin ortalama sermaye maliyetleri birbirine eşit oluncaya kadar devam edecektir. Örneğin A Şirketinin k<sub>e</sub>'si, yani öz sermaye sahiplerinin beklediği oran, yüzde 18 ise, şirketin toplam pazar değeri 11.111.111 TL. olacaktır. Bu durumda A Şirketinin yüzde 1 ortağı olan birey bu yatırımı çözerek 111.111 TL. alıp bunun 73.809.52 TL.'sini ile B Şirketinin yüzde 1'ini satın alabilir ve gene 30.000 TL.'sini de yüzde 15'den borç vererek bu suretle kullandığı 103.809.52 TL. ile A Şirketinin yüzde 1'ine sahip olduğu andaki kadar gelir elde eder. A Şirketinin payları yerine B'nin paylarını ve borcu cüzdanına almakla 7.301.48 TL. fonu serbest kalmış olacaktır. Bu defa da arbitraj A ve B'nin pazar değerleri birbirine eşit oluncaya dek devam edecektir.<sup>169</sup>

#### 2.2.4.3. M-M modeline karşıt görüşler

Dayanılan varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle birçok eleştiriye konu olan Modigliani-Miller yaklaşımına karşıt görüşler şu hususları ileri sürmektedirler:<sup>170</sup>

<sup>169</sup> Gönenli; Age., s. 360

<sup>170</sup> Türko; Age., s. 512-513

1) Sermaye piyasalarında tam rekabet şartlarının tümüyle geçerli olduğunu söylemek imkansızdır. Hisse senetleri ile ilgili her türlü bilgiyi hiçbir gidere katlanmaksızın anında elde etmek mümkün olmayabilir. Alım-satım işlemlerinin bir maliyeti vardır. Bu durum arbitrajı sınırlar. Arbitraj ancak sağlanacak fayda, işlemin gerektireceği masrafları aştığı takdirde yapılabilir.

2) Kaldı ki, sermaye piyasalarında arbitrajı sınırlayan ve engelleyen kurumlarla ilgili faktörlerden de söz edilebilir. Sermaye piyasasında önemli ölçüde kaynak sağlayan tasarruf kurumları derhal arbitraj işlemine girişemezler. Bu tasarruf kurumlarının portföyünde arbitraj işlemlerine girişmelerini geciktiren bürokratik engeller vardır.

3) Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetlerinin büyük ve küçük firmalar için farklı olmasına yol açar. Bu durum finansal kaldıraçtan yararlanmayan veya az ölçüde yararlanan firmalardan daha yüksek bir değere sahip olmasına yol açabilir.

4) Modigliani-Miller yaklaşımının firmaların iflas etmeleri halinde nasıl çalışacağı, üzerinde durulması gereken bir husustur. Söz konusu yazarlara göre, firmaların iflası halinde varlıklar hiçbir tasfiye masrafına katlanmaksızın ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilebilmektedir. Yazarların bu görüşü, ancak tam rekabet şartları altında çalışan sermaye piyasasının varlığı halinde kabul görebilir. Normal piyasa şartları altında varlıkların ekonomik değerleri üzerinden paraya çevrilmeleri mümkün olmadığı gibi, bir de tasfiye masrafları işe karışmaktadır. İflas halinde, o firmaya daha önce yatırım yapmış olan yatırımcı yatırdığından daha azını alabilecektir. İflas olasılığı dikkate alınınca da, sermaye yapısında borca yer veren firma, vermeyene oranla daha fazla iflas olasılığı ile karşı karşıyadır. Bu durumda, sermaye yapısında borca yer veren firma, özellikle borç/öz sermaye oranı belli bir düzeyi aştığında, daha yüksek sermaye maliyetine ve daha düşük piyasa değerine konu olacaktır.

Deneyisel çalışmalar ve bulgular sermaye yapısı, sermaye maliyeti ile firmanın piyasa değeri arasındaki ilişkiler, yatırım ve finansman kararları arasındaki

etkileşim konularında hangi görüş veya yaklaşımın daha geçerli olduğu hususunu henüz kanıtlamamakla beraber, geleneksel görüş daha çok taraftar toplamıştır.<sup>171</sup>

### 2.3. OPTİMAL SERMAYE YAPISINI SAĞLAYACAK YÖNTEMLER

Optimal sermaye yapısı konusunda, geçmişten günümüze kadar çeşitli görüşler ortaya atılmıştır.<sup>172</sup> Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, (1) finansal kaldıraçtaki değişimle beraber değişmeyeceği, (2) şirket vergilerinin teşvik sağlaması durumunda artan finansal kaldıraçla beraber düşeceği ve (3) belirli bir noktaya kadar kaldırıcın azalan bir fonksiyon olduğu ve sonradan tekrar arttığı ve artmaya başladığı noktada optimal sermaye yapısının oluştuğunu ileri süren sermaye yapısı dolayısıyla sermaye maliyetiyle ilgili birçok ampirik çalışma yapılmıştır.<sup>173</sup> Bu görüşlerin odak noktasını, kullanılan fonların bileşiminin değiştirilmesiyle bir firmanın gerçek değerinin veya sermaye maliyetinin bundan nasıl etkileneceğini saptamak oluşturmaktadır.<sup>174</sup> Ancak bu konuya zaten sermaye yapısına kuramsal yaklaşımlar başlığı altında yeterince değinmiştik. Burada konuya optimal sermaye yapısını sağlamak için başvurulacak yöntemlerden bahsedeceğiz.

Optimal sermaye yapısını sağlamak için başvurulacak yöntemlere geçmeden önce, farklı faaliyet dallarındaki firmaların finansal yapılarına bakmakta yarar vardır.<sup>175</sup>

Aşağıda sunulan Tablo 2.6.'da kimya endüstrisinde faaliyette bulunan firmaların sermaye yapıları içerisinde hisse senedi ve ihtiyatların % 65 gibi yüksek bir oranda yer aldığı görülmekte, buna karşılık bankacılıkta bu oranın % 8,6'ya indiği, elektrik ve gaz şirketlerinde ise bu oranın % 35 olduğu izlenmektedir.<sup>176</sup>

<sup>171</sup> Türko: Age., s. 513

<sup>172</sup> Berk: Age., s. 319

<sup>173</sup> Edwin H. Neave-John C. Wiginton: Financial Management: Theory and Strategies, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1981, s. 240

<sup>174</sup> Berk: Age., s. 319

<sup>175</sup> Türko: Age., s. 513

<sup>176</sup> Türko: Age., s. 513

**Tablo 2.5. Seçilmiş bazı Endüstrilerin Yüzde Olarak Finansman Yapıları**

Endüstri	Kısa V. Borç	Uzun V. Borç	İmtiyazlı Hisse Sen.	Adi Hisse S. ve İht.	Toplam
Kimyevi Madde	15.8	16.6	3.2	64.4	100
Ham Petrol ve Doğal Gaz	19.8	16.6	1.8	61.8	100
Ulaştırma	13.6	31.4	1.8	53.2	100
Gıda (Perakende)	33.2	14.0	2.6	50.2	100
Toptan Ticaret	41.4	9.1	2.0	47.5	100
Elektrik ve Havagazı	9.4	47.1	8.0	35.6	100
Banka	91.4	a*	a*	8.6	100

\*% 05'den az

Sermaye yapısının teşkili için hangi finansman kaynağının ne kadar kullanılacağı konusunda bazı yöntemler mevcuttur. Her firmanın durumunun değişik olması nedeniyle, bu yöntemlere verilen önem derecesi de firmadan firmaya ve endüstriler itibariyle değişebilmektedir. Finansal yönetimin bu yöntemlerle optimal bir sermaye yapısı oluşturması finansman kaynaklarının emre hazır oluşuyla sınırlıdır. Firmaların optimal bir sermaye yapısını oluşturabilmek için başvurdukları yöntemler ana başlıkları ile şöylece sıralana bilir.<sup>177</sup>

### 2.3.1. Uygunluk

Sağlanan kaynakların, finansmanında kullandıkları varlıkların özellikleriyle uyumlu ve tutarlı olması başta gelir.<sup>178</sup> Uygunluk terimi ile, sağlanan fonların finansmanında kullandıkları varlıkların niteliği ile tutarlı ve süre olarak uyum içinde bulunması kastedilmektedir. Bu uygunluk etmeni veya kriteri daha somut olarak, firmanın duran varlıklarını uzun vadeli veya devamlı kaynaklarla; buna karşılık dönen varlıkların süreklilik göstermeyen bölümünü kısa vadeli kaynaklarla finanse etmesi gereği şeklinde ifade edilebilir.<sup>179</sup> Böyle yapılırsa uygunluk yönetimine göre hareket edilmiş olacaktır. Çünkü, sabit varlıklar bir firmada bir yıldan daha uzun süre hizmet vermekte ve yaratacakları nakit akımları amortismanlar yoluyla olmakta ve uzun yıllar almaktadır. Bu tür aktiflerin finansmanına uygun düşen finansman biçimi,

<sup>177</sup> Türko; Age., s. 514

<sup>178</sup> Özdemir; Age., s. 316

<sup>179</sup> Akgüç; Age., s. 501



kuşkusuz yarattığı nakit akımlarının özelliğine uygun düşen uzun vadeli kaynaklar olacaktır.<sup>180</sup>

Öte yandan cari aktiflerin finansmanı için ise, kısa vadeli finansman kaynaklarının kullanılması uygundur. Çünkü cari aktifler bir yıldan daha kısa bir süre içinde nakde dönüştüklerinden, bunlar için uzun vadeli kaynağa başvurmak uygun düşmemektedir.<sup>181</sup>

### 2.3.2. Hisse Başına Kâr

Optimal bir sermaye yapısının teşkilinde en yaygın şekilde başvuru bu yöntem, hisse başına kârı (HBK) en fazla sağlayacak finansman biçim ve bileşiminin seçilmesini esas alır. Hisse başın kâr açısında hangi finansman biçiminin daha avantajlı olduğu firmanın satış düzeyine bağlıdır. Düşük satış düzeylerinde hisse senedi ile finansman, hisse başın kârı artırırken, yüksek satış düzeylerinde borç ile finansman hisse başın kârı artırmaktadır.

Konuyu şöyle bir rakamsal örnekle açıklayalım. Aşağıda Tablo 2. 7.'de verilen firmanın 10.000.000 TL'lik finansman ihtiyacı olduğu varsayılmıştır. Bu 10 milyon TL'lik finansman ihtiyacı çeşitli biçimlerde karşılanabilmektedir. A alternatifinde finansman ihtiyacının % 40'ı % 5 faizli tahvil ihracı ile, % 60 ise hisse sendi ihracı ile (6.000 adet x 1.000 TL) karşılanması düşünülmüştür. B alternatifinde ise, sermaye yapısı % 20 borç ve % 80 öz sermaye olarak ele alınmıştır. C alternatifinde ise, 10 milyonluk finansman ihtiyacının tümü hisse senedi ihracı ile karşılanmıştır.

