



anadolum
e K a m p ü s
ve

anadolu mobil

dilediğin yerden,
dilediğin zaman,
öğrenme fırsatı!



(ekampus.anadolu.edu.tr)



(mobil.anadolu.edu.tr)

ekampus.anadolu.edu.tr



Takvim



Duyurular



Ders
Kitabı (PDF)



Epub



Html5



Mobi
Kitap



Sesli Kitap



Canlı Ders



Video



Ünite
Özeti



Sesli Özet



Sorularla
Öğrenelim



Alıştırma



Çözümlü
Sorular



Deneme
Sınavı



Tartışma
Forumu



Çıkmış Sınav
Soruları



Sınav Giriş
Bilgisi



Sınav
Sonuçları



Öğrenci
Toplulukları



AOS DESTEK

AÇIKÖĞRETİM DESTEK SİSTEMİ

Açıköğretim Sistemi ile ilgili

merak ettiğiniz her şey AOS Destek Sisteminde...

- Kolay Soru Sorma ve Soru-Yanıt Takibi
- Sıkça Sorulan Sorular ve Yanıtları
- Canlı Destek (Hafta İçi Her Gün)
- Telefonla Destek

aosdestek.anadolu.edu.tr

AOS DESTEK Sistemi İletişim ve Çözüm Masası

0850 200 46 10

www.anadolu.edu.tr



/AOFAnadolum



/Anadolu_Univ



instagram.com/anadoluuniv

T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ YAYINI NO: 2577
AÇIKÖĞRETİM FAKÜLTESİ YAYINI NO: 1547

FİNANSAL YÖNETİM I

Yazarlar

Prof.Dr. Nurhan AYDIN (Ünite 1, 2, 3, 4)

Prof.Dr. Mehmet ŞEN (Ünite 5, 6)

Prof.Dr. Niyazi BERK (Ünite 7, 8)

Editörler

Prof.Dr. Güven SEVİL

Prof.Dr. Mehmet BAŞAR



ANADOLU ÜNİVERSİTESİ

Bu kitabın basım, yayım ve satış hakları Anadolu Üniversitesine aittir.
“Uzaktan Öğretim” tekniğine uygun olarak hazırlanan bu kitabın bütün hakları saklıdır.
İlgili kuruluştan izin almadan kitabın tümü ya da bölümleri mekanik, elektronik, fotokopi, manyetik kayıt
veya başka şekillerde çoğaltılamaz, basılamaz ve dağıtılamaz.

Copyright © 2012 by Anadolu University
All rights reserved

No part of this book may be reproduced or stored in a retrieval system, or transmitted
in any form or by any means mechanical, electronic, photocopy, magnetic tape or otherwise, without
permission in writing from the University.

ÖĞRENME TEKNOLOJİLERİ AR-GE BİRİMİ

Birim Yöneticisi

Doç.Dr. Alper Tolga Kumtepe

Kitap Hazırlama Grubu Sorumlusu

Öğr.Gör. Erdem Erdoğan

Öğretim Tasarımcıları

Prof.Dr. Tevfik Volkan Yüzer

Öğr.Gör. Orkun Şen

Grafik Tasarım Yönetmenleri

Prof. Tevfik Fikret Uçar

Doç.Dr. Nilgün Salur

Öğr.Gör. Cemalettin Yıldız

Dil Yazım Danışmanı

Dr.Öğr.Üyesi Serap Cavkaytar

Grafiker

Gülşah Karabulut

Kapak Düzeni

Doç.Dr. Halit Turgay Ünal

Dizgi

Kitap Hazırlama Grubu

Finansal Yönetim I

E-ISBN

978-975-06-2907-5

Bu kitabın tüm hakları Anadolu Üniversitesi'ne aittir.
ESKİŞEHİR, Ekim 2018

2587-0-0-0-1809-V04

İçindekiler

Sunuş	ix
-------------	----

Finansal Yönetim ve Fonksiyonları.....	2
GİRİŞ	3
FİNANSAL YÖNETİM VE FİNANS YÖNETİCİSİ.....	3
Finans Yöneticisi.....	4
FİNANSAL YÖNETİMİN FONKSİYONLARI	5
Kısa ve Uzun Dönemli Ne Tür Yatırımlar Yapılmalı?	5
(Yatırım Kararları).....	5
Fon İhtiyacı Nereden, Nasıl ve Ne Zaman	
Karşılacaktır? (Finansman Kararları).....	7
İşletmenin Kârı Nasıl Dağıtılacaktır? (Dividant Kararları)	10
İŞLETMELERİN AMAÇLARI	11
Kârı Maksimum Yapma Amacı (Kâr Maksimizasyonu)	12
Zaman Faktörü.....	13
Risk Faktörü.....	13
İşletme Değerini Maksimum Yapma Amacı.....	14
Amaçların Karşılaştırılması	16
DEĞER MAKSİMİZASYONU VE TEMSİL MALİYETİ	16
İŞLETMELERİN YASAL TÜRLERİ	18
Bireysel İşletmeler (Ferdî Teşebbüsler).....	18
Ortaklıklar (Şirketler).....	18
Adi Ortaklıklar (Adi Şirketler)	18
Kollektif Ortaklıklar.....	19
Komandit Ortaklıklar	19
Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket.....	20
Limited Şirketler.....	20
Anonim Şirketler.....	21
FİNANSMANIN TARİHSEL GELİŞİMİ	24
FİNANSAL YÖNETİMDE TEMEL İLKELER.....	25
Özet	28
Kendimizi Sınayalım	29
Yaşamın İçinden	30
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	31
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	32
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	32

Finansal Sistem, Finansal Piyasalar, Finansal Araçlar ve Kurumlar	34
GİRİŞ	35
FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL YÖNETİM	35
FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL SİSTEM	37

1. ÜNİTE

2. ÜNİTE

FİNANSAL PİYASALARIN SINIFLANDIRILMASI	39
YATIRIM VE FİNANSMAN ARAÇLARI.....	41
Finansal Varlıkların Özellikleri	42
FİNANSAL ARACI KURUMLAR.....	43
Finansal Kurumların Sınıflandırılması.....	44
Finansal Kurumların İşlevleri.....	45
FİNANSAL PİYASALARDA DÜZENLEYİCİ VE DENETLEYİCİ KURUMLAR	48
TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI VE BORSANIN TARİHİ GELİŞİMİ	49
FAİZ ORANI VE FAİZ ORANLARININ BELİRLEYİCİLERİ.....	51
Nominal Faiz Oranını Belirleyen Faktörler	52
Özet	54
Kendimizi Sınayalım.....	55
Yaşamın İçinden	56
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı.....	57
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	57
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	57

3. ÜNİTE

Paranın Zaman Değeri	58
GİRİŞ	59
PARA NEDEN ZAMAN DEĞERİNE SAHİPTİR?.....	59
BASİT FAİZ HESAPLAMALARI	60
Basit Faizde Gelecekteki Değer.....	61
Basit Faizde Bugünkü Değer.....	62
BİLEŞİK FAİZ HESAPLAMALARI	63
Bileşik Faizde Bugünkü Değer.....	66
NOMİNAL FAİZ, EFEKTİF FAİZ VE ENFLASYON	67
Nominal Faiz-Efektif Faiz	67
Faiz Oranlarının Vade Süresinde Değişmesi	69
Faiz Oranlarının Enflasyondan Arındırılması	69
EŞİT TAKSİTLİ ÖDEMELER (ANÜİTELER).....	71
Eşit Ödemeler Dizisinin Gelecekteki Değeri.....	71
Eşit Ödemeler Dizisinin Bugünkü Değeri	73
Sürekli Anüiteler.....	76
BORÇ GERİ ÖDEMELERİ.....	77
Geciktirilmiş Eşit Taksitli Ödemeler (Geciktirilmiş Anüiteler)	78
Kalan Borç Miktarının, Eşit Taksitlerdeki Faiz ve Anapara Payının Hesaplanması.....	79
Özet	81
Kendimizi Sınayalım	82
Yaşamın İçinden	83
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	85
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	85
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	87

Finansal Analiz.....	88
GİRİŞ	89
FİNANSAL ANALİZ TÜRLERİ, ANALİZDE	89
KULLANILAN FİNANSAL TABLOLAR VE TEKNİKLER.....	89
Finansal Analiz Türleri	89
Finansal Analizde Kullanılan Tablolar	90
Finansal Analizde Kullanılan Teknikler	91
ORAN ANALİZİ.....	91
Oranların Sınıflandırılması.....	92
Likidite Oranları.....	92
Faaliyet Oranları (Etkinlik Oranları).....	96
Borç Oranları (Kaldıraç Oranları, Mali Yapı Oranları)	100
Kârlılık Oranları.....	102
Piyasa Performansını Değerlendirmede Kullanılan Oranlar	104
FİNANSAL ORANLAR ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	106
(DU PONT ANALİZİ)	106
KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ	108
YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZ	109
EĞİLİM YÜZDELERİ ANALİZİ (TREND ANALİZİ)	111
Özet	112
Kendimizi Sınavalım	113
Yaşamın İçinden	114
Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı	115
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	115
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	116

4. ÜNİTE

Başabaş ve Kaldıraç Analizleri	118
GİRİŞ	119
BAŞABAŞ ANALİZİ VE GİDER TÜRLERİ.....	119
Başabaş Noktasının Hesaplanması.....	121
Nakit Başabaş Noktası	123
Birden Fazla Ürün İçin Başabaş Noktasının Hesaplanması	124
Başabaş Noktasının Grafik Üzerinde Gösterimi	125
Başabaş Analizinin Kullanım Alanları	126
Doğrusal Olmayan Başabaş Analizi.....	127
FAALİYET KALDIRAÇI.....	128
Faaliyet Kaldıraç Derecesi ve Başabaş Noktası Arasındaki İlişki.....	129
FİNANSAL KALDIRAÇ	132
BİRLEŞİK KALDIRAÇ.....	134
Özet	136
Kendimizi Sınavalım.....	137
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı.....	138
Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı.....	138

5. ÜNİTE

Yaşamın İçinden	138
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	140

6. ÜNİTE

Finansal Planlama ve Kontrol.....	142
GİRİŞ	143
FİNANSAL PLANLAMA VE ÖNEMİ	143
FİNANSAL PLANLAMA TÜRLERİ.....	144
FİNANSAL PLANLAMA VE TAHMİN	145
Satışların Yüzdesi Yöntemi.....	146
Bilanço Kalemlerinin Günlük Satış Tutarına Oranı Yöntemi.....	149
Regresyon Yöntemi	150
Oranlar Yöntemi.....	153
Proforma Fon Akım Tablosu Hazırlanması.....	154
FİNANSAL PLANLAMA VE BÜTÇELER	156
Nakit Bütçesi.....	157
Nakit Bütçesinin Hazırlanması	157
Ocak Ayı Nakit Girişlerinin Hesaplanması	158
Şubat Ayı Nakit Girişlerinin Hesaplanması.....	159
Mart Ayı Nakit Girişlerinin Hesaplanması.....	159
Özet	161
Kendimizi Sınayalım	162
Yaşamın İçinden	163
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	163
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	164
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	165

7. ÜNİTE

Çalışma Sermayesi Yönetimi.....	166
GİRİŞ	167
ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI	167
ÇALIŞMA SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ	168
ÇALIŞMA SERMAYESİ TÜRLERİ	169
ÇALIŞMA SERMAYESİNİN UNSURLARI	171
Nakit Yönetimi.....	171
Alacak Yönetimi	173
Stok Yönetimi.....	178
ÇALIŞMA SERMAYESİ DÖNGÜSÜ	181
ÇALIŞMA SERMAYESİNİN OPERASYONEL ETKİNLİĞİ	183
ÇALIŞMA SERMAYESİ YETERLİLİĞİNİN ANALİZİ	184
ÇALIŞMA SERMAYESİNE YATIRIM POLİTİKASI	186
ÇALIŞMA SERMAYESİNİN FİNANSMANI	187
ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACININ BELİRLENMESİ.....	188
ÇALIŞMA SERMAYESİ: KÂRLILIK VE RİSK	189
FİNANSAL KRİZLERİN ÇALIŞMA SERMAYESİNE ETKİLERİ.....	190

Özet	192
Kendimizi Sınayalım	193
Yaşamın İçinden	194
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	194
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı.....	194
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	195

Kısa Vadeli Finansman 196

8. ÜNİTE

GİRİŞ	197
İŞLETMELERİN KISA VADELİ FİNANSMANI	197
TİCARİ KREDİLER.....	198
GERİ SATIN ALMA ANLAŞMALARI (REPO).....	199
MENKULLEŞTİRME.....	201
FİNANSMAN BONOSU	201
BANKA KREDİLERİ.....	203
Nakdi Krediler	203
Spot Kredi.....	205
İştira-İskonto Kredileri.....	205
Rotatif Nakit Krediler	206
Prefinansman Kredisi	206
Döviz Kredileri ve Döviz Endeksli Krediler	207
Eximbank Kredileri.....	207
DİĞER KISA SÜRELİ KAYNAKLAR.....	208
Gayri Nakdi Krediler	209
Teminat Mektupları	209
Kabul Kredisi (Banka Kabulleri)	209
Referans Mektupları.....	210
ULUSLARARASI TİCARETTE ÖDEME ŞEKİLLERİ	210
Peşin Ödeme	211
Mal Mukabili Ödeme	211
Vesaik Mukabili Ödeme	211
Akreditif	211
Akreditifin Açılması	212
Akreditif işlemleri	213
Akreditif Türleri	213
Dönülebilir (Kabili Rücu) Akreditif	213
Dönülemez (Gayri Kabili Rücu) Akreditif	214
Teyitli Akreditif	214
Rotatif Akreditif	214
Devredilebilir Akreditif.....	215
Red Clause Akreditif.....	215
Green Clause Akreditif.....	215
Karşılıklı (Back To Back) Akreditif.....	216

Stand-By Akreditif	216
FAKTORİNG	216
Faktoring Türleri	217
Faktoringin Maliyeti	218
Faktoringin Yararları.....	219
Özet	220
Kendimizi Sınayalım.....	221
Yaşamın İçinden	222
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı.....	222
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı.....	223
Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar.....	224
 Sözlük	 225

Sunuş

Bilim ve teknolojinin günümüzde gösterdiği ilerleme, büyük bir üretkenlik artışı sağlayarak dünya pazarlarındaki mal ve hizmet üretiminin artmasına yol açmıştır. Büyüme konusu, işletmenin diğer fonksiyonlarının yanı sıra Finansal Yönetim fonksiyonunun da farklı bir boyut kazanmasına neden olmuştur. Bununla birlikte uluslararası finansal piyasalarda yaşanan krizler, üretim artışının değer kaybetmesine neden olurken, işletmeler ve bireyler açısından finansal okuryazarlığın ve finans bilgisinin önemini göstermiştir. Bu süreç içerisinde, finansal yönetim uygulamalarını pro-aktif bir biçimde yönetebilen ve rasyonel finansal kararlar alan işletmeler, yaşanan finansal krizlerden olumsuz olarak etkilenmemişlerdir.

Finansal Yönetim I adlı bu kitap, öğrencilerimizin yanı sıra, yaşam boyu öğrenme sürecinde her gün önemli sayıda finansal karar almak durumunda kalan uygulamacılara da yardımcı olması amacıyla hazırlanmıştır. Kitapta iki temel amaç gözetilmiştir. Bunlardan ilki, hem yatırımlar hem de yatırımların finansmanı ile ilgili temel kavramları ve prensipleri anlatmak, ikincisi ise finansal yönetimle ilgili uygulamada karşılaşılan temel sorunlara uygun çözümler getirme becerileri geliştirmektir. Bu amaçlar doğrultusunda, kitapta yer alan 8 ünite sadece teorik boyutuyla ele alınmamış, aynı zamanda sıra sizde, yaşamın içinden ve diğer yönlendirmelerle öğrencilerin uygulamayı takip etmelerine yardımcı olunmasına çalışılmıştır.

Kitap, yazarlarımız, öğretim ve grafik tasarım ekiplerimiz olmak üzere, geniş bir grubun özverili çalışmasıyla ortaya çıkmıştır. Başta yazarlarımız olmak üzere, emeği geçenlere teşekkür eder, öğrencilerimize ve kullanıcılara yardımcı olmasını temenni ederiz.

Editörler

Prof.Dr. Güven SEVİL

Prof.Dr. Mehmet BAŞAR

1

Amaçlarımız

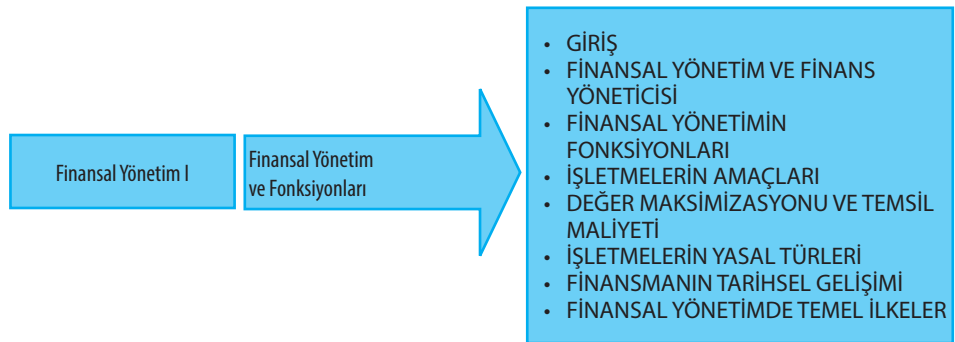
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Finans yöneticisinin işletmedeki yerini ve finansal yönetimin fonksiyonlarını tanımlayabilecek,
- Finansal kararlarda öncelikli amacı açıklayabilecek,
- Değer maksimizasyonu ve temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi kurabilecek,
- İşletmelerin yasal türlerinin finansal yönetim açısından taşıdığı özellikleri açıklayabilecek,
- Finansal yönetimin tarihi gelişimini açıklayabilecek,
- Finansal yönetimin temel ilkelerini tanımlayabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Finansal Yönetim
- Finans Yöneticisi
- Kâr Maksimizasyonu
- Değer Maksimizasyonu
- Temsil Maliyeti
- Halka Açık Şirket
- Halka Kapalı Şirket

İçindekiler



Finansal Yönetim ve Fonksiyonları

GİRİŞ

İşletmelerde finansal etkileri olan kararlar, finansal yönetimin konusunu oluşturur. İşletmelerin başarısıyla finansal kararlardaki başarı arasında sıkı bir ilişki vardır. İşletmelerin başarısı ve etkinliği finansal kararlardaki başarıya bağlıdır. Hızla değişen ve daha karmaşık hale gelen günümüz koşullarında doğru finansal kararlar almak, uygun politikalar oluşturmak gittikçe güçleşmektedir. Finansal yönetim konusunda yeterli bilgiye sahip olmak, sadece bu alanda çalışacaklar için değil, işletmelerin üretim, pazarlama ya da insan kaynakları yönetimi gibi diğer birimlerinde çalışacaklar için de son derecede önemlidir. Bu ilk ünite de finansal yönetimin fonksiyonları, işletmelerin amaçları, işletmelerin yasal türleri, finansal yönetimin tarihi gelişimi ve finansal yönetimle ilgili temel ilkeler üzerinde durulacaktır. Finansal yönetimin temel mantığını anlamada finansal yönetimle ilgili ilkeleri bilmek önemlidir. Bu ilkeler sadece işletmelerin finansal kararlarında değil, bireylerin finansal kararları için de geçerlidir.

FİNANSAL YÖNETİM VE FİNANS YÖNETİCİSİ

İşletmelerin gittikçe büyümesi ve etkilerinin genişlemesi, ortaklık yapılarının çeşitlenerek ortak sayısının artması, yönetim ve ortaklığın ayrılması, iletişim ve bilgi teknolojilerinde hızlı gelişmelerin yaşanması işletmelerde finansal yönetimin önemini artırırken ilave fonksiyonlar da yüklemektedir.

Finansal kararlar ve bu kararlarda etkinliği artırıcı çabalara geçmeden önce genellikle eş anlamlı olarak kullanılan **finans**, **finansman** ve **finansal yönetim** kavramlarını açıklamak uygun olacaktır. Finans, kişi ya da kurumların faydalanabileceği para, fon, kaynak ya da sermaye anlamına gelir. Finansman, gereksinim duyulan fonların sağlanmasını ifade eder. Finansal yönetim ise, gereksinim duyulan fonların sağlanması yanında sağlanan fonların kullanımını da kapsamaktadır. Bu kitap esas olarak işletmelerin finansal yönetimiyle ilgilidir; ancak ister işletme, isterse birey olsun finansal yönetimle ilgili ilkeler, yaklaşımlar benzer özellikler gösterir.

Varsayınız ki mezun oldunuz ve bir iş kurmayı düşünüyorsunuz. Öncelikle cevap bulmanız gereken sorular neler olacaktır?

- Ne tür bir faaliyette bulunacağım? Bu faaliyet için ne tür bina, araç ve gereçlere ihtiyacım olacak?
- Bu iş için gerekli olan kaynağı nereden bulacağım?
- Elde edilecek kârı nasıl kullanacağım? Hiçbir faaliyet, sosyal amaçlı kurumlar dışında, zararlı devam ettirilemez. Sosyal amaçlı kurumlar kâr amaçlı olmasa bile, zararına çalışmayı uzun süre devam ettiremezler. Dolayısıyla kâr elde edildiğinde kârın nasıl kullanılacağı sorusu da düşülmesi gereken bir konu olacaktır.

Finans: Para, fon, kaynak ya da sermayeyi ifade eder.

Finansman: Gereksinim duyulan fonların sağlanması.

Finansal Yönetim: Finansman ihtiyacının en uygun koşullarda sağlanması ve en etkin bir şekilde yatırımlara kanallize edilerek yönetilmesidir.

Bu sorulara benzer daha pek çok soru ilave etmeniz mümkündür. Bununla birlikte soruların çoğu, ya yatırımlarla ya da finansmanla ilgili olacaktır. İşte finansal yönetimin çalışma alanları bu üç temel soruya cevap bulmakla ilgilidir. İster yeni bir faaliyete başlayacak işletme olsun, ister faaliyetlerine devam eden bir işletme olsun sürekli olarak bu sorulara cevap arama, diğer bir ifade ile bu konularda politikalar geliştirmeye çalışacaktır.

Finansal yönetimle ilgili kararlar;

- Ne tür varlıklar alınacaktır? (Yatırım Kararları)
- Gerekli kaynaklar nereden sağlanacaktır? (Finansman Kararları)
- Faaliyet sonucu oluşan kârlar nasıl dağıtılacaktır? (Dividant Kararları)

şeklinde üç temel grupta toplanabilir.

İşletmelerde bu karar alanlarından doğrudan sorumlu kişiler finans yöneticileridir.

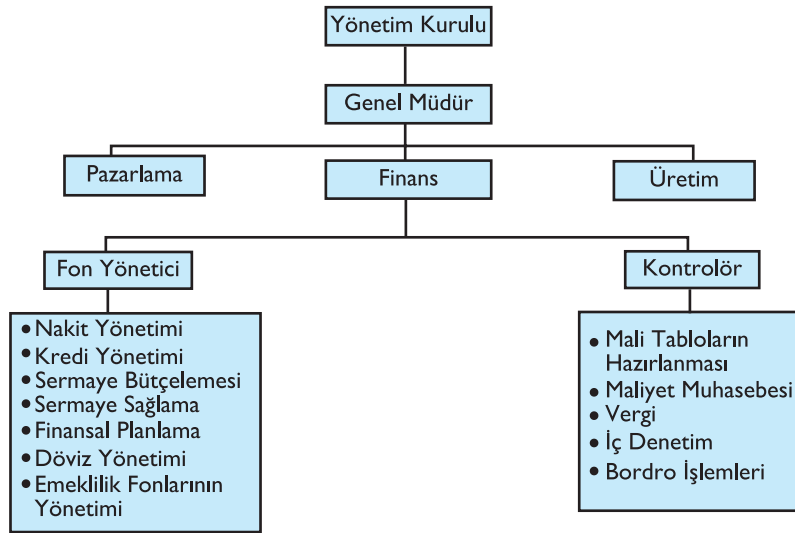
Finans Yöneticisi

İşletmelerin özelliklerine bağlı olarak finansal kararlardan sorumlu olacak kişiler farklılık göstermektedir. Genellikle küçük işletmeler dışındaki işletmelerde finansal kararlardan tek bir kişi sorumlu olmayıp, sorumluluk diğer birimlere de dağılmaktadır. Yeni bir teknolojiye geçmeyi isteyen bir üretim müdürü, yeni bir reklam kampanyası ya da satış politikası uygulamayı düşünen pazarlama yöneticisi de finansal kararlara yakından ilgilidir. Gerçekte para kullanımını gerektiren her karar finansal yönetim kararıdır. Dolayısıyla finansal yönetimle ilgili kararlar genellikle finans yöneticisinin de dahil olduğu üst yönetim grubuyla birlikte alınmaktadır. Tablo 1.1'de büyük bir işletmenin tipik bir organizasyon şeması verilmektedir. Şemada görüldüğü gibi finans yöneticisi, genel müdür yardımcısı düzeyinde yer almaktadır.

Finans Yöneticisi:
İşletmelerde yatırım ve finansman kararlarından sorumlu olan kişi.

Tablo 1.1

Organizasyon
Şeması



Büyük işletmelerde genellikle fon yöneticisinin ve muhasebe yöneticisinin faaliyetlerini yönetmek üzere genel müdür yardımcısı düzeyinde finans yöneticisi vardır. İşletmeler büyüdükçe fon yöneticisiyle birlikte kontrolör ya da muhasebeciye de yer verilmektedir. Mali işler yöneticisi, finansman müdürü olarak da adlandırılan finans yöneticisi daha çok işletmenin stratejik finansal politikalarının ve nakit akışlarının yönetimiyle uğraşır. Küçük firmalarda fon yöneticisi genellikle tek finans yöneticidir; finans yöneticisine bağlı olarak haznedar ve kontrolör bulunmamaktadır. Fon yöneticisi ya da haznedar; nakit yönetimi, kredi yönetimi,

sermaye harcamaları, kaynak sağlanması, kârpayı ödemeleri, emeklilik fonlarının yönetimi, finansal planlama ve analizi, döviz yönetimi gibi görevlerden doğrudan sorumludur. Muhasebeci ise vergilerden, finansal tabloların hazırlanmasından, maliyet muhasebesinden, iç denetimden, bütçelerin hazırlanmasından ve işletmenin özelliğine bağlı olarak ilave edilecek görevlerden sorumludur.

Dividant ya da kâr payı dağıtım kararında yasal koşullar yanında yönetim kurulu ya da genel kurul kararı dikkate alınmaktadır. Yönetim kurulları, küçük ya da orta ölçekli yatırım harcamalarıyla ilgili kararları finans yöneticilerine bırakabilmekte, ancak büyük ölçekli yatırım harcamalarında böyle bir durum söz konusu değildir.



DİKKAT

Ülkemizde işletmelerin büyük bölümünün küçük aile şirketi özelliği göstermesi nedeniyle haznedar ya da fon yöneticisi yerine finansman müdürü; kontrolör yerine muhasebe müdürü terimleri kullanılmakta ve bu iki fonksiyon aynı kişinin sorumluluğunda yerine getirilmektedir. Bu fonksiyonların ayrı kişilerin sorumluluğunda gerçekleştirilmesi durumunda bu kişilerin bağlı olacağı tepe finans yöneticisi olmaktadır. Tepe finans yöneticisi genellikle genel müdür yardımcısı düzeyindedir. Stratejik yatırım ve finansman kararları; üretim, pazarlama, araştırma geliştirme gibi birimlerini de yakından ilgilendirdiği için bu birimlerde çalışanların da kararlara katılımları söz konusu olmaktadır.

FİNANSAL YÖNETİMİN FONKSİYONLARI

Dünyada diğer alanlarda olduğu gibi finansal yönetim alanında da büyük bir değişim ve gelişim yaşanmaktadır. Ancak finans alanında yaşanan değişimin boyutu ve hızı daha büyük olmaktadır. Bu değişim, büyük ya da küçük tüm işletmelerde finansal yönetimin önemini artırırken, yeni fonksiyonlar da yüklemektedir.

Kısa ve Uzun Dönemli Ne Tür Yatırımlar Yapılmalı? (Yatırım Kararları)

İşletmelerin faaliyete başlayabilmeleri, varlıklarını sürdürebilmeleri, rekabet avantajlarını koruyabilmeleri ve büyüyeabilmeleri için çeşitli varlıklara ihtiyaçları vardır. Sahip olunacak varlıkların miktarı, çeşitliliği doğal olarak işletmenin niteliğine bağlı olarak değişecektir. Bir üretim işletmesiyle, sadece alım- satım faaliyetiyle uğraşacak bir işletmenin gereksinim duyacağı varlıklar aynı olmayacaktır. Yine banka, hastane, eğitim kurumları gibi hizmet sunan işletmelerle, otomotif ya da beyaz eşya üreten bir işletmenin gereksinim duyacağı varlıklar farklılık gösterecektir. Üretim işletmelerinin, ticari işletmelere göre daha fazla yatırımlara, özellikle sabit varlık yatırımlarına ihtiyacı vardır. Üretim işletmeleri de kendi içinde sermaye yoğun ve emek yoğun olarak sınıflandırılabilir. Sermaye yoğun üretim işletmelerin sabit varlık yatırım gereksinimi, emek yoğun işletmelere göre daha fazladır.

İşletmeler faaliyet özelliklerine bağlı olarak çok sayıda kısa ve uzun vadeli **reel varlıklara** yatırım yapmak zorundadırlar. İşletmeler sahip oldukları kıt kaynaklarını, çeşitli seçenekler arasında en uygun olanını seçerek kullanmak durumundadırlar. Sermayenin uzun süreli varlıklara yatırılması kararı sermaye bütçeleme si olarak adlandırılır. Bu kararlar, uzun süreli ve büyük miktarlarda sermayeyi gerektirmesi nedeniyle işletmenin başarısında büyük etkiye sahiptir. Yapılacak yatırımın faydaları gelecekle ilgili olması nedeniyle risk içerir ve vade uzadıkça risk artar. Bu tür yatırımlar ekonomik ömürleri boyunca işletmeye sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değerleri bulunarak değerlendirilir. Değerlendirmede yatırımdan beklenen nakit girişlerinin riski, sermaye maliyeti, fırsat maliyeti gibi faktörler dikkate alınır. Seçenekler arasında en yüksek bugünkü değeri veren yatı-

Reel Varlıklar; makine, bina, araç gibi maddi varlıkları ifade eder. Maddi varlıklar yanında teknik uzmanlık, markalar, patent gibi varlıklara da yatırım yapılması gerekir. Bu tür yatırımlara da gayri maddi yatırımlar denir.

Sermaye Bütçeleme: Gelecekte sağlanacak faydalar için sermayenin uzun süreli yatırımlarıyla ilgili kararlar süreci.

Fizibilite Çalışmaları: Uzun vadeli faydalar sağlayacak yatırım projelerinin ekonomik, teknik ve mali açıdan yapılabilirliğinin analiz edilmesi.

Dönen Varlıklar: İşletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için gerekli olan ve en az yılda bir kez paraya dönüşebilen varlıklardır.

Faaliyet Döngüsü: Nakdin hammadde stoklarına, yarı mamüle, mamüle ve alacaklara dönüşerek tekrar nakit hale gelme süreci.

rım, işletmenin değerini maksimize edecektir. Dolayısıyla yatırım kararı, yatırımlardan beklenen nakit akışları ile yatırımın riski birlikte ele alınarak verilmelidir.

İşletmelerin teknik uzmanlık, patent, marka gibi maddi olmayan yatırımları da sabit varlıklara benzer biçimde değerlendirilecektir.

Sermaye bütçelemesi faaliyetleri sadece sabit varlıklarla ilgili harcamalar için değil, araştırma geliştirme harcamaları, reklam kampanyaları, kiralama, satınalma, diğer işletmelerle birleşme gibi işletmeye uzun dönemde fayda sağlayan yatırımlarla ilgili kararları da kapsar.

İşletmenin başarısında uzun vadeli yatırımların etkisinin büyük olması ve kararlardan geri dönme maliyetinin çok yüksek olması nedeniyle titiz araştırmalar ve analizler sonucunda yatırım kararlarının verilmesi gerekir. Diğer bir anlatımla ciddi bir şekilde **fizibilite çalışmaları**nın yapılması gerekir. Birçok ülkede büyük harcamalar yapılarak gerçekleştirilen pek çok tesisin, proje aşamasında bazı kritik noktaların gözden kaçırılması nedeniyle başarısız olduğu görülmektedir. Finans yöneticilerinin işletmeyi bu tür sorunlardan uzak tutabilmeleri için, proje aşamasından başlamak üzere gerekli analizleri titizlikle yapmaları gerekmektedir.

İşletmelerde uzun süreli varlıklar yanında kısa süreli varlıklarla ilgili yatırım kararları da önemlidir. Kısa süreli varlıklar; çalışma sermayesi, işletme sermayesi veya **dönen varlıklar** olarak adlandırılır.

Firmalar günlük faaliyetlerini yürütebilmek için kısa süreli varlıklara ihtiyaç duyarlar. Nakit, menkul değerler, alacaklar ve stoklar başlıca kısa süreli varlıklardır. İşletmeler günlük faaliyetlerini sürdürmek yanında, beklenmedik nakit ihtiyaçlarını karşılamak ve çıkan iş fırsatlarını değerlendirmek üzere kasasında belirli bir miktarda para ve para benzerlerini bulundurmak durumundadır. Ancak fazladan tutulan her bir liranın fırsat maliyeti vardır. İşletmeler bir taraftan likiditelerini korumak, diğer taraftan getiri sağlamak üzere atıl fonlarını menkul kıymetlere yatırır. Menkul kıymetler, işletmelerin kısa süreli fon fazlalığını değerlendirmek üzere yapmış oldukları yatırımlardır. İşletmeler satışlarda aksama olmaması için, faaliyet konusuna bağlı olarak az ya da çok stok bulundururlar. Bir üretim işletmesinde hammadde, yarı mamül ve bitmiş mamül stoklarına sahip olunması gerekir. İşletmenin ne miktarda stok bulunduracağı, fazla stoklamanın getireceği ilave maliyetlerle, az stok bulundurmanın sebep olacağı zararlar dikkate alınarak belirlenmelidir.

Stoklar yanında, işletmenin alacaklara da fon bağlaması gerekecektir. Üretilen ürünlerin tamamının peşin olarak satılması pek mümkün değildir. Günümüz koşulları düşünüldüğünde işletmelerin satışlarını artırmak için vadeli satışlara sıkça başvurdukları görülmektedir. Özellikle kâr marjlarının daraldığı, rekabetin arttığı günümüzde pazar payını korumanın ve genişletmenin önemli bir yolu vadeli satışlardan geçmektedir. Vadeli satış yapıldığı ve vade arttığı ölçüde alacaklara bağlanan fon miktarı da artacaktır.

Kısa süreli varlıkların temel özelliği, bir yıl içinde en az bir kez bir türden diğer türe dönüşmesidir. Örneğin peşin ödeme yapılarak hammadde alındığında nakit, hammadde stoklarına; hammaddeler kullanılarak yarı mamüle, yarı mamüller kullanılarak mamül stoklarına dönüşecektir. Satış politikasına bağlı olarak ürünlerin paraya dönüşümü değişecektir. Ürünlerin peşin satışlarıyla elde edilen para kasaya, vadeli satışlar yapıldığında alacaklara dönüşecektir. Dolayısıyla nakitten başlayan döngü tekrar nakde dönüşerek tamamlanmaktadır. Bu süreç üretimin niteliğine bağlı olarak kısa ya da uzun olabilecektir. Bu döngüye **faaliyet döngüsü**, hammadde - malzeme için nakit ödeme günü ile alacakların nakit olarak tahsil edildiği gün arasında geçen süreye de *nakde dönüşüm* süresi denir.

Dolayısıyla günlük faaliyetlerde ve olağandışı durumlarda kullanılabilecek paranın ne miktarda olacağı, nasıl bir alış ve satış politikası izleneceği, ne miktarda stoklama yapılacağı gibi sorular, finans yöneticisinin cevaplandırması gereken sorulardır.

Yatırım kararları denildiğinde sadece kâr ya da hasılat sağlayan yatırımlarla ilgili (yeni üretim birimlerinin kurulması gibi) kararlar anlaşılmamalıdır. Kullanılmakta olan fonların daha iktisadi kullanımı sağlanarak fonlarda tasarruf yapılması (daha etkin dağıtım sistemi geliştirmek gibi) biçiminde kararlar da olabilir. Yine diğer işletmelerle birleşme, diğer işletmelerin satın alınması ya da devir alınması, dış ülkelere doğrudan yatırımlar yapılması gibi stratejik kararlar da uzun vadeli yatırım kararları kapsamında ele alınan kararlardandır.

Uzun süreli yatırım kararları, işletmelerin gelecekte büyüme hızlarının ne olacağı sorusu dikkate alınarak verilir. İşletmenin büyüme hızına bağlı olarak yapılacak yatırımın büyüklüğü, teknolojisi ve benzeri özellikleri değişecektir.

İster kısa vadeli varlıklara, ister uzun vadeli varlıklara yatırım olsun, o kararla ilgili risk ve getiri dikkate alınarak belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi sağlayacak seçeneğin belirlenmesi gerekir. Bu, seçenekler arasında en yüksek getiriyi sağlayacak seçenek seçilir şeklinde anlaşılmamalıdır. Getirinin, kabul edilebilir minimum getiri düzeyinin üstünde olması gerekir. Kabul edilebilir minimum getiri, işletmenin finansman yapısına ve yatırımın riskine bağlı olarak belirlenir. Yatırım yapılacak varlığın riski arttıkça beklenen getiri de artmalıdır.

Vade: Kısa, orta ve uzun vade olarak ele alınmaktadır. En fazla bir yıla kadar olan vade kısa; 1-3 yıla kadar olan vade orta; 3 yıldan daha uzun vade ise uzun vade olarak kabul edilmektedir.

İşletmelerin toplam varlıkları içinde duran varlıkları arttıkça risk artacaktır. İşletmelerin toplam varlıklarının ne kadarı kısa vadeli, ne kadarı uzun vadeli olacağı önemlidir. Uzun vadeli yatırımların riski yüksek olduğu için getirisi de yüksek olmalıdır. Dolayısıyla kısa ve uzun vadeli varlık bileşimi belirlenirken risk ve getiri değişimi dikkate alınır.



DİKKAT

Günümüz koşulları dikkate alındığında sadece ulusal değil uluslararası yatırım seçenekleri söz konusudur. Bu ise finans yöneticisine, hem ulusal hem de uluslararası fırsatları analiz etme ve değerlendirme sorumluluğunu getirmektedir.

Emek yoğun sektörlere göre sermaye yoğun sektörlerin kârlılığı neden daha yüksek olmalıdır?



SIRA SİZDE

Fon İhtiyacı Nereden, Nasıl ve Ne Zaman Karşılanacaktır? (Finansman Kararları)

İşletmelerin diğer önemli karar alanı, yukarıda sözü edilen kısa ve uzun süreli varlıkların nasıl finanse edileceği ile ilgilidir. Finans yöneticilerinden, işletmenin fon ihtiyacını belirleyerek, ihtiyaç duyulan fonların nasıl karşılanacağı konusunda kararlar almaları beklenir. Yatırım kararlarında olduğu gibi finansman kararlarında da finansal amaç, işletme değerini maksimize edecek finansman bileşimini oluşturmaktır.

İşletmeler sermaye ihtiyaçlarını borç ve **özkaynaklar** olmak üzere iki kaynaktan karşılayabilirler. Özkaynak ve borç toplamı işletmenin toplam kaynaklarını, bu kaynakların bileşimi finansman yapısını oluşturur. İşletmeler öncelikle varlıkların ne kadarını borçla ne kadarını özkaynaklarla finanse edeceklerine karar vermelidirler. Finansman yapısının belirlenmesinde içsel faktörler yanında dışsal faktörlerin de etkileri vardır. Finansman yapısını belirleyen başlıca içsel faktörler şunlardır:

Özkaynak: İşletmenin ortaklarının haklarını gösteren kaynaklardır. Toplam kaynaklardan borçların düşülmesinden sonra kalan kısım özkaynağı gösterir.

- İşletmenin varlık yapısı,
- İşletmenin kârlılık durumu,
- İşletmenin büyüklüğü,
- İşletmenin risk derecesi,
- İşletmenin likidite derecesi,
- İşletmenin borçlanma maliyeti,
- Vergi politikası.

Finansman yapısını etkileyen işletme dışı faktörler ise finansal piyasalara ilişkin faktörler ve makro ekonomik faktörlerdir.

Genellikle işletmelerde finansman yapısı ile sermaye yapısı eş anlamlı olarak kullanılabilmektedir. Bununla birlikte finansman yapısı, sermaye yapısını da içeren daha geniş bir kavram olup, hem kısa hem de uzun süreli tüm kaynak bileşimini ifade eder. Sermaye yapısı kavramı ise yatırımcılar tarafından sağlanan uzun süreli kaynakların (borçlar, imtiyazlı pay senedi, adi pay senedi ve dağıtılmamış karlar) bileşimi ile ilgilidir. Ticari borçlar, tahakkuklar işletmenin normal faaliyetleri sonucunda oluştuğu için genellikle sermaye yapısını oluşturan kaynaklar kapsamında görülmemektedir.

Finans literatüründe işletmelerin sermaye yapısının belirlenmesiyle ilgili farklı görüşler vardır. Bunlar;

- Net gelir yaklaşımı,
- Net faaliyet geliri yaklaşımı,
- Geleneksel yaklaşım,
- Modigliani- Miller yaklaşımıdır.

Net geliri yaklaşımında; borcun ve öz kaynağın maliyeti farklı borçlanma düzeylerinde değişmez. Borç maliyeti özsermaye maliyetinden düşük olduğuna göre, sermaye yapısında ne kadar fazla borca yer verilirse ortalama sermaye maliyeti düşeceği için işletmenin değeri de o ölçüde artacaktır denilir.

Net faaliyet geliri yaklaşımında; borcun maliyeti farklı borçlanma düzeylerinde aynıdır. Ancak borçlanma arttıkça özsermaye maliyeti arttığı için ortalama sermaye maliyeti tüm borç-özsermaye bileşiminde değişmez. Dolayısıyla işletmenin değeri sermaye yapısına göre değişmeyecektir denilir.

Geleneksel yaklaşımda; işletme belirli bir borç oranına kadar ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Bu noktadan sonra borç miktarı arttığında ortalama sermaye maliyeti yükselecektir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimum olduğu nokta, optimal borç/özsermaye oranı, diğer bir ifade ile optimal sermaye yapısı olacaktır. Dolayısıyla işletmeler optimal noktaya kadar borçlanarak işletmenin değerini maksimize edebileceklerdir denilir.

Modigliani- Miller yaklaşımında; Franco Modigliani ve Merton Miller tarafından yapılan çalışmalara bağlı olarak vergilerin, asimetrik bilginin, işlem maliyeti, iflas maliyetlerinin olmadığı etkin bir piyasada işletmelerin değeri sermaye yapısından etkilenmez. İşletmenin değerini, ait olduğu sektörün riski ve işletmenin gelecekte yaratacağı nakit akışları belirler. İşletme değeri sermaye yapısından bağımsızdır; tartılı ortalama sermaye maliyeti farklı borç oranlarında değişmemektedir denilir.

Literatürde tam rekabet koşulları için uygun olabilecek bu görüşlerin, tam rekabet koşulları olmayan piyasalar için uygun olamayacağı düşünülmektedir. Tam rekabetin olmadığı piyasalar için geleneksel yaklaşım benimsenmektedir. Sermaye yapısıyla firma değeri arasında ilişkinin olduğu, işletmenin belirli bir noktaya kadar borçlarını artırarak işletme değerini maksimize edebileceği savunulmaktadır.

DİKKAT



Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti; işletmede kullanılan çeşitli kaynakların toplam kaynaklar içindeki paylarıyla ağırlıklandırılmış maliyetlerinin ortalamasıyla bulunur. Konu ile detaylı açıklama sermaye maliyetiyle ilgili ünite verilecektir.

Borç özsermaye bileşimi belirlendikten sonra, borçlanmanın ne kadarı kısa vadeli, ne kadarı orta ve ne kadarı uzun vadeli olacağı belirlenmelidir. Borçlanma bankalardan ya da finansman bonosu, tahvil gibi finansal varlıklarla tasarruf sahiplerinden sağlanabilir. Gelişmiş ülkelerde finansman seçenekleri fazla iken ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde azdır. Ülkemizde kamu dışındaki işletmelerin kısa vadeli borçlanmalarında, bono, tahvil gibi menkul kıymetlerle finansman sağlamaları yok denecek kadar azdır. Ülkemizdeki işletmelerinin en önemli borçlanma kaynağı bankalar olmaktadır.

Finansman biçimi belirlenirken kaynağın sağlanabilme durumu, riski ve maliyeti dikkate alınır. İşletmeler açısından finansman kaynağının vadesi kısaldıkça risk artar, vade uzadıkça risk düşer. Çünkü kısa vadeli borçlanmalarda faiz ve anapara ödemesi o yıl içinde yapılacağı için risk artmaktadır. Riskten kaçınan işletmelerin genellikle uzun vadeli borçlanmalara ağırlık vermelerinin temel nedeni budur.

Özkaynaklarla finansman, faaliyet sonucunda elde edilen kârların bir bölümü işletmede bırakılarak ya da yeni ortaklar alınarak sağlanabilir. İşletme anonim şirket ise hisse senedi gibi menkul değerler çıkarılarak daha kolay özsermaye sağlanabilir. Anonim ortaklıklarının en önemli özelliği, hisse senedi yoluyla özkaynak sağlanabilmesidir. Çünkü hisse senetleri küçük değerlerle ihraç edilerek, çok sayıda kişilerden büyük miktarda kaynak sağlanabilir. İşletme anonim ortaklık değilse hisse senedi ihraç ederek özkaynak sağlanamayacağı için yeni ortaklar bulunması gerekir. Ancak limited ya da diğer ortaklıklarda ortak sayısı az olduğu için az ortakla büyük kaynak ihtiyacının karşılanması kolay değildir.

Öz kaynakların ya da hisse ile temsil edilen ortaklıklarda hisse senetlerinin belirli bir vadesi yoktur. Hisse senetleri sonsuz süreli **finansal varlıklar** olarak tanımlanır. Hisse senedi ya da özkaynakla finansmanda faiz ve anapara ödemesi gibi zorunlu bir ödeme yoktur; kâr payı ve sermaye kazancı söz konusudur. İşletme elde ettiği kârın bir kısmını ortaklarına kâr payı olarak verebilir. Ayrıca işletme değerinin artmasıyla ortakların sahip oldukları payın değeri de artacağı için sermaye kazancı ortaya çıkacaktır. Bununla birlikte kâr payı ve sermaye kazancı, faiz gibi belirlilik taşımaz. Faaliyetlerden kâr elde edildiği halde, genel kurul kararıyla kâr dağıtımı yapılmayabilir. Hisse senetlerinde vade olmadığı için anapara ödemesi gibi bir durum yoktur. Bu nedenle işletme açısından hisse senedi yoluyla finansmanın riski borçla finansmana göre daha düşüktür. Ancak borçlanma dolayısıyla ödenecek faiz giderleri vergiden düşülürken, hissedarlara ödenecek kâr payları vergiden düşülemez. İşletmenin faaliyetleri başarısızlıkla sona erdirildiğinde reel varlıklar üzerinden öncelik hakkı borç verenlerde olmakta; borç verenlere ödeme yapıldıktan sonra kalan tutar hissedarlara dağıtılmaktadır.

Finans yöneticisi her bir finansman şeklinin avantaj ve dezavantajlarını dikkate alarak uygun bir finansman bileşimi oluşturmalıdır.

Finansal Varlıklar: Reel varlıkların yarattığı nakit akışları üzerinde alacak ya da ortaklık hakkı veren varlıklardır.

İşletmeye fon sunanlar açısından hissedarlığın riski borç vermeye göre daha yüksektir.



DİKKAT

Günümüz işletmeleri, hem ulusal hem de uluslararası piyasalardan fon sağlayabilecek sayısız seçeneklere sahiptir. İşletmelerin, kendi içsel koşullarını, finansal sistemin yapısını, ülkenin genel ekonomik koşullarını, uluslararası koşulları dikkate alarak karar vermeleri gerekir. Finansal yönetime düşen görev, çeşitli seçenekleri risk ve maliyet açısından karşılaştırarak işletmeye en uygun finansman şeklini oluşturmaktır.

Aşağıdaki kararlardan hangisi yatırım kararıdır?

1. X firması tahvil ihraç etti.
2. Y firması ürün geliştirmek için Ar-Ge birimi oluşturdu.
3. Z firması hisse senedi ihraç etti.
4. K firması elde ettiği kârları dağıtmamaya karar verdi.

İşletmenin Kârı Nasıl Dağıtılacaktır? (Dividant Kararları)

Finansal yönetimin üçüncü önemli karar alanı dividant ya da kâr payı dağıtımıyla ilgilidir. Dividant kararları, faaliyetlerden sağlanan kârların ne kadarının işletmede bırakılacağı ne kadarının ortaklara dağıtılacağına yönelik kararlardır. Kâr payı dağıtım politikası, işletmenin fon ihtiyacı, ilave fonların maliyeti, likidite durumu, nakit akışlarının düzenliliği, diğer benzer firmaların kâr dağıtım politikaları, hissedarların beklentileri gibi çok sayıda faktörün dikkate alınmasıyla belirlenir. İşletmenin yasal statüsü de kâr dağıtım politikasının belirlenmesinde etkilidir. Ülkeler sermaye piyasalarını geliştirebilmek, küçük tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasına olan ilgisini artırabilmek için kâr payı dağıtımıyla ilgili düzenlemeler yapmaktadırlar. Ülkemizde de kâr dağıtımında halka açık ve halka kapalı şirketlere yönelik farklı uygulamalar vardır.

Kâr dağıtımı ile işletme değeri arasında ilişkinin olup olmadığı konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Geleneksel yaklaşımda daha fazla kâr payı dağıtımının hisse senedine olan ilgiyi artırarak, hisse senedi fiyatını yükselteceği düşünülmür. Bu görüş finans literatüründe “Eldeki bir kuş daldaki iki kuştan daha iyidir” şeklinde ifade edilir. Bu görüşün altında yatan düşünce, yatırımcıların riskten kaçınacağı, bugünkü kâr payını daha sonradan elde edeceği sermaye kazancına tercih edeceği varsayımdır.

Kâr payı dağıtım politikasının işletme değerine etkisi konusunda **sinyal etkisinden** ve **davranışsal finansın** ilgili görüşünden de bahsedilebilir. Yatırımcıların işletmeyle ilgili bilgileri, işletmenin geçmiş dönemlerine ilişkin durumunu yansıtan finansal tablolarına dayalıdır. Hissedarlar geçmişten daha çok gelecekle ilgili olduklarından işletmenin dağıttığı kâr payı işletmeyle ilgili önemli ipuçları verebilmektedir. Geçmiş yıllara göre daha fazla kâr payı ödenmesi olumlu, daha az kâr payı ödenmesi olumsuz olarak algılanır. Kâr paylarında artış ve azalışlar piyasalara, işletme yönetimin işletmeyle ilgili beklentileri konusunda sinyal göndermektedir.

Davranışsal finasta ise yatırımcıların kâr payını sermaye kazancına göre neden tercih ettikleri yatırımcı psikolojisiyle açıklanmaktadır. Davranışsal finansla bireylerin kararlarında rasyonellikten uzaklaşabileceği, sezgisel davranışlarla hareket edebileceği yapılan deneysel çalışmalarla ortaya konulmuştur. Bireylerin kaybetmeleri halinde yaşadıkları üzüntü, kazanmaları durumundaki sevinçlerinden daha fazla olmaktadır. Bu nedenle kişiler risk üstlenmekten kaçınarak rasyonellikten uzaklaşabilmektedirler.

Modigliani-Miller ise işletmenin değerinin gelecekteki nakit akışlarına ve riske göre belirlendiğini, kâr payı dağıtım politikasıyla bağlantısının olmadığını ileri sürmektedirler. Modigliani-Miller’in görüşleri tam rekabet koşullarının olduğu piyasalar için geçerliliği olan bir görüş olarak kabul edilmektedir.

Yukarıda kâr payı dağıtım kararlarıyla ilgili finans literatüründe adı geçen çeşitli görüşlerden kısaca bahsedilmiştir. Bu görüşleri destekleyen ya da desteklemeyen farklı görüşler vardır. Piyasaların, işletmelerin, yatırımcıların, ekonomilerin farklı özelliklerde olması kârpayının işletme değerine etkisi konusunda farklı sonuçların çıkmasına neden olmaktadır. Diğer kararlarda olduğu gibi işletmeler için belirli, standart bir kâr payı dağıtım modelinin ifade edilmesi mümkün değildir.

Dividant Kararları: Elde edilen kârın ne kadarının işletmede bırakılacağı, ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ile ilgili kararlardır.

Sinyal Etkisi: Kâr paylarının gelecekteki durumu hakkında oluşan beklenti veya algı.

Davranışsal Finans: Kişilerin kararlarında tam olarak rasyonel olmayacakları varsayımına dayalı olarak oluşturulan teoridir.

Gerek finansmanla, gerek yatırımla, gerekse kâr dağıtımıyla ilgili kararlar işletmenin içsel ve dışsal kaynaklarından sağlanacak çok sayıda bilginin analiziyle ve işletme değerini maksimize edecek bir şekilde alınacaktır. Dolayısıyla finans yöneticisinin; finansal öngörülerde bulunma, finansal piyasalardaki artan kısa ve uzun dönemli fonların etkilerini değerlendirme, yatırım alternatiflerinin işletmenin değeri üzerindeki potansiyel etkilerini araştırma, dividend politikalarını ve sermaye yapısını oluşturma, fiyatlandırma politikasını değerlendirerek bunun işletmenin satışları ve kârları üzerindeki etkilerini saptama, potansiyel birleşme ve satın almaları analiz etme ve zaman zaman da uluslararası iş fırsatlarını değerlendirme gibi her geçen gün artan çok sayıda fonksiyonları bulunmaktadır. Finans yöneticisinin; işletmenin halka açılmasında, işletmenin tamamının ya da bir bölümünün satılmasında, mali açıdan yeniden organizasyonunda, konkordato önerilerinin kabulü ya da konkordato teklif edilmesinde, işletmenin tasfiye edilmesinde ve benzeri periyodik olmayan durumlarla da sorumluluk alanı genişlemektedir.

Görüldüğü üzere finans yöneticilerinin etkin kararlar verebilmeleri için çok değişik alanlarda temel bilgilerinin olması gerekir. Bu nedenle finans fonksiyonu, küçük işletmeler dışında belirli büyüklüğe ulaşmış pek çok işletmede belirli alanlarda uzmanlaşmış, çok sayıda kişilerce yerine getirilmektedir.

İŞLETMELERİN AMAÇLARI

Finansal yönetimle ilgili kararların etkin bir biçimde verilebilmesi için işletme amaçlarının açık olarak belirlenmesi gerekmektedir. İşletme amacının belirlenmesi kararların alınmasında yol gösterici olacaktır. İşletmelerce genellikle benimsenen başlıca amaçlar şu şekilde sayılabilir:

- Mal ve hizmet üreterek toplum refahını arttırmak,
- İşletmede istihdamı sürekli kılmak,
- İşletmenin sürekliliğini sağlamak,
- Üretimi ve satışları arttırmak,
- İşletmenin piyasa payını arttırmak,
- İşletmenin kazançlarında büyümeyi sürekli kılmak,
- İşletmenin maliyetlerini minimum yapmak,
- İşletmenin kârını maksimum yapmak,
- İşletmenin değerini maksimum yapmak,

Yukarıda sayılan bu amaçlara farklı amaçlar da ilave edilebilir. Sayılan ilk iki amaç sosyal amaç özelliği göstermektedir; diğerleri ise son iki amaca hizmet etmektedir. Sosyal amaçlar daha çok vakıf, dernek, kamu yararına kurulmuş kurumlar için öncelikli amaç olabilir. Sosyal amaçlı işletmeler dışındaki işletmeler için ekonomik amaçlar öncelikli olup, sosyal amaçlar ikinci derecede gözetilen amaçlar olmaktadır.