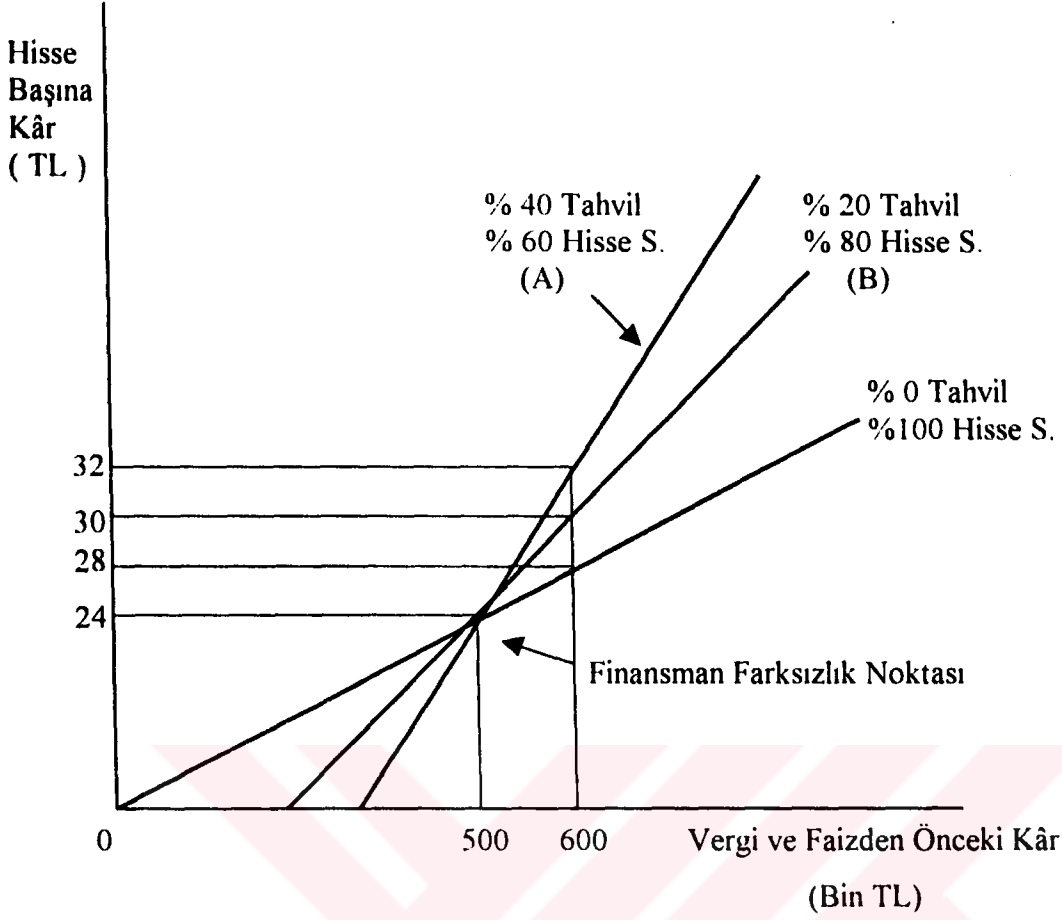
Tablo 2.7. ve bu tabloda ki bilgilere dayanılarak düzenlenmiş Şekil 2.8. incelemek olursa, firmanın şayet vergi ve faizden önceki kâr tutarı 300.000 TL olarak tahmin edilmişse, seçilecek finansman yolu tümüyle hisse senedi ihracı olmalıdır. Ancak bu durumda hisse başına kâr A ve B alternatiflerine nazaran daha fazla olup 14,40 TL kadardır. Vergi ve faizden önceki kâr 600.000 TL olarak tahmin ediliyorsa, o zaman firmanın % 40 borç (burada tahvil), % 60 hisse senedinden oluşan sermaye yapısını seçmesi gerekecektir. Çünkü, bu durumda hisse başına kâr diğer alternatiflerden daha fazla olup, 32 TL'dir.

<sup>180</sup> Türko: Age., s. 514

<sup>181</sup> Türko: Age., s. 514

Tablo 2.6. Hisse Başına Kâr-Sermaye Yapısı

	SERMAYE YAPILARI		
	A	B	C
% 5 Faizli Tahvil	4.000.000	2.000.000	0
Hisse Senedi	6.000.000	8.000.000	10.000.000
Hisse Senedi Adedi	6.000	8.000	10.000
Toplam	10.000.000	10.000.000	10.000.000
HİSSE BAŞINA KÂR			
Vergi ve Faizden Önceki Kâr	300.000	300.000	300.000
Tahvil Faizi	200.000	100.000	0
Vergiden Önceki Kâr	100.000	200.000	300.000
Vergi ( % 52 )	52.000	104.000	156.000
Vergiden Sonraki Kâr	48.000	96.000	144.000
Hisse Başına Kâr	$\frac{48.000}{6.000} = 8 \text{ TL}$	$\frac{96.000}{8.000} = 12 \text{ TL}$	$\frac{144.000}{10.000} = 14 \text{ TL}$
Vergi ve Faizden Önceki Kâr	600.000	600.000	600.000
Tahvil Faizi	200.000	100.000	0
Vergiden Önceki Kâr	400.000	500.000	600.000
Vergi ( % 52 )	208.000	260.000	312.000
Vergiden Sonraki Kâr	192.000	240.000	288.000
Hisse Başına Kâr	$\frac{192.000}{6.000} = 32 \text{ TL}$	$\frac{240.000}{8.000} = 30 \text{ TL}$	$\frac{288.000}{10.000} = 28 \text{ TL}$
Vergiden Önceki Kârda Artış Yüzdesi	% 100	% 100	% 100
Hisse Başına Kârda Artış Yüzdesi	% 300	% 150	% 100
Vergi ve Faizden Önceki Kâr	500.000	500.000	500.000
Tahvil Faizi	200.000	100.000	0
Vergiden Önceki Kâr	300.000	400.000	500.000
Vergi ( % 52 )	156.000	208.000	260.000
Vergiden Sonraki Kâr	144.000	192.000	240.000
Hisse Başına Kâr	$\frac{144.000}{6.000} = 24 \text{ TL}$	$\frac{192.000}{8.000} = 24 \text{ TL}$	$\frac{240.000}{10.000} = 24 \text{ TL}$



**Şekil 2.8.** Finansman Farksızlık Analizi

Tablodaki hesaplamalarımızdan yararlanarak bir şekil çizmek ve çeşitli finansman alternatifleri arasındaki seçimde bir başabaş veya farksızlık noktası hesaplamak mümkündür. Çizdiğimiz Şekil 2.8.'de vergi ve faizden önceki kâr tutarı 500.000 TL olduğu zaman, firma finansman açısından bir farksızlık noktasında bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile, her üç alternatifin sağlayacağı hisse başına kârlar birbirine eşittir.<sup>182</sup>

### 2.3.3. Risk

İşletmeler açısından finansmana ilişkin verilecek kararlarda risk faktörü çok önemli bir faktördür. Dolayısıyla finans yöneticisi finansman kararlarında risk ile kârlılığı bağdaştırmak zorundadır. Burada söz konusu edilen risk, aşırı borçlanmak

<sup>182</sup> Türko; Age., s. 515-517

suretiyle maruz kalınan risktir.<sup>183</sup> Finansal kaldıraçtan aşırı ölçüde yararlanmayı planlayan spekülâtif bir finansman şekli, büyük kârlar sağlayabileceği gibi, firmanın varlığının tehlikeye düşmesi gibi olumsuz sonuçlar da doğurabilir. Varlığın korunması, sürdürülmesi ise tüm canlı varlıklar gibi, firmalarında göz önünde tutmaları gereken temel amaçlardan biridir.<sup>184</sup> Bu nedenle firma yönetimindekiler işletmeleri riskli durumlara gereksiz yere sokmamaları gerekmektedir.<sup>185</sup>

Satışlardaki dalgalanma , faaliyet ve finansal kaldıraçların etkisi ile daha abartılmış bir şekilde kâr üzerine yansır. Bu nedenle satışları dalgalanma gösteren firmaların kârlarındaki dalgalanma, özellikle maliyet yapısı içinde sabit giderlerin payı yüksek olan firmalarda daha büyük boyutlara ulaşır. Satışları dalgalanma gösteren dolayısıyla kârları istikrarsız olan firmaların, riski azaltabilmek için, finansmanda daha geniş ölçüde öz sermaye kullanmaları gerekir. Böylece söz konusu firmalar yüksek olan iş risklerini, düşük bir finansman riski ile dengeleyebilirler.<sup>186</sup>

Borç ile ilgili her çeşit ödeme ve muhtemel kazancın karşılaştırılması yalnız risk bakımından değil, ayrıca ortaklara (hissedarlara) ödenebilecek dividend bakımından da önemlidir. Nitekim işletme, defterinde kâr yapsa da, bu kâr borç taksitlerinin ödenmesi için kullanılacak ise, dividend ödemeye olanak kalmayacaktır.<sup>187</sup>

Firma herhangi bir güçlükle karşılaşır, bundan en fazla zarar gören ortaklar olacaktır. Ortaklar, tahvil faizleri, imtiyazlı hisse senedi kâr paylarında sonra kalanla yetinirler. Demek ki, kazanç ve aktiflerdeki azalış, herkesten önce ortakları etkilemektedir. Bu nedenle ortaklar firma kârının fazla olmasını, aktiflerin en yüksek tutarlarla nakde çevrilmesini isterler. Ortak sayısı ne kadar fazla olursa, kalanın ortaklar arasında pay edilmesi nedeniyle risk de o ölçüde fazla olacaktır.<sup>188</sup>

Konuyu aydınlatmak üzere daha önce vermiş olduğumuz Tablo 2.7.'ye göz atalım: Diyelim ki % 80 veya % 60 hisse senedi ile finansman alternatiflerinden (A ve B'den) birini seçmek durumundayız. Tablo 2.8.'den görüleceği gibi, vergi ve faizden önceki 600.000 TL'lik kâr hacminde, % 80 - % 20 (B alternatifi) sermaye

<sup>183</sup> Özdemir: Age., s. 316

<sup>184</sup> Akgüç: Age., s. 502

<sup>185</sup> Özdemir: Age., 316

<sup>186</sup> Akgüç: Age., s. 502

<sup>187</sup> Zeyyat Hatiboğlu: Ayrıntılı İşletme Finansı. Sedok Yayınları, İstanbul, 1995, s. 283

<sup>188</sup> Türko: Age., s. 522

yapısında hisse başına kâr 30 TL, % 40 - % 60 (A alternatifi) sermaye yapısında ise hisse başına kâr 32 TL'dir. Şimdi ortağın yüklendiği riske göz atalım. % 5 faizli 2.000.000 TL'lık tahville finansmanda, şayet vergi ve faizden önceki kâr % 83,3 oranında azalır ise ortaklar hiçbir şey alamayacaklardır. Halbuki 4.000.000 TL'lık tahvil ile finansman halinde, vergi ve faizden önceki kâr % 66,7 oranında azalır ise ortaklara kâr kalmayacaktır. O halde risk açısından A alternatifinin önerdiği finansman bileşimi daha risklidir.<sup>189</sup>

**Tablo 2.7. Risk Analizi**

	<b>B Alternatifi</b> <b>% 20 Tahvil</b> <b>% 80 Hisse Senedi</b>	<b>A Alternatifi</b> <b>% 40 Tahvil</b> <b>% 60 Hisse Senedi</b>
Vergi ve Faizden Önceki Kâr	600.000	600.000
Tahvil Faizi	100.000	200.000
Ortaklara Hiç Kâr Kalmaması İçin Vergi ve Faizden Önceki Kârın Azalması Gereken Tutar	500.000	400.000
Vergi ve Faizden Önceki Kârın Azalış Yüzdesi	% 83,3	% 66,7
Hisse Başına Kâr (HBK)	30 TL	32 TL

#### 2.3.4. Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç, öz sermayenin kârlılığını veya anonim şirketlerde pay başına elde edilen net geliri etkiler. Firma sağlamış olduğu fonların bir bölümü karşılığında sabit sınırlı bir ödeme yapıyorsa (örneğin, alınan borç karşılığında faiz ödemesi gibi) finansal kaldıraç etkisi söz konusudur.

Bilindiği üzere, belirli bir "faiz ve vergiden önceki kâr" düzeyinde finansal kaldıraç derecesi, faiz ve vergiden önceki kârın (FVÖK) vergiden önce fakat faiz ödemelerinden sonra faaliyet kârına oran edilmesi suretiyle hesaplanmaktadır.<sup>190</sup>

<sup>189</sup> Türko; Age., s. 522

<sup>190</sup> Akgüç; Age., s. 502

### Finansal Kaldıraç Derecesi

$$\text{(Belirli bir FVÖK düzeyinde)} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{FVÖK} - C}$$

C sembolü, firmanın sağlamış olduğu fonlar karşılığında yapmış olduğu sabit ödemeleri göstermektedir.

Bir firmanın faaliyetinin sağladığı kârlılık oranı, ödediği faiz oranından yüksek olduğu sürece, borçlanma yoluyla öz sermaye kârlılık oranını yükseltebilir. Bu durumda finansal kaldıraç firmanın lehine çalışır. Buna karşılık faiz oranı firmanın faaliyet kârlılık oranından daha yüksekse, firmanın borçlanması öz sermaye kârlılık oranını ve hisse senedi başına elde edilen geliri düşürür. Firmanın sürekli borçlanarak finansal kaldıraçtan yararlanma olanağı sınırsız değildir. Finansman şekli riskli bir durum aldıkça, yabancı kaynak bulmak olanağı zayıflayacağı hatta ortadan kalkabileceği gibi, finansman riski arttıkça bulunacak yabancı kaynağın maliyeti de yükselecektir.

Ödenecek faizin, FVÖK'e oranı nispi (görelî) olarak arttığı takdirde finansal kaldıraç derecesi büyümekte, aksi halde azalmaktadır. Bir başka deyişle, firmanın faiz karşılama oranı düştükçe finansal kaldıraç derecesi yükselmekte, faiz karşılama oranı yükseldikçe finansal kaldıraç derecesi düşmektedir.<sup>191</sup>

#### 2.3.5. Firmanın Kontrol Hakkı

Sermaye yapısını ve finansman bileşimini etkileyen bir diğer önemli faktör firma üzerindeki kontrol hakkı olmaktadır. Bundan öncede değindiğimiz gibi, borç verenler, imtiyazlı hisse senedi sahipleri firmanın yönetim kurulu seçimine katılamazlar, bunların firma yönetiminde rolleri yok denecek kadar azdır. Şayet tahvil veya imtiyazlı hisse senedi yoluyla finansmana gidilecek olursa, firmanın mevcut kontrol durumu muhafaza edilmiş, saklı tutulmuş olur. Fakat firma hisse senedi ihracı yoluyla finansmana giderse ve çıkarılan yeni senetleri eski ortaklar dışındaki kişiler tarafından satın alınırsa, firmada kontrol hakkı el değiştirecektir.