Mikroekonomide işletmelerin amacının **kâr maksimizasyonu** olduğu belirtilir. Kâr maksimizasyonu sermayenin etkin kullanımı üzerine odaklanmaktadır. İşletmelerin finansal amacı olarak yakın zamana kadar en çok belirtilen amaç klasik kâr maksimizasyonu amacı idi. Finans fonksiyonunun ekonomik koşullardaki değişmelere paralel olarak gelişmesi ve ek boyutlar kazanması, işletme amaçlarının yeniden tanımlanmasını gerekli kılmıştır. Önceleri işletmelerin nihai amacı olarak tanımlanan kâr maksimizasyonu ya da kârın en çoklanması kavramı, gelişen ekonomik koşullara ve değişen değer yargılarına cevap verememekte ya da rasyonel olmayan kararların alınmasına neden olmaktaydı.

İşletmenin amaçları olarak yukarıda sayılan satışları artırmak, piyasa payını artırmak amacı birçok sakıncaları beraberinde getirmektedir. Örneğin işletme fiyatları düşürerek, satış koşullarını esnekleştirerek (vadeli satışları artırarak) satışlarını artırabilir. Bu ise işletmenin değerini düşürebilir.

Kâr Maksimizasyonu:
İşletmelerin kararlarında kârı maksimum yapacak şekilde hareket etmeleri.

Kârı Maksimum Yapma Amacı (Kâr Maksimizasyonu)

Finans yöneticisi tüm kararları işletmenin amaçları doğrultusunda almak durumunda olduğundan, öncelikle işletme amaçlarının açıkça ortaya konulması gerekir. İşletmenin amacı denildiğinde ortaya birçok sorun çıkmaktadır. Bu da işletmenin hangi amacının ya da hangi amaçlarının ele alınacağı sorunudur. Klasik ekonomik görüş tarafından işletmelerin nihai amacı olarak tanımlanan “kârın maksimize edilmesi” amacı, modern finansman anlayışının belirlediği amaçlardan daha dar kapsamlı olmaktadır.

İktisatta piyasa ekonomilerinde işletmelerin kaynak kullanım kararları kâr maksimizasyonu kriterine göre verilir. Bu, minimum girdi ile maksimum çıktının elde edilmesi anlamındadır. İşletmenin maksimum kâr elde edebilmesi, minimum miktarda girdi kullanarak maksimum çıktı elde etmesiyle mümkün olmaktadır. İktisatta kâr maksimizasyonu bir etkinlik göstergesi olmaktadır. İşletmeler kârı maksimize ederek faaliyet gösterdiğinde, kaynaklar etkin kullanılacağından toplumsal refah da maksimize edilmiş olacaktır. İktisadın bir kolu olması nedeniyle finansal yönetimde de aynı amacın kriter olarak alınması uygundur. Bununla birlikte kâr maksimizasyonunun bazı eksik yönlerinin olması nedeniyle finansal yönetim açısından kullanılabilir hale getirilmesi gerekmektedir. Kâr maksimizasyonu amacının eksik yönleri şu şekilde belirtilebilir:

- Kâr maksimizasyonun nihai amaç olarak alınması, öncelikle hissedarların çıkârlarına ters düşebilmektedir. Çünkü kâr maksimizasyonu, hisse sahiplerinin varlıklarının maksimum olması anlamına gelmeyebilir. Örneğin, işletme yeni hisse senedi ihraç ederek sağlayacağı fonlarla tahvile yatırım yaparak kârını arttırabilir. Benzer şekilde işletme araştırma- geliştirme gibi uzun vadede getiri sağlayacak faaliyetlerden vazgeçerek de kârını arttırabilir. Hisse senedi çıkararak tahvile yatırım yapıldığında hisse senedi sayısı artacağı için hisse başı kârda düşme olacak; hissedarların varlıkları, servetleri artmayacaktır. Araştırma - geliştirme faaliyetlerinden vazgeçildiğinde gelecekte kârlarda düşüşler olabilecek, rekabet gücü kaybedilebilecektir. Dolayısıyla kârın maksimum kılınması şeklinde belirlenen amaç hissedarları memnun etmeyebilecektir.
- Genel olarak kârın maksimize edilmesi amacı açık da değildir. Kâr denildiğinde, uzun dönemli kâr, kısa dönemli kâr, mutlak kâr ya da kârlılıktan mı bahsedildiği anlaşılmamaktadır. Mutlak olarak kârın maksimize edilmesi amaç olarak ele alınırsa, farklı büyüklükteki işletmelerin ya da aynı işletmenin farklı dönemlerindeki başarısını karşılaştırmak mümkün değildir.

Örneğin aşağıda A ve B projesiyle ilgili kâr rakamları verilmektedir. Kâr maksimizasyonu amacına bağlı olarak hangi seçenek uygun olacaktır?

<u>Milyon ₺</u>	<u>Yatırım Tutarı</u>	<u>Kâr</u>
A Projesi	300	80
B Projesi	200	70

Mutlak kâr rakamı dikkate alındığında daha fazla kâr sağladığı için A projesi tercih edilecektir. Ancak yapılan yatırıma göre elde edilecek kâr ele alındığında A projesi %27(80/300), B projesi %35 (70/200) kârlılık getirdiği için B projesi tercih edilecektir. Kârı maksimize etmek yerine kârlılığın maksimize edilmesi daha doğru yaklaşım olmasına rağmen, kâr maksimizasyonu yine eksiklikler taşımaktadır.

Zaman Faktörü

Kâr maksimizasyonu statik bir özellik göstermekte olup, zaman boyutu taşıyamamaktadır. Diğer bir ifade ile bugünkü ₺1 ile bir yıl sonraki ₺1 aynı değerde kabul edilmektedir. Örneğin aşağıda X ve Y Projelerinin beklenen kârları verilmektedir. X ve Y Projesinin toplam kârları eşit olduğuna göre, kâr maksimizasyonu kriterine göre bu projeler eşdeğerdedir. Ancak Y Projesi ilk üç yıl hiç kâr sağlamazken 4.yıl X Projesinin toplamı kadar kâr getirmiştir. Halbuki X Projesinin ilk üç yılda getirdiği ₺200 milyon bir bankaya yatırılarak ya da işletmede kullanılarak ek gelir sağlanacaktır. Kâr maksimizasyonunda farklı zamanlarda alınacak ₺200 milyonlar arasında fark olmadığı düşünüldüğü için iki proje eşdeğer görülmektedir.

Yıllar/Milyon ₺	X Projesi/Milyon ₺	Y Projesi/Milyon ₺
1	200	0
2	200	0
3	200	0
4	200	800
Toplam	800	800

Yukarıdaki örnek, paranın zaman değerinin önemini açıkça ortaya koymaktadır. Çünkü farklı zaman noktalarındaki paralar, paranın zaman değeri dikkate alınmaksızın karşılaştırılamaz. Bugün elde edilen belirli bir miktardaki parayla gelecekte elde edilecek aynı miktardaki paranın değeri birbirine eşit değildir.

Paranın zaman değeriyle ilgili detaylı açıklamalar 3. Ünite’de yer alacaktır.



DİKKAT

Kâr maksimizasyonunun ikinci eksik yönü yukarıda da belirtildiği üzere kârların toplam miktarının mı, kârlılık oranının mı maksimum yapılacağı konusunda açıklığın olmamasıdır. Ayrıca kârlılık oranı olarak satışlar, toplam varlıklar veya öz sermaye üzerinden kârlılık oranlarından hangisinin alınacağı belirli değildir. Sonuç olarak kâr maksimizasyonu amacının tek başına işletmenin amacına hizmet etmede bazı eksikliklerinin olduğu görülmektedir.

İki yatırım seçeneği tek bir zaman noktasında aynı kârı sağlamış olsalardı, kâr maksimizasyonu ya da değer maksimizasyonu amaçları arasında bir farklılık olur muydu?



SİRA SİZDE

Risk Faktörü

Farklı yatırım fırsatlarının riski, diğer bir ifade ile gelecekte beklenen nakit akışlarının gerçekleşme olasılığı farklı olacaktır. Kâr maksimizasyonu amacının diğer eksik yönü de riskin hesaba katılmamasıdır.

Aşağıda iki yatırım alternatifi ve bu alternatiflerden beklenen kâr miktarları yer almaktadır. Eğer ekonomide normal bir büyüme beklenirse D yatırımı, C yatırımından daha fazla kâr getirecektir. Bununla birlikte geleceği tam olarak kestirmek mümkün olmadığı gibi, bunun her iki yatırımı da aynı derecede etkileyebileceğini söylemek de zordur. D yatırımının risk derecesi C yatırımından daha büyük görülmektedir. D yatırımından ₺270 milyon kâr elde edilebileceği gibi ₺50 milyon zarar da olabilir.

Yatırım Alternatifleri	Ekonomideki Gelişmeler	Kâr (Milyon ₺)
C	Genişleme	120
	Normal Büyüme	100
	Daralma	80
D	Genişleme	270
	Normal Büyüme	110
	Daralma	(50)

Kâr maksimizasyonuna göre, projelerin riski dikkate alınmadığı için daha fazla kâr beklenen seçeneğin seçilmesi gerekecektir. Bu ise, riski dikkate almadığı için doğru bir karar olmayabilecektir.

İşletme Değerini Maksimum Yapma Amacı

Yukarıda kâr maksimizasyonu amacının zaman ve risk boyutunu ihmal etmesi nedeniyle eksiklikler taşıdığı belirtildi.

Literatürde finansal kararlarda hem zaman hem de risk boyutunu dikkate alan üç amaçtan bahsedilmektedir. Bu amaçlar; uzun vadede “işletme değerini maksimize etme”, “ortakların varlıklarını maksimize etme” ve “hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etme” amaçları olarak belirtilmektedir. Belirtilen bu amaçlar hem risk hem de zaman faktörünü dikkate alması nedeniyle “kar maksimizasyonu” amacına göre daha doğru bir amaç olarak görülmektedir. Genellikle eş anlamlı olarak kullanılan “işletme değerini-firma değerini-maksimize etme”, “ortakların varlıklarını-servetini- maksimize etme” ve “hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etme” amaçları arasında farklılıkların olduğunu belirtmek gerekir. Bu üç amaçtan en kısıtlayıcı olanı “hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etme amacı”dır. Bu amaçta; piyasaların etkin olduğu, işletmenin halka açık olduğu, işletme yöneticilerinin ortakların varlıklarını maksimize edecek şekilde hareket ettiği varsayılmaktadır. Bu amaç, ancak bu koşullar altında uygun bir amaç olacaktır. İşletme halka açık değilse, piyasalar etkin değilse ya da işletme yönetimi kararlarını ortakların varlıklarını maksimize edecek şekilde vermiyorsa bu amaç uygulanamayacaktır. Ayrıca hisse senetlerinin piyasa değerinin artması mutlaka işletme değerinin artması anlamını da taşımamaktadır.

“Ortakların -hissedarların- varlıklarını maksimize etme” amacı, piyasaların etkin olmasını gerektirmediği için “hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etme amacına” göre daha az kısıtlayıcı özelliğe sahiptir. İşletmenin gerçek sahibi ortaklar olduğu için bu amaç daha çok benimsenmektedir. Bununla birlikte “işletme değerini maksimize etme” amacı, sadece ortakları-öz sermayeyi- değil, işletme ile ilgili diğer tüm paydaşları (yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, borç verenler, devlet, çevre gibi) dikkate alması nedeniyle daha kapsamlı bir amaç olmaktadır. İşletme değerini maksimize etme amacı aynı zamanda ortakların varlıklarını da maksimize etmeyi de kapsadığı için son yıllarda en çok benimsenen amaç olmaktadır.

Finansal kararlarda çeşitli seçeneklerden hangisinin işletmenin **değerini maksimize** edeceği araştırılmalıdır. Hangi finansal seçenek işletme değerini daha çok artırıyor o seçeneğin seçilmesi uygun olacaktır. Yatırımlarla ilgili karar alınacaksa; hangi yatırımın işletmeye sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değeri (işletmenin sermaye maliyeti ve bu yatırım riskine bağlı olarak belirlenen iskonto oranıyla iskonto edilmesiyle bulunan) en büyükse bu yatırım seçilecektir. Eğer finansal karar finansmanla ilgili ise; bu durumda da hangi finansman seçeneği-

Değer Maksimizasyonu:
İşletmelerin kararlarında işletme değerini, hisse senetlerinin değerini ve hissedarların varlıklarını maksimize edecek şekilde hareket etmeleridir.

nin maliyeti en düşük ise o seçenek tercih edilecektir. Çeşitli finansman şekilleri işletmeden farklı zamanlarda, farklı miktarlarda nakit çıkışlarına neden olacaktır. Değişik zamanlardaki nakit çıkışlarının bugünkü değeri hangi seçenekte düşük ise, o seçenek işletme değerini maksimize edecektir.

Aşağıda bu üç amaca yönelik farklı görüşlere yer verilmektedir.

Hissedarların varlıklarını maksimum yapma amacı, finansal kararlarda farklı zaman noktalarındaki nakit akışlarının bugünkü değerlerinin alınmasıyla zaman faktörünü; bugünkü değer hesaplanırken kararın riskine göre iskonto oranının ayarlanmasıyla risk faktörünü dikkate almaktadır. Bu nedenle bu amaç, finansal yönetim tarafından birincil derecede, normatif bir amaç olarak gözetilmektedir.

İşletmelerin **piyasa değeri**, hisse senedi ihraç etmiş işletmeye, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarına dayalı olarak ölçülür. Hisse senetlerinin piyasa değeri, menkul değerler piyasasında işlem gören senetlerin bu piyasada oluşan değeridir. Dolayısıyla hisse senetlerinin piyasa fiyatları, işletmenin performansını ölçen bir göstergedir. Eğer işletmenin gelişimi, başarısı yeterli bulunmuyorsa yatırımcılar ellerindeki hisse senetlerini ellerinden çıkarabilirler. Çoğunluğun bu şekilde düşünmesi durumunda işletmenin hisse senetlerinin piyasadaki arzı artacağından, değeri düşecektir. Fiyatların düşmesi işletmenin piyasa değerinin düşmesi demektir. Bu da kararların uygun olmadığının bir göstergesi olacaktır. Aynı şekilde performansı beğenilen işletmelerin hisse senetlerine olan talep artacaktır. Mevcut hisse senetlerine olan talebin artması, hisse senetlerinin fiyatını yükselterek işletmenin piyasa değerini arttıracaktır.

Piyasa Değeri: İşletmenin piyasadaki arz ve talebe bağlı olarak belirlenen değeridir.

Finansal yönetimde hisse senetlerinin değerini maksimize etme amacının neden benimsendiği konusunda bazı ilave görüşler de bulunmaktadır. Örneğin hisse senedi fiyatlarının, hisse senetleri borsada işlem gören işletmelerin performansını değerlendirmede en gözlenebilir bir gösterge olmasıdır. Hisse senetleri fiyatları, kârlar gibi geçmişe yönelik değil; sürekli olarak işletmeyle ilgili yeni bilgilere göre güncellenmektedir. Böylece yöneticiler, işletmenin faaliyetlerine yönelik piyasadaki yatırımcılardan sürekli olarak geri bildirimler almaktadırlar. Bu ise daha uygun kararların verilmesine olanak sağlayabilecektir. İkincisi, etkin piyasalarda hisse senedi fiyatları, yatırımcıların o işletmeyle ilgili gelecekteki başarı beklentisinin bir göstergesi olacaktır.

Bununla birlikte hisse senedi fiyatları sadece işletmeye bağlı faktörlere göre değil, diğer pek çok faktörün etkisi altındadır. Uluslararası piyasalardaki hareketler, ülkenin ekonomik koşulları, yatırımcıların gelecekle ilgili beklentileri gibi pek çok faktör hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Finans yöneticileri, tüm bu faktörleri dikkate alarak işletme değerini maksimize etmeye çalışacaktır.

İşletme değerinin maksimize edilmesi amacının etik değerlerle ne derecede bağdaştığı konusunda tereddütler bulunmaktadır. Değer maksimizasyonu, müşterilerin arzuladıkları nitelikte mal ve hizmet üretimini göz ardı ederek nasıl gerçekleştirilebilir?

İşletme değerini maksimize etme, işletme yönetiminin sosyal sorumluluğunu bir tarafa bırakması anlamına gelmemektedir. İşletme değerini maksimize etme amacı, işletme kararlarında sadece hissedarların çıkarlarının düşünüldüğü anlamına da gelmez. Piyasa ekonomilerinde işletmelerin temel işlevi, kıt kaynaklarla toplumun ihtiyacı olan mal ve hizmetleri üreterek, refah düzeyini artırmaktır. İşletmeler değer maksimizasyonunu gerçekleştirmeye çalışırken işletmeyle ilişkili olan tarafların çıkarlarını da dikkate almak durumundadırlar.

İşletme değerinin maksimize edilmesi; tüketicinin isteklerine uygun mal ve hizmetler üretilmeksizin, tüketiciyi korumaksızın, çalışanlara uygun ücretler

ödemeksizin, uygun istihdam yaratmaksızın, çevreyi korumaksızın mümkün görülmemektedir. İşletmeler bu ve benzeri sosyal sorumlulukları göz ardı etmeden işletme değerini maksimum yapmak durumundadırlar.

Diğer alanlarda olduğu gibi iş hayatında da yazılı olan ve olmayan kurallar bulunmaktadır. Adil, dürüst bir yönetimin işletmeye uzun dönemde kazandıracağı itibar, bencilce yaklaşımın kısa vadede kazandıracağından daha büyük olmaktadır. Bir işletmenin sahip olabileceği en önemli varlıklardan biri, o işletmenin ünü olmaktadır.

SIRA SİZDE

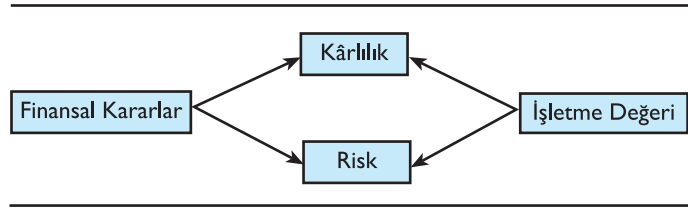


Değer maksimizasyonu amacının üstün olduğu yönler nelerdir?

İşletmeyle ilgili politikalar saptanıp kararlar verilirken, bu kararların işletmenin kârlılığına ve risk derecesine etkileri dikkate alınarak en uygun risk ve kârlılık bileşimi oluşturulmaya çalışılmalıdır. Risk ve kârlılık aynı yönde hareket etmektedir. Bir işletmenin değeri o işletmenin gelecekte sağlayacağı gelir akışıyla bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlı olacaktır. Şekil 1.1'de görüldüğü gibi; gerek finansman, gerek yatırım, gerekse kâr payı dağıtım kararlarıyla ilgili çok sayıdaki finansal kararlar işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarını ve riskini etkilerken işletmenin değerini de belirleyecektir.

Şekil 1.2

Finansal Kararlar
ve İşletme Değeri



Gerçekte finansal yönetimle ilgili kararlar, işletmelerin içinde yer aldığı sektörün niteliğine, piyasaların etkinlik derecesine, işletmenin büyüklüğüne, ulusal ya da uluslararası olup olmadığına ve benzeri özelliklerine göre değişmekte ve çeşitlenmektedir. Finans yöneticisinden beklenen, işletmenin piyasa değerini maksimum yapacak kararlar almaktır.

Amaçların Karşılaştırılması

Yukarıda belirtildiği üzere değer maksimizasyonu amacının, kâr maksimizasyonu amacına göre üstünlükleri şu şekilde özetlenebilir:

- İşletme değerini maksimize etme, bir işletmede kısa ya da uzun dönemdeki kârlılığın göz önüne alınmasında meydana gelen sorunları ortadan kaldırır.
- İşletme değerini maksimize etme, bazı eklemelerle, ömrü farklı alternatifleri karşılaştırmada da kullanılabilir.
- İşletme değerini maksimize etme amacı iskonto oranının, diğer bir ifadeyle, sermaye maliyetinin üzerinde durulmasını gerekli kılmaktadır. İskonto oranı belirlenirken, farklı risk dereceleri taşıyan projelerin bir arada ele alınabilmesine olanak verecek şekilde farklılaştırılabilir.

DEĞER MAKSİMİZASYONU VE TEMSİL MALİYETİ

İşletmelerin başarısında en büyük rolü üst yönetimler oynar. Küçük işletmelerde yönetim genellikle ortaklardan oluşur. Ancak ortak sayısının artmasıyla yönetimin profesyonel yöneticilere devredilmesi kaçınılmaz olmaktadır. Günümüzde yüzlerce ortağı bulunan anonim şirketler düşünüldüğünde şirket yönetiminin

profesyonel yöneticilere devredilmesi bir zorunluluk olmaktadır. Bu durumda hissedarlara ait olan karar verme yetkisinin yöneticilere devredilmesinde çıkar çatışması doğabilecektir. İşletmenin ortaklarca yönetilmesinde hissedarların varlığını maksimize etme amacı sorun yaratmamaktadır. Çünkü kararın olumlu ya da olumsuz sonuç vermesinden doğrudan kendileri etkilenecek, kendileri sorumlu olacaklardır.

Yönetimle ortaklığın farklılaşmasında kararlarda hissedarların varlıklarını ya da işletme değerini maksimize etme amacı ne ölçüde dikkate alınabilecek sorunu ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler, kendi faydalarını maksimize etme ile işletme ortaklarının faydasını maksimize etme amacını nasıl dengeleyebileceklerdir? Bu çerçeveden bakıldığında, şirketlerin sahibi olan sermayedarlar gibi yöneticilerin de kendilerine ait faydalarını maksimize etme amacı bulunmaktadır. Doğal olarak işletme sahipleri, işletmelerin yönetimlerini profesyonel yöneticilere bırakırken risk almaktadırlar. Bu risk, kendilerinin fayda fonksiyonları ile yöneticilerin fayda fonksiyonlarının tam olarak örtüşmemesinden kaynaklanmaktadır. Yöneticiler, ortakların varlığını maksimize etme yerine kendi çıkarlarına yönelik karar alma yönünde hareket edebilmektedirler. Örneğin yöneticiler, kârlı ancak riski yüksek iş olanaklarından, kendi işlerini kaybedebilecekleri endişesiyle kaçınabilmektedirler. Bu sorunlara **temsil ya da temsilci maliyeti sorunu** (agency cost) denilmektedir.

Temsil maliyeti doğrudan ve dolaylı olarak iki şekilde olabilir. İlki yukarıda ifade edildiği gibi kârlı iş fırsatlarının kaçırılmasından meydana gelen dolaylı temsil maliyetidir. Doğrudan temsil maliyeti iki şekilde oluşabilir. İlki yöneticilerin etki alanlarını genişletmek üzere personel sayısını gereğinden fazla artırma ya da gereksiz harcamalar yapma ve benzeri davranışlarından kaynaklanır. İkinci tür doğrudan temsil maliyeti; yöneticilerin gereksiz harcamalarını ya da ortakların menfaatine aykırı hareketlerini önlemek üzere işletmede yapılan denetim ve benzeri maliyetler oluşturur.

Yönetici seçiminde yapılan hatalar, uygun yönetici seçilse bile bu çıkar çatışmasını önleyecek mekanizmaların kurulamaması temsil maliyeti sorununun daha çok büyümesine neden olmaktadır. Ortaklarla yöneticilerin çıkar çatışmalarını azaltmak, amaçları örtüştürmek üzere çeşitli uygulamalar yapılmaktadır. Yöneticilere sabit ve daha düşük maaş ödemesi yapılırken, satışlar ya da kâr üzerinden prim ve belirli bir fiyattan hisse senedi satın alma opsiyonunun verilmesi örnek olarak verilebilir.

Temsil maliyetine karşı diğer bir uygulama da yönetimin değiştirilmesidir. İşletmenin nihai kontrol gücünü ortaklar oluşturmaktadır. Ortaklar kendi menfaatlerine uygun olmayan kararlar alındığını düşündüklerinde yöneticiyi değiştirebilmelidir. Ortakların yöneticileri değiştirme gücü arttıkça temsil maliyetinin düştüğü görülmektedir.

Gelişmiş ekonomilerde temsil maliyetini azaltan bir uygulama **kurumsal yatırımcıların** olmasıdır. Kurumsal yatırımcılar şirketlere önemli oranda yatırım yapan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri gibi kurumlardır. İşletmeye blok yatırım yapmış olan bu kurumların, şirkette temsil sorunu olduğunu gördüklerinde yönetimi değiştirmeleri daha kolay olabilmektedir. Yine firmanın iyi yönetilmediği, hisse senetlerinin piyasada düşük değerlendirildiği düşünüldüğünde şirketin başka bir şirket tarafından ele geçirilmesi de temsil sorununu azaltan bir piyasa mekanizmasının olmasıdır.

Temsil Maliyeti:
İşletmelerde sahiplik ile yönetimin birbirinden ayrılmasından doğan çıkar çatışması sorunundan kaynaklanan maliyet.

Kurumsal Yatırımcı:
Şirketlere blok yatırımlar yapan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri gibi kurumlardır.

Yönetici ve ortaklar dışında daha geniş açıdan bakıldığında çıkar çatışmasının olacağı diğer paydaşları ya da çıkar grupları da vardır. İşletme değeri maksimize edilmeye çalışılırken tüm çıkar grupları düşünülerek, faaliyetler gerçekleştirilmeli; çıkar gruplarının aleyhine kararlar verilmemelidir.

İŞLETMELERİN YASAL TÜRLERİ

Ticari işletmeler, insan istek ve ihtiyaçlarını sürekli olarak karşılamak üzere iktisadi mal veya hizmetler sunmak üzere kurulan kuruluşlardır. İşletmeler, tek bir girişimci tarafından kurulduğu gibi (Şahıs İşletmesi) iki veya daha fazla girişimcinin ortaklığıyla da (Şirket) kurulabilmektedir. İki veya daha fazla girişimcinin ortak iktisadi bir amaca erişmek için emek, para ve mallarını bir sözleşme ile birleştirerek meydana getirdiği ortaklığa şirket denir.

Finansal kararlarla işletmelerin hukuki yapısı arasında yakın ilişki vardır. İşletmenin kurulması, sermaye sağlanması, sermaye artırımı, kârın dağıtımı, vergi tahakkuku, alacaklılara karşı sorumluluk, faaliyet sonuçlarının açıklanması, fon sağlama miktarı ve şekli gibi konularda alınacak kararlar işletmelerin hukuki yapısıyla doğrudan ilgilidir. Bu kısımda işletmelerin çeşitli yasal türleri ve finansal yönetim açısından önemleri üzerinde durulacaktır.

Piyasa ekonomilerinde işletmeler istedikleri yasal türü seçebilirler. Ancak hukuki şeklin seçiminde bazı yasal sınırlamalara da uyulması gerekmektedir. Söz konusu sınırlamaların bir kısmı işletmelerin yer aldığı işkolu ve faaliyetlerin niteliği ile ilgilidir. Örneğin bankaların, sermaye piyasası aracı kuruluşlarının anonim şirket şeklinde kurulması gibi bir sınırlama söz konusudur.

Bireysel İşletmeler (Ferdî Teşebbüsler)

En basit işletme türü bireysel işletmelerdir. Bireysel işletmeler tüzel kişiliği bulunmayan ve üçüncü kişilere karşı kişinin tüm varlığı ile sorumlu olduğu bir girişim türüdür. Bireysel işletmelerin kuruluşu için yazılı bir sözleşmeye gerek duyulmadığı gibi, belirli sermaye tabanı da aranmamaktadır. Bireysel işletmelerde kişiler, borçlarından dolayı sadece koyduğu sermaye ile değil, tüm mal varlığı ile sorumlu olduğundan kredi bulunması daha kolay olabilmektedir. Bununla birlikte alınan kredi geri ödenemezse, alacaklılar tüm kişisel varlık üzerinde hak sahibi olacaktır. Bu tür işletmelerde tüm kararlar tek bir kişi tarafından alındığından karar alması kolay; ancak hatalı karar alma olasılığı fazladır.