Ancak şunu da belirlemekte yarar vardır. Devamlı borca başvurmanın, kontrol hakkını saklı tutması yanında bazı sakıncaları da vardır. Bunlardan birincisi, borç sahiplerinin aktifler üzerindeki hakkının artmasıdır. Diğer faiz ödemelerinin

<sup>191</sup> Akgüç: Açe.. s. 503

artmasıdır. Bu gibi durumlarda ne yapılabilir? Çok fazla borçlanarak borç verenler lehine büsbütün kontrolü kaybetmektense, hisse senedi ile finansmana giderek ortaklar lehine çalışmak daha doğrudur.

Mevcut hisse senedi sahiplerinin yeni hisse senedi ihracı ile (tabii bu hisse senetleri yeni ortaklara satılmış ise) kontrol haklarında meydana gelecek değişiklik şu şekilde hesaplanır:

#### Mevcut Hisse Senetleri Sayısı / Mevcut ve Yeni Hisse Senetleri Sayısı

Mevcut hisse senedi sayısı 10.000 adet ise, firma 5.000 adet yeni hisse senedi çıkarıp bu hisseleri ortaklar dışındaki kimselere satmışsa, yeni hisse senetlerinin ihracından evvel % 100 oranında kontrol hakkına sahip olan eski ortakların şirket üzerindeki kontrol hakları % 33,4 oranında düşerek % 66,6'ya inmiştir.<sup>192</sup>

$$\frac{10.000}{10.000 + 5.000} = \%66,6$$

#### 2.3.6. Fleksibilite (Esneklik)

Çeşitli finansman yolları arasında tercih yapılırken, üzerinde durulması gereken diğer bir etken finansman fleksibilitesidir. Finansman fleksibilitesinden maksat işletmenin çeşitli finansman yollarından herhangi birini istediği anda seçebilme imkânıdır.<sup>193</sup> Bir başka ifadeyle firmada daha önce başvuru finansman alternatiflerinin, gelecekte finansman biçimini ne ölçüde etkileyeceği, firmanın kullanışa hazır finansman kaynaklarını ne ölçüde kısıtlayıp kısıtlamayacağıdır.<sup>194</sup> Mesela kapitalizasyonda borç oranı çok yüksek bulunan bir firma yeni bir finansmana gitmeyi düşünürken, yeniden borç almak bunun için hatalı olacaktır. Halbuki bu sırada öz sermaye maliyeti çok yüksek olabilir. Yani yeni öz sermaye temini için, çok düşük fiyatlarla hisse senedi ihraç etmek zorunda olabilir. Bu

<sup>192</sup> Türko; Age., s. 523

<sup>193</sup> Hatiboğlu; Ayrıntılı İşletme Finansı, s. 290

<sup>194</sup> Türko; Age., s. 523-524



durumda finansman bakımından fleksibilitesi bulunmayan bir şirket bu imkanı (yani düşük maliyetlerle borç alma) kullanma şansını kaybetmiş demektir.<sup>195</sup>

Uygulamada firmaların sınırsız olarak borçlanmaya başvurmadıklarını görüyoruz. Yasal bir kısıtlama söz konusu olmasa bile, borçlanma, piyasa koşulları ve belli bir borç/öz sermaye oranı ile kısıtlanabilmektedir.<sup>196</sup>

Yasal kısıtlamaları şöyle özetleyebiliriz; Türk Ticaret Kanunu'na (TTK) göre şirketin daha önceden çıkarmış olduğu tahviller mevcutsa, bu tahvillerin bedeli tamamen tahsil etmedikçe, şirket yeni tahvil ihracına başvuramaz (m. 421). Buna benzer bir hüküm de hisse senedi ihracı konusunda getirilmiştir. TTK'da bu konuda "...esas sermaye karşılık olan hisse senetlerinin bedelleri tamamen ödenmedikçe, genel kurul yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle sermayenin artırılmasına karar veremez." denmektedir (m.391).

Görülüyor ki, yasa koyucu firmaların sınırsız şekilde borçlanmalarını kısıtlamak istemiştir. Enflasyon nedeniyle bu kısıtlamalar zaman zaman gevşetilmiştir.<sup>197</sup>

Yasal kısıtlamaları bir tarafa bırakırsak, borç kapasitesinin sınırına yaklaşmış bir firmanın tekrar borçlanma kararı vermesi halinde, sermaye piyasasındaki faiz oranlarını büyük bir özenle incelemesi ve ne yönde seyredeceğini tahmin etmesi gerekmektedir. Eğer faiz oranının çok yüksek olduğu ve gelecek dönemlerde düşeceği tahmin ediliyorsa, bugün pahalı bir borçlanmaya başvurmak, yarın hisse senedi ihraç etme durumunda kalmak firma lehine olmayacaktır. Bu durumda firmaların başvurdukları finansman yolu geri çağrılabilir tahvil ihracıdır.<sup>198</sup>

Finansmanda esneklik sağlanması, firmanın elinde bir süre için de olsa atıl kalabilecek fon tutarını en düşük düzeye indirerek, kaynak maliyeti ve finansman kârlılığı üzerinde olumlu etki yapar. Kısa süreli kaynaklar, finansmanda esnekliği artıran araçlardır. Kredi sözleşmelerine konulabilecek geri ödeme koşulları ile bu esneklik daha da artırılabilir.<sup>199</sup>

<sup>195</sup> Hatiboğlu: Ayrıntılı İşletme Finansı. s. 290

<sup>196</sup> Türko; Age., s. 524

<sup>197</sup> Türko; Age., s. 524

<sup>198</sup> Türko; Age., s. 524

<sup>199</sup> Akgüç; Age., s. 504



### 2.3.7. Zamanlama (Timing)

Firmanın finansman bileşimini ve sermaye yapısını etkileyen, esneklikle çok yakından ilgili bir diğer faktör zamanlama faktörüdür.<sup>200</sup> Zamanlama, firmanın fonları gereksinme duyduğu an elverişli koşullarla sağlanmasını ifade eder. Bunu için firmaların para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri yakından izlemeleri, kısa süreli finansman bonoları veya hisse senedi ve tahvil çıkarılmasını bu piyasaların elverişli bulunduğu zamanlarda yapmaları gerekir. Ayrıca konjonktürün elverişli olduğu dönemlerde, kısa süreli borçların uzun süreli borç haline dönüştürülmesi veya yeni ödünçler alma yoluyla sağlanacak fonların, elverişsiz şartlarla yapılan eski borçların ödenmesinde kullanılması (röfinansman), zamanlama ve finansmanda esneklik sağlanması açısından yararlı araçlar olarak görülmektedir.<sup>201</sup>

Tek başına zamanlama faktörünü dikkate alınarak finansman kararının verilmesi, ekonominin durgunluk döneminden çıktığı zamanlarda kaynak talebini kısa vadeli kaynaklardan uzun vadeli kaynaklara kaydıracaktır. Çünkü durgunluk döneminin hemen bitiminde uzun vadeli kaynak maliyetleri düşüktür ve sağlanacak bu kaynaklar, daha sonra sabit varlıklara yapılacak yatırımların finansmanında kullanılacaktır. Kısaca, ekonomideki durgunluk döneminin hemen bitiminde, düşük maliyetli, uzun vadeli finansman kaynaklarını sermaye yapısı içerisine alarak dondurmak firmanın lehine olacaktır. Ekonomideki durgunluk dönemi atlatıldıktan sonraki dönemlerde, gerek kısa vadeli gerekse uzun vadeli borçlanmanın maliyetleri yükselecektir. Öte yandan sözü geçen devrede uzun vadeli borçlanmaya başvurmak için firmanın kredi verenlere bazı ek ayrıcalıklar tanıması zorunluluğu da doğacaktır.<sup>202</sup>

Kuşkusuz sermaye yapısının ve finansman bileşiminin oluşturulmasında zamanlama faktörünü yalnız başına ele almak doğru olmaz. Firmadaki kaynak ihtiyacı, maliyeti yüksek olsa dahi acil olabilir. Firmada borç ve öz sermaye arasında makul bir dengenin idamesi gerekir ve borçlar fazla olsa bile, firma ucuz maliyetli borçları sermaye yapısına ilave edebilir. Mevcut tahvil sahipleri firmanın daha yüksek faiz oranlarıyla tahvil ihracına karşı çıkabilirler. İşte bu nedenle sermaye

<sup>200</sup> Türko: Age., s. 524

<sup>201</sup> Akgüç: Age., s. 504

<sup>202</sup> Türko: Age., s. 525

yapısının oluşturulmasında zamanlama faktörü diğer faktörlerce etkilenmekte ve sınırlandırılmaktadır.<sup>203</sup>

Bir türev niteliğindeki forward anlaşmalar, vadelerinin istenilen zamana göre ayarlanabilmesi bakımından, zamanlama konusunda firmalara büyük ölçüde esneklik sağlar.<sup>204</sup>



---

<sup>203</sup> Türko; Ağı., s. 525

<sup>204</sup> Bener Güngör, Türev Ürünleri ve Türev Ürünlerinin Muhasebeleştirilmesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, . 1998, s. 31

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISINI OLUŞTURAN KALEMLER VE ENFLASYONUN BU KALEMLER ÜZERİNE OLAN ETKİLERİ

#### 3.1. UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR VE ENFLASYONUN ETKİLERİ

##### 3.1.1. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

Orta ve uzun süreli borçlar ya da başka bir ifadeyle, uzun vadeli yabancı kaynaklar, bilançonun düzenlendiği tarihi izleyen bir yıl içinde, işletmenin ödemekle yükümlü olmadığı borçları ifade eder.<sup>205</sup>

İşletmeler, uzun vadeli yabancı kaynakları genellikle sabit yatırımların finansmanında kullanırlar. Örneğin; arazi ve arsa alınması her tür yapı ve makinaların temini gibi. Bu nitelikteki yatırımların kısa vadeli borçlanmalarla finanse edilmesi sakıncalıdır.<sup>206</sup> Zira gelir yaratabilmesi ya da verim artışı sağlayabilmesi, bir yıla ötesine uzanan bu faaliyetlerin, kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi, özellikle likidite bakımından zayıf olan bir ekonomide işletmeleri darboğaza sürükleyebilir.<sup>207</sup>

Günümüzde, uzun vadeli borçlanma yoluyla sağlanan fonlar, işletme finansmanında önemli bir yer işgal etmektedir.<sup>208</sup>

İşletmeler kolaylıkla uzun vadeli yabancı kaynaklara müracaat edemezler. Bazen yasalarca çizilmiş hükümlere uyma zorunluluğu bazen de işletmenin yapısından kaynaklanan nedenler bunu engeller. Yeni kurulmuş, gelişme yönünün ne olacağı hakkında belirsizlikler olan ve yeterince öz kaynağı bulunmayan işletmeler bu kaynaklardan yeterince yararlanamazlar.<sup>209</sup>

<sup>205</sup> Sevgi Altunel; Sanayi İşletmelerinin Finansman Yapısı Üzerinde Enflasyonun Etkisi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 1990, s. 10

<sup>206</sup> Mehmet Kaygusuzoğlu; Türkiye'de Enflasyonun İşletmelerin Finansal Yapılarına Etkileri ve Ortaya Çıkan Finansal Sorunlar, Yayınlanmamış Doktora Lisans Tezi, İnönü Üniv. Sos. Bil. Enst. İşletme Anabilim Dalı, Malatya, 1997, s. 136

<sup>207</sup> Altunel; Age., s. 11

<sup>208</sup> Altunel; Age., s. 11

<sup>209</sup> Kaygusuzoğlu; Age., s. 136

Bu bölüm altında tanıtacağımız kalemler: Orta ve uzun vadeli krediler, tahviller, uzun vadeli borç senetleri, uzun vadeli satıcı kredileri, taksitlendirilmiş vergi ve prim borçları ve diğer uzun vadeli yabancı kaynaklardır.