Bireysel işletme, söz konusu bireyin maddi ve manevi olanaklarıyla sınırlı olması nedeniyle, küçük işletme türüne uygun bir yasal kuruluş biçimidir. Büyümenin hızlı olacağı belirlenen iş kollarında bu tür kuruluş şeklinin uygun olmayacağı açıktır. Tek kişi işletmelerinin, bir diğer sakıncası da sahipliğin el değiştirmesinin zor olmasıdır. Bu nedenle bu tür işletmenin ömrü genellikle işletme sahibinin ömrü kadar olmaktadır.

Ortaklıklar (Şirketler)

Ortaklıklar şahıs ve sermaye ortaklıkları olarak iki grupta toplanabilir. Adi ortaklıklar, kollektif ortaklıklar, komandit ortaklıklar şahıs ortaklıklarıdır.

Adi Ortaklıklar (Adi Şirketler)

Adi ortaklıklar, iki ya da daha fazla kişinin herhangi bir şekil şartına tâbi olmaksızın, yalnızca sözlü bir anlaşma ile geçici ya da sürekli olarak kurdukları ortaklık türüdür. Bu tür ortaklıkların en önemli avantajı düşük maliyetlerle ve kolayca kurulabilmesidir.

İşletmenin paydaşları ya da çıkar grupları; devlet, kreditorleri, işletme çalışanları, müşterileri, satıcıları, alacaklıları, yatırımcıları gibi işletmeyle doğrudan ilişkili olan gruplardır.

Adi ortaklıkların dezavantajları bireysel işletmelerin dezavantajlarına benzer. Bireysel işletmeler gibi, ortakların da sınırsız sorumlulukları vardır. İşletmenin finansal krize girmesi durumunda her ortak kendi payı ile değil, işletmenin tüm borçlarından, sınırsız olarak sorumludur. Sınırsız sorumluluk, işletme yaşamında sınırlılık, ortaklık hakkının transferindeki güçlük ve büyük miktarlarda fon sağlamadaki zorluk, başlıca olumsuzluklar olarak sayılabilir. Türkiye’de adi ortaklıklar Borçlar Kanunu’na (BK) tâbidir. BK’na göre ortaklar kâr ya da zararın tümünü, sözleşme ile belirlenmemiş ise eşit olarak paylaşırlar.

Kollektif Ortaklıklar

Ülkemizde en yaygın olan bir ortaklık şeklidir. Tüzel kişiliği de olan bu ortaklık türünde ortaklar şirketin borçlarından dolayı tüm varlıklarıyla, zincirleme sorumludurlar. Alacaklılar ortaklığın borçlarından dolayı ortaklardan dilediğine karşı yasal yollara başvurabilirler. Kollektif ortaklık genellikle birbirini iyi tanıyan kişiler tarafından kurulduklarından bu tür ortaklıklara şahıs ortaklıkları denir.

Türk Ticaret Kanunu’nda (TTK) kollektif şirketler; “ticari bir işletmeyi bir ticaret ünvanı altında işletmek amacıyla, gerçek kişiler arasında kurulan ve ortaklarından hiçbirinin sorumluluğu şirket alacaklılarına karşı sınırlanmamış olan şirkettir” şeklinde tanımlanmaktadır.

Yeni TTK’da ticaret şirketleri; kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibarettir. Kollektif ve komandit şirketler şahıs; anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler sermaye şirketi olarak sayılmaktadır.

1 Temmuz 2012 tarihi itibarıyla yürürlüğe girecek olan Türk Ticaret Kanunu 12 Ocak 2011 tarihinde yasalaşmıştır.



DİKKAT

Kollektif şirketlerin Kurumlar Vergisi yükümlülüğü yoktur. Kollektif şirketin bilanço kârı, vergi yükümlülüğü ile ilgilenmeksizin, ana sözleşmedeki paylaştırma oranlarına göre ortaklara dağıtılır. Ortakların şirket kârından aldıkları paylar, şahsi ticari kazanç niteliğinde olduğundan, ortaklar Gelir Vergisi Kanunu’nda yer alan ticari kazanç hükümleri doğrultusunda vergi ödemek zorundadırlar.

Şirketin ömrü, ortaklar arasındaki anlaşmanın devamının sağlanmasına bağlıdır. Bu ortaklık türünde de fon sağlama olanağı ortakların elde edebilecekleri olanakların toplamı kadar olabilmektedir.

Komandit Ortaklıklar

Yeni TTK’nda, “Ticari bir işletmeyi bir ticaret ünvanı altında işletmek amacıyla kurulan, şirket alacaklılarına karşı ortaklardan bir veya birkaçının sorumluluğu sınırlandırılmamış ve diğer ortak veya ortakların sorumluluğu belirli bir sermaye ile sınırlandırılmış olan şirket komandit şirkettir” şeklinde tanımlanmaktadır. Komandit şirketlerde, sorumluluğu sınırlı olmayan ortaklara komandite, sorumluluğu sınırlı olanlara komanditer denir. Komandite ortakların gerçek kişi olmaları gerekir. Tüzel kişiler ancak komanditer ortak olabilmektedir. Bir komanditer ortak, kişisel emeğini ve ticari itibarını sermaye olarak koyamamaktadır. İster komandite ister komanditer olsun her ortağın bir oy hakkı vardır. Şirket, komanditeler tarafından yönetilir. Komanditerler, şirket işlerini görmeye görevli ve yetkili olmadıkları gibi, yönetim hakkını haiz kişilerin yetkileri içinde yaptıkları işlere itiraz da edemezler. Ancak, olağanüstü iş ve işlemlerde, şirket sözleşmesinin değiştirilmesi, tür değiştirme, birleşme ve bölünme gibi yapısal değişikliklerde; şirkete ortak alınması, çıkarılması ve payın devri türünden temel işlemlerde komanditerler de oy hakkını haizdirler.

Komanditer, iş yılı sonunda gerçekleşen kâr payını ve şirket sözleşmesinde kararlaştırılmış olan faizleri nakden alır. Ancak, koyduğu sermaye herhangi bir sebeple azalmış ise noksanı tamamlanıncaya kadar kâr ve faizi isteyemez. Ancak, gelecek yıllarda elde edilecek kâr paylarından, sermayenin eksik kısmı tamamlandıktan sonra artan kısımdan önce geçmiş yıllara ait birikmiş faizler ödenir.

Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket

TTK’nda sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket; “sermayesi paylara bölünen ve ortaklarından bir veya birkaçı şirket alacaklılarına karşı bir kolektif şirket ortağı, diğerleri bir anonim şirket pay sahibi gibi sorumlu olan şirkettir” şeklinde tanımlanmaktadır. Sermaye, paylara bölünmeksizin sermayesi sadece birden çok komanditerin sermayeye katılma oranlarını göstermek amacıyla kısımlara ayrılmış bulunuyorsa komandit şirket hükümleri uygulanır” denilmektedir.

Esas sözleşmeleri yazılı şekilde düzenlenmesi, kurucularla komandite ortakların tümü tarafından imzalanıp, imzaların noterce onaylanması gerekmektedir. Esas sözleşmeyi imzalayanlarla şirkete paradan başka sermaye koyanların tümü kurucu sayılmakta, kurucular beş kişiden az olamamaktadır. Kuruculardan en az birinin komandite olması şarttır. Kurucu sıfatını haiz olan komanditerlerin sahip oldukları payların her birinin tutarının esas sözleşmeye yazılması gerekmektedir.

Limited Şirketler

Ortakların yalnızca koydukları sermayeyle sorumlu oldukları şirket türlerinden biri de limited şirketlerdir. Limited ortaklıkları sınırlı sorumluluğa ve daha fazla sermayeye ihtiyaç duyulan durumlarda önemli bir ortaklık türü olarak görülmektedir. Yeni TTK’da limited şirket;

- (1) Bir veya daha çok gerçek veya tüzel kişi tarafından bir ticaret ünvanı altında kurulur; esas sermayesi belirli olup, bu sermaye esas sermaye paylarının toplamından oluşur.
- (2) Ortaklar, şirket borçlarından sorumlu olmayıp, sadece taahhüt ettikleri esas sermaye paylarını ödemekle ve şirket sözleşmesinde öngörülen ek ödeme ve yan edim yükümlülüklerini yerine getirmekle yükümlüdürler.
- (3) Limited şirket, kanunen yasak olmayan her türlü ekonomik amaç ve konu için kurulabilir şeklinde tanımlanmaktadır.

Limited şirkette ortak sayısı elliyi aşamamaktadır. Önceki TTK’da en az iki kişiyle kurulabilen limited şirket yeni TTK’da bir kişiyle kurulabilir hale gelmiştir. Yeni düzenlemeye göre; tek kişilik limited şirket kurulması ya da sonradan ortak sayısının bire inmesi halinde, bu durumun 7 gün içinde bağlı bulunulan ticaret siciline tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir.

Yeni TTK’da, limited şirket için aranan asgari sermaye ₺10.000’e çıkarılmıştır (Cumhurbaşkanınca 10 katına kadar arttırılabilir). Eski düzenlemede yer alan sermayenin taksitle ödenmesine ilişkin hüküm kaldırılmış, söz konusu payın bir defada ödenmesi öngörülmüştür. Yeni yasaya göre limited şirketler sigortacılık da yapabileceklerdir. Esas sözleşmede hüküm konulması kaydıyla, intifa (ortaklık haklarına sahip olmaksızın kârdan pay alma hakkına sahip) senetleri çıkarılabilmektedir.

Kâr payı, sadece net dönem kârından ve bunun için ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabilir. Kâr payı dağıtımına ancak, kanun ve şirket sözleşmesi uyarınca ayrılması gereken kanuni yedek akçelerle, şirket sözleşmesinde öngörülmüş yedek akçeler ayrıldığı takdirde karar verilebilir. Şirket sözleşmesi ile aksi öngörülmedikçe, kâr payı, esas sermaye payının itibarî değerine oranla hesaplanır; ayrıca yerine getirilen ek ödeme yükümlülüklerinin tutarı da kâr payının hesaplanmasında itibarî değere eklenir.

Şirket genel kurulu, kanun ya da şirket sözleşmesinde öngörülmeven veya öngörüleni aşan tutarlarda yedek akçelerin ayrılmasına sadece;

- Zararların karşılanması için gerekliyse,
- Şirketin gelişimi için yatırım yapılması ihtiyacı ciddi bir şekilde ortaya konulmuşsa, bütün ortakların menfaati böyle bir yedek akçe ayrılmasını haklı gösteriyorsa ve bu hususlar şirket sözleşmesinde açıkça belirtilmişse karar verebilir.

Yeni TTK için bakınız: <http://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k6102.html>



İNTERNET

Anonim Şirketler

Anonim şirketler, en kolay büyüme olanağına sahip ortaklık türüdür. Hem sermaye artırımını hem de borçlanma olanağı diğer şirketlere kıyasla kolaydır. Bu şirketlere ortak olmak ya da ortaklıktan ayrılmak, özellikle hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için çok kolaydır. Dolayısıyla anonim şirketlerin ömrü, ortakların ya da yöneticilerin ömrüyle sınırlı değildir. Anonim şirketlerin ekonomik önemi bu özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Şirketler açısından küçük sermaye paylarının bir araya gelmesiyle büyük sermayelerin sağlanması, yatırımcılar açısından da riskin küçük ve yalnızca yatırılan sermaye payı ile sınırlı olması bu şirket türünün seçiminde en büyük etken olmaktadır. Anonim ortaklıklar finansal yönetim açısından özellikle önemli olan ortaklık türüdür. Ülke gelişiminde anonim ortaklıkların, özellikle halka açık anonim ortaklıkların önemi büyüktür. Anonim ortaklıklar; sorumluluğun ve riskin sınırlı olması nedeniyle küçük tasarrufların sanayi kuruluşlarına yönelmesini kolaylaştırmakta, sermaye birikimini hızlandırarak sermayenin tabana yayılmasına olanak sağlamaktadır.

Yeni TTK'da anonim şirketler;

- (1) Sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir.
- (2) Pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur, şeklinde tanımlanmaktadır.

Anonim şirketler, kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konular için kurulabilir. Anonim şirketin kurulabilmesi için pay sahibi olan bir veya daha fazla kurucunun varlığı şarttır.

Önceki TTK'da anonim şirketler en az 5 ortakla kurulabiliyordu. Ayrıca kuruluş şekli ani ve tedrici biçimde olabiliyordu.



DİKKAT

Yeni TTK'da en az sermaye tutarı ile ilgili;

- (1) Tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eden esas sermaye 50.000 Türk Lirasından ve sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi 100.000 Türk Lirasından aşağı olamaz. Bu en az sermaye tutarı Cumhurbaşkanınca artırılabilir.
- (2) Bu Kanun anlamında kayıtlı sermayeli anonim şirketlerde başlangıç sermayesi, kuruluşta ve sisteme ilk geçildiğinde haiz olunması zorunlu sermayedir; çıkarılmış sermaye ise, çıkarılmış payların tümünün itibarı değerlerinin toplamını temsil eder,

- (3) Halka açık olmayan anonim şirketler gerekli şartları artık haiz olmadıkları takdirde, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığının izin alarak kayıtlı sermaye sisteminden çıkabilecekleri gibi, bu sisteme alınırken aranan nitelikleri kaybettiklerinde, istemleri bulunmasa bile aynı Bakanlık tarafından sistemden çıkartılırlar şeklinde açıklamalar bulunmaktadır.

Anonim şirketlerde bir payın itibarî değeri en az bir kuruş olup, bu değer ancak birer kuruş ve katları olarak yükseltilebilir. İtibarî değer, Cumhurbaşkanınca yüz katına kadar artırılabilir.

Yeni TTK'da esas sözleşme ile ilgili hususlar şu şekilde belirtilmektedir:

- (1) Esas sözleşmenin yazılı şekilde yapılması ve bütün kurucuların imzalarının noterce onaylanması şarttır,
- (2) Esas sözleşmeye aşağıdaki hususlar yazılır,
 - a) Şirketin ticaret unvanı ve merkezinin bulunacağı yer,
 - b) Esaslı noktaları belirtilmiş ve tanımlanmış bir şekilde şirketin işletme konusu,
 - c) Şirketin sermayesi ile her payın itibarî değeri, bunların ödenmesinin şekil ve şartları,
 - d) Pay senetlerinin nama veya hamiline yazılı olacakları; belirli paylara tanınan imtiyazlar; devir sınırlamaları,
 - e) Paradan başka sermaye olarak konan haklar ve ayınlar; bunların değerleri; bunlara karşılık verilecek payların miktarı, bir işletme ve ayın devir alınması söz konusu olduğu takdirde, bunların bedeli ve şirketin kurulması için kurucular tarafından şirket hesabına satın alınan malların ve hakların bedelleriyle, şirketin kurulmasında hizmetleri görülenlere verilmesi gereken ücret, ödenek veya ödülün tutarı,
 - f) Kurucularla yönetim kurulu üyelerine ve diğer kimselere şirket kârından sağlanacak menfaatler,
 - g) Yönetim kurulu üyelerinin sayıları, bunlardan şirket adına imza koymaya yetkili olanlar,
 - h) Genel kurulların toplantıya nasıl çağrılacakları; oy hakları,
 - i) Şirket bir süre ile sınırlandırılmışsa, bu süre,
 - i) Şirkete ait ilanların nasıl yapılacağı,
 - j) Pay sahiplerinin taahhüt ettiği sermaye paylarının türleri ve miktarları,
 - k) Şirketin hesap dönemi.

DİKKAT



Yeni TTK'nın getirdiği bir diğer yenilik, Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmayan anonim şirketlerin de kayıtlı sermaye sistemini kabul etmelerine olanak tanımasıdır. Halka açık anonim şirkette benimsenen kayıtlı sermaye sisteminin kapalı anonim şirketler için de öngörülmesi bu iki farklı anonim şirket yapısını birbirine yakınlaştırmaktadır.

Anonim şirketler; sorumluluğun sınırlı olması, ortaklık devrinin kolay olması, sermaye sağlamanın kolay olması, şirket ömrünün sınırsız olması gibi özellikleri nedeniyle büyümeye en uygun şirket türü olmaktadır. Anonim şirketler finansman bonosu, tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetler çıkararak sermaye ihtiyacını karşılayabilirler. Büyük anonim şirketlerde genellikle şirket sahipliği ile yönetim ayrılmaktadır. Şirket sahipliği ile yönetimin ayrılması; ortaklık payının kolay devredilebilirliği, şirketin sürekliliği ve esnekliği açısından avantaj sağlamaktadır. Anonim şirketler ilk kurulduğunda az ortakla ve yönetim de bu ortaklar tarafından yürütülebilir. Bugün pek çok uluslararası faaliyet gösteren şirket az ortaklı anonim şirketlerden doğmuştur. Anonim şirketler halka açık ya da halka kapalı anonim şirket özelliğinde olabilir. Halka açık olan şirketler TTK'nın yanında Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olmakta ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimine girmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim şirketler **halka açık anonim ortaklık** olarak tanımlanmıştır. İlgili Kanun'da halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağırısı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade etmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre payları borsada işlem gören ortaklıklar ile pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine de tabi olurlar. Payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurmak zorundadırlar. Aksi durumda Sermaye Piyasası Kurulu, bu payların borsada işlem görmesi veya ortaklığın halka açık ortaklık statüsünden çıkarılması için, ortaklığın talebini aramaksızın gerekli kararları alır.

Halka Açık Anonim Ortaklık: Hisse senetleri halka arz edilmiş ve halka arz edilmiş sayılan anonim şirketlerdir.

<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/12/0/8>

http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf



INTERNET

TTK'ya göre anonim şirketlerin sermaye artırımını uzun süren formaliteleri gerektirmektedir. Sermaye piyasası mevzuatı ile getirilen kayıtlı sermaye sistemi sermaye artırımında bu formaliteleri azaltmakta ve süreci kısaltmaktadır. Halka açık ortaklıklar ile paylarını halka arz etmek üzere Kurul'a başvurmuş olan ortaklıklar, Kurul'dan izin almak şartıyla kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler. Daha önce TTK uyarınca bu sisteme geçmiş olan ortaklıklar için ayrıca Kurul izni aranmamaktadır.

Kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu, TTK'nın esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalmaksızın esas sözleşmelerinde tespit edilen kayıtlı sermaye tavanına kadar sermayelerini artırmaya yetkilidir. Bu yetki genel kurul tarafından en çok beş yıl süre ile verilebilir. Bu yetkinin süresi azami beş yıllık dönemler itibarıyla genel kurul kararıyla uzatılabilir.

Kayıtlı sermaye sisteminde, çıkarılan paylar tamamen satılarak bedelleri ödenmedikçe veya satılamayan paylar iptal edilmedikçe yeni pay çıkarılamaz.

Yönetim kurulunun; imtiyazlı veya nominal değerinin üzerinde veya altında pay çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konularında veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilmesi için esas sözleşme ile yetkili kılınması şarttır. Yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisi, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanılamamaktadır.

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/12/20121230-1.htm>



INTERNET

Sermaye birikimini kolaylaştırmak, anonim şirketlerin kaynak ihtiyacının sağlanmasında kolaylık sağlamak ve böylelikle ülke ekonomisine katkıda bulunmak için, diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de şirketleri halka açmaya ya da halka açık olan şirketlerin açıklık oranını artırmaya yönelik çeşitli teşvik edici uygulamalar yapılmaktadır. Bu uygulamalardan bazıları; borçlanma sınırının artırılması, vergi oranının düşürülmesi, kâr dağıtımında kolaylıkların sağlanması gibi teşvikler sayılabilir.

Halka açık anonim şirketlerle halka açık olmayan anonim şirketlerin tahvil çıkarma, kârpayı ödeme ve vergi uygulamalarıyla ilgili ayrıntılı bilgiler için

<http://www.borsaistanbul.com> adresinden yararlanabilirsiniz.



INTERNET

FINANSMANIN TARİHSEL GELİŞİMİ

Finansal yönetimin akademik disiplin olarak ortaya çıkması 20. yüzyılın başlarında olmasına karşılık, pozitif bir bilim dalına dönüşmesi 1950'lerden sonra olmuştur. Diğer birçok alanda olduğu gibi finansal yönetimin gelişmesinde en önemli rolü ABD'li bilim adamları oynamıştır. 1950'lerden önce finans literatürünün temel özellikleri; dışsal gözlemlere dayalı olması, betimleyici yöntemlerin kullanılması, finansal kararların nasıl verilmesi gerektiğinin normatif yaklaşımlarla açıklanması şeklinde özetlenebilir:

1930 öncesi finans yönetiminde, esas olarak, çeşitli finansal piyasalar ve bu piyasalarda işlem gören menkul değerlerle ilgili betimleyici tartışmalar ağırlıktaydı. Dolayısıyla bu dönemde çalışmalar finanslama ya da bilançonun pasif tarafında yer alan borçlanmalar ve öz sermaye üzerinde yoğunlaşmıştır.

1929'da yaşanan büyük ekonomik kriz finansal yönetimi derinden etkilemiştir. Fiyatlarda düşmeler, kredilerde sıkıntılar tasfiye ve iflaslara neden olmuştur. Ayakta kalmayı başaran işletmeler ise Finansal reorganizasyonuna aitimşler ve likiditelerini artıracak önemlere ağırlık vermişlerdir.

1940 ve 1950'li yıllarda finansal yönetimde nicel yöntemlere yer verilmiştir. İlk defa, finansal yönetimde, fonların kullanımı, diğer bir ifade ile bilançonun aktif tarafıyla da ilgilenilmiştir. Ayrıca, sermaye bütçelemesi problemlerinde önemli bir teknik olan iskonto edilmiş nakit akışları tekniği kullanılmıştır. Bundan başka sermayenin maliyetini ölçmede ve finansal varlıkların değerlendirilmesinde yeni yeni teknikler geliştirilmiştir. Sermaye bütçelemesi ve sermaye maliyeti konusundaki gelişmeler günümüzde de devam etmektedir.

1950'lerden itibaren normatif yaklaşım yerini pozitif yaklaşıma bırakmıştır. Pozitif ya da modern yaklaşımda finansal kararların nasıl alınması gerektiği değil, nasıl alınmakta olduğu üzerinde yoğunlaşmıştır. Modern finans teorisi, işletmelerin davranış biçimlerinin, piyasa değerini nasıl etkilediğinin analitik yöntemlerle araştırılmasına dayalıdır. Pozitif yaklaşımın temel özellikleri; dışsal gözlem yerine işletme içi gözlemlere dayalı olması, analitik yöntemlerin kullanılması, başarı ve riskin birlikte ele alınması şeklinde özetlenebilir.

1960'lı yıllarda sabit varlıklarla, alacaklar, stoklar ve nakit gibi dönen varlıkların dağılımında optimizasyon ve istatistiksel tekniklerin kullanıldığı matematiksel modeller uygulanmaya başlanmıştır. 1970'li yıllarda bu eğilim daha da artmıştır. Bu yılların diğer önemli bir özelliği de işletme değerini ve hissedarların -ortakların- servetini maksimum kılmada riskle düzeltilmiş modellerin geliştirilmiş olmasıdır.

1980'li yıllardaki gelişmeler, finansal kararlarda bilgisayarlı uygulamalara gittikçe artan önemin verilmesi yönündedir. Ayrıca bu yıllarda finans yöneticileri, sık sık yükselen faiz oranları karşısında varlıkların yönetiminde de daha atak davranmaktadırlar.

Son yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan büyük değişim ve gelişimler diğer alanlarda olduğu gibi finans alanını da önemli ölçüde etkilemiştir. Özellikle 1980'lerden sonra gelişmelerin hızı artmıştır.

İlk dikkati çeken eğilim, sermayenin dolaşım hızının olağanüstü artmasıdır. Sermayenin uluslararasılaşması yeni bir olgu değildir. Ancak dünya ekonomisinin merkez ülkelerinden çevre ülkelere yapılan doğrudan sermaye yatırımlarında ve daha çok da portföy yatırımlarında son yıllarda çok büyük sıçramaların yaşanmasıdır. Bu gelişmeler işletmelerde kırılganlığı büyük ölçüde artırdığı için risk yönetimi kritik faktör haline gelmiştir.

Finans fonksiyonu üzerinde etkili olan diğer gelişmeler ise şu şekilde özetlenebilir:

- İşletmelerin büyük ölçekte faaliyette bulunmaları,
- İşletmelerin çok çeşitli ürünler üretmeleri ve çeşitli piyasalara sunmaları,
- Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin öneminin artması,
- İşletmelerin büyümeye verdikleri önemin artması,
- İşletmeler arasında birleşmelerin ve satın almaların yoğunlaşması,
- Teknolojide hızlı değişmelerin yaşanması,
- Piyasalarda rekabetin artması, kâr marjlarının daralması,
- Ulaştırma ve iletişim olanaklarının artması,
- Faiz ve döviz kurlarında dalgalanmaların artması,
- Liberalleşme faaliyetlerine dayalı olarak globalleşme hızının artması,
- Ülkelerin hukuki düzenlemelerinde yakınlaşma,
- Finansal krizler.

Finansal liberalleşmeyle birlikte finansal krizlerin de arttığı görülmektedir. Son yıllarda yaşanan krizler hem sık olmakta, hem de bu krizlerin dünya ülkelerini etkileme hızı ve derecesi daha önce yaşanan krizlerden daha büyük olmaktadır. Döviz kurlarında, faiz oranlarında ve menkul kıymet fiyatlarında artan dalgalanmalar, işletmelerde risk yönetiminin önemini artırmıştır. Artık pek çok işletme için türev ürünlerle tanışma ve risk yönetimi konusunda politika geliştirme zorunluluk haline gelmektedir.

Dünya ekonomisinde yaşanan, yukarıda sayılan ve benzeri değişimler nedeniyle finans yöneticisinin işlevleri de büyük ölçüde nitelik değiştirmiştir. Finansal piyasalarda bütünleşmenin hızlanması, işletmelerin halka açıklık oranlarının artması, buna paralel olarak küçük yatırımcı sahipliğinin yaygınlık kazanması, kurumsal yatırımların ve çıkar gruplarının artması işletmelere ilave maliyetler ve sorumluluklar yüklemektedir. Etkin karar alma her geçen gün daha çok zorlaşmış, daha riskli hale gelmiştir. Bu nedenle daha kapsamlı karar alma modelleri kullanma gereği ortaya çıkmıştır. Verilerin hızla alınarak kullanılabilmesinde bilgi işlem teknikleri yaygın bir biçimde kullanılmaya başlanmıştır. Değişimin hızı, belirsizliği ve riski artırmıştır. Diğer taraftan piyasaların entegre olması nedeniyle piyasalar arasında etkileşim büyümüş, finansal yönetimde yeni finansal araçların ve yeni risk yönetim tekniklerinin kullanılması kaçınılmaz olmuştur.

FINANSAL YÖNETİMDE TEMEL İLKELER

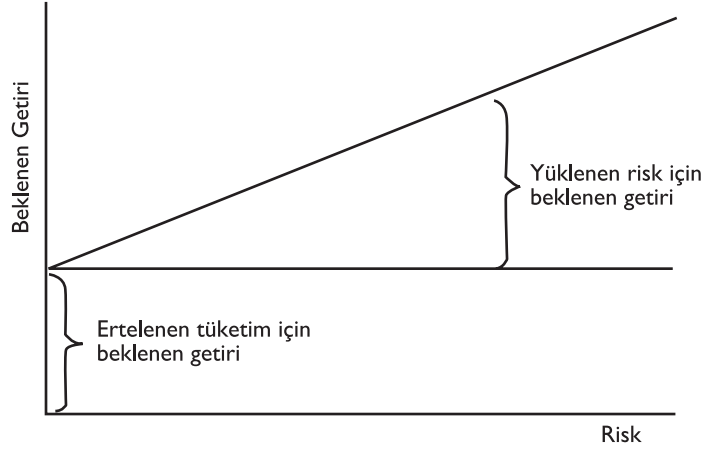
Finansal yönetimde temel oluşturan ilkelere bahsetmek finansal yönetimin daha kolay anlaşılmasına, finansal yönetimin arkasında yatan temel mantığının kavranmasına olanak sağlayacaktır. Literatürde ilkeler (prensip) on başlık altında açıklanmaktadır.

1. Risk-Getiri Dengesi Sağlanmalıdır: Risk- getiri ilişkisi finansal kararlarda anahtar kavramlardan biridir. Ekonomik birimler gelecekte daha fazla gelir elde edebilmek üzere yatırım yaparlar. Elde edilecek getiri, enflasyonun satın alma gücünde yarattığı azalıştan büyük olmalıdır. Elde edilen getirinin enflasyonun altında kalması, diğer bir ifade ile yatırımcının satın alma gücünde bir artış olmaması, tasarruf etme motivasyonunu düşürecek, tasarruflar yatırımlar yerine tüketime gidecektir. Getirinin enflasyonun üzerinde olması yanında riske göre de değişmesi gerekmektedir.

Yatırım seçeneklerinin getirileri ve riskleri farklılık gösterir. Bazı yatırımcılar riske açık iken bazıları riskten kaçınır. Daha fazla risk üstleniliyorsa daha fazla getiri beklentisi olmalıdır. Şekil 1.3'te riskle getiri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Yatay eksene paralel doğrunun dikey ekseni kestiği nokta, risk olmadığında yatırımdan beklenen getiri oranını ifade eder. Farklı yatırımlar farklı derecede risk içerdiği için üstlenilen her ilave riski dengeleyecek getiri elde edilmelidir.

Şekil 1.3

Risk-Getiri İlişkisi



2. Para zaman değerine sahiptir: Bugün elde edilecek ₺1.000, bir ay sonra elde edilecek ₺1.000' den daha değerlidir. Çünkü bugünkü ₺1.000 bir bankaya yatırılarak getiri sağlanabilecek; ya da bir ihtiyacın giderilmesinde kullanılarak fayda elde edilebilecektir. Bugünkü tüketim hakkından vazgeçmek, gelecekte daha fazla tüketim hakkı beklendiği içindir. Bugünkü ₺1.000 ile bir ay sonraki ₺1.000 arasındaki değer farkı paranın zaman değerinden kaynaklanmaktadır.

3. Kâr değil, nakit önemlidir: Muhasebe kâr, finansta nakit akışları dikkate alınır. Kâr ile nakit akışları aynı şey değildir. Finansal yönetimde muhasebe kârı değil, nakit akışları kullanılır. Muhasebe kayıtlarında kâr görülebilir; ancak kâr, nakit akışlarına dönüşmediği sürece kullanılamaz.

4. Nakit akışlarındaki artış dikkate alınmalıdır: Finansal kararlarda, kararın nakit akışlarında yaratacağı ilave katkı dikkate alınmalıdır. Örneğin bir yatırım projesinin kabul edilmesiyle gerçekleşen nakit akışları ile reddedilmesi durumunda nakit akışları arasındaki fark ele alınmalıdır. Nakit akışları arasındaki fark, o projenin nakit akışlarında yaratacağı katkısı gösterir.

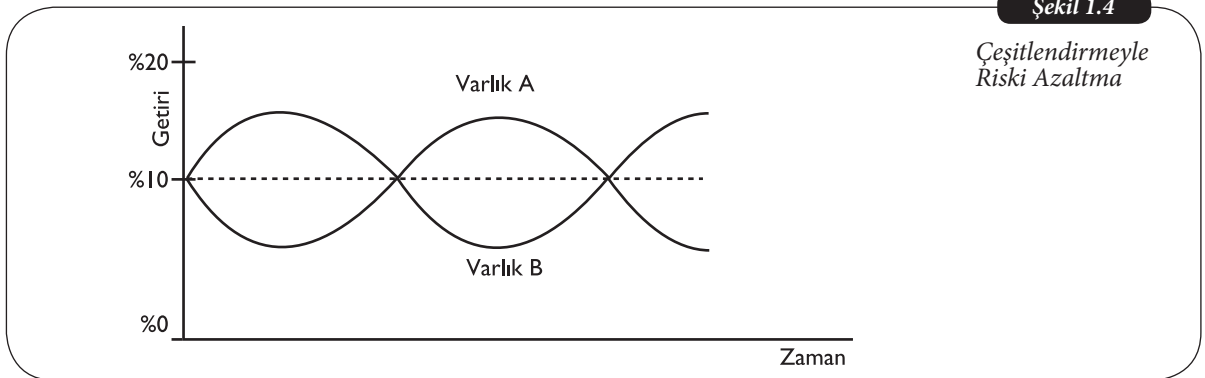
5. Rekabetin yoğun olduğu piyasalarda kârlı projeler bulmak zordur: Rekabetçi piyasalarda kârlı projeler gerçekleştirmek zordur. Aynı zamanda bu tür piyasalarda uzun süreli kârlı çalışmak da mümkün değildir. Kârlı alanlar kısa sürede rakipleri çekecektir. Artan rekabet ve artan kapasite fiyatları ve kârları düşürecektir. Fiyatların ve kârların düşmesi pek çok işletmeyi başarısızlığa sürükleyecektir. Rekabeti azaltmada ürün farklılaştırmaya ve rakiplere göre maliyet avantajına sahip olmaya önem verilmelidir.

6. Sermaye piyasalarının yapısı önemlidir: Finans yöneticilerinin amacı hissedarların servetini ya da varlığını maksimize etmektir. Hissedarların serveti nasıl ölçülecektir? Hissedarların serveti, sahip olunan varlıkların değeriyle belirlenir. Hisse senetleri, tahviller ve benzeri finansal varlıkların piyasalarda nasıl değerlendirildiğini, nasıl fiyatlandırıldığını bilmek için etkin piyasaların özelliklerini bilmek gerekir. Etkin piyasalarda tüm finansal varlıkların ve menkul kıymetlerin değeri mevcut tüm bilgileri yansıtır. Piyasanın etkin olup olmadığı bilginin hızlı bir şekilde fiyatlara yansıyor yansımamasıyla ilgilidir. Etkin piyasalarda çok sayıda ve birbirinden bağımsız yatırımcı bulunur. Etkin piyasa hipotezinde menkul kıymetlerin değeri taşıdığı riske uygun belirlenmiştir ve doğru değeri gösterir. Piyasalar etkin değilse fiyatlar, olması gerekenden düşük ya da yüksek olabilir.

7. Temsil maliyeti sorunu gözardı edilmemelidir: İşletmenin amacı hissedarların servetini maksimize etmektir. Ancak işletme sahipliği ile yönetimin ayrılmasıyla temsil maliyeti sorunu ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler, eğer kendi çıkarlarına da hizmet etmiyorsa ortakların servetini maksimize etme yönünde hareket etmede isteksiz olacaklardır. Temsil sorunu dikkate alınarak ortakların servetini maksimize etme amacı ile yöneticilerin kişisel faydalarını maksimize etme amacı uyumlaştırılmaya çalışılmalıdır.

8. Finansal kararlarda vergilerin etkisi dikkate alınmalıdır: Ülkede uygulanan vergi politikaları finansal kararları etkiler. Finansal kararlarda kullanılan nakit akışları vergi sonrası nakit akışlarıdır. Finansman kaynaklarının maliyeti belirlenirken, dividend politikaları oluşturulurken vergi dikkate alınması gereken bir faktördür.

9. Tüm riskler eşit değildir: Bazı riskler çeşitlendirmeye azaltılabilir, bazıları azaltılamaz. Çeşitlendirmeye riskin azaltılmasını “Tüm yumurtaları aynı sepete koymama” prensibi en iyi şekilde ifade etmektedir. Farklı varlıkların riski farklı özellik gösterir. Yatırımlarda riski düşürmenin bir yolu çeşitlendirmeye gitmek ve çeşitlendirme yaparken de birbirleriyle zıt özellik gösteren varlıklara yer vermek gerekir. Bir yatırım yaparken 2 birim yerine 1 birim A, 1 birim B’ye yatırım yapılmalıdır. Şekil 1.4’te çeşitlendirmeye riski azaltmaya yönelik bir durum ifade edilmektedir.



10. Etik davranış doğru şeyleri yapmak anlamındadır. Etik olmayan davranışları finansın her alanında görmek mümkündür: Doğruyu tanımlamak zordur. Kişilerin değer yargıları, özellikleri farklı olduğu için doğrular da farklı olmaktadır. Bununla birlikte toplumlar doğru olarak kabul ettiği konularda kurallar, yasalar oluştururlar. Bu kuralların toplumun tüm değerlerini yansıttığını söylemek mümkün değildir. Kişiler zaman zaman bu kuralların doğruluğuna inanmadığı ya da çıkarlarına uymadığı için kuralları göz ardı edebilmektedirler. Son yıllarda finans alanında da etik olmayan davranışlara sıkça rastlanılmaktadır. Etik olmayan davranışlar güveni zedelemektedir. Güvenin zedelenmesi çok kolay olmasına karşılık, yeniden kazanılması çok zordur.

Özet



Finans yöneticisinin işletmedeki yerini ve finansal yönetim fonksiyonlarını tanımlamak.

İşletmeye gerekli olan varlıkların sağlanması, bu varlıklar için gerekli fon ihtiyacının en iyi şekilde nasıl finanse edileceğinin belirlenmesi ve elde edilen kârların ne şekilde dağıtılacağına ilişkin kararların alınması finansal yönetimin temel sorumluluk alanlarıdır. Genellikle küçük işletmeler dışındaki işletmelerde finansal kararlardan tek bir kişi sorumlu olmayıp, sorumluluk diğer birimlere de dağılmaktadır.



Finansal kararlarda öncelikli amacı açıklamak.

Kâr maksimizasyonu amacı zaman ve risk boyutunu ihmal etmesi nedeniyle eksiklikler taşımaktadır. İşletme değerini, hissedarların varlığını, hisse senetlerinin değerini maksimize etme amacı, hem zaman, hem de risk faktörünü dikkate aldığı için finansal kararlarda birincil amaç olarak ele alınmaktadır.



Değer maksimizasyonu ve temsil maliyetleri arasındaki ilişkiyi kurmak.

Anonim şirketlerde ortak sayısının artması nedeniyle yönetimin profesyonel yöneticilere bırakılma gereği doğmaktadır. Yönetimle ortaklığın farklılaşmasında yöneticilerle ortakların çıkarları çatışabilmektedir. Yöneticiler, kendi faydalarını maksimize etme ile işletme ortaklarının faydasını maksimize etme amacını dengelemede sorunlar yaşayabilmektedir. Bu sorunlara temsil ya da temsilci maliyeti sorunu denilmektedir.



İşletmelerin yasal türlerinin finansal yönetim açısından taşıdığı özelliklerini açıklamak.

Finansal kararlarda işletmelerin hukuki yapısı arasında yakın ilişki vardır. İşletmenin kurulması, sermaye sağlanması, sermaye artırımı, kârın dağıtımı, vergi tahakkuku, alacaklılara karşı sorumluluk, faaliyet sonuçlarının açıklanması, fon sağlama miktarı ve şekli gibi konularda alınacak kararlar işletmelerin hukuki yapısıyla doğrudan ilgilidir.



Finansal yönetimin tarihi gelişimini açıklamak.

Bir zamanlar finansal kayıtların tutulması, raporların hazırlanması, işletmenin nakit durumunun yönetilmesi gibi işleri kapsamaktayken, son yıllarda finans yöneticilerinin görevleri, bu sayılanların çok ötesine geçmiştir.

Dünya ekonomisinde yaşanan değişimler nedeniyle finans yöneticisinin işlevleri günümüzde büyük ölçüde nitelik değiştirmiştir. Karar alma, değişimin hızından dolayı daha çok zorlaşmış, daha riskli hale gelmiştir. Bu nedenle daha kapsamlı karar alma modelleri kullanma gereği ortaya çıkmıştır. Zamanın önemi büyük olduğu için, verilerin hızla alınarak kullanılabilmesinde bilgi işlem teknikleri yaygın bir biçimde kullanılmaya başlanmıştır. Değişimin yüksek olması belirsizlik ve risk ortamı yaratmıştır. Diğer taraftan piyasaların entegre olması nedeniyle piyasalar arasında etkileşim artmıştır. Dolayısıyla finansal yönetimde yeni finansal araçların ve yeni risk yönetim tekniklerinin kullanılması kaçınılmaz olmuştur.



Finansal yönetimin temel ilkelerini tanımlamak.

Finansal yönetimin temel mantığının kavranmasına olanak sağlayacak ilkeler şunlardır:

1. Risk-Getiri dengesi sağlanmalıdır.
2. Para zaman değerine sahiptir.
3. Kâr değil, nakit önemlidir.
4. Nakit akışlarındaki artış dikkate alınmalıdır.
5. Rekabetin yoğun olduğu piyasalarda kârlı projeler bulmak zordur.
6. Sermaye piyasalarının yapısı önemlidir.
7. Temsil maliyeti sorunu göz ardı edilmemelidir.
8. Finansal kararlarda vergilerin etkisi dikkate alınmalıdır.
9. Tüm riskler eşit değildir.
10. Etik davranış doğru şeyleri yapmaktır. Etik olmayan davranışları finansın her alanında görmek mümkündür.

Kendimizi Sıneyalım

1. Aşağıdakilerden hangisi maddi olmayan varlık ka-
lemine örnektir?
 - a. Binalar
 - b. Makineler
 - c. Araçlar
 - d. Stoklar
 - e. Patent
2. Aşağıdakilerden hangisi finansmanla ilgili kararlar-
dan biridir?
 - a. Vadeli satış yapmak
 - b. Stokları artırmak
 - c. Makine satın almak
 - d. Şirket satın almak
 - e. Tahvil ihraç etmek
3. Aşağıdakilerden hangisi sermaye bütçelemesi kap-
samında ele alınmalıdır?
 - a. Alacaklara yatırım
 - b. Stoklara yatırım
 - c. Geçici yatırımlar
 - d. Sabit varlıklara yatırım
 - e. Hisse senedi ihraç kararları
4. “Kâr payı” aşağıdaki finansal araçlardan hangisinin
getirisidir?
 - a. Tahvil
 - b. Hisse senedi
 - c. Hazine bonosu
 - d. Repo
 - e. Mevduat
5. Aşağıdakilerden hangisi “muhasebeci”nin sorum-
luluk alanında **değildir**?
 - a. Banka ilişkileri
 - b. Maliyet muhasebesi
 - c. İç denetim
 - d. Vergi
 - e. Bordro işlemleri
6. Aşağıdakilerden hangisi fon yöneticisinin görevle-
rinden biri **değildir**?
 - a. Döviz yönetimi
 - b. Nakit yönetimi
 - c. Finansal planlama
 - d. İç denetim
 - e. Kredi yönetimi
7. İşletmelerin finansmanında aşağıdakilerden hangi-
sinin riski daha yüksektir?
 - a. Kısa süreli kredilerin
 - b. Uzun süreli kredilerin
 - c. Tahvilli borçların
 - d. Hisse senedi ihracının
 - e. Otofinsanmanın
8. İşletmelerin finansmanında uzun vadeli kaynaklara
ağırlık verilmesinin sonucu aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. Riskin azalması
 - b. Satışların artması
 - c. Finansman maliyetinin düşmesi
 - d. Müşteri memnuniyetinin artması
 - e. İstihdam olanağının artması
9. Aşağıdakilerden hangisi yeni TTK’a göre kayıtlı
sermaye sistemine geçebilecektir?
 - a. Komandit şirketler
 - b. Anonim şirketler
 - c. Limited şirketler
 - d. Tüm şirketler
 - e. Kollektif şirketler
10. Aşağıdakilerden hangisi etkin piyasaların bir özel-
liğı **değildir**?
 - a. Çok sayıda arz eden vardır
 - b. Çok sayıda talep eden vardır
 - c. Yatırımcılar tüm bilgilere anında ulaşabilir
 - d. Yatırımcılar rasyonel hareket ederler
 - e. Fiyatlar gecikmeli olarak fiyatlara yansır

Yaşamın İçinden

“

Borsada gong TİM İhracat Endeksi İçin Çaldı
Türkiye İhracatçıları Meclisi (TİM) ve Borsa
İstanbul'un ortak çalışması sonucu oluşturulan TİM
İhracat Endeksi, Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen
gong töreni sonrası yayımlanmaya başladı.



Endeks, halka açık piyasa değeri belirli bir düzeyin üzerinde olan ve TİM tarafından her yıl açıklanan ilk bin ihracatçı listesinde yer alan firmalardan oluştu.

TİM ve Borsa İstanbul'un ortak çalışması sonucu oluşturulan TİM İhracat Endeksi, Borsa İstanbul Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Üyesi Murat Çetinkaya ile TİM Başkanı İsmail Güllü'nün katılımıyla Borsa İstanbul'da gerçekleştirilen törende seans açılış gongunun çalmasıyla başladı.

Borsa İstanbul Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Üyesi Çetinkaya, törende yaptığı konuşmada, TİM ile çalışmalara, TİM bünyesinden daha çok şirketin borsaya kazandırılması kapsamında başladıklarını ifade ederek, şunları kaydetti:

“Borsa İstanbul olarak hep iyi şirketler borsaya gelsin, biz onlar için geniş kitlelerden sermaye toplayalım, borçsuz büyüsünler ve büyümelerinden geniş kitleler pay alsın istiyoruz. TİM şirketleri de iyi şirketler... Bu noktada ne yapabiliriz diye kafa yorarken TİM Genel Sekreteri Halil Bader Arslan'ın ‘Sizin bir ihracat endeksiniz var mı?’ sorusu bu projeyi tetikledi.”

TİM İhracat Endeksi'nin “bir endeksten daha çok takip edilmesi gereken bir endeks” niteliğinde olduğunu vurgulayan Çetinkaya, “İhracat yapabilmek, global üretim sürecinin içinde yer alabilmek başlı başına bir donanım istiyor. Organizasyon yapınız, insan kaliteniz, üretim süreçleriniz dünya standartlarında olmak zorunda. Endeksin performansı da herhalde bunu yansıtıyor.” diye konuştu.

“Bir hissenin ağırlığı yüzde 10'u geçemiyor”

Murat Çetinkaya, bundan sonrası için portföy şirketlerinden yardım beklediklerini ifade ederek, sözlerini şöyle sürdürdü:

“Eğer portföy şirketlerimiz bu ve ilerde yapacağımız benzer endekslere dayalı fonlar oluşturabilirse ve bu fonlar büyürse yeni bir TİM şirketi halka arza geldiğinde kurumsal alıcısı da hazır olacak. Bu endekste ağırlık sınırlamamız var. Bir hissenin ağırlığı yüzde 10'u geçemiyor. Amacımız, endekste yer alan tüm şirketlerin gerçekten bir ağırlığı olması... Bunu da en çok endekse yeni girecekler, halka arzı yeni gerçekleştirecekler için düşündük.”

TİM İhracatçı Endeksi'ne dahil olacak firmaların kriterleri

TİM Başkanı İsmail Güllü de Türkiye'de sermaye piyasalarının çatı kuruluşu olan Borsa İstanbul'un 30 yılı aşkın tecrübesiyle bu alanda uluslararası düzeyde söz sahibi bir kurum olduğunu, son dönemde attığı başarıları adımlarla bu konumunu daha da perçinlediğini söyledi.

Güllü, TİM olarak ihracatçı firmaların borsadaki başarı performansını göstermek için Borsa İstanbul ile TİM İhracat Endeksi'ni hayata geçirdiklerini belirterek, TİM İhracatçı Endeksi'ne dahil olacak firmaların kriterlerine ilişkin şunları kaydetti:

“Temel olarak, bir firmanın TİM İhracat Endeksi'ne dahil olabilmesi için TİM'in ilk bin ihracatçı listesinde olan ve Borsa İstanbul içerisinde Yıldız Pazar'da ya da Ana Pazar'da işlem gören şirketlerden biri olması gerekiyor. Ancak doğrudan değil, başka firma üzerinden ihracat yapan, yani ihraç kayıtlı satış yapan firmalarımız da var. Eğer bu firmalar ilk bindeki firmaların ihracatı kadar ihraç kayıtlı satış yapıyorlarsa onları da bu gruba alacağız. Son olarak, endekse girebilecek şirketlerin fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değerinin son 3 aylık ortalaması 50 milyon TL üzerinde olmalı. Yeni halka arz edilmiş şirketler de bu giriş şartlarını sağlıyorlarsa endekse alınacaklar.”

Güllü, bu şartları sağlayan 55 ihracatçı firmanın TİM İhracat Endeksi'ne dahil olduğunu, bu rakamın yeni halka arzlarla birlikte daha da artacağını bildirdi. Güllü, TİM İhracat Endeksi'nin, Borsa İstanbul tarafından yayımlanan diğer endekslerden çok daha yüksek bir getiri performansına sahip olduğunu söyledi.

TİM İhracat Endeksi'nin yatırımcılar tarafından ilgiyle takip edileceğine inandığını ifade eden Gülle, Borsa İstanbul tarafına iş birliğinden dolayı teşekkür etti.

Endekste yüzde 10 ağırlık sınırlaması uygulanacak

Verilen bilgiye göre, Borsa İstanbul ve TİM iş birliği ile hesaplanacak olan endeks; Borsa İstanbul'da işlem gören, TİM tarafından ilan edilen "TİM İlk 1000 Listesi"nde bulunan veya yıllık finansal raporlarındaki ihracat tutarı söz konusu listenin son sırasında yer alan şirketin ihracat tutarından yüksek olan şirketlerin paylarının fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturuldu.

Endeksin fiyat ve getiri versiyonları, TL, dolar ve avro bazında olmak üzere 1 Şubat 2013'ten itibaren kapanış verileri ile hesaplandı. 14 Eylül 2018'den itibaren ise TL fiyat versiyonu gün içinde 10 saniye aralıklarla, diğer versiyonları ise gün sonunda bir kez hesaplanarak yayımlanacak.

Endekste yüzde 10 ağırlık sınırlaması uygulanacak. Şubat, mayıs, ağustos ve kasım aylarının ilk iş günlerinde endeks içindeki ağırlıklar en yüksek yüzde 10 olacak şekilde yeniden düzenlenecek. Ayrıca, her iş günü sonunda ağırlıklar kontrol edilerek ağırlığı yüzde 13'ü geçen en az bir pay olması durumunda dönem başı beklenmeden ağırlıklar yüzde 10'a çekilecek.

Halka arz edilerek Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayacak şirketlerden endeks kurallarında belirlenen şartları sağlayanlar da işlem görmeye başladıkları gün endekse dahil edilecek.

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|---|
| 1. e | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetim ve Finans Yöneticisi" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 2. e | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetim Fonksiyonları" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 3. d | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetim Fonksiyonları" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 4. b | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetim Fonksiyonları" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 5. a | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetim ve Finans Yöneticisi" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 6. d | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetim ve Finans Yöneticisi" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 7. a | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetimde Temel İlkeler" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 8. a | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetimde Temel İlkeler" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 9. b | Yanıtınız yanlış ise "İşletmelerin Yasal Türleri" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |
| 10. e | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Yönetimde Temel İlkeler" bölümünü yeniden gözden geçiriniz. |

Kaynak: <http://www.milliyet.com.tr/borsada-gongtim-ihracat-endeksi-ekonomi-2742188/> (Erişim Tarihi: 14.09.2018)

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Sermaye yoğun sektörlerde sabit varlıklara ayrılan yatırım tutarı emek yoğun sektörlerle göre daha fazladır. Bu durum sektörde yer alan işletmelerin riskini arttıracaktır. Riskin yükselmesi beklenen kârlılığın artmasına neden olmaktadır.

Sıra Sizde 2

Yatırım kararları işletmenin üretim stoğunu arttırmak ve/veya korumak amacıyla bugün yapacağı harcamaları ilgilendirmektedir. Firmanın yeni ürün geliştirmek için Ar-Ge birimi oluşturması yatırım kararlarına örnektir. Tahvil ihraç edilmesi veya hisse senedi ihraç edilmesi işletmenin fon sağlamak için vermiş olduğu kararlardır. Bu kararlar finansman kararları olarak adlandırılmaktadır. Kârın dağıtımını ise elde edilen kârın ne kadarının işletmede bırakılacağı ne kadarının dağıtılacağı ile ilgilidir.

Sıra Sizde 3

Olurdu. Kâr maksimizasyonu amacı zaman ve risk faktörünü ihmal etmektedir. Ayrıca burada kârların toplam miktarının mı, kârlılık oranının mı maksimum yapılacağı konusunda açıklık söz konusu değildir. Yine aynı şekilde kârlılık oranı olarak satışlar, toplam varlıklar veya öz sermaye üzerinden kârlılık oranlarından hangisinin alınacağı belirli değildir. İki yatırım seçeneği aynı zaman noktasında, aynı nakit akışını sağlıyorsa belirtilen amaçlar arasında bir farklılığın olmaması için her iki seçeneğin de eşit riske sahip olmaları gerekir.

Sıra Sizde 4

İşletme değerini ya da hissedarların varlığını maksimize etme amacı, hem zaman, hem de risk faktörünü dikkate almaktadır.

Sıra Sizde 5

Temsilci maliyeti sorunu, işletmelerde sahiplik ile yönetimin birbirinden ayrılmasından doğan çıkar çatışması nedeniyle ortaya çıkar. Temsilci maliyeti doğrudan ve dolaylı olarak iki şekilde ortaya çıkar.

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Aydın, Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Coşkun(2010). Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Bolak, Mehmet.(2001). **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.İstanbul.
- Brealey, A. Richard ve Diğerleri(2007) **İşletme Finansının Temelleri** (Çev: Ünal Boskurt ve Diğerleri),Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Fabozzi, J. Frank ve Diğerleri(1998) **Foundations of Financial Markets and Institutions** (II. Baskı) Prentice-Hall International Inc.New Jersey.
- Gürsoy, Cudi Tuncer(2007)**Finansal Yönetim İlkeleri**, Doğuş Üniversitesi yayınları, İstanbul.
- Karan, Mehmet Baha.(2011). **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazikitebevi Tic.Ltd.Şti, Ankara.
- Ross, A. Stephan, ve Diğerleri(2005)**Fundamentals of Corporate Finance**(III. Baskı)Mc Graw-Hill Irwin, Boston.

www.tcmb.gov.tr

www.spk.gov.tr

www.bddk.org.tr

www.tbb.org.tr

www.borsaistanbul.com

www.resmigazete.gov.tr

2

Amaçlarımız

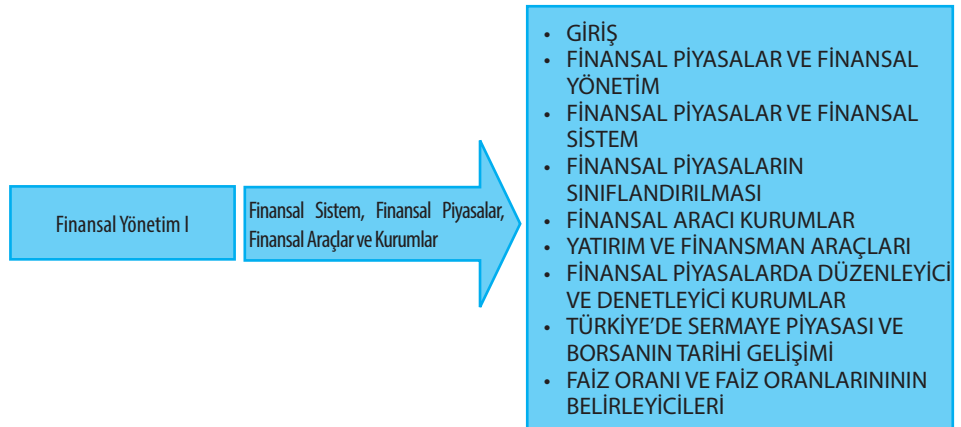
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Finansal piyasaların fonksiyonlarını ve finansal yönetimle ilişkisini açıklayabilecek,
- Finansal sistemin unsurlarını tanımlayabilecek,
- Finansal piyasa türlerini açıklayabilecek,
- Yatırım ve finansman araçlarının özelliklerini açıklayabilecek,
- Finansal kurumların fonksiyonlarını açıklayabilecek,
- Finansal piyasalarda düzenleyici ve denetleyici kurumların önemini açıklayabilecek,
- Türkiye’de sermaye piyasasının gelişimi açıklayabilecek,
- Faiz oranını ve faiz oranlarının belirleyicilerini açıklayabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Finansal Piyasa
- Finansal Varlık
- Finansal Sistem
- Doğrudan Finansman
- Dolaylı Finansman
- Menkul Kıymetler Borsası
- Nominal Faiz
- Spot Piyasa
- Vadeli Piyasa

İçindekiler



Finansal Sistem, Finansal Piyasalar, Finansal Araçlar ve Kurumlar

GİRİŞ

İşletmeler günlük faaliyetlerini sürdürmek, büyümek, rekabet üstünlüğü sağlamak, çıkan fırsatları değerlendirmek ve benzeri nedenlerle yeni yatırımlar yapmak durumundadırlar. İşletmelerin bu tür yatırımları için hem kısa süreli hem de uzun süreli sermayeye ihtiyaçları vardır. İşletmelerin faaliyetleri sonucunda yaratılan fonları, çoğu zaman planlanan yatırımları finanse etmede yeterli değildir. Bu durumda gereksinim duyulan fonlar dışsal kaynaklardan sağlanacaktır.