### 3.1.1.1. Orta ve uzun vadeli krediler

Orta ve uzun vadeli kaynaklar, bir yıldan daha uzun bir süre için, bankaların veya diğer finansman kurumlarının işletmelere açtıkları kredileri ifade eder. Genel olarak vadeleri bir yıl ile beş yıl arasında değişen krediler orta vadeli finansman kaynağı, süresi beş yıldan uzun olan krediler ise, uzun vadeli finansman kaynakları olarak tanımlanmaktadır.<sup>210</sup>

Firmalar sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek, mevcut sabit varlıkların değerlerini artırıcı esaslı bakım ve onarım giderlerini karşılamak veya bu varlıkları yenilemek gibi amaçlarla orta ve uzun vadeli banka kredileri kullanma yoluna başvurumaktadırlar.<sup>211</sup>

Geri ödeme süresi uzun olan bu krediler, çoğunlukla kredi alınırken belirlenmiş olan bir itfa planına göre, taksitler halinde geri ödenirler. Taksit tutarları eşit olabileceği gibi, gittikçe artan veya azalan miktarlarda da olabilir.<sup>212</sup>

Orta ve uzun vadeli kredilerde, genellikle maddi duran varlıklar (arsa ve binalar, makinalar, araç ve gereçler vb.) kredinin güvencesi olarak gösterilmekte, söz konusu duran varlıklar üzerinde ipotek kurulmaktadır. Bazı hallerde banka teminat mektupları da kredinin güvencesini oluşturmaktadır. Örneğin ülkemizde özel yatırım ve kalkınma bankaları diğer bankaların teminat mektupları karşılığında, firmalara vadeli kredi vermektedir.<sup>213</sup>

Bu krediler tahvil ihracı yoluyla sermaye piyasasından fon sağlama imkanı olmayan ya da formaliteleri nedeniyle yararlanmak istemeyen işletmelerin, bir yıldan daha uzun sürelerde gelir yaratabilecek faaliyetlerinin finansmanında kullanabilecekleri çok elverişli bir fon kaynağıdır.<sup>214</sup>

<sup>210</sup> Altunel; Age., s. 11

<sup>211</sup> Türko; Age., s. 563

<sup>212</sup> Akgüç; Age., s. 598

<sup>213</sup> Akgüç; Age., s. 603

<sup>214</sup> Altunel; Age., s. 12

### 3.1.1.2. Tahviller

Ticaret Kanunu'na göre tahvil "Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir." şeklinde tanımlanmaktadır. Yalnız anonim şirketlere ve bazı kamu iktisadi teşebbüslerine tahvil ihraç yetkisi tanınmıştır.<sup>215</sup>

Konumuz itibariyle tahvillerin bizi ilgilendiren yönü, uzun vadeli yabancı kaynakları oluşturan kalemlerden biri olmasıdır. Bu noktadan hareketle tahvillerin mahiyetini genel hatlarıyla incelemek yeterli olacaktır.<sup>216</sup>

Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, Kurula gönderilen bağımsız denetimden geçmiş, son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Halka açık olmayan ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, genel kurulca onaylanan son bilançoda yer alan ödenmiş sermaye ve yeniden değerlendirme artış fonu toplamını geçemez.<sup>217</sup>

Tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri ihraç limitleri ile Türk Ticaret Kanunu'nun 422. maddesinde tespit edilmiş olan anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri tahvil miktarına dair sınırlar gerektiğinde Bakanlar Kurulu'nca genel olarak veya sektörler itibariyle artırılabilir.<sup>218</sup>

Çıkarılan tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri tamamen satılmadıkça veya satılmayanlar iptal edilmedikçe, aynı türden yeni tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri çıkarılamaz.<sup>219</sup>

Anonim şirketler, yatırımcıların ilgisini çekebilmek, tahvil çıkarılmasında başarılı olabilmek için, yatırımcılara alacak hakkına ek olarak ilave haklar, olanaklar ve/veya güvenceler sağlamaktadır. Bu nedenle, primli tahviller, ikramiyeli tahviller, güvenceli (teminatl) tahviller şirket kazancına iştirak hakkı veren tahviller, indeksli

<sup>215</sup> Türko: Age., s. 572

<sup>216</sup> Altunel: Age., s. 12

<sup>217</sup> Türko: Age., s. 572-573

<sup>218</sup> Türko: Age., s. 573

<sup>219</sup> Türko: Age., s. 573

tahviller (enflasyona karşı korunmuş tahviller), hisse senedi satın alma hakkı veren tahviller (Warrant), konvertibl (hisse senedine dönüşebilir-çevrilebilir) tahviller gibi çeşitli tahvil türleri geliştirilmiştir.<sup>220</sup>

Tahviller bir ödeme planı dahilinde geri ödenirler. Ödeme şekilleri arasında ise birtakım farklılıklar vardır. Temel farklılıkları dikkate alarak, şu şekilde bir sınıflandırma yapabiliriz.<sup>221</sup>

1. Asgari iki yıllık ödemesiz dönemden sonra taksitler halinde geri ödenecek tahviller,
2. Vade sonunda bir defada geri ödenecek tahviller,
3. İki yıllık bir ödemesiz dönemden sonra istenildiği an geri ödenecek tahviller.

Tahvillerin satış süresinin son günü vadenin başlangıç tarihini gösterir. Şayet iki yıldan uzun süreli tahvillerin anaparası taksitler halinde ödenecekse, ilk taksiti vadenin başlangıç tarihinden itibaren en erken ikinci yıl sonunda, son taksiti ise tahvil vadesinin bitim tarihine rastlayacak şekilde yıllık eşit taksitlerle ödenir. Vadenin bitiminde tüm tahvillerin anaparası bir defada ödenir. Üçüncü ödeme şeklinde ise, tahviller ancak vadenin başlangıç tarihini izleyen iki yıllık bir ödemesiz dönemden sonra istenildiği anda paraya çevrilebilir.<sup>222</sup>

Tahviller nama veya hamiline yazılı olarak, sabit veya değişken faizli olabilirler. Faiz, satış süresinin bittiği günden itibaren işlemeye başlar. Faiz ödemeleri ise yıllık, altı aylık veya üç aylık ödemeler itibarıyla yapılabilir.<sup>223</sup>

### 3.1.1.3. Uzun vadeli borç senetleri

Borç senetleri, senedi düzenleyen tarafından imzalanan ve belirli bir tarihte, belirli bir miktarı ödemeyi taahhüt eden yazılı vesikalardır.

Uzun vadeli borç senetleri de ortaklara, satıcılara ya da diğer bir kişiye verilmiş olan ve vadeleri bir yıldan daha uzun bir süreye tekabül eden senede bağlı borçları ifade eder.<sup>224</sup>

<sup>220</sup> Akgüç: Age., s. 649

<sup>221</sup> Atilla Gönenli: Finansal Tablolar Analizi ve Yorum, Sermet Matbaası, İstanbul, 1979, s. 101

<sup>222</sup> Gönenli: Finansal Tablolar Analizi ve Yorum, s. 101

<sup>223</sup> Altunel: Age., s. 13

<sup>224</sup> Altunel: Age., s. 13

#### 3.1.1.4. Uzun vadeli satıcı kredileri

Uzun vadeli satıcı kredileri, işletmelerin kredili olarak makine, teçhizat, bina, arsa gibi maddi sabit değerleri temin etmesi sonucunda satıcılara ödemesi gereken uzun vadeli senetsiz borçlarıdır. İşletmeler özellikle maddi sabit değerlerin finansmanında bu krediden yararlanırlar.<sup>225</sup>

Makine ve teçhizatın bedelinin tamamı ödeninceye kadar mülkiyetin satıcı firmaya ait olması, verilen kredinin güvencesini oluşturmaktadır. Bu nedenle anılan işlem, bir tür, “kredinin tamamı ödeninceye kadar mülkiyeti muhafaza kaydıyla satış” olarak nitelendirilebilir. Satıcı kredilerinin veya bunun özel bir şekli olan şartlı satışlarla finansmanın en önemli üstünlüğü, özellikle küçük firmaların bu yolla yeni makine ve teçhizat satın alma olanaklarının artmasıdır. Satın alınan makine ve teçhizat zamanla yeni fonlar yaratarak, firmanın borç ödeme kapasitesini yükseltebileceğinden, satıcı kredileri, bir anlamda, kendi kendini geri ödeyen bir finansman kaynağı olmaktadır.<sup>226</sup>

Firma açısından satıcı kredileriyle finansmanın sakıncalı yönü açık veya kapalı şekilde, bu tür finansmanın maliyetinin bazı koşullar altında çok yüksek oluşudur.<sup>227</sup>

#### 3.1.1.5. Taksitlendirilmiş vergi ve prim borçları

25.5.1964 tarihinde yürürlüğe giren 474 sayılı kanun ile yatırım maddesi sayılacak ve ithali, uzun vadeli plan hedeflerine uygun görülecek eşyanın gümrük vergilerinin, bunların gümrük hattını aştıkları tarihten itibaren en çok beş yıllık eşit taksitlerle tahsili esası getirilmiştir. Ayrıca bazı koşullar altında işletmelerin vergi borçlarını erteleyerek taksitler halinde ödeme imkanları da vardır.<sup>228</sup>

Teşvik tedbirlerinin bir sonucu olarak taksitide bağlanan gümrük vergileri ve ertelenerek taksitlendirilmiş vergi borçları, işletmelere devler tarafından sağlanan bir uzun vadeli kredi mahiyetindedir.

<sup>225</sup> Öztin Akgüç; Mali Tablolar Analizi, 9. baskı, Avcıol Matbaası, İstanbul, 1995, s. 171

<sup>226</sup> Akgüç; Finansal Yönetim, s. 614

<sup>227</sup> Akgüç; Finansal Yönetim, s. 615

<sup>228</sup> Altunel; Age., s. 14

Yukarıda bahsettiğimiz vergi borçlarının haricinde, işletmeler sosyal sigortalar kurumuna ödenecek olan prim borçlarını da, Sosyal Sigorta Kurumuna başvurmak suretiyle taksitlendirebilirler.<sup>229</sup>

### 3.1.1.6. Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar

İşletmelerin yararlanabileceği uzun vadeli finansman kaynaklarıyla ilgili açıklamalarımızı tamamlamadan önce belirmemiz gereken husus, uzun vadeli fon kaynaklarının yalnızca burada ele aldığımız kalemlerle sınırlı olmadığıdır. Burada bahsedilenlerin dışında başka kaynaklar da söz konusudur. Ancak konumuzun bu kaynakların incelemesi olmadığı göz önünde bulundurularak sadece bize gerekli olanlar irdelenmeye çalışılacaktır. Bu kaynakların dışındaki diğer uzun vadeli kaynaklar da detaya girmeden verilmeye çalışılacaktır. Diğer uzun vadeli yabancı kaynaklara şu kelemleri örnek gösterebiliriz: Gayrimenkul rehniyle güvence altına alınmış senet çıkarma, varlığa dayalı menkul kıymet çıkarma, kâr ve zarar ortaklığı belgeleri çıkarılması, alınan uzun süreli avanslar, depozito ve teminatlar, iştiraklere borçlar. Ayrıca orta vadeli finanslama sayılabilecek olan finansal kiralama, rotatif krediler, forfaiting gibi kalemleri de duruma göre bu kalemlere dahil edebiliriz.<sup>230</sup>

### 3.1.2. Enflasyonun Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Üzerindeki Etkisi

Daha öncede belirttiğimiz gibi uzun vadeli yabancı kaynaklar, işletmenin üçüncü kişilere, bir yıldan daha uzun bir sürede ödemekle yükümlü olduğu, vadeli, vadesiz, senetli, senetsiz tüm borçlarını kapsar.<sup>231</sup>

Uzun vadeli yabancı kaynaklar da vade sonunda ulusal paranın nominal değeri üzerinden ödeneceğinden, enflasyon dönemlerinde bu kaynaklardan sağlanan fonların nominal değerleri sabit kalırken reel değerleri azalır.<sup>232</sup>

<sup>229</sup> Altunel; Açe., s. 14

<sup>230</sup> Akgüç; Finansal Yönetim, s. 686-688

Türko; Açe., s. 564-566

<sup>231</sup> Nuri Uman; Fiyat Hareketlerinin İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Yeniden Değerleme, Sevinç Matbaası, Ankara, 1988, s. 49

<sup>232</sup> Şener Dilek; Fiyatlar Umumi Seviyesindeki Değişikliğin İşletmelerin Mali Yapısına Etkileri, Atatürk Üniversitesi İşletme Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 3-4, Şubat 1981, s. 300



Enflasyonun yüksek oranlı ve sürekli olmasının yanında uzun vadeli borçların dönme çabukluğunun az olması, paranın satın alma gücünü kısa vadeye göre çok daha belirgin şekilde azaltacaktır.<sup>233</sup>

Borçlu olan işletme daha önce değerli para birimi ile aldığı borcu, daha iyi yani değeri düşmüş para birimi ile ödeyeceği için reel olarak kazançlı duruma geçer. Bu sayede işletmenin borçlarında reel bir azalma olurken, bu azalışın tersine öz varlıklarında aynı oranda reel bir artış olacaktır.<sup>234</sup>