İşletmelerin sadece finansman kararları değil, yatırım kararları, dividend kararları gibi hemen hemen tüm finansal kararları bir şekilde piyasa bilgisine dayalı olarak alınacaktır. Örneğin fonların sağlanması kararı çok sayıda alternatifin karşılaştırılmasını gerektirir. Fonlar bankalardan mı, yoksa yeni menkul değerler çıkarılarak mı karşılanmalıdır? Fonlar bankalardan sağlanacaksa, hangi bankalardan ve hangi süreyle sağlanmalıdır? Fonlar menkul kıymet çıkarılarak sağlanacaksa hangi tür menkul kıymetler, hangi süreyle ve hangi fiyattan çıkarılmalıdır gibi çok sayıda sorunun cevaplandırılması gerekecektir. Yine yatırım ve dividend kararları için de piyasa verileri kullanılacak, alternatif getiri oranları dikkate alınacaktır. Dolayısıyla, finans yöneticilerinin finansal piyasalar, finansal varlıklar, finansal kurumlar ve finansal piyasalarda oluşan faizler ve faizi etkileyen faktörler konusunda bilgilerinin olması gerekir. Finansal kararlarda etkinlik, piyasalara ilişkin bilgilere sahip olmaya ve bu bilgileri yorumlamaya bağlı olarak artacaktır.

Bu ünite de işletmelerin fon sağlayabilecekleri, zaman zaman da ellerindeki fonları değerlendirebilecekleri **finansal piyasalar** üzerinde durulacaktır.

FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL YÖNETİM

İşletmelerin amaçladıkları yatırımları gerçekleştirmek için gereksinim duydukları fonları sadece kendilerinin oluşturduğu kaynaklarla gerçekleştirmeleri mümkün değildir. İçsel kaynaklarının yeterli olmadığı durumlarda ya planladıkları yatırımlardan vazgeçecekler ya da dışsal kaynak sağlama yoluna gideceklerdir.

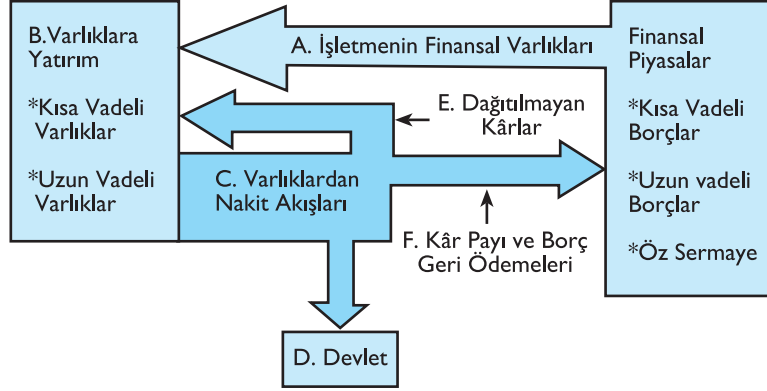
Şekil.2.1'de finansal piyasalarla işletmeler arasında fon akış döngüsü verilmektedir. Şekilde açıkça görüldüğü üzere işletmeler finansal piyasalardan sağlayacakları fonlarla kısa ve uzun süreli varlık yatırımlarını gerçekleştirmektedirler. Faaliyetler sonucu sağlanacak nakit akışlarının bir bölümü faiz ve anapara olarak kredi verenlere, bir bölümü vergi olarak devlete, bir bölümü kâr payı olarak ortaklara ödenirken, bir bölümü de işletmede bırakılarak faaliyetlerinin finansma-

Finansal Piyasalar: Fon arz ve talebinin karşılaştığı, değişimin gerçekleştiği piyasalardır.

nında kullanılacaktır. Şekil’de görüldüğü gibi fonlar finansal piyasalardan işletmeye, işletmeden piyasalara doğru akmaktadır. Yatırım, kâr dağıtımı ve finansman kararlarıyla finansal piyasalar arasında çok sıkı bağ vardır. Finans yöneticileri, piyasaları yakından izleyebilmeli, piyasa koşullarındaki değişikliklerin yatırım ve finansman politikalarını nasıl etkileyebileceğini analiz edebilmelidirler.

Şekil 2.1

*Finansal Piyasalar
ve İşletmeler
Arasında Fon Akışı*



Otofinansman: Faaliyetler sonucunda oluşturulan kaynakların tümünün ya da bir kısmının işletmede bırakılarak işletmelerin kendilerini finanse etmeleridir. Otofinansman kaynağı; dağıtılmamış kârlar, yedek akçeler ve karşılıklardan oluşur.

- A: Finansal varlıklar ihraç edilerek fon sağlanır (Finansman Kararları).
 B: Sağlanan fonlarla varlıklara yatırım yapılır (Yatırım Kararları).
 C: Faaliyetlerden nakit akışları elde edilir.
 D: Devlete vergi ödenir.
 E: Nakdin bir kısmı işletmede bırakılır.
 F: Nakdin bir kısmı kâr payı ve faiz olarak ödenir.

DİKKAT



İşletmelerin kârlılığı, içsel ve dışsal fon kaynaklarının seçiminde kritik bir faktördür. İşletmenin kârlılığı arttıkça genellikle, diğer şeyler değişmezken, dışsal kaynak ihtiyacı azalmaktadır. İşletmeler genellikle kârlarını hissedarlara kâr payı olarak dağıtma yerine bu fonları yeni projelerde kullanmayı isterler; kârlarını dağıtma yoluna giderlerse yatırımlarını dışsal kaynaklarla gerçekleştirmek durumunda kalacaklardır.

Finansal piyasalar neden vardır? Finansal piyasalar olmasaydı ekonomi ne kaybederdi?

Finansal piyasaların temel birimleri hanehalkı, finansal kurumlar dahil işletmeler ve devletlerdir. Bu piyasalara fon sunan birimler tasarruf fazlası veren birimler olarak, fon talep eden birimler de tasarruf açığı olan birimler olarak adlandırılır. İşletmeler de zaman zaman finansal piyasalara fon sunmaktadırlar. Ancak piyasa ekonomilerinde toplamda fon talep eden temel birimler işletmeler ve devletler olmaktadır.

DİKKAT



Bugünkü tüketimin bir kısmından vazgeçilmesi “tasarruf”, gelecekte daha fazla üretim elde etmek için yapılan harcama “yatırım” olarak adlandırılır.

Tasarruf eden birimler kendi tasarruflarını yatırıma dönüştürebilirler. Ancak, her ekonomik birimin tasarruflarını yatırıma dönüştürme olanağı yoktur. Tasarrufların yeterli miktarda olmaması, yeterli fırsatların olmaması ve benzeri nedenlerle tasarruf sahiplerinin tasarruflarını yatırımlara dönüştürmeleri çok sık rastlanan bir durum değildir. Günümüz piyasa ekonomilerinde tasarrufta bulunan

birimlerle yatırım yapan birimler farklılık göstermektedir. Ekonominin gelişimi için tasarruf eden birimlerle (fon arz eden birimler) yatırım yapacak birimlerin (fon talep eden birimler) karşılaşmaları, dağıtık halde bulunan tasarrufların bir araya getirilerek, yatırım yapacak birimlere güven ortamı içinde aktarılması için bir yapıya ihtiyaç vardır. İşte fon arz edenlerle fon talep eden ekonomik birimlerin karşılaşmalarının sağlandığı, bu birimler arasında fon akışının gerçekleştirildiği ortamlara finansal piyasalar denir. Bu bağlamda finansal piyasalar, finansal varlıkların el değiştirdiği piyasalar olmaktadır. Finansal piyasalar olmaksızın yatırım fırsatlarına sahip olmayanların fonları, bu fırsata sahip olan birimlere aktarılmaz. Finansal piyasalar; elindeki küçük miktarlardaki fonları verimli bir biçimde üretime aktarma olanağına sahip olmayan birimlerden, bu fırsatlara sahip birimlere aktarılmasını sağlayarak ekonomide etkinliği ve refah düzeyini artıracaktır.

Finansal piyasaların üç temel fonksiyonu şunlardır:

- **Fiyat belirleme:** Piyasalarda alıcı ve satıcılar karşı karşıya gelerek finansal varlıkların getiri oranları ve buna dayalı olarak fiyatları belirlenir. Örneğin piyasada işlem görmeyen bir firmanın hisse senedine sahip olan tasarruf sahipleri, ellerindeki hisse senetlerini nakde dönüştürmek isterlerse hangi fiyattan nakde dönüştüreceklerdir? Bu hisse senetleri borsada işlem gördüğünde fiyat belirlenmiş olacağından nakde dönüşüm kolaylaşacaktır.
- **Likidite sağlama:** Alıcı ve satıcıların piyasada kolaylıkla işlem yapabilmeleri finansal varlıkların likiditesini artırır. Likiditenin artması bir taraftan daha fazla yatırımcıyı piyasaya çeker, diğer taraftan işletmelerin finansman maliyetini düşürür. Piyasalar olmasa finansal varlıklar vadesi boyunca paraya dönüşemeyecektir. Finansal varlık hisse senedi ise, hisse senedini satabilmek için hissedarın, aynı oranda hisseye yatırım yapacak tasarruf sahibini bulması ya da şirketin tasfiyesini beklemesi gerekecektir.
- **Bilgi elde etme maliyetini düşürme:** Finansal piyasalar hem finansal varlıkları çıkaran kurumlara hem de tasarruf sahiplerine finansal varlıklarla ilgili bilgilere kolaylıkla ulaşılmasını sağlayarak maliyet tasarrufu sağlar. Özellikle işletmelerle ilgili finansal bilgilere ulaşmak çok kolay değildir. Örneğin Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler hakkında bilgi edinmek, bilgiyi belirli satandartlarda elde etmek tasarruf sahiplerine zaman ve maliyet açısından büyük kolaylıklar sağlamaktadır.

Finansal piyasaların fiyat belirleme işlevi neden önemlidir?



SIRA SİZDE

FINANSAL PİYASALAR VE FINANSAL SİSTEM

Finansal piyasaların temel fonksiyonu fon arz ve talebini karşılaştırarak fon aktarımını sağlamaktır. Ancak bir ekonomide fonların arz edenlerden talep edenlere aktarılmasında etkin işleyen bir sisteme ihtiyaç vardır. Finansal sistemin etkinliği arttıkça fon arz ve talebinin karşılaşması o ölçüde artacak, buna bağlı olarak ekonomik gelişim ve refah düzeyi de artacaktır.

Finansal piyasalar, sadece fon arz edenlerle fon talep edenlerden oluşmamaktadır. Finansal piyasaları; fon arz edenler ve fon talep edenler yanında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, fon akımını sağlayan finansal varlıklar, piyasaların adil, şeffaf ve güven ortamı içinde çalışmasını sağlayacak hukuki ve idari kurallardan oluşan bir sistem olarak düşünmek gerekir. Görüldüğü gibi finansal sistem, finansal piyasalardan daha geniş bir kavramı ifade etmektedir.

Finansal sistemi oluşturan unsurlar;

- Tasarruf sahipleri (Fon arz edenler),
- Yatırımcılar (Fon talep edenler),
- Yatırım ve finansman araçları,
- Yardımcı kuruluşlar,
- Hukuki ve idari düzenlemeler şeklinde sayılabilir.

Yukarıda da belirtildiği üzere bir ekonomide hanehalkı(bireyler), işletmeler ve devlet olmak üzere üç temel ekonomik birim vardır. Bu birimler kimi zaman fon arz eden, kimi zaman da fon talep eden olarak finansal piyasalarda yer alırlar. Bununla birlikte toplamda fon açığı olan birimler işletmeler ve devlet, fon arz eden birimler bireyler (hanehalkı) olmaktadır. Bu nedenle Şekil 2.2'deki birimlerin sıralaması buna göre yapılmıştır. Finansal piyasalarda yabancı fon arz ve talebi de yer almaktadır. Bir ülkede finansal piyasalar ne kadar uluslararası özellik gösterse de uluslararası işlemlerin payı ulusal işlemlerin yanında fazla değildir.

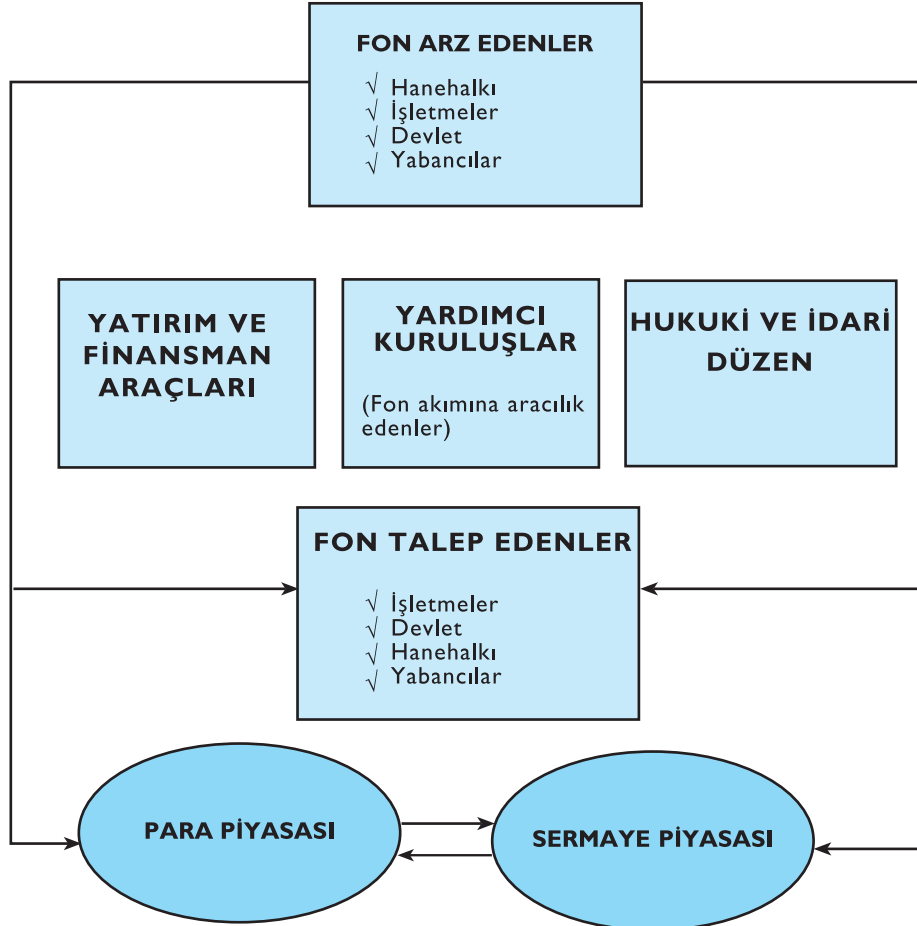
Günümüzde gittikçe artan globalleşme faaliyetlerine paralel olarak finansal piyasalarda sadece o ülkenin ekonomik birimleri değil, diğer ülkelerin birimleri de bulunmaktadır. Ülkemizde de, hem reel piyasalarda hem de finansal piyasalarda yabancı ülke kişi ve kurumları gittikçe artan bir biçimde yer almaktadır. Yabancıardan **doğrudan yatırımlar** veya **portföy yatırımları** ile ülkemize fon girişleri olurken, benzer şekilde yerli kişi ve kurumlar da yabancı ülkelere fon transferleri gerçekleştirmektedirler.

Doğrudan Yatırım: Yabancı ülkelerde üretime yönelik yapılan yatırımlardır.

Portföy Yatırımları: Yabancı tahvil, hisse senetleri, finansman bonosu, mevduat sertifikası gibi finansal varlıklara yapılan yatırımlardır.

Şekil 2.2

Finansal Sistem



FİNANSAL PİYASALARIN SINIFLANDIRILMASI

Finansal piyasaları farklı açılardan sınıflandırmak mümkündür. Fonların ya da finansal varlıkların süresi dikkate alındığında finansal piyasalar para ve sermaye piyasası olarak sınıflandırılabilir.

Para Piyasası-Sermaye Piyasası: En fazla bir yıl süreli fon arz ve talebin karşılaştığı piyasalara para piyasası, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara da sermaye piyasaları denir. İşletmeler genellikle kısa süreli varlıklarını finanse etmede, kısa süreli harcamalarını karşılamada para piyasalarından, orta ve uzun vadeli varlıklarını finanse etmede de sermaye piyasalarından faydalanırlar.

Para piyasasının temel finansal araçları; mevduat, hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, repo, banka kabulleri, banka bonoları, eurodollarlar, varlığa dayalı menkul kıymetler gibi finansal varlıklardır. İşletmelerin sıklıkla kullandığı ticari senetler de bu piyasanın önemli araçlarındandır. Son yıllarda kısa süreli finansal türevler, para piyasası işlemlerinin hızla gelişmesine neden olmuştur.

Para piyasalarında işlem gören finansal varlıkların **likiditesi** yüksektir. Bir finansal varlık, değerinden önemli bir kayıp olmaksızın ne kadar kolay paraya dönüşebiliyorsa o kadar likittir. Bu nedenle para piyasaları tasarrufların yatırıma dönüşümünden daha çok, likidite ihtiyacının karşılandığı piyasalar olarak işlev görmektedir. Ülkemizde olduğu gibi dünyada da en gelişmiş, en **etkin piyasalar** para piyasalarıdır. Sermaye piyasaları ise tasarrufların yatırıma dönüşmesine olanak sağlayan piyasalardır. Sermaye piyasasının temel araçları; devlet tahvilleri, şirket tahvilleri gibi orta ve uzun vadeli menkul kıymetlerle, vadesi sonsuz olarak varsayılan hisse senetleridir. Sermaye piyasalarında para piyasalarına göre likidite daha düşük, risk ve getiri daha yüksektir.

Para piyasası ile sermaye piyasasını birbirinden kesin çizgilerle ayırmak çok da mümkün değildir. Örneğin son yıllarda artan rekabetin de etkisiyle para piyasasının temel kurumu olan ticari bankalar, sermaye piyasasında da yer almaktadır. Yine fonlar da para piyasasından sermaye piyasasına, sermaye piyasasından da para piyasasına doğru akmaktadır.

Finansal varlığın ilk kez alınıp satılmasına göre finansal piyasalar birincil piyasalar ve ikincil piyasalar olarak sınıflandırılabilir.

Birincil Piyasalar - İkincil piyasalar: Finansal varlıkların ilk kez işlem görüldüğü, diğer bir ifade ile finansal varlıkların yaratıldığı piyasalara birincil piyasa denir. Birincil piyasalardaki işlemlerden bu finansal varlıkları ihraç eden kurumlara fon girişi olur. İkincil piyasalar ise daha önce alınıp satılan finansal varlıkların tekrar işlem gördüğü piyasalardır. Dolayısıyla ikincil piyasalardaki işlemler sonucunda finansal varlık ihraç edilmez, mevcut finansal varlıklar el değiştirir. Borsa İstanbul gibi borsalar ikincil piyasaların kurumları olup, bu piyasadaki işlemler sonunda finansal varlıkları ihraç eden kuruma bir fon girişi olmamaktadır.

İşletmelere fon girişi olmadığına göre ikincil piyasalar işletmeler için neden önemlidir?

İkincil piyasalardaki işlemler sonucunda işletmelere fon girişi olmamasına rağmen önemlidir. Çünkü ikincil piyasada oluşan fiyatlar ve işlem hacmi işletmenin değerini doğrudan etkilecek; yeni ihraçlarda ihraç fiyatının belirlenmesinde baz oluşturacaktır. Ayrıca bir işletmenin menkul değerleri borsada ne kadar kolay alınıp satılabiliyorsa o menkul kıymetlerin likiditesi, işletmenin prestijini artıracığından yeni ihraçları kolaylaştıracaktır.

İkincil piyasaların işletmeler üzerine diğer bir etkisi kâr dağıtım politikalarının belirlenmesinde görülür. İşletmeler elde ettikleri kârı dağıtıp, dağıtmama

Likidite: Varlıkların kısa sürede, kolaylıkla ve değerinden kaybetmeksizin alınıp satılabilmesidir.

Etkin Piyasa: Çok sayıda alıcı ve satıcının olduğu, gerekli bilgilere kolay ve maliyetsiz olarak ulaşılan ve işlem maliyetleri düşük olan piyasalardır.

ya da ne kadar dağıtacağı konusundaki kararları, hisse senetlerinin piyasadaki değerlerini izleyerek verirler. Piyasa değeri yüksek olan işletmelerin yeni hisse senedi ihraç ederek fon sağlamaları daha kolay olacağı için, kâr dağıtım konusunda daha esnek davranabileceklerdir.

Finansal piyasalar, piyasanın organize olup olmamasına göre organize piyasalar ve organize olmayan piyasalar olarak sınıflandırılabilir.

Organize Piyasalar-Organize Olmayan Piyasalar: Belirli fiziki bir mekanın olduğu, işlemlerin belirli kurallar, ilkeler çerçevesinde yapıldığı, araçlarının ve kurumlarının olduğu piyasalara organize piyasalar, bu özelliklere sahip olmayan piyasalara organize olmamış ya da tezgah üstü piyasalar denir. Organize piyasalar; yatırımcıların bilgilere kolay ve düşük maliyetli olarak erişmeleri, alıcı ve satıcıların çok sayıda olması nedeniyle tam rekabet koşullarına daha yakın piyasalardır. Bu piyasalarda alıcı ve satıcıların tek başına piyasayı etkileyebilme gücü bulunmaz. Dolayısıyla örgütlenmiş piyasalarda finansal varlıklar daha doğru fiyatlanır.

Örgütlenmiş piyasalarda borsaya kote olmuş şirketlerin menkul kıymetleri belirli kurallar çerçevesinde alınıp satılırlar. Örgütlenmemiş piyasalarda pek çok finansal kurum telefon, fax ve bilgisayarlarla birbirleriyle iletişime geçerek fonların transferi gerçekleşir. Örgütlenmemiş piyasalarda borsaya kote olmuş ve kote olmamış, genellikle küçük ve yeni kurulan işletmelerin menkul değerleri alınıp satılmaktadır. Borsa İstanbul (BİST), NYSE, Londra ve Tokyo borsası örgütlenmiş piyasaya örnek verilebilir.

Finansal varlığın niteliğine göre finansal piyasalar borç piyasaları ve öz sermaye piyasaları olarak sınıflandırılabilir.

Borç Piyasaları-Öz Sermaye Piyasaları: Finansal piyasalarda en yaygın bir biçimde kullanılan finansman yöntemi borçlanmalardır. Borç, bankalardan sağlanabileceği gibi borçlanma araçları ihraç edilerek tasarruf sahiplerinden de sağlanabilir. Ticari bankacılığın ağırlıkta olduğu ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde işletmelerin en çok kullandığı finansman şekli banka kredileri olmaktadır. Bunun yanında işletmeler bono ve tahvil gibi finansal araçlarla da fon sağlayabilirler. Borçlanma araçlarının iki temel özelliği, belirlenmiş bir vadesinin ve faizinin olmasıdır. Borç alanlar, vade içinde faizi ve anaparayı ödemek zorundadırlar. Borçlanma amacına bağlı olarak borcun vadesi kısa ya da uzun, ihraç eden kurumun niteliğine bağlı olarak borcun faizi yüksek ya da düşük olur. Hazine bonoları, devletin kısa süreli fon ihtiyacını karşılamada en çok kullandığı para piyasası araçlarındandır. İşletmeler de yine kısa süreli fon ihtiyacını karşılamada banka kredilerini ve finansman bonolarını kullanabilmektedirler.

Tahviller ise kurumların uzun vadeli finansman ihtiyaçlarının giderilmesinde kullandıkları borçlanma araçlarındandır. Tahviller genellikle 5- 10 yıl gibi vadeli olarak çıkarılan uzun vadeli borçlanma araçlarındandır. Ülkemizde özel kurum ve devlet tahvillerinde en kısa vade bir yıldır. Uzun vadeli fon ihtiyacının karşılanmasında kullanılacak araçlardan ikincisi de hisse senetleridir. Hisse senetlerinde vade yoktur; diğer bir ifade ile hisse senetleri sonsuz vadeli menkul kıymetlerdir. Hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar kurumun ortağı olarak kurumun kârı ve varlıkları üzerinde hakka sahiptirler. Hisse senedi ihraç eden kurum ise öz sermaye yoluyla fon sağlamış olmaktadır.

Ödemelerin hemen ya da gelecekte yapılmasına göre finansal piyasalar nakit ya da spot piyasalar ve vadeli piyasalar olarak sınıflandırılabilir.

Para piyasasının örgütlenmiş temel kurumu bankalar sistemidir. İşletmelerin nakit ihtiyacı çoğunlukla ticari bankalar tarafından karşılanmaktadır. Örgütlenmemiş para piyasası banka sisteminin dışında kalan piyasadır. Sermaye piyasalarının örgütlenmiş temel kurumu borsalardır.

İşletmeler açısından borçlanma araçlarının riski, sonsuz vadeli olarak var sayılan hisse senetlerine göre daha yüksektir. Finansmanda vade kısaltıkça risk artmaktadır.



DİKKAT

Spot Piyasalar-Vadeli Piyasalar: Ödemenin ve teslimin hemen ya da 2 işgününde yapıldığı piyasalara spot piyasa denir. Gelecekteki bir tarihte ödemenin ve teslimin yapıldığı, fiyatın ise bugünden belirlendiği piyasalara ise vadeli piyasalar denir.

Vadeli piyasalara finansal türev piyasalar da denilir. Vadeli piyasalarda en önemli vadeli işlemler gelecek sözleşmeleri (futures) ve opsiyonlardır. Vadeli işlemler genellikle gelecekte karşılaşılabilecek riskleri ortadan kaldırmak için yapılırlar. Vadeli piyasalar bakır, soya fasulyesi gibi mallarda çok uzun geçmişe sahipken, tahvil, döviz, menkul kıymetler gibi finansal varlıklarla ilgili vadeli işlemler 1970'lerden itibaren başlamıştır. Ülkemizin ilk vadeli piyasası İzmir'de faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) idi. 30 Aralık 2012 tarihinde kurulan Borsa İstanbul A.Ş. ile tüm borsalar tek bir çatı altında toplanmıştır. Borsa İstanbul Piyasaları dört ana grupta organize edilmiştir.

Pay Piyasası: Çok farklı endüstriyel sektörlerden halka açık şirketlerin işlem gördüğü Borsa İstanbul Pay Piyasası, yerli ve yabancı yatırımcılar için likit, şeffaf ve güvenli yatırım ortamı sağlamaktadır.

Borçlanma Araçları Piyasası: Borçlanma Araçları Piyasası hem kesin alım-satım işlemleri hem de repo-ters repo işlemleri için tek organize piyasadır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası: Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda Pay Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Endeks Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Döviz Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, Kıymetli Madenler, Emtia ve Enerji Vadeli İşlem Sözleşmeleri işlem görmektedir.

Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası: Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasası'nda Kıymetli Madenler; Kıymetli Madenler Ödünç; Elmas ve Kıymetli Taş; alt piyasaları yer almaktadır.

ss2 Borç piyasası ile öz sermaye piyasası arasındaki farklılıklar nelerdir?