Vadesinde ulusal para üzerinden ödenecek uzun vadeli borçların faizleri de fiyat artışlarından aynen anaparada olduğu gibi etkilenir ve işletme üzerindeki yükünde reel olarak bir hafifleme olur.<sup>235</sup> Uzun vadeli borçlar, dönme çabukluklarının çok az olması ve nominal karaktere sahip olmalarından dolayı para değerindeki değişimlerden, kısa vadeli borçlara kıyasla daha fazla etkilendiklerinden dolayı ulusal para birimiyle ödenecek olan borçlarla yabancı para birimiyle ödenecek olan borçlar enflasyon karşısında farklılık gösterir. Ulusal para birimiyle ödenecek olan borçlar, nominal karakterli, yabancı para birimiyle ödenecek olan borçlar reel karakterlidir.<sup>236</sup>

Bu durumda yabancı para birimi üzerinden ödenecek borçların, işletme üzerindeki etkisi, döviz kurlarındaki değişmeye ve bu yolla sağlanan fonların, parasal olan veya parasal olmayan varlık ediniminde kullanılıp kullanılmadığına göre farklılık gösterir. Eğer döviz kuru, ödeme zamanında ulusal para karşısında yükselmiş ise zararlı, döviz kuru sabit kalmış veya düşmüş ise kazançlı olacaktır.<sup>237</sup>

Şayet işletmenin aldığı uzun vadeli borçlara karşılık ödediği faiz oranı sabit bir değer ise, faizlerin işletmeye olan reel yükü de, enflasyonla paralel olarak azalır.<sup>238</sup>

Uzun vadeli yabancı kaynaklar içerisinde, tahvil ihraç etmek suretiyle sağlanan kaynakların payı önemli derecede yet tutmaktadır. Bu tahvillerin değişik ortam ve şartlarda farklı niteliklere sahip olacak şekilde ihraç edilebildiğine tahviller

<sup>233</sup> Kamuran Pekiner, İşletme Denetimi, İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Yayını No: 55. 5. baskı, İstanbul, 1988. s. 89

<sup>234</sup> Kadir Taun: Fiyat Hareketlerinin İşletmelerin Bilançoları Üzerindeki Etkileri. Adana İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi, Sayı: 4, Mart: 1975. s. 150

<sup>235</sup> Taun: Age.. s. 151

<sup>236</sup> Uman: Fiyat Hareketlerinin İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Yeniden Değerleme. s. 49

<sup>237</sup> Kaygusuzoğlu: Age.. s. 138

<sup>238</sup> Uman: Fiyat Hareketlerinin İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Yeniden Değerleme. s. 52

başlığı altında daha önce değinmiştik. Bu tahvil türlerinden bir kısmı tahvil ihraç eden işletmenin çıkarlarını korurken bir kısmı da tahvil sahiplerini korumaktadır (örneğin endeksli veya kâr katılmalı tahviller gibi).

Yapılan araştırmalar, faiz oranları içerisindeki enflasyon primlerinin genellikle enflasyon oranlarının altında kaldığını ortaya koymaktadır. Bu yüzden de “Borçlu-Alacaklı Hipotezi” (Debtor-Creditor Hypothesis) adı verilen hipoteze göre, enflasyondan borçlular kârlı, alacaklılar ise zararlı çıkmaktadırlar. Bu durum borçlanılacak fonların azalmasına neden olur. Borç vereni korumak için ya enflasyon oranının üzerinde bir faiz primi vermek veya başka güvenceler sağlamak gerekir. İşte bu durum dikkate alınarak, fiyat artışları dolayısıyla tahvilin anapara ve faizlerinde meydana gelen değer düşüşlerini karşılama amacını taşıyan endeksli tahviller seçilmiş bir değişkene (döviz kuru, altın veya fiyatlar genel seviyesi) göre belirli sürelerde ayarlamaya tabi tutulmaktadır. Bu nevi tahvil ihraçlarında işletmeler, enflasyon dolayısıyla kazançlı çıkmayabilirler.<sup>239</sup>

Enflasyon ortamında yabancı kaynak kullanmaktan dolayı işletmelerin katlandığı borç yükünün hafiflemesi, yabancı kaynak kullanımını cazip hale getirmektedir. enflasyonun süreklilik kazandığı bir ekonomide aşırılığa kaçmamak kaydıyla borçlanmak işletmelerin yararınadır. Bunun yanısıra toplam kaynaklar içinde yabancı kaynakların önemli bir paya sahip olması işletme açısından bir takım sakıncalar doğurmaktadır. İşletmeler ekonominin durgunluk dönemlerinde borç taksitlerini ve faizlerini ödeyebilmekte güçlük çekecektir. Özellikle, satışları garanti altına alınmamış ve gelirleri dalgalanma gösteren işletmelerin aşırı ölçüde yabancı kaynak kullanması, bu işletmeleri ödeme güçlükleri nedeniyle tasfiyeye kadar götürebilir.<sup>240</sup>

## 3.2. ÖZ KAYNAKLAR VE ENFLASYONUN ETKİSİ

### 3.2.1. Öz Kaynaklar

Öz kaynaklar veya öz sermaye, firmanın kuruluşunda ve faaliyet dönemi sırasında firmanın sahip veya ortakları tarafından sağlanan kaynaklar şeklinde tanımlanabilir. Firma, kuruluşunda sonra, yasal şekline göre yeni ortaklar olarak veya

<sup>239</sup> Kaygusuzoğlu: Age., s. 139

<sup>240</sup> Altunel: Age., s. 42

hisse senedi çıkarma yoluyla öz sermayesini artırdığı gibi, elde edilmiş kârları, faaliyetin finansmanında kullanarak (oto-finansman yoluyla) da öz sermayesini güçlendirebilir.<sup>241</sup> Buradan da anlaşılacağı gibi öz sermaye firmaya ortakların koymuş olduğu sermayeden ve dağıtılmamış kârlardan oluşmaktadır.

Öz sermaye, yasal yapıları ne olursa olsun yeni kurulan firmalar için ilk fon kaynağı oluşturduğu gibi, mevcut firmaların borçlanarak kaynak sağlamalarına da olanak verir. Hiçbir firma, öz sermaye tabanına dayanmadan, sürekli olarak borçlanarak kaynak sağlayamaz. Öz sermaye, firmalar açısından sürekli bir kaynak niteliğindedir.<sup>242</sup>

Öz sermaye ile finansman işletmeye sabit bir yük getirmez. Firma, kâr sağladığı takdirde, yetkili organlarının kararı ile kâr payı dağıtır. Firmanın kâr payı dağıtma konusunda özel durumlar dışında, yasal bir yükümlülüğü yoktur.<sup>243</sup>

Öz sermayenin belirli bir vadesi yoktur. Dolayısıyla firma için sürekli bir kaynak niteliği taşır.<sup>244</sup>

Öz sermaye, firmanın olası zararların karşı bir emniyet yastığı fonksiyonu gördüğünden, öz sermayenin artışı, firmanın kredi değerliliğini yükselterek, ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.<sup>245</sup>

Bazı dönemlerde şirket için hisse senedi satarak kaynak temin etmek, yabancı kaynak sağlanmasına kıyasla daha elverişli olabilir. Örneğin hisse senetleri, enflasyona karşı daha iyi bir koruyucudur. Enflasyon sonucu şirketin varlıklarının reel değeri yükseldiği takdirde, bu değer artışları, hisse senetlerine karşı birikim sahiplerinin talebini artırabilir. Enflasyon dönemlerinde şirketler tahvil ihraçlarını çekici bir hale getirmek için yüksek faiz uygulamak gereğini duyduklarından, bu gibi durumlarda da tahvillerin sağladığı faiz, hisse senedinin sağladığı gelirden daha yüksek görülebilir.<sup>246</sup>

Öz kaynaklar yalnızca ortakların koymuş olduğu sermaye (ödenmiş sermaye) ve dağıtılmamış kârlardan müteşekkil değildir. Aynı zamanda yedek ekçeler, yedek

<sup>241</sup> Akgüç: Finansal Yönetim, s. 753

<sup>242</sup> Akgüç: Finansal Yönetim, s. 753

<sup>243</sup> Akgüç: Finansal Yönetim, s. 753

<sup>244</sup> Akgüç: Finansal Yönetim, s. 753

<sup>245</sup> Akgüç: Finansal Yönetim, s. 753

<sup>246</sup> Akgüç: Finansal Yönetim, s. 753-754

ekçe niteliğinde karşılıklar ve yeniden değerlendirilmeden doğan değer artış fonu gibi kalemler de öz kaynakları oluşturan unsurlardır. Şimdi bunları ayrı ayrı inceleyelim.

### 3.2.1.1. Ödenmiş sermaye

İşletme kuruluş aşamasında, bu işletmeye yasal bir yapı kazandırabilmek için hazırlanan ana sözleşmede, hissedarlar tarafından sermaye taahhüdünde bulunulması gerekir. Ana sözleşmede yazılı olan bu sermaye tutarına Nominal Sermaye veya Esas Sermaye denir. Nominal sermayenin tamamının bir defada ödenmesi gerekli olmayabilir. Zira, genel olarak ülkemizdeki uygulamada taahhüt edilen sermaye paylarının  $\frac{1}{4}$ 'ü taahhüt anında ödenmekte, geri kalan kısım ise işletmenin fon ihtiyacına göre yönetim kurulunun yapacağı çağrılarla istenmektedir. Sermayenin bir kısmının ödenip, bir kısmının ödenmemiş olması da farklı sermaye kavramlarının bulunmasına neden olmaktadır.<sup>247</sup>

Nominal sermayenin ödenmemiş bölümü, işletmenin mali varlığına yapılmış gerçek bir katkı olmadığından bizim için önemli olan sermaye kavramı, ödenmiş sermayedir. Ödenmiş sermayenin tanımını, "Nominal sermayeyi taahhüt etmiş olan hissedarların, işletmeye fiilen yatırmış oldukları kısım"dır, şeklinde yapabiliriz. Taahhüt edilen sermayenin tamamı ödendiği zaman, nominal sermaye ve ödenmiş sermaye aynı kavramı ifade eder.

Ödenmiş sermaye, hissedarları tarafından doğrudan doğruya işletmenin kullanımına tahsis edilmiş olan önemli bir finansman kaynağıdır.

Türk Ticaret Kanununun 391. maddesine göre; anonim şirketlerin sermayelerinin arttırılabilmesi için esas sermayenin tamamen ödenmiş olması gerekir. Bir başka ifadeyle esas sermayeye karşılık olan hisse senetlerinin bedelleri tümüyle ödenmedikçe, Genel Kurul sermayenin arttırılmasına karar veremez. Yine aynı kanunun 392. maddesi, anonim şirket genel kurulu, esas sermayenin tamamı ödenmediği halde sermaye arttırılması yönünde bir karar alsaydı bu karar geçersiz sayılır demektir.<sup>248</sup>

<sup>247</sup> Altunel; Age., s. 15-16

<sup>248</sup> Yunus Kışal; Şirketler Muhasebesi. 3. baskı, Beta Basım Yayım, İstanbul, 1994, s. 103

### 3.2.1.2. Yedek akçeler

Yedek akçe, bir işletme ileride, ortaya çıkabilecek zararları karşılamak, hisse sahiplerine düzenli kâr payı dağıtmak, işletmenin gelişmesini sağlamak gibi amaçlarla, işletme kazançlarından oluşturulan fonlardır.<sup>249</sup> Bir başka ifadeye yedek akçe, elde edilen kârın dağıtılmayarak işletme bünyesinde tutulmasıdır.<sup>250</sup>

Yedek akçe ayrılmasındaki temel amaç, işletmenin öz kaynaklar bünyesini sağlam tutmaktır. Bu destek bir yandan işletmelerin gelişmesini ve sürekliliğini sağlarken öte yandan alacaklıların haklarını korumayı esas almıştır. İşletme faaliyetleri sonucunda, öz kaynaklar hesabında belirebilecek azalışları karşılamak amacıyla işletmeye konulan yedek akçelerin mali kaynağı safi kârdır. Yedek akçe işletmede bırakılan bir kâr kısmı olduğu için öz kaynakların bir elemanıdır. Bu nedenle de hissedarların bunlar üzerinde hisseleri oranında hakları vardır.<sup>251</sup>

Yedek akçeleri çeşitli şekillerde sınıflandırmak mümkündür. Bunlar:<sup>252</sup>

- a) Kanuni yedek akçeler
- b) İhtiyari yedek akçeler
- c) Olağanüstü yedek akçeler
- d) Gizli yedek akçelerdir.