SIRA SİZDE

YATIRIM VE FİNANSMAN ARAÇLARI

Varlıklar maddi varlıklar ve maddi olmayan varlıklar olarak sınıflandırılabilir. Arsa, bina, makine, araçlar gibi varlıklar maddi varlıklardır. Maddi varlıkların değeri fiziki özelliklerine ve gelir getirme güçlerine bağlıdır. Patent, marka, teknik bilgi gibi haklar ise maddi olmayan varlıklardır. Bu tür haklar gelecekte sağlanacak faydalar üzerinde yasal hakkı temsil ederler. **Finansal varlıklar** alacak ya da ortaklık hakkı veren, maddi olmayan varlıklardır. Finansal piyasalara fon sunanların sundukları fon karşılığında fon talebinde bulunanlardan aldıkları varlıklara finansal varlık denir. Finansal varlıklar gelecekteki gelirler ve varlıklar üzerinde haklara sahiptir. Örneğin, bir tahvil sonuçta bir kağıttır. Değeri bundan değil, faiz alma ve verilen ödünçü geri alma hakkını vermesinden kaynaklanır. Finansal varlık bunu ihraç eden birim açısından bir yükümlülük, bu finansal varlığı satın alan açısından bir varlıktır. Genellikle finansal varlıklarla (finansal araçlar) menkul kıymetler kavramı eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Ancak, gerçekte finansal varlıklar ve menkul kıymetler aynı şey değildir. Menkul kıymetler, belirli özelliklere sahip finansal varlıklardır.

DİKKAT



Sermaye Piyasası Kanunu'na (SPK.) göre menkul kıymetler; ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla menkul kıymetler yukarıda belirtilen nitelikleri taşıyan finansal varlıklardır. Menkul kıymetler finansal varlıklardır; ancak tüm finansal varlıklar menkul kıymet özelliği göstermeyebilir.

Finansal Varlıkların Özellikleri

Finansal varlıkların farklı özellikleri vardır. Finansal varlıkların fiyatları, taşıdıkları özelliklere bağlı olarak oluşacaktır. Finansal varlıklarla ilgili başlıca özellikler şunlardır:

Getiri: Bir finansal varlığın getirisi belirli bir zaman diliminde o finansal varlıktan sağlanacak nakit girişleriyle hesaplanır. Nakit akışları finansal varlığın türüne ve elde edilecek getiriye göre değişecektir.

Tüm finansal varlıklar, alacak hakkı veren finansal varlıklar ve ortaklık hakkı veren finansal varlıklar olarak iki temel grupta toplanabilir. Alacak hakkı veren ya da borç ifade eden finansal varlıkları ihraç eden işletmeler sabit ya da değişken oran üzerinden faiz ödemek durumundadırlar. Örneğin bir firmanın ihraç ettiği tahvilleri satın alan yatırımcı o tahvili ihraç eden firmadan faiz geliri elde edecektir. Diğer taraftan hisse senedini satın alan yatırımcılar ise bu senedi ihraç eden firmanın ortağıdır ve sabit bir getiri beklentisi olmayacaktır. Hisse senedi yatırımcılarının firmanın kârından pay alma ve hisse senedinin değerinin artması durumunda sermaye kazancı elde etme hakkı vardır.

DİKKAT



Bazı finansal varlıklar yukarıda ifade edilen iki grup dışında hem borç hem de özsermaye özellikleri taşıyabilir. Bu tür finansal varlıklara melez finansal varlıklar denir. Örneğin imtiyazlı hisse senetleri, ortaklık hakkı vermesi nedeniyle adi hisse senetlerine benzemektedir; düzenli ve genellikle sabit kâr payı ödenmesi nedeniyle de tahvile benzemektedir. Hisse senedine dönüştürülebilen tahviller de benzer özelliktedir. Tahvil olmakla birlikte hisse senedine dönüştürülebileceği için tam olarak tahvil niteliğinde değildir.

Riskin tahmin edilebilirliği: Risk, finansal varlığın türüne, vadesine, çıkaran kurumun mali özelliklerine göre değişecektir. Örneğin tahvil gibi borçlanma araçlarının riskiyle hisse senedi gibi ortaklık hakkı veren varlıkların riski aynı değildir. Tahvile yatırım yapacak tasarruf sahibinin vade tarihine kadar alacağı faiz ve anapara ödemeleri, o tahvilin nakit akışlarını oluşturur ve burada belirlilik vardır, risk tahmin edilebilir. Diğer taraftan hisse senetlerinden sağlanacak kâr payı ve sermaye kazancı için bunu söylemek mümkün değildir. Yatırımcı açısından hisse senedine yatırım yapmanın riski tahvile göre yüksektir.

Devletin çıkardığı tahviller ile özel firmaların çıkardığı tahviller aynı risk düzeyinde değildir. Riske bağlı olarak finansal varlıkların fiyatı da değişecektir.

Vade: Finansal varlıklarda vade önemli bir faktördür. Finansal varlıkların vadesi uzadıkça bu finansal varlıktan elde edilecek nakit akışlarının elde edilme olasılığı azalabilecek, dolayısıyla riski artacaktır. Aynı kurum tarafından ihraç edilen 3 yıl vadeli bir tahvil ile 5 yıl vadeli tahvilin riski aynı değildir. Hisse senetlerinde vade olmadığı, sonsuz süreli finansal varlıklar olarak varsayıldığı için tasarruf sahipleri açısından tahvillere göre daha yüksek riski ifade eder.

Paraya çevrilebilirlik: Finansal varlıkların paraya dönüştürülebilme özelliği farklılık gösterir. Bazı finansal varlıklar kolaylıkla ve değerinden önemli bir sapma olmaksızın paraya dönüştürülebilirken bazılarının bu özelliği düşüktür. Güvenilir

bir firmanın hisse senetlerinin ya da tahvillerinin likiditesi, daha az güvenilir bir firmanın hisse senetleri ve tahvillerin likiditesinden daha yüksektir. Hazine bonoları ise en likit finansal varlıklardan biridir.

Bölünebilirlik özelliği: Finansal varlıkların en az hangi miktarlarda paraya dönüştürülebileceği ile ilgili bir özelliktir. Finansal varlıklar ne kadar küçük değerlerle çıkarılır ise o kadar kolay alınıp satılabilecektir. Tahviller, hisse senetleri, finansman bonoları, hazine bonoları ne kadar küçük değerlerle çıkarılırsa o kadar çok tasarruf sahiplerine ulaşılacaktır.

Ülkelerin ve piyasaların gelişmişlik özelliklerine bağlı olarak kullanılan yatırım ve finansman araçları çeşitlilik göstermektedir. Çeşitlilik arttığı ölçüde fon arz ve talep eden birimlerin getiri ve risk tercihlerine uygun finansal varlıklara ulaşma olanağı artacak, daha fazla fon alış verişi gerçekleşecektir.

Yatırımcılar açısından devlet tahvili, hazine bonusu, özel sektör tahvili, özel sektör hisse senedi, finansman bonusu risk durumları dikkate alındığında hangisi en yüksek riske sahiptir?

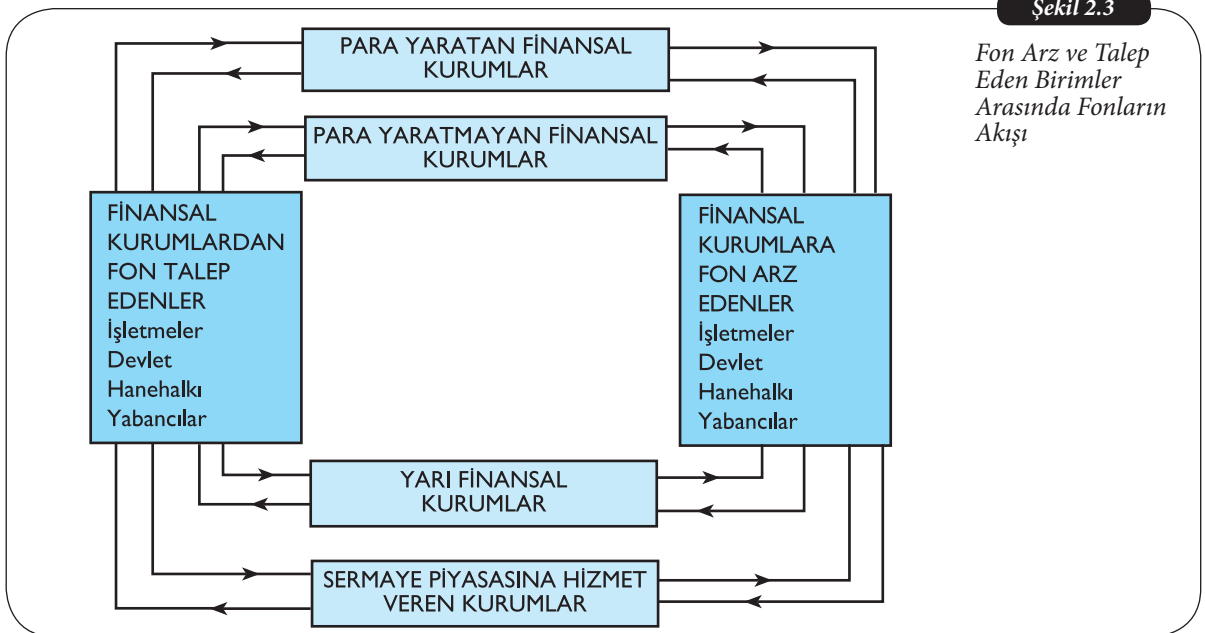


SIRA SİZDE

FINANSAL ARACI KURUMLAR

Finansal piyasalarda fon arz ve talebi doğrudan ya da finansal aracılar vasıtasıyla karşılaşabilirler. Finansal sistemde fonların el değiştirmesi genellikle finansal aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilir. Aracılık yapan kurumlar ve işlevleri ülkelerin gelişmişlik düzeyleri, politik, kültürel ve tarihi özelliklerine bağlı olarak ülkeden ülkeye farklılık gösterir. Finansal sistemde sundukları hizmetlerde değişiklikler görülsün de aracı kurumların temel işlevleri fon akımını kolaylaştırmaktır.

Finansal varlıkların, araya bir kurum girmeksizin aracısız el değiştirmesi doğrudan finansman, aracılar vasıtasıyla el değiştirmesine ise dolaylı finansman denir. Fon fazlası olan birimlerle fon açığı olan birimlerin doğrudan karşılaşması finansal işlemler içinde küçük bir yer tutar. Fonlar daha çok finansal kurumlar olarak da adlandırılan aracı kuruluşlar aracılığı ile el değiştirmektedir. Aracı kurumlar olmaksızın çok sayıdaki küçük tasarrufların uygun zamanda, uygun fiyatlarla, etkin bir biçimde fon talep edenlere transfer edilmesi güçtür.



Doğrudan finansmanda fon arz edenler ile fon talep edenler arasında doğrudan bir ilişki vardır. Doğrudan finansmanda fon talep eden yükümlülüğünü yerine getirmese fon arz eden zarar görecektir. Menkul kıymetler borsasındaki işlemler doğrudan finansman özelliği göstermektedir. Bu piyasada yatırımcılar tasarruflarını uygun gördükleri finansal varlıklara yatırır. Yapılan yatırımın riskini de tasarruf sahibi kendisi üstlenir. Doğrudan finansmanda fon arz ve talebi doğrudan karşılaştırsa da bu süreci hızlandırmak ve etkinliği artırmak için bazı kurumların aracılık etmesi söz konusu olabilmektedir. Bunlar; brokerlar, dealerlar, yatırım bankaları gibi kurumlardır.

DİKKAT



Brokerlar; bir komisyon karşılığında fon arz edenlerle talep edenleri karşılaştıran kurumlardır. Brokerlar kendi nam ve hesabına işlem yapmazlar. Dealerlar ise; başkaları ve kendi nam ve hesabına işlem yapan aracı kurumlardır. Bu kurumlara pazar yapıcı kurumlar da denir. Piyasada fiyatlar ucuz iken alışı, fiyatlar yüksek olduğunda satış yaparak piyasanın etkin çalışmasında önemli rol oynarlar. Ülkemizde hisse senedi ve tahvil piyasalarında bankalar, portföy yönetim şirketleri gibi kurumlar dealer olarak işlev görmektedirler.

Dolaylı finansmanda ise fon aktarımında aracı kurumlar riski üstlenerek aracılık faaliyetlerini yerine getirirler. Örneğin, bankalara yatırılan mevduatın kredi talebinde bulunan kişi ya da kurumlara aktarılmasında olduğu gibi. Fon talep edenler yükümlülüklerini yerine getiremediğinde fon arz edenler doğrudan zarar görmeyecekler, riski aracı kurumlar üstlenecektir. Banka verdiği krediyi tahsil edemediğinde bunu mevduat sahibine aktaramayacaktır. Dolaylı finansmanın en önemli aracı kurumları ticaret bankalarıdır.

Finansal Kurumların Sınıflandırılması

Finansal kurumlar; para yaratan finansal kurumlar, para yaratmayan finansal kurumlar ve yarı finansal kurumlar olarak sınıflandırmak mümkündür.

Para Yaratan Finansal Kurumlar

- TC Merkez Bankası
- Ticari bankalar
- Katılım Bankaları

Para Yaratmayan Finansal Kurumlar

- Kalkınma ve Yatırım Bankaları
- Kredi ve Kefalet Kooperatifleri
- Posta Çekleri Sistemi
- Sigorta Şirketleri

Yarı Finansal Kurumlar

- Sosyal Güvenlik Kurumları
- Zorunlu Sigortalar

Hizmet Gören Kurumlar

- Borsa İstanbul
- İstanbul Altın Borsası
- İzmir Vadeli İşlemler Borsası

Ülkemizde yürürlükte olan Bankacılık Kanunu'nda(BK) finansal kurumlar kredi kuruluşları ve finansal kuruluşlar olarak gruplandırmaktadır. Kredi kuruluşları olarak mevduat bankaları ve katılım bankaları ifade edilmektedir. BK'da mevduat bankaları; kendi nam ve hesabına mevduat kabul etmek ve kredi kullan-

dırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubeleri olarak tanımlanmaktadır. Mevduat toplama yetkisine sahip bankalar genellikle ticari banka olarak adlandırılır. Yine aynı Kanun'da katılım bankası; özel cari ve katılma hesapları yoluyla fon toplamak ve kredi kullanırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubelerini ifade etmektedir. Doğrudan fon toplamaya yetkili bankalar mevduat ve katılım bankalarıdır. Finansal kuruluşlar olarak da; kredi kuruluşu dışında kalan ve sigortacılık, bireysel emeklilik veya sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmak veya Kanun'da yer alan faaliyet konularından en az birini yürütmek üzere kurulan kuruluşlar ile kalkınma ve yatırım bankaları ve finansal holding şirketleri sayılmaktadır.

Kalkınma ve yatırım bankası; BK'na göre mevduat veya katılım fonu kabul etme dışında, kredi kullanırmak esas olmak üzere faaliyet gösteren ve/veya özel kanunlarla kendilerine verilen görevleri yerine getiren kuruluşlar ile yurt dışında kurulu bu nitelikteki kuruluşların Türkiye'deki şubeleri olarak tanımlanmaktadır. Yine finansal holding şirketi de; içlerinden en az bir tanesi bir kredi kuruluşu olmak şartıyla, bağlı ortaklıklarının tümü veya çoğunluğu kredi kuruluşu veya finansal kuruluş olan şirket şeklinde tanımlanmaktadır.

Finansal Kurumların İşlevleri

Finansal kurumların başlıca işlevleri şu şekilde özetlenebilir:

Maliyetleri azaltmak: Finansal varlıklar ve bu finansal varlıkları ihraç eden kurumlar konusunda bilgilerin elde edilmesi, elde edilen bilgilerin değerlendirilmesi maliyet ve zaman gerektirir. Bu maliyetlere **bilgi edinme maliyeti** denir. Tasarruf sahiplerinin rasyonel karar verebilmeleri için gerekli bilgileri elde etmeleri son derecede yüksek maliyet gerektirir. Finansal kurumlar ise, büyük miktarlardaki fonlar için bu maliyetlere katlanacakları için birim başına maliyetleri düşük olacaktır. Finansal kurumlar, ölçek ekonomileri avantajı ile önemli maliyet tasarrufu sağlayacaktır. Ölçek ekonomisi avantajına yatırım fonları örnek verilebilir. Yatırım fonları, büyük miktarlarda finansal varlıklarla oluşturulacağı için birim başına bilgi edinme ve işlem giderleri düşük olacaktır. Ayrıca tasarruf sahipleri tek başlarına oluşturamayacağı çeşitlendirmeyi aracı kurumlar aracılığı ile gerçekleştirerek, riski düşürebileceklerdir.

Finansal kurumların maliyet tasarrufu sağlamalarının bir nedeni de, çalıştırılan uzman kişiler vasıtasıyla pek çok hizmeti düşük maliyetlerle sunabilme olanağına sahip olmalarıdır.

Miktar ayarlaması yapmak: Finansal kurumlar küçük miktarlarda sağlayacakları tasarrufları bir araya getirerek büyük miktarlarda fon talep eden birimlere sunabilirler. Böylece çok çeşitli tutarlardaki fon arz ve talebinin buluşması sağlanarak miktar ayarlaması gerçekleştirilir.

Vade ayarlaması yapmak: Fon arz edenlerle fon talep edenlerin vade konusunda uyum içinde olmaları çok küçük bir olasılıktır. Finansal kurumlar çeşitli vadelerdeki finansal varlıklarla hem fon sunanların hem de fon arz edenlerin isteklerine cevap verebilirler. Finansal kurumlar fon arz ve talep eden birimlerin farklı ihtiyaçlarını karşılayabildikleri ölçüde başarılı olacaklardır.

Risk ayarlaması yapmak: Tasarruf sahipleri sınırlı tasarruflarıyla az sayıda finansal varlığa yatırım yapabilirler. Finansal kurumlar ise çok sayıda finansal varlıklardan oluşan portföyler oluşturarak kolaylıkla çeşitlendirme yapabilirler. Bir yatırımcının ya da bir firmanın, finansal kurum kadar çeşitlendirme yapması, riski dağıtması mümkün değildir.

Bilgi Edinme Maliyeti:

Tasarruf sahiplerinin rasyonel karar verebilmeleri için gerekli bilgileri elde etme maliyetidir.

Finansal danışmanlık hizmeti sunmak: Finansal kurumlar portföy analizi, piyasa analizi, finansal analiz gibi konularda hem fon sunanlara hem de fon talep edenlere danışmanlık hizmetleri de sunabilirler.

Dünyada olduğu gibi Türkiye’de de finansal kesim içinde bankacılık sektörünün, özellikle de ticari bankacılığın ağırlığı büyüktür. Ticari bankalar bankacılığın ilk türüdür. Ticari bankacılık terimi genel olarak mevduat kabul eden kredi kurumlarını ifade eder. Temelde tüm mevduat bankalarının temel fonksiyonu borç toplamak ve borç vermektir. Ticari bankaların fon kaynaklarını genellikle kısa süreli mevduatlar, fon kullanımlarını ise işletme kredileri oluşturduğu için ticari bankalar para piyasasının temel kurumu olarak görülür. Ticari bankaların banka sistemi içinde en önemli faaliyetlerinden birisi de kaydi para yaratmasıdır. Ülkemizde son yıllarda yaşanan krizler ve düşen faizler ticaret bankalarının sayısında önemli düşüşlerin yaşanmasına neden olmuştur. Bununla birlikte Türkiye’de ticaret bankalarının finansal sektörde ağırlığı küçük dalgalanmalar gösterse de %80 düzeyinde olduğu görülmektedir (Tablo2.2).

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasasına göre para piyasası daha gelişmiştir. Bu nedenle de finans sektöründe sermaye piyasası kurumlarından daha fazla para piyasası kurumları vardır. Ülkemizde de benzeri durum söz konusu olup mevduat bankaları finans kesiminin en ağırlıklı bölümünü oluşturmaktadır. Tablo 2.1’de görüldüğü gibi 2017 yılı itibariyle ülkemizdeki banka sayısı 49 olup, bu bankaların 34’ü mevduat bankası, 13’ü kalkınma ve yatırım bankası, 5’i ise katılım bankasıdır. Tablo 2.2’de ise finans sektöründe yer alan kurumların bilanço büyüklükleri verilmiştir. Tablo’nun ortaya koyduğu gibi finansal kesim içinde bankacılık kesiminin bilanço büyüklüğü yaklaşık %75’lerdedir.

Mevduat bankalarındaki mevduat hesaplarının para gibi kullanılabilmesi, bankalarca açılan kredilerin başka bankalara yatırılarak tekrar mevduat hesabına dönüşebilmesi, bankaları para yaratan kurumlar haline getirmektedir. Diğer ülkelerde, bankalar dışında bazı kurumlara da mevduat toplama yetkisi verilmişken ülkemizde bu yetki sadece ticari bankalara verilmiştir. Son yıllarda borsaya olan ilginin artıyor olmasına rağmen işletmelerin çok azı bu piyasadan fayda sağlayabilmektedir. Yüksek faiz ve enflasyon nedeniyle son birkaç yıla kadar tahvil ya da finansman bonusu gibi borçlanma senetleriyle finansman sağlama seçeneği işletmeler açısından uygun bir seçenek olmuyordu. Bunlar ve benzeri nedenlerle tasarrufların en yoğun kullanıldığı ve işletmelerin de en fazla finansman sağladığı kurumlar bankalar olmaktadır.

Tablo 2.1
Türk Finans Sektöründe Faaliyet Gösteren Kuruluş Sayıları

Yıllar/Adet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Bankalar	49	49	48	49	49	49	50	50	49
Finansal Kiralama	47	35	31	31	32	29	28	26	25
Factoring	78	76	75	78	76	76	66	62	61
Tüketici Finansmanı	10	11	12	13	12	12	12	14	14
Varlık Yönetimi	7	7	9	9	11	10	13	15	15
Finansal Holding Şirketleri	3	3	3	3	3	3	3	2	0
Sigortacılık	55	58	59	59	61	64	60	62	63
Elementer Sigorta	32	34	35	35	36	38	36	38	38
Bireysel Emeklilik ve Hayat Sigortası	22	23	23	23	24	25	23	22	23
Reasürans	1	1	1	1	1	1	1	2	2
Menkul Kıymet Aracı Kuruluşları	103	103	100	100	100	97	72	69	65
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	33	31	26	17	12	9	9	9	9
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	14	21	23	25	30	31	31	31	31
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	2	2	4	5	6	12	13	12	12
Portföy Yönetim Şirketleri	23	28	31	35	40	44	51	51	49
TOPLAM	424	424	421	424	432	436	408	403	393

Kaynak: BDDK, BDDK, FKB, HM ve SPK

Tablo 2.2
Türk Finans Sektörünün Aktif Büyüklüğü

Yıllar/Milyar T	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	%
TCMB	110,0	128,5	146,2	202,0	265,9	281,9	293,2	345,4	396,2	9,1
Bankalar	834,0	1006,7	1217,7	1370,7	1732,4	1994,3	2357,4	2731,0	3257,8	75,1
Finansal Kiralama	14,6	15,7	18,6	20,3	28,5	32,6	40,7	48,5	58,1	1,3
Faktoring	10,4	14,5	15,6	18,1	21,8	26,5	26,7	33,1	43,7	1,0
Tüketici Finansmanı	4,5	6,0	8,9	11,6	16,0	20,2	27,2	32,8	39,1	0,9
Varlık Yönetimi	0,4	0,7	0,9	1,5	2,5	2,7	1,8	3,3	3,9	0,1
Sigortacılık	32,8	36,7	42,5	52,6	64,3	81,0	98,2	122,2	152,3	3,5
Elementer Sigorta	14,9	14,3	16,3	19,0	24,3	28,2	33,7	42,7	50,6	1,2
Bireysel Emeklilik ve Hayat Sigortası	16,3	20,8	24,6	31,9	38,1	50,8	61,8	76,5	98,2	2,3
Reasürans	1,6	1,6	1,6	1,8	1,8	2,0	2,6	2,9	3,6	0,1
Menkul Kıymet										
Aracı Kuruluşları	6,0	7,5	8,0	11,4	14,0	15,1	15,3	21,2	23,1	0,5
Menkul Kıymet										
Yatırım Ortaklıkları	0,7	0,8	0,7	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,0
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	4,7	17,2	18,7	24,0	17,0	41,6	53,1	60,6	64,8	1,5
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	0,2	0,2	0,6	0,8	0,9	1,9	2,3	2,3	4,9	0,1
Portföy Yönetim Şirketleri	40,0	46,9	47,9	56,4	65,0	81,8	98,4	122,1	158,3	3,6
Menkul Kıymet Yatırım Fonları	29,6	33,2	30,2	29,7	30,1	36,0	39,1	43,7	54,2	1,2
Emeklilik Yatırım Fonları	9,1	12,0	14,0	19,7	26,4	37,8	48,2	60,7	79,5	1,8
TOPLAM	1097,0	1326,6	1570,5	1819,6	2285,2	2653,8	3101,9	3627,2	4336,5	100,0

Kaynak: TCMB, BDDK, FKB, HM, SPK, TSB ve TSPB



Finansal sektörle ilgili daha ayrıntılı bilgileri www.bddk.gov.tr ve www.tbb.org.tr adreslerinden bulabilirsiniz.



Ülkemizde ticari bankacılığın gelişmiş olmasının nedenleri nelerdir?

FINANSAL PİYASALARDA DÜZENLEYİCİ VE DENETLEYİCİ KURUMLAR

Finansal sistemin beklenen fonksiyonlarını en iyi şekilde yerine getirebilmesi, sistemin etkin bir şekilde işleyebilmesi için finansal sistemin işleyişinden sorumlu düzenleme ve denetleme otoritelerine ihtiyaç vardır. Temelde güven unsuruna dayalı olan sistemde gözetim ve denetim mekanizması ne derece sağlıklı işlerse, kaynakların uygun alanlara ve uygun zamanlarda aktarılması o derece kolaylıkla gerçekleşir. Bu ise sonuçta ülke ekonomisinin performansını artırarak milli gelire yansıyacaktır. Piyasa katılımcıları ve işleyişe ilişkin yapılan düzenlemeler ile sonrasında yapılması gereken denetim faaliyetlerinden sorumlu olan bu kurumlar hem finansal piyasaların işleyişine ilişkin ilkeleri, kuralları belirler, hem de piyasalarda gözetim ve denetim işlevlerini yerine getirirler.

Ekonomik faaliyet alanları içinde faaliyetleri en fazla düzenlemelere tabi tutulmuş, kurallara bağlanmış kesim finans kesimidir. Çünkü finansal piyasalarda yaşanan bir sorun tüm sektörü olumsuz etkilemektedir. Sadece ulusal piyasalar değil, diğer ülke piyasalarında yaşanan bir sorun da ülkeleri yakından ilgilendirmektedir. Diğer taraftan finansal piyasalarda faaliyet gösteren kurumlar, çoğunlukla kendi paralarını değil, tasarruf sahiplerinin paralarını yönetmektedirler. Bu nedenle bu kurumların faaliyetlerinden pek çok kişi etkilenmektedir. Ekonomide önemli görevler üstlenmesi, geniş bir kesimi ilgilendirmesi, tasfiyeleri durumunda topluma büyük zararlar vermesi nedeniyle finans kesimi üzerinde çeşitli kamu otoritelerinin denetimi ve gözetimi söz konusudur. Ekonominin nabzını oluşturan finansal piyasalar, özünde kaynakların ekonomiye kazandırılmasında önemli fonksiyonlar üstlenirler.

Türkiye’de finansal piyasaları düzenleyen ve denetleyen kurumlar olarak:

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- Hazine Müsteşarlığı
- Sermaye Piyasası Kurulu
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
- Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu sayılabilir.