Kanuni yedek akçeler, işletme zararlarının kapatılması, işlerin iyi gitmediği zamanlar işletmeyi devam ettirme, işsizliği önlemeye yönelik önlemler alma gibi amaçlar için kullanılmak üzere, her yıl net kârdan yasa gereği olarak ayrılması gereken payları ifade eder. Kanuni yedek akçeye “adi yedek akçe” de denir. Kanuni yedek akçeler ancak yasada gösterilen biçimde çözülebilir ya da harcanabilir. Türkiye’de ticaret şirketleri Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre yedek akçe ayırmak zorundadırlar söz konusu yasaya göre, şirketler prensip olarak yıllık net kârlarının yirmide birini yedek akçe olarak ayırırlar.<sup>253</sup>

İhtiyari yedek akçeler, şirket esas sözleşmesi ile ayrılması kararlaştırılmış bulunan yedek akçelerdir ve “akdi yedek akçe” diye de adlandırılabilirler.<sup>254</sup>

<sup>249</sup> Halil Seyidoğlu: Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük, Güzem Yayınları, Ankara, 1992, s. 976

<sup>250</sup> Akgüç: Mali Tablolar Analizi, s. 188

<sup>251</sup> Altunel: Age., s. 16-17

<sup>252</sup> Seyidoğlu: Age., s. 976

<sup>253</sup> Seyidoğlu: Age., s. 976

<sup>254</sup> Seyidoğlu: Age., s. 976

Bir işletmede, kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, yasalar ve esas sözleşme uyarınca ayrılması gerekli diğer paralar net kârdan ayrılmadıkça, hisse sahiplerine kâr dağıtılamaz.<sup>255</sup>

Şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunmamakla birlikte, genel kurul kararı ile işletme olağanüstü yedek akçe ayırma yoluna başvurabilir. Genel kurul, şirketin sürekli gelişmesi ve olabildiğince düzenli kâr payı dağıtılmasını sağlamak gibi amaçlarla, olağanüstü yedek akçe ayrılmasına karar verebilir.<sup>256</sup>

Gizli yedek akçeler şirket aktiflerinin, bilanço günündeki değerlerinden daha düşük değerler üzerinden bilançoya konması veya diğer yollarla ayrılan yedek akçelerdir. Ticaret Kanunu, yukarıdakilere benzer şekilde şirket işlerinin sürekli gelişmesini sağlamak veya kâr dağıtımında istikrarı gerçekleştirmek gibi nedenlerle, gizli yedek akçe ayrılmasına olanak vermiştir.<sup>257</sup>

### 3.2.1.3. Yedek akçe niteliğinde karşılıklar

İşletmeler, daha önce ele aldığımız yedek akçelerden farklı olarak, yine dönem kârlarından belirli amaçların gerçekleştirilmesi için fon ayrabilirler. Yedek akçe niteliğindeki karşılıkların, yedek akçelerden ayrıldığı nokta, bunların belirli, bir amaca tahsis edilmiş olmasıdır.

Yatırım indirimi karşılıkları, dahili sigorta fonu, sabit değer yenileme karşılıkları kredi sözleşmeleri gereği ayrılan karşılıklar, beklenmeyen gider ve zararlar için ayrılan karşılıklar, kâr dağıtımını istikrarlı hale getirmek için ayrılan karşılıklar yedek akçe niteliğindeki karşılıklara örnek olarak gösterilebilir.<sup>258</sup>

### 3.2.1.4. Yeniden değerlemeden doğan değer artış fonu

Fiyatlar genel seviyesinde 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 kâr içinde zahiri kâr meydana gelmekte, zahiri kârın reel kâr ile birlikte menfaat grupları arasında paylaşılması ise,

<sup>255</sup> Seyidoğlu: Age., s. 976

<sup>256</sup> Seyidoğlu: Age., s. 976

<sup>257</sup> Seyidoğlu: Age., s. 976

<sup>258</sup> Altuncl: Age., s. 17

işletmenin öz kaynakları dağıtılmış olmaktadır. Bu itibarla, yeniden değerlendirme işlemiyle ulaşılmak istenen temel amaç, işletmenin öz varlığının gerçek olmayan kârlara karşı korunmasıdır.

Ülkemizde işletmelerin sabit aktiflerinin yeniden değerlendirilerek “yeniden değerlendirme fonu” yaratmaları ve bunu sermayelerine ekleyerek finansman gitmeleri sistemi, 1984 yılı sonunda yürürlüğe konan bir yasa değişikliği ile başlamıştır.<sup>259</sup>

Yeniden değerlendirme uygulaması kısmi bir nitelik taşımaktadır. Yani, bilanço esasına göre defter tutan gelir ve kurumlar vergisi mükellefleri amortismanına tabi iktisadi varlıklarının bir kısmını değerlemeye tabi tutup, bir kısmını tutmayabilirler.<sup>260</sup>

İşletmeler aktiflerini bugünkü enflasyona uydurmak için, Maliye ve Gümrük Bakanlığı tarafından değerlendirme dönemine ilişkin olarak tespit ve ilan edilecek olan değerlendirme oranını esas alarak yeniden değerlemeye gidebilirler.<sup>261</sup> Sabit varlıkların yeni ve eski değerleri arasındaki fark, “yeniden değerlemeden doğan değer artış fonu” adı altında gösterilir.

Yeniden değerlendirme yöntemi ile işletmeler, gerçek kârlarını hesaplamak ve gerçek kârları üzerinden kâr dağıtmak imkânına sahip olabilirler. Bu durumda işletmenin öz kaynaklarının dağıtılması bir ölçüde engellenmiş olur.

Yeniden değerlendirme sonucunda doğan değer artışlarının, kısmen veya tamamen işletmenin öz sermayesine eklenebilmesi de söz konusudur. Sermayeye eklenen değerlendirme artışları, hissedarlar tarafından işletmeye tahsis edilmiş değerler olarak kabul edilebilir. Bunun sonucunda işletmenin öz sermayesi artırılmış olur.<sup>262</sup>

Yeniden değerlemeden doğan değer artış fonu ayrı bir hesapta tutulur. Bu fon eğer sermayeye aktarırsa öz sermaye artacağı için buradan doğan artış hissedarlara bedelsiz olarak paylaşılır.

<sup>259</sup> Altıncl: Age., s. 17-18

<sup>260</sup> Akdoğan: Age., s. 484

<sup>261</sup> Akdoğan: Age., s. 488

<sup>262</sup> Altıncl: Age., s. 18



### 3.2.1.5. Dağıtılmamış kârlar

Bir anonim şirketin hissedarlarına dağıtılmayıp işletmede alıkonan gelirlerdir.<sup>263</sup> Bir başka ifadeyle dağıtılmamış kârlar işletmelerin faaliyet dönemi sonundaki kârlarından, yedek akçeler, karşılıklar ve yasal yükümlülükler ayrıldıktan sonra dağıtılmayarak, işletme bünyesinde bırakılan kısımdır.

Özellikle büyüme amacıyla olup da, alternatif kaynaklardan yararlanma imkanı sınırlı olan işletmeler için, dağıtılmayarak işletme bünyesinde bırakılan kârlar, önemli bir finansman kaynağı oluşturabilir.<sup>264</sup> Dağıtılmayan kârlar hissedarların şirket sermayesindeki paylarının değer artışı ifade ettiği için önemli bir finansman kaynağı olma özelliğini teşkil eder. Bu sayede firma, tahvil ihraç ederek yüksek faizle kredi sağlama zorunluluğundan kurtulur.<sup>265</sup>

### 3.2.2. Enflasyonun Öz Kaynaklar Üzerinde Etkisi

Daha öncede belirttiğimiz gibi öz kaynaklar, işletme sahip veya ortakları tarafından işletmeye tahsis edilen fonlar ile işletme faaliyetleri sonucunda elde edilen ve dağıtılmayarak, işletmede bırakılan fonları kapsamaktadır. Öz kaynakları oluşturan kalemler arasında ödenmiş sermaye, yedek akçeler, yedek akçe niteliğinde karşılıklar ve dağıtılmamış kârlardan oluşur.

Öz kaynaklar yabancı kaynaklardan farklı olarak işletme açısından sürekli bir finansman kaynağıdır. Belirli bir vadeleri olmadığı için maliyet unsuru teşkil etmez. Paranın satın alma gücünde meydana gelen azalmalar, öz kaynakları daha farklı şekilde etkiler.

Enflasyonun öz kaynaklar üzerindeki etkisini, öz kaynakları gruplandırarak incelemekte fayda vardır.

<sup>263</sup> Seyidoğlu: Açe., s. 134

<sup>264</sup> Altunel: Açe., s. 19

<sup>265</sup> Seyidoğlu: Açe., s. 134



### 3.2.2.1. Enflasyonun sermaye üzerindeki etkisi

İşletme sahip veya ortakları tarafından işletmeye tahsis edilmiş değerler öz kaynaklar arasında önemli bir paya sahiptir. Burada ortaklar tarafından işletmenin kuruluş aşamasında taahhüt edilen sermayenin tamamının ödenmiş olduğunu farz ediyoruz.

Enflasyonun olmadığı bir ortamda bir işletmenin sermayesinin kayıtlı değeri ile reel değeri birbirine eşittir.<sup>266</sup> Ancak enflasyonun ortaya çıkması ile paranın satın alma gücünün azalması, işletmeye yatırılmış olan öz sermayenin nominal (kayıtlı) değeri iken, belirli bir dönemin başındaki ve sonundaki satın alma gücünde (o dönemi kârlı veya zararlı kapatmış olması dikkate alınmadan) bir düşme meydana gelecektir.<sup>267</sup>

Enflasyon nedeniyle kayıtlı sermayesi eriyen ve sürekli değer kaybeden işletmelerin borsadaki hisse senetlerinin değeri de olumsuz yönde etkilenmektedir. Bu yüzden işletmeler enflasyon dönemlerinde sık sık sermaye artırımına gitmek zorunda kalmaktadırlar.<sup>268</sup>

Enflasyonun öz kaynaklardan sağlanan sermaye (kayıtlı sermaye) üzerindeki etkileri, bunların hangi varlıkların finansmanında kullanıldığına ve bu varlıkların enflasyondan etkilenme durumuna bağlıdır.<sup>269</sup>

Öz kaynaklardan sağlanan fonlar reel değerlere (sabit varlıklar ve stoklar) tahsis edilmiş ise fiyat yükselmeleri dolayısıyla bu varlıklar reel değerlerini aynen muhafaza edebilecekleri hatta üzerinde bir değere sahip olabilecekleri için öz kaynaklar da bundan olumlu yönde etkilenebilecektir. Aksi halde parasal (nominal) varlık unsurlarına yapılan yatırımlar (nakit olarak tutulması veya alacaklara bağlanması) fiyat artışları dolayısıyla bu varlıkların değer kaybına uğrayacak olması, beraberinde öz sermayenin de reel olarak değer kaybına ve satın alma gücü kaybına sebep olacaktır.<sup>270</sup>

<sup>266</sup> Taun; Age., s. 151

<sup>267</sup> Ersin Güredin; Enflasyon ve İşletmelerin Korunması, İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl: 1, Sayı: 1, Nisan-1975, s. 50

<sup>268</sup> Selahattin Tuncer; Enflasyonun İşletmeler Üzerindeki Etkileri, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl:24, Sayı: 286, Aralık-1979, s. 36

<sup>269</sup> Nalan Akdoğan – Nejat Tenker; Finansal Tablolar ve Analizi, Gazi Üniversitesi Yayını, Ankara, 1983, s. 420

<sup>270</sup> Kaygusuzoğlu; Age., s. 142

Sermayenin reel değerini koruyamaması ise, işletmenin üretim gúcünü aynı düzeyde devam ettirebilmesini güçleştirecektir.<sup>271</sup> Bir başka ifadeyle, sermayenin reel değerini koruyamaması, muhasebenin temel ilkelerinden biri olan “sermayenin sabitliği” ilkesini zedelemektedir.<sup>272</sup> Sermayesinin reel değeri aşıyan bir işletme ise, üretimini aynı düzeyde devam ettirebilmekte güçlük çekecektir.<sup>273</sup>

### 3.2.2.2. Enflasyonun yedek akçeler, karşılıklar, ve dağıtılmamış kârlar üzerindeki etkisi

Yedek akçeler, zararları karşılamak, düzenli bir kâr dağıtım politikası izleyebilmek, oto-finansman imkanının elde edilmesi gibi gayelerle sâfi kârdan ayrılan ve maliyet unsuru içermeyen bir kaynaktır.<sup>274</sup>

Karşılık ise, işletmenin bir kıymet kaybına uğradığı ya da uğrama ihtimalinin olduğu ancak tutarı tam olarak bilinmediği zaman, gayri safi kârdan ayrılan fonlardır.<sup>275</sup>

Geçmiş dönemlerden kalan, dağıtılmayarak işletmede bırakılan kâr tutarları da dağıtılmamış kârlar başlığı altında toplanmaktaydı.

Yedek akçeler, karşılıklar ya da dağıtılmamış kârlar adı altında işletmeye sağlanan fonlarda, fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen artıştan etkilenmektedir. Bu fonların enflasyondan olumlu ya da olumsuz yönde etkilenmesi kullanma biçimlerine ve finanse etmekte kullandıkları varlıkların enflasyondan etkileniş durumlarına bağlıdır.<sup>276</sup>

Öz kaynaklardan, dağıtılmamış kârlar, yedekler, fonlar ve karşılıkların enflasyon karşısındaki durumları da sermaye için söylenen duruma benzer. Eğer bu kaynaklardan sağlanan fonlar reel aktiflere yatırılmış ise reel değerlerini korumakta hatta artırabilmektedirler. Nominal değerlere yatırılmış ise, bu değerlerin maruz kalacağı değer kayıpları beraberinde bu kaynaklarında reel olarak değer kaybetmelerine neden olacaktır.<sup>277</sup> Bir başka ifadeyle işletme bu fonları, kasa ya da

<sup>271</sup> Güredin; Age., s. 49

<sup>272</sup> Uman; Fiyat Hareketlerinin İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Yeniden Değerleme, s. 54

<sup>273</sup> Güredin; Age., s. 50

<sup>274</sup> Altunel; Age., s. 43

<sup>275</sup> Uman; Fiyat Hareketlerinin İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Yeniden Değerleme, s. 61

<sup>276</sup> Akdoğan; Age., s. 19

<sup>277</sup> Kaygusuzoğlu; Age., s. 142-143

bankada nakit olarak tutuyorsa veya alacaklarını finanse etmek için kullanmışsa, yani reel değerlerini koruyamayan varlıkların finansmanında kullanmışsa doğal olarak bu fonlarda reel değerlerini kaybedeceklerdir.<sup>278</sup>

Ancak öz kaynaklar içerisinde yer alan unsurlar, düzenlenen tablolarda gerçekleşme anındaki tarihi para birimleri üzerinden gösterilmeye devam edileceğinden, bu kaynakların enflasyon nedeniyle uğradığı değer kaybı veya artışı bu tablolarda görebilmek imkansızdır. Bu nedenle enflasyon dönemlerinde mali tablolarda yer alan değerlerin gerçeği yansıtmadığı herkesçe bilinen bir gerçektir.<sup>279</sup>

### **3.2. ENFLASYONUN İŞLETMELERİN SERMAYE YAPISI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Hatırlanacağı üzere işletmeler fon ihtiyaçlarını ya öz kaynaklardan ya da yabancı kaynaklardan sağlamakta idi. İşletmeler bu kaynaklardan farklı oranlarda yararlanırlar. Bazı işletmelerin sermaye yapısı içerisinde yabancı kaynaklar büyük bir yer işgal ederken, bazılarında da öz kaynaklar önemli bir paya sahip olabilir. Bu kaynaklardan hangisinden ne oranda yararlanılacağı konusundaki seçimi, çok çeşitli faktörler etkilemektedir. Ancak işletmenin kaynak bileşimi saptanırken göz önünde tutulacak bazı genel ilkeler mevcuttur. İşletmeler finansman ihtiyaçlarını yabancı kaynaklardan ya da öz kaynaklardan karşılama konusunda karar verirken, kaynağın sağlanabilme imkanı, maliyeti, likidite ile ilgili riskini, işletmenin yönetiminde bağımsızlığını sınırlayıp sınırlamadığı, işletmenin ihtiyaçlarına göre ayarlanabilme esnekliği gibi faktörleri dikkate alırlar. Finans yöneticileri, sermaye yapısının oluşturulmasını ilişkin kararlarında tamamen serbest değillerdir. Ekonominin içinde bulunduğu durumu, endüstri ve işletmenin özelliklerini, yasal hükümleri, kredi kurumlarının tutumlarını da göz önünde tutmak zorundadırlar. İşletme için mevcut şartlar çerçevesinde yabancı kaynakların anapara ve faizlerinin geri ödenmesini riske sokmayacak şekilde öz kaynak sermayesinin kârını maksimize edecek bir kaynak bileşimi bulunmalıdır.<sup>280</sup>

<sup>278</sup> Taun: Age., s. 154

<sup>279</sup> Kaygusuzoğlu: Age., s. 143

<sup>280</sup> Altunel: Age., s. 44-45

Bir işletmenin faaliyetlerini yürütebilmek için sahip olduğu varlıklar ile finansman yapısı arasında mutlak bir bağlantı vardır.<sup>281</sup> İşletmede finansal faaliyetler, hangi varlık kalemlerine ne miktar yatırım yapma ve bu yatırımı hangi kaynaklardan finanse etmenin, işletmenin amaçlarına uygun düşeceği göz önünde bulundurularak yürütülür. Duran varlıkların kısa vadeli kaynaklarla karşılanması durumunda, yapılan yatırımlar işletmenin fon yaratma kapasitesini artırmadan, işletmenin bu yatırımların finansmanında kullandığı yabancı kaynakları geri ödemek zorunda kalmasına ve önemli mali problemler yaşamasına neden olabilir.

İşletmeler varlık kalemlerine yapacakları yatırımlarda öncelikle, enflasyondan korunma amacını dikkate alarak bu amaç doğrultusunda hareket etmektedirler.

Fiyatlar genel seviyesinin yükseliş gösterdiği dönemlerde işletmenin sahip olduğu nakit, nakde yakın ve nakde dönüşümü kolay olan varlık kalemlerine yapılan yatırımları sürekli olarak değer kaybına uğramaktadır. İşletme bu kaybını telafi etmek için kayba uğrayacak nitelikteki kıymetlerinin büyük bir kısmını reel değerlerini koruyan varlıklara yatırmaktadırlar. Böylece enflasyon ortamında hakim olan “paradan kaçış” felsefesi ile reel değerlerini koruyan varlıklara doğru bir akım olmaktadır.

İşletmelerin likit değerlerden çok, sabit kıymetlere yatırım yapmayı tercih etmesi, gerekli olandan daha fazla sabit kıymete sahip olmalarına yol açmaktadır.<sup>282</sup>

Enflasyon ortamında işletmelerin varlık yapılarında bir yandan yenileme ve yatırım yapabilmeleri, diğer yandan da iş hacimlerini reel olarak artırabilmeleri veya en azından aynı düzeyde koruyabilmeleri için öz kaynaklarından ve yabancı kaynaklardan sağladıkları fonları, en az enflasyon oranında artırmaları gerekmektedir. Bu artış öz kaynaklarda ve yabancı kaynaklarda paralel biçimde yürütülmelidir.<sup>283</sup>

Ancak enflasyon işletmelerin varlık yapılarında olduğu gibi, finansman kaynaklarının seçiminde de etkili olmaktadır. Ülkemizde yüksek oranlarda yaşanan enflasyon nedeniyle işletmeler hem artan finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek

<sup>281</sup> Oktay Güvencil; Uygulamalı Mali Tablolar Tahlihi, Çağlayan Kitabevi, İstanbul, 1981, s. 104

<sup>282</sup> Cevat Sarıkamış; Enflasyon ve Finansman, Enflasyon Ortamında Muhasebe Finansman ve Vergi Problemleri Semineri, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul, 1974, s. 89

<sup>283</sup> Kemal Kurdaş; Sanayi ve Enflasyon, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Yıl: 17, Sayı: 1, Ocak-1980, s. 42

hem de zorunlu olarak bulundurdukları likit kıymetlerin kıymet kaybını önleyebilmek amacıyla, yabancı kaynak kullanımına ağırlık vermektedirler.<sup>284</sup>

İşletmelerin enflasyon sonucu değer kaybına uğrayan varlıklarını yabancı kaynaklarla finanse etmesi, hatta yararlanabildiği ölçüde sabit kıymetlerini de yabancı kaynakları kullanarak temin etmesi, öz kaynaklarını ise işletme dışı spekülâtif yatırımlara yöneltmesi ile işletmenin enflasyona karşı korunduğu düşünülmektedir.

Ülkemizde enflasyon baskısının yanısıra, sermaye piyasasının yeterince gelişmemiş olması ve işletmelerin genel olarak küçük ve orta ölçekli olmaları sonucu oto-finansman imkanlarının sınırlı oluşu işletmelerin sermaye yapısı içinde yabancı kaynakların öz kaynaklardan daha hızlı artmasına neden olmaktadır.<sup>285</sup>

---

<sup>284</sup> Nuri Uman: Enflasyon ve İndeksleme Metodu, Boğaziçi Üniversitesi Dergisi, Cilt: 4-5, 1977, s. 62

<sup>285</sup> Altunel: Age., s. 47-48

## SONUÇ

Teorik çalışmalarda bir işletmenin başarılı olabilmesinin veya sürekliliğinin devamı için üç boyutta analiz edilmesi gerektiğinden bahsedilir. Bunlar; işletmenin yönetim yapısı, teknolojik gelişmeye uyumu ve işletmenin mali sistemi veya finansal yapısıdır.

İşletmeler yönetim ve teknolojik açıdan her zaman yeniliklere açık ve değişimlere ayak uyduracak yapıda olmalıdırlar. Bu iki faktörün kontrol noktası olan finansal yapı işletmenin sürekli tansiyonunu ölçen ve tedavi teknikleri öneren kısımdır. İyi bir yönetim ve gelişmiş teknoloji uygun bir finansal yapıyla takviye edilmezse işletme gerekli başarıyı gösteremez.

Sermaye yapısı, işletmenin finansal yapısı içerisinde yer alan bir kavramdır. Finansal yapı, firmanın bilançosunun pasif tarafında yer alan tüm kalemlerden oluşur. Sermaye yapısı ise, bir firmanın finansmanında kullandığı uzun vadeli yabancı kaynaklarla öz kaynaklarının oluşturduğu yapıdır. Finansal yapının sermaye yapısından farkı, kısa vadeli borçlar ve karşılıkların finansal yapı içerisinde yer almaları, fakat sermaye yapısının içerisinde yer almamalarıdır. Kısaca sermaye yapısı uzun vadeli finansman kaynaklarının ortaya koyduğu bileşimi belirlemektedir.

Bu anlamda finansman kararlarında alternatif kaynak seçimi yaparken; finansmanda maliyeti, kullanılacak alternatifin riski ve kaynak ediniminde kullanılacak finansman enstrümanının satılabilirliğini ve bu enstrümanlar üzerindeki enflasyonun etkisini ayrı ayrı ve hep birlikte dikkate almak gereklidir.

Enflasyon son yıllarda dünya uluslarının karşılaşmış olduğu en önemli ekonomik problemlerden biridir. 15-20 yıl öncesine kadar enflasyon ara sıra ortaya çıkan ekonomik bir olaydı. Hiç olmazsa dünyanın endüstrileşmiş, iktisaden gelişmiş ülkeleri bakımından durum bu merkezdeydi.

1970'lerde durum tamamen değişmiştir. Enflasyon 1970'lerden sonra artık geçici bir olay olmaktan çıkmıştır. Ülkemizde ise özellikle 1980'lerden sonra enflasyon hem ivme kazanmış hem de kronik hale gelmiştir.

Bugün dünya bir taraftan enflasyon hastalığından nasıl kurtulabileceğini araştırırken, diğer taraftan da enflasyonla birlikte nasıl yaşanabileceğini araştırmaktadır.

Ekonomide enflasyonun hüküm sürmesi ve para değeri üzerinde yaptığı olumsuz etki finansman kaynaklarının seçiminde de etkili olmakta ve optimal sermaye yapısının oluşumunu güçleştirmektedir.

Enflasyonist dönemlerde işletmeler daha fazla borçlanma ihtiyacı duymakta, bu ise, alternatif finansman kaynaklarının risklilik olasılığını artırmaktadır. Bu şartlarda işletmeler finansman kaynaklarının seçiminde çok dikkatli davranmak zorundadırlar. Ayrıca alternatif finansman kaynaklarının seçiminde enflasyonun etkisi işletmeler bazında incelendiğinde işletmelerin, fon sahiplerine çok cazip teklifler yapmak zorunda kaldıklarını görüyoruz. Örneğin, işletmeler tahvil ihraç ederken enflasyondan dolayı enflasyona endeksli tahvil veya kâra katılmalı tahvil gibi tahviller veya enflasyon oranının üzerinde faiz oranı olan tahvil ihraç etmek zorunda kalmaktadırlar. Bu durum ise enflasyonist bir ortamda riskliliği artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla firmalar optimal sermaye yapısının oluşturulmasında mutlaka enflasyon faktörünü dikkate almak zorundadırlar.

Enflasyon dönemlerinde firmalar borçlanarak faaliyetlerini sürdürmesi –eğer firma kâr ediyor ise- finansman kaldırıcının olumlu etkisinden dolayı firma açısından daha iyidir. Çünkü bu sayede firma öz kaynak artırımına girmeden faaliyetlerini sürdürme veya büyütme imkanı bulmaktadır. Ancak firma zarar eder ise bu defa bunun maliyeti öz kaynakla finansmanın maliyetine oranla daha büyük olacaktır.

Sonuç olarak firmalar, enflasyon sonucu değer kaybına uğrayan varlıklarını yabancı kaynaklarla temin etmesi, hatta yararlanabildiği ölçüde sabit değerlerini de yabancı kaynaklarını kullanarak temin etmesi, öz kaynakları ise işletme dışı spekülâtif yatırımlara yöneltmesi ile firma kendisini enflasyona karşı koyabilir. Yalnız unutulmamalıdır ki; firmalar bunun riskliliğini mutlaka göz önünde bulundurup bu çerçevede kendi yapılarına en uygun kaynak dağılımını seçerek bunu sağlayabilirler. Zaten belirli optimal sermaye yapısı yoktur, sadece bir firmanın kendi bünyesine uygun optimal sermaye yapısı vardır.



## KAYNAKLAR

- AKDOĞAN, Nalan; **Enflasyon Muhasebesi**, Kalite Matbaası, Ankara, 1980
- AKDOĞAN, Nalan– TENKER, Nejat; **Finansal Tablolar ve Analizi**, Gazi Üniversitesi Yayını, Ankara, 1983
- AKGÜÇ, Öztin; **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayını, No: 65, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998
- ; **Mali Tablolar Analizi**, 9. baskı, Avcıol Matbaası, İstanbul, 1995
- AKKUM, Tülin F.; **Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Maliyeti, Yatırım ve Finansman Kararları ile İlgili Teorik ve Ampirik Çalışmalar**, Yayınlanmamış Doktora Seminer Çalışması, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1993
- ALTUNEL, Sevgi; **Sanayi İşletmelerinin Finansman Yapısı Üzerinde Enflasyonun Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri, 1990
- AYAYDIN, Aydın; **Para Arzı – Enflasyon İlişkisi**, T.O.B.B. Yayınları, No: Genel: 253; BÖM: 14, Ankara, 1993
- BERK, Niyazi; **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1995
- BRİGHAM, Eugene F. – GAPESKİ, Louis C.; **Financial Management**, The Dryden Press, 1988
- CAMSEY, B. J. – BRİGHAM, Eugene F.; **Introduction to Financial Management**, Third Edition, The Dryden Press, Orlando, 1991
- CEYLAN, Ali; **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş Beşinci Basım, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1998
- DAĞLI, Hüseyin; **Türkiye’de İmalatçı Firmaların Sermaye Yapılarını Belirleyen Etmenler**, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 12, Sayı: 1-2, 1998
- DİLEK, Şener; **Fiyatlar Umumi Seviyesindeki Değişikliğin İşletmelerin Mali Yapısına Etkileri**, Atatürk Üniversitesi İşletme Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 3-4, Şubat 1981



- DURUKAN, Mübeccel Banu; **İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997
- DÜĞER, İsmail Hakkı; **Enflasyon ve Parasal Dinamikler**, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayını, No:23, Eskişehir, 1983
- EKEN, Mehmet Hasan; **Enflasyonun Bankacılık Üzerine Etkilerinin Risk ve Kârlılık Açısından Değerlendirilmesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No: 187, Ankara, 1994
- ERDOĞAN, Muammer; **İşletme Finansmanı**, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu Yayını, No: 2, Diyarbakır, 1990
- ERKAN, Mehmet; **Enflasyonist Ortamlarda İşletmelerin Ticari Kredi Yönetimi**, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 380, Eskişehir, 1990
- ERKAN, Nurhan – TEMİR, Bahşayış; **Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, No: 126, Ankara, 1998
- EROL, Cengiz; **İşletmelerde Finansal Yönetim (Uygulama ve Planlama Ağırlıklı)**, İmge Kitabevi, Ankara, 1999
- GARVEY, Gerald T., - HANKA, Gordon; **“Capital Structure and Corporate Control: The Effect of Antitakeover Statues on Firm Leverage”**, Journal of Finance, Vol:LIV, No:2, April 1999
- GEOFFREY, Knott; **Financial Management**, Macmillan Business, 1998
- GEYİK, Serap; **Enflasyonun Finansal Tablolar Üzerindeki Etkileri ve Bu Etkileri Giderici Bir Tedbir Olarak Enflasyon Muhasebesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Erzurum, 1998
- GÖNENLİ, Atilla; **Finansal Tablolar Analizi ve Yorum**, Sermet Matbaası, İstanbul, 1979
- ; **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 7. Baskı, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, No: 250, İstanbul, 1991
- GÖNENSAY, Emre; **İşsizlik, Durgunluk ve Enflasyon**, İstanbul Boğaziçi Üniversitesi Yayınları, No: 144, İstanbul, 1978

- GÜLLAP, Talat; **Enflasyon Olayı**, Erzurum Atatürk Üniversitesi Yayınları, No: 532, Erzurum, 1979
- GÜNGÖR, Bener, **Türev Ürünleri ve Türev Ürünlerinin Muhasebeleştirilmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum, , 1998
- GÜREDİN, Ersin; **Enflasyon ve İşletmelerin Korunması**, İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Yıl: 1, Sayı: 1, Nisan-1975
- GÜVEMLİ, Oktay; **Uygulamalı Mali Tablolar Tahlili**, Çağlayan Kitabevi, İstanbul, 1981
- HAMPTON, John J.; **Modern Financial Theory**, Reston Publishing Company Inc., Virginia, 1982
- HATİBOĞLU, Zeyyat; **Ayrıntılı İşletme Finansı**, Sedok Yayınları, İstanbul, 1995  
-----; **Temel İşletme Finansı**, Yeni İktisat ve İşletme Yönetimi Dizisi No: 10, Beta Basım Yayım ve Dağıtım, İstanbul, 1993
- HİÇ, Mükerrerem; **Enflasyonist Fiyat Artışları ve Normal Fiyat Artışları, Türkiye’de Enflasyon**, Ar Yayın Dağıtım, İstanbul, 1968
- HİÇ, Süreyya; **Türkiye Ekonomisi**, Mentesh Kitabevi, İstanbul, 1988
- HORNE, James C.V.; **Financial Managemet and Policy**, Prentice Hall, New Jersey, 1986
- KAYGUSUZUOĞLU, Mehmet; **Türkiye’de Enflasyonun İşletmelerin Finansal Yapılarına Etkileri ve Ortaya Çıkan Finansal Sorunlar**, Yayınlanmamış Doktora Lisans Tezi, İnönü Üniv. Sos. Bil. Enst. İşletme Anabilim Dalı, Malatya, 1997
- KILIÇBAY, Ahmet; **Türkiye Ekonomisi**, 5. Baskı, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları No: 263, Ankara, 1984
- KILIÇKIRAN, Osman; **1980’ler Türkiye’sinde Yaşanan Enflasyonla İlgili İncelemeler**, Ankara, 1991
- KIRKMAN, Patrick R.A.; **Inflation Accounting – A Guide for Non – Accountants**, Halsted Press, New York, 1975
- KİSHALI, Yunus; **Şirketler Muhasebesi**, 3. baskı, Beta Basım Yayım, İstanbul, 1994

- KOLB, Robert W. – RODRÍGUEZ, Ricardo J. – CARLİN, Adame; **Finansal Yönetim**, Yardımcı Kitaplar-1-Sorular, Problemler ve Çözüm Önerileri, Çeviren: Ali İhsan Karacan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No: 36, 1996
- KUMBARACIBAŞI, Onur – SORAL, Erdoğan; **Ekonomiye Giriş**, 2. Baskı, EM-AŞ Ofset, Ankara, 1978
- KURDAŞ, Kemal; **Sanayi ve Enflasyon**, Banka ve Ekonomik Yorumlar, Yıl: 17, Sayı: 1, Ocak-1980
- LİMMACK, Robin John; **Financial Accounting and Reporting – An Introduction**, Mc. Millan Publisher Ltd., London, 1991
- MC.CLURE, Kenneth G. – RONNİE, Clayton ve HOFLEER, Richard A.; **“International Capital Structure Differences Among The G7 Nations: A Current Eprical View”**, The European Journal of Finance, Vol:5, No. 2, 1999
- NEAVE, Edwin H. – WİGİNTON, John C.; **Financial Management: Theory and Strategies**, Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1981
- OKKA, Osman; **Enflasyonun Sermaye Bütçelemesi Üzerindeki Etkisi**, Erzurum Atatürk Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 3-4, Erzurum, 1980
- ÖZÇÖREKÇİ, Mustafa; **Enflasyon Ortamında Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi**, T.C. Başbakanlık D.P.T. Yayını No: 415, Ankara, 1986
- ÖZDEMİR, Muharrem; **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997
- ÖZER, İlhan; **Türkiye’de 1970-1983 Dönemi Enflasyonu**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı Araştırma- Geliştirme, Planlama ve Koordinasyon Kurulu, Ankara, 1984/26
- PEKER, Alparslan; **Enflasyon Ortamında Stok Değerleme Yöntemleri ve LİFO**, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1975
- PEKİN, Tevfik; **Makro Ekonomi (Para-Milli Gelir-İstihdam)**, Bilgehan Basımevi, İzmir, 1988

- PEKİNER, Kamuran; **İşletme Denetimi**, İstanbul Üniversitesi Muhasebe Enstitüsü Yayını No: 55, 5. baskı, İstanbul, 1988
- SABAN, Korgün; **Türkiye’de İşletmelerin Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapıları**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1998
- SARIKAMIŞ, Cevat; **Enflasyon ve Finansman**, Enflasyon Ortamında Muhasebe Finansman ve Vergi Problemleri Semineri, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul, 1974
- ; **Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi**, Yayınlanmamış Doçentlik Tezi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1970
- SAYARI, Mehmet; **Enflasyonda Gerçek Satış Kârının Saptanması**, A.İ.T.İ.A. Yayınları, No: 146 Ankara, 1981
- SEYİDOĞLU, Halil; **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, Ankara, 1992
- SUBAŞI, Taşkın; **İzlenen Ekonomik Politikalar Doğrultusunda 1981-1990 Yılları Arasında Türkiye’deki Firmaların Finansal Yapılarının Gelişimi**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 1992
- ŞANVER, Salih; **“Enflasyon ve Vergi”**, Enflasyon Ortamında Muhasebe, Finansman ve Vergi Problemleri, İstanbul Üniversitesi Yayınları, No: 2004-37/6, Sermet Matbaası, İstanbul, 1974
- TAUN, Kadir; **Fiyat Hareketlerinin İşletmelerin Bilançoları Üzerindeki Etkileri**, Adana İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Dergisi, Sayı: 4, Mart, 1975
- TOPRAKÇI, Tuba; **Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Yapısını Etkileyen Etmenler ve Türkiye’de Sektörlerle Finansal Yapı İlişkisi Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İstanbul, 1994
- TUNCER, Selahattin; **Enflasyonun İşletmeler Üzerindeki Etkileri**, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Yıl:24, Sayı: 286, Aralık-1979
- TÜRK, İsmail; **Maliye Politikası**, 11. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, 1997

- TÜRKO, R. Metin; **Finansal Yönetim**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1999
- ULUATAM, Özhan; **Makro Ekonomi**, Genişletilmiş 8. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara 1995
- UMAN, Nuri; **Enflasyon Muhasebesi (Fiyatlar Genel Seviyesi Muhasebesi – Teori – Uygulama)**, İstanbul Boğaziçi Üniversitesi Yayınları, No: 155, İstanbul, 1979
- ; **Enflasyon ve İndeksleme Metodu**, Boğaziçi Üniversitesi Dergisi, Cilt: 4-5, 1977
- ; **Fiyat Hareketlerinin İşletmeler Üzerindeki Etkisi ve Yeniden Değerleme**, Sevinç Matbaası, Ankara, 1988
- ÜSTÜNEL, Besim; **Makro Ekonomi**, 5. Baskı, Mısırlı Matbaacılık A.Ş., İstanbul, 1990
- YÜKSEL, Ahmet; **Enflasyon Muhasebesi**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1997
- WHITTINGTON, Geoffery, **Inflation Accounting-An Introduction to The Debate**, Cambridge University Press, Cambridge, 1983
- ZALOĞLU, Mesut; **Enflasyonun Mali Tablolara Etkileri ve Öneriler**, Enflasyon Muhasebesi Sistemi ve AB Gümrük Birliği ve Türkiye Toplantıları, Antalya Ticaret ve Sanayi Odası Yayını, Antalya, 1994

## ÖZGEÇMİŞ

Ünal Gülhan, 1973 yılında İskenderun'da doğdu. İlk ve orta öğrenimini İskenderun'da tamamladı. 1991 yılında Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'ne kaydolup, bu fakülteden 1995 yılında mezun oldu. 1997 yılında aynı üniversitenin Sosyal Bilimler Enstitüsünde İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans'a başladı. Halen Atatürk Üniversitesi Narman Meslek Yüksekokulunda Okutman olarak görevine devam etmektedir.