Ülkemizde bankalar, katılım bankaları, leasing şirketleri, faktoring şirketleri ve tüketici finansman şirketleri Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu; sermaye piyasası kurumları(aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri gibi) Sermaye Piyasası Kurul’u; sigorta şirketleri ve bireysel emeklilik şirketleri Hazine Müsteşarlığı; yetkili müesseseler (döviz büroları gibi) ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından denetlenmektedir.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, Bankacılık Kanunu ve ilgili diğer mevzuat ile verilen yetkiler çerçevesinde tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla, mevduatın ve katılım fonlarının sigorta edilmesi, fon bankalarının yönetilmesi, mali bünyelerinin güçlendirilmesi, yeniden yapılandırılması, devri, birleştirilmesi, satışı, tasfiyesi, fon alacaklarının takip ve tahsili işlemlerinin yürütülmesi ve sonuçlandırılması, fon varlık ve kaynaklarının idare edilmesi ve ka-

nunla verilen diğer görevlerin ifası için kurulmuş olup kamu tüzel kişiliğini haiz, idarî ve mali özerkliğe sahip bir kuruluştur.

Diğer ülkelerdeki eğilime paralel olarak ülkemizde de finansal piyasalardaki düzenlemeler tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması amacıyla yönelik olarak yapılmaktadır.

Finansal piyasalarda, haksız rekabeti önlemek, mesleki konularda üyelerini aydınlatma, piyasanın gelişimi konusunda işbirliğine gitmek gibi amaçlar doğrultusunda yasayla ve gönüllülük esasıyla kurulmuş meslek birlikleri de vardır. Türkiye Bankalar Birliği, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Türkiye Katılım Bankaları Birliği gibi çok sayıda kurumlar bulunmaktadır..

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu ile ilgili detaylı bilgilere www.tmsf.org.tr/ adresinden ulaşılabilir.



İNTERNET

Finansal piyasalarda güven unsuru diğer piyasalara göre neden daha önemlidir?



SIRA SİZDE

TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI VE BORSANIN TARİHİ GELİŞİMİ

Türkiye'de sermaye piyasasının oluşması ve menkul değerler borsasının kurulmasında 1854 Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları önemli rol oynamıştır. Osmanlı borçlanma tahvilleri çıkarılmasıyla, İstanbul'da etkili bir piyasa oluşmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bu işle uğraşmaya başlamış, 1864 yılında bir dernek kurarak bu harekete öncülük etmişlerdir. 1866 yılında Türkiye'den alacaklı olan devletlerin de desteği ile İstanbul'da "Dersaadet Tahvilat Borsası" adlı ilk resmi Osmanlı Borsası kurularak çalışmaya başlamış ve bu kuruluş Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir. Bu borsada yerli ve yabancı özel şirketlerin menkul değerleriyle birlikte devlet tahvilleri de önemli oranda işlem görmektedir. Genellikle azınlık bankerlerin ağırlıkta olduğu borsa 20.Yüzyıl başlarında Londra'dan sonra Avrupa'nın en önemli borsası özelliğini göstermekteydi. Borsa, 1. Dünya savaşı sırasında kapanmış, daha sonra 1929'da isim değişikliği yapılarak "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası" adını almıştır. Ancak borsa eski canlılığı gösteremediğinden 1938'de Ankara'ya taşınmış ve "Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası" adını almıştır. Bununla birlikte borsanın işlem hacmi çok küçük olduğundan 1941'de yeniden İstanbul'a getirilmiştir.

1950'lerden sonra daha liberal politikaların uygulanması, 1960 ihtilalinden sonra devletin çıkarmış olduğu tasarruf bonolarının halkın elinde birikmesi, Sirkeci'de kurulan ikincil piyasa ilk aracı kurumların oluşmasına neden olmuştur. 1970'lerde halka açık şirketlerin kurulması, ülkede bir borsanın kurulması yönünde hareketleri başlatmıştır.

1970'li yıllarda özel sektörde yaşanan hızlı holdingleşme süreci, şirketleri hisse senedi ve tahvil çıkararak sermaye piyasalarından fon sağlamaya yöneltmiştir. Başlangıçta bir sermaye piyasası ve bu alanla ilgili yasal düzenlemeye gerek duyulmazken günün gereksinimlerine uygun bir yasa hazırlama girişimleri olmuş; 1963, 1967 ve 1973'de Sermaye Piyasası Tasarısı hazırlanmış, ancak görüşülemeyerek kadük olmuştur.

1980'li yıllar Türk sermaye piyasalarında önemli gelişmelerin yaşandığı yıllardır. 24 Ocak 1980 istikrar tedbirleri ile ekonomide sıkı para politikası uygulamaya konulmuş ve faiz oranları serbest bırakılmıştır. Faizlerin serbest bırakılmasıyla hızla yükselen faizler, ucuz kredi kullanmaya alışan şirketleri büyük bir finansal

sıkıntıya sokmuştur. Bu yıllarda halktan yüksek faizlerle fon toplayarak şirketlere yönelen çok sayıda banker kuruluşları türemiştir. Ancak banka ve bankerler arasındaki rekabet, çok sayıda güvenilir olmayan bankerlerin ortaya çıkması ve ilgili alandaki yasal boşluklar çok sayıda kişinin paralarını kaybetmesine neden olmuştur. Bankerlerin iflası, kaçışı ve tasfiyeleri ile sonuçlanan sermaye piyasası deneyimi, bu alandaki yasal düzenlemelere ihtiyacı artırmıştır. Bunun üzerine 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 1983 yılında ise menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören Kanun Hükmünde Kararname çıkarılmış ve 1985 yılı sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası resmen kurulmuştur.

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulan istikrar programı; Türk ekonomisi ve sermaye piyasası tarihinde yeni bir anlayışın, yeni bir yaklaşımın dönüm noktası olmuştur. Bu program, serbest piyasa ekonomisinin kuralları içinde işleyen bir ekonomik sistemin oluşmasını amaçlamıştır. Bu anlayışa paralel olarak sermaye piyasasının gelişmesinde gerekli yasal boşluğun doldurulmasına çalışılmıştır.

Ülkemizde finansal piyasada karşılaşılan en önemli problem, ekonominin genel dengesi içinde düşük olan tasarrufların arttırılması ve bu tasarrufların etkin bir biçimde yatırımlara kanalize edilmesinde karşılaşılan güçlüklerdir. 1980'li yıllara kadar bankalar sistemi ve diğer para piyasası kurumları önemli bir gelişme göstermişse de sermaye piyasasının gelişimi daha sonraki yıllarda başlamıştır.

1980'li yıllardan itibaren finansal piyasaların serbestleştirilmesine yönelik çok sayıda yapısal değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Bu tedbirler arasında mevduat ve kredi faizlerinin piyasa güçlerince belirlenmesi ve mali kesim kurumlarının oluşması yer almaktadır. 1989'da Türk Lirası konvertibl kılınarak dış dünya ile mali ilişkilerde tam bir serbestleşmeye gidilmiştir.

Finansal piyasalarda son yıllarda yaşanan hızlı gelişmeler yeni bir yasal altyapı ihtiyacını doğurmuştur. Bu bağlamda 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yapılanması ve borsacılık faaliyeti ile ilgili önemli değişiklikler yapılmıştır. Yeni Kanunda "borsa" tanımı değiştirilerek kamu kurumları olarak kurulan borsaların anonim şirket şeklinde faaliyet göstermesi düzenlenmiş, İMKB'nin Borsa İstanbul Anonim Şirketi adı altında özel hukuk tüzel kişiliğine haiz bir şekilde yeniden yapılanması sağlanmıştır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, 2008 küresel finansal krizi, krize yol açan süreç ve sonrasında yaşanan gelişmeler, Avrupa Birliği başta olmak üzere global düzenlemeler ve piyasaların ihtiyaçları dikkate alınarak düzenlenmiştir. 2013 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Altın Borsası ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Borsa İstanbul çatısı altında birleştirilmiştir. Bu birleşmeyle birlikte Borsa İstanbul her türlü finansal aracın tek çatı altında alınıp satılabilmesine imkân tanıyan, finansal süpermarket anlayışı altında faaliyet gösteren bir yapıya kavuşturulmuştur. Borsa'nın sermaye piyasası araçlarının, kıymetli maddenlerin, enerji ürünleri ve emtianın, hem spot hem vadeli işlemlerinin yapılabilceği bir yapıya sahip olması, hem piyasalardaki derinliği artıracak hem de farklı nitelikteki yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılayacağı düşünülmektedir.

2015 yılı sonu itibarıyla Dünya Borsalar Federasyonuna üye olan 61 borsa arasında Borsa İstanbul'un konumuna bakıldığında, piyasa değerine göre 2014 yılında 30. sırada yer alan borsamızın 2015 yılında 32. sıraya gerilediği görülmektedir. Borsaların piyasa değerinin, bu borsaların yer aldığı ülkelerdeki milli gelire oranı, pay senedi piyasasının ülke ekonomisindeki yerini göstermektedir. 2015'te Federasyona üye olan borsaların toplam piyasa değerinin ilgili ülkelerdeki toplam GSYH'ya oranı %96'dır. Borsa İstanbul'un piyasa değeri, Türkiye milli gelirinin sadece dörtte birine denk gelmekte-

dir. İncelenen borsalar arasında en fazla şirketin kote olduğu borsa Bombay Borsasıdır. Bombay Borsasında 5.836 şirket koteyken, bunların tamamı yerli şirketlerdir. Toplam kote şirket sayısında Borsa İstanbul, 393 adet şirket ile 24. sırada yer almaktadır. Mevcut durumda sadece 1 yabancı şirket Borsa İstanbul'a kotedir.

Ülkemizde 2000'li yıllara kadar sermaye piyasalarında derinleşmeye ve finansal araçlarda çeşitlenmeye yönelik liberalleşme çabalarının özel sektörden daha çok kamu sektörüne hizmet ettiği görülmektedir. Kamunun paraya olan ihtiyacının artması, piyasadaki fonların önemli bir bölümünü kamuya yönlendirirken, faiz oranlarının da artmasına neden olmuştur. Yüksek faizler, işletmelerin sermaye piyasasından faydalanmalarını kısıtlarken, yüksek oranda kısa vadeli borçla çalışan işletmeleri de zor durumda bırakmıştır.

Tablo 2.3
Menkul Kıymet Stokları

MENKUL KİYMET STOKLARI (milyar ₺)	2013		2014		2015		2016		2017	
	Tutar	%	Tutar	%	Tutar	%	Tutar	%	Tutar	%
I. ÖZEL SEKTÖR	142,7	23,5	153,0	26,9	154,6	26,0	164,4	26,0	183,2	26,0
Pay	103,9	19,7	105,3	18,5	105,2	17,7	112,5	17,7	117,4	17,7
Borçlanma Araçları	14,4	2,7	19,0	3,3	19,7	3,3	18,8	3,3	19,2	3,3
Finansman Bonosu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	2,1	0,4	2,4	0,4	1,9	0,3	2,0	0,3	1,8	0,3
Banka Bonosu –										
Banka Garantili Bono	22,2	4,0	26,3	4,6	27,5	4,6	30,8	4,6	44,3	4,6
Kâr ve Zarar Ortaklığı Belgesi	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gayrimenkul Sertifikası	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
VARANT	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,3	0,0	0,4	0,0
II. KAMU KESİMİ	403,0	76,5	414,6	73,0	440,1	74,0	468,6	74,0	535,4	74,0
Devlet Tahvili	403,0	76,5	414,6	73,0	440,1	74,0	467,6	74,0	534,4	74,0
Hazine Bonosu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	1,0	0,0
Gelir Ortaklığı Senetleri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Döviz Endeksli Senetler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Özelleştirme Tahvili	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOPLAM	545,7	100,0	567,6	100,0	594,7	100,0	633,0	100,0	741,7	100,0

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu Aylık İstatistik Bülteni, Nisan 2018

Tablo2.3'de ülkemizdeki menkul kıymet stoklarıyla ilgili verilere yer verilmiştir. Görüldüğü üzere, 2013 yılında özel sektör menkul kıymetleri tüm menkul kıymet stoklarının %23,5'ini oluştururken 2017 yılında bu oran %26'ya ulaşmıştır. Kamu kesimi menkul kıymet stoklarının oranı 2013 yılında %76,5 iken 2017 yılında %74'e gerilemiştir.

FAİZ ORANI VE FAİZ ORANLARININ BELİRLEYİCİLERİ

Faiz günümüz dünyasında tüm ekonomik birimlerin en yakından ilgilendiği değişkenlerden biridir. Faiz oranlarının düşmesi ya da yükselmesi sadece fon arz ve talep edenleri değil tüm finansal sistemi ve ekonomiyi yakından etkiler.

DİKKAT



Genel olarak faiz, paranın belirli bir süre için kullanımı karşılığı olarak ödenen bedel olarak tanımlanır.

Sermaye piyasası açısından ele alınacak olursa faizin üretimde kullanılan sermayenin bedeli olarak dört ayrı görevi bulunmaktadır.

Faiz, üretim faktörü olan sermayenin bedelidir: Faizin geleneksel olarak belirtilen bu görevi bütün iktisat kitaplarında geniş olarak anlatılmaktadır.

Faiz, makro dengeyi sağlayan önemli bir faktördür: Fonların hangi faiz oranında karşılaşacağı ekonominin tümü için önemlidir. Faiz oranı para piyasası ile reel piyasa arasında ilişki kurar. Sermayenin iç verim oranıyla piyasa faiz oranı arasındaki ilişki yatırım talebini etkiler. Ekonomide reel faiz oranlarının aşırı yükselmesi yatırımların ve buna bağlı olarak üretimin düşmesine neden olur.

Faiz, para talebini ve likidite tercihini etkileyen önemli bir faktördür: Tasarruf sahipleri tasarrufları konusunda karar verirken faiz oranlarının etkisi büyüktür; faiz oranları ne kadar yüksekse spekülasyon para talebi de o kadar düşük olmaktadır.

Faiz bir maliyet unsurudur: Faiz, sermayeyi kullanan birimler açısından bir maliyettir. İşletmeler ne kadar fazla sermaye ödünç alırlarsa o kadar fazla faiz giderleriyle karşılaşacaklardır.

Nominal Faiz Oranını Belirleyen Faktörler

Faiz oranlarının gelecekte ne olacağını bugünden tam olarak tahmin etmek mümkün olmamakla birlikte faiz oranlarını nelerin, nasıl etkilediğini bilmek gereklidir.

Nominal faiz oranı (piyasa faiz oranı, cari faiz oranı) reel faiz oranıyla bu orana ilave edilen enflasyon ve risk primlerinden oluşur. Bu ilişki şu şekilde ifade edilebilir:

- i = Nominal faiz oranı
- i' = Reel faiz oranı (gerçek faiz oranı)
- EP = Enflasyon primi
- ÖP = Ödenmeme risk primi
- LP = Likidite primi
- VP = Vade risk primini ifade ettiğinde;
- $i = i' + EP + ÖP + LP + VP$ yazılabilir.

Reel faiz oranı: Enflasyon beklentisinin olmadığı ve riskin sıfır olduğu durumdaki faiz oranını ifade eder. Reel faiz oranları zaman içinde ekonomik koşullara bağlı olarak değişir. Reel faizler, yatırımcıların yatırım fırsatlarının getiri oranının ve tasarruf sahiplerinin bugünkü tüketimle gelecekteki tüketim arasındaki tüketim tercihlerinin bir fonksiyonudur. Reel faiz oranını tam olarak belirlemek zordur. Finansal piyasalarda faiz oranı fon arzıyla fon talebinin karşılaşmasıyla oluşur. Faiz oranıyla fon talebi ters yönde, fon arzı ile aynı yönde hareket eder. Diğer bir ifade ile, diğer koşullarda değişme olmaksızın faiz oranları arttığında fon arzı artarken, fon talebi düşme yönünde hareket eder.

Enflasyon primi: Nominal faiz oranlarını etkileyen faktörlerden en önemlisi enflasyondur. Enflasyon yükseldiğinde genellikle nominal faiz oranları da yükselir. Eğer nominal faiz oranı enflasyonun gerisinde kalırsa tasarruflar eriyeceğinden yatırımlar olumsuz etkilenecektir. Dolayısıyla enflasyon ortamlarında fon arz edenler, enflasyonun olumsuz etkisinden kurtulmak için reel faize enflasyon primi ilave ederler. Ödenmeme riskinin olmadığı kısa vadeli devlet bankalarının nominal faiz oranı, reel faize enflasyon primi ilave edilerek bulunur.

$$i = i' + EP$$

Örneğin reel faiz oranı % 4 ve beklenen enflasyon % 6 ise bir yıl vadeli devlet nominal faiz oranı %10 olacaktır.

Burada reel faize ilave edilen enflasyon priminin gelecekteki enflasyon beklentisine dayalı olduğunu unutmamak gerekir. Geçmişteki enflasyon oranı gelecekteki enflasyon oranından farklı olabilir. Dolayısıyla reel faize ilave edilecek enflasyon primi gelecekte beklenen enflasyon oranları dikkate alınarak bulunmalıdır. Bir yıl vadeli bono için enflasyon oranını tahmin etmek zor olmamakla birlikte, 15 yıl vadeli bir bono için bu tahmini yapmak oldukça zordur. Bu durumda genellikle bono vadesi boyunca ortalama bir enflasyon oranı kullanılmaktadır.

Ödenmeme Risk Primi: Ödenmeme riski, sağlanan fonlar için faizin ya da anaparanın vadesinde ödenmesiyle ilgilidir. Fonların geri ödenmeme riski arttığı ölçüde ilave edilecek prim de artacaktır. Örneğin uzun vadeli devlet tahvili ile özel sektör tahvilleri için aşağıdaki faizler uygulanıyor olsun.

	<u>Nominal Faiz</u>
Devlet tahvili	%15
I. İşletme (AAA)	%17
II. İşletme (AA)	%19
III. İşletme (A)	%22

Bir ekonomide genellikle bir yıllık devlet tahvili faiz oranı, risksiz faiz oranı olarak kabul edilir. Bu devletin aldığı krediyi geri ödeyeceği, para basma yetkisinin olması nedeniyle geri ödenmeme riskinin olmayacağı varsayımından kaynaklanır.

Buna göre, vade, likidite ve diğer özellikleri benzer olan yukarıda verilen tahvillerin nominal faizleri arasındaki farklılıklar ödenmeme risk primini oluşturur.

Örneğin I. işletmenin ödenmeme risk primi $\text{ÖP} = \%17 - \%15 = \%2$; II. İşletmenin %4; III. İşletmenin %7 olmaktadır.

Likidite Primi: Finansal varlıkların likiditesiyle bu varlıkların kısa zamanda ve değerinden önemli bir şey kaybetmeksizin paraya dönüştürülebilme durumu kastedilmektedir. Likiditesi yüksek finansal varlıklar kolaylıkla alınıp satılabilirler. Eğer finansal varlığın likiditesi yüksek değilse, yatırımcının reel getiri oranına likidite primi ilave etmesi gerekecektir.

Vade Riski Primi: Genellikle vade uzadıkça finansal varlıkla ilgili olarak faiz ve anaparanın ödenmeme riski artar. Örneğin diğer özellikleri aynı olan iki tahvilin vadeleri farklı olsun. Uzun vadeli tahvilin riski kısa vadeli tahvile göre daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla vade uzadıkça faize bir risk priminin ilave edilmesi kaçınılmaz olmaktadır.

Yukarıda nominal faiz oranını etkileyen temel faktörler konusunda bilgi verildi. Bunlardan başka, hükümetlerin uygulamış oldukları mali politikalar ve konjonktürel durum da nominal faiz oranlarını etkileyen önemli faktörlerdir. Örneğin para arzının arttırılması hem ekonomik aktivite düzeyini hem de enflasyonu önemli oranda etkileyecektir.

Eğer hükümetler ekonomiyi canlandırmak isterlerse para arzını arttırırlar. Böyle bir politikanın ilk etkisi faiz oranlarının düşmesi şeklinde kendini gösterecektir. Ancak bu, enflasyon beklentisini arttıracak için faiz oranları tekrar yükselecektir. Hükümetlerce uygulanan vergi politikaları da nominal faizleri etkiler. Vergi yükü arttıkça faiz oranlarının da artması doğaldır. Bazı finansal varlıklar vergiye konu iken, bazıları vergiye konu değildir; ya da daha düşük vergi uygulanmasına tabidir. Konjonktürel durum da faiz oranlarını etkiler. Ekonominin daralma dönemlerinde yatırımlar duraklayacağından fon talebi azalmaktadır. Bu ise faiz oranlarını düşürürken ekonominin canlanma dönemlerinde faiz oranları da yükselme eğilimine girecektir.

Özet



Finansal piyasaların fonksiyonlarını ve finansal yönetimle ilişkisini açıklamak.

Finansal piyasaların temel fonksiyonu fon arz ve talebini karşılaştırarak fon aktarımını gerçekleştirmektir. İşletmeler amaçladıkları yatırımları sadece kendi içsel kaynaklarıyla gerçekleştiremezler. İşletmeler az ya da çok dışsal kaynakları kullanmak durumundadır. Dolayısıyla finansal piyasalarla işletmeler arasında sürekli bir fon akışı vardır. Finansal piyasaların üç temel fonksiyonu şunlardır:

- Fiyat belirleme,
- Likidite sağlama,
- Bilgi elde etme maliyetini düşürmek.



Finansal sistemin unsurlarını tanımlamak.

Finansal piyasalar; fon arz edenler ve fon talep edenler yanında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, fon akımını sağlayan finansal varlıklar; piyasaların adil, şeffaf, ve güven ortamı içinde çalışmasını sağlayacak hukuki ve idari kurallardan oluşan bir sistemdir.



Finansal piyasa türlerini açıklamak.

- Finansal piyasalar;
- Para piyasası-sermaye piyasası,
 - Birincil ve ikincil piyasalar,
 - Organize piyasalar-organize olmayan piyasalar,
 - Borç piyasası ve öz sermaye piyasası,
 - Spot piyasa-vadeli piyasalar şeklinde sınıflandırılabilir.



Yatırım ve finansman araçlarının özelliklerini açıklamak.

- Finansal varlıklar farklı özelliklere sahiptir Bu özellikler;
- Getiri,
 - Riskin tahmin edilebilirliği,
 - Vade,
 - Paraya çevrilebilirlik,
 - Bölünebilirlik özellikleridir.



Finansal kurumların fonksiyonlarını açıklamak.

Finansal aracı kurumların sağladığı faydaları şu başlıklar altında toplanabilir:

- Maliyetleri azaltmak,
- Miktar ayarlaması yapmak,
- Vade ayarlaması yapmak,
- Risk ayarlaması yapmak,
- Finansal danışmanlık hizmeti sunmaktır.



Finansal piyasalarda düzenleyici ve denetleyici kurumların önemini açıklamak.

Finansal piyasalarda yaşanan bir sorun tüm sektörü yakından etkilemektedir. Diğer taraftan finansal piyasalarda faaliyet gösteren ku-

rumlar, çoğunlukla kendi paralarını değil, tasarruf sahiplerinin paralarını yönetmektedirler. Ekonomide önemli görevler üstlenmesi, geniş bir kesimi ilgilendirmesi, tasfiyeleri durumunda topluma büyük zararlar vermesi nedeniyle finans kesimi üzerinde çeşitli kamu otoritelerinin denetimi ve gözetimi kaçınılmazdır.

Türkiye’de Finansal Piyasaları Düzenleyen ve Denetleyen Kurumlar;

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,
- Hazine Müsteşarlığı,
- Sermaye Piyasası Kurulu,
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu,
- Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kurumları olarak sayılabilir.



Türkiye’de sermaye piyasasının gelişimi açıklamak.

1854 Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları, Türkiye’de sermaye piyasasının oluşmasında ve menkul kıymet borsasının kurulmasında en önemli rolü oynamıştır. 1866 yılında İstanbul’da “Dersaadet Tahvilat Borsası” kurulmuş ve bu borsa Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir.

Uzun yıllar önemli gelişme görülmeyen sermaye piyasalarında 1980 yılında yaşanan banker olaylarını takiben, 1981 yılı Temmuz ayında yayınlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sermaye piyasası yeniden düzenlenmeye çalışılmış, 26 Aralık 1985 tarihinde borsa faaliyete başlamıştır. Borsa, Sermaye Piyasası Kurulu’nun gözetim ve denetimi altında, Sermaye Piyasası Kanununun verdiği görevleri yerine getirmektedir.

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulan istikrar programı sermaye piyasası tarihinde yeni bir anlayışın, yeni bir yaklaşımın dönüm noktası olmuş; 1980’li yıllara kadar bankalar sistemi ve diğer para piyasası kurumları önemli bir gelişme göstermişse de sermaye piyasasının esas gelişimi 1980’li yıllardan daha sonra başlamıştır.



Faiz oranını ve faiz oranlarının belirleyicilerini açıklamak.

Faiz, paranın kullanım hakkının devredilmesi karşılığı alınan bir bedeldir.

Piyasa faiz oranlarının bileşenleri şunlardır:

- Reel faiz oranı,
- Enflasyon primi,
- Ödenmeme risk primi,
- Likidite primi,
- Vade riski primidir.

Belirtilen temel faktörler yanında hükümetlerin uygulamış oldukları vergi politikaları ve konjonktürel durum da nominal faiz oranlarını etkileyen önemli faktörlerdir.

Kendimizi Sıneyalım

1. Aşağıdakilerden hangisi otofinansman kaynağıdır?
 - a. Dağıtılan kârlar
 - b. Yedekler
 - c. Ödenen vergiler
 - d. Ödenen anapara payları
 - e. Ödenen faizler
2. Aşağıdakilerden hangisi finansal piyasaların işlevlerinden biri **değildir**?
 - a. Fiyat belirleme
 - b. Getiri oranını belirleme
 - c. Likidite sağlama
 - d. Bilgi edinme maliyetini düşürme
 - e. Vade ayarlaması yapma
3. Aşağıdakilerden hangisi finansal piyasaların vade dikkate alınarak yapılan bir sınıflandırmasıdır?
 - a. Organize piyasa
 - b. Spot piyasa
 - c. Sermaye piyasası
 - d. Vadeli piyasa
 - e. Birincil piyasa
4. Aşağıdakilerden hangisi finansal piyasaların finansal varlıkların niteliğine göre yapılan bir sınıflandırmasıdır?
 - a. Borç piyasası
 - b. Spot piyasa
 - c. Sermaye piyasası
 - d. Vadeli piyasa
 - e. Birincil piyasa
5. Aşağıdakilerden hangisi para piyasası finansal araçlarından biri **değildir**?
 - a. Finansman bonosu
 - b. Banka kredileri
 - c. Ticari senetler
 - d. Tahviller
 - e. Hazine bonoları
6. Aşağıdakilerden hangisi sermaye piyasası finansal araçlarından biri **değildir**?
 - a. Özel sektör tahvilleri
 - b. İmtiyazlı hisse senetleri
 - c. Hisse senedine dönüştürülebili tahviller
 - d. Hisse senetleri
 - e. Varlığa dayalı menkul kıymetler
7. Aşağıdakilerden hangisi likiditesi en yüksek finansal varlıktır?
 - a. Devlet tahvili
 - b. Özel sektör hisse senetleri
 - c. Finansman bonoları
 - d. Hazine bonoları
 - e. Varlığa dayalı menkul kıymetler
8. Aşağıdakilerden hangisi sigorta şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumlu kurumdur?
 - a. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
 - b. Hazine Müsteşarlığı
 - c. Sermaye Piyasası Kurulu
 - d. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
 - e. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
9. Aracı kurumların denetlenmesinden sorumlu kurum aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
 - b. Sermaye Piyasası Kurulu
 - c. Hazine Müsteşarlığı
 - d. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
 - e. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
10. Aşağıdakilerden hangisi finansal varlığı ihraç eden kurumun mali yapısına bağlı olarak belirlenen risk primidir?
 - a. Likidite risk primi
 - b. Reel faiz oranı
 - c. Enflasyon primi
 - d. Ödenmeme risk primi
 - e. Vade risk primi

Yaşamın İçinden

PAY PİYASASI

Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda farklı sektörlerden şirketlerin payları, yeni pay alma hakları, borsa yatırım fonları, varantlar ve sertifikalar işlem görmektedir. Borsa İstanbul Pay Piyasası yerli ve yabancı yatırımcılar için likit, şeffaf ve güvenli yatırım ortamı sağlamaktadır.

Pay Piyasası'nda işlemler elektronik alım satım sistemi aracılığıyla fiyat ve zaman önceliği kuralı baz alınarak "Sürekli İşlem", "Piyasa Yapıcılı Sürekli İşlem" ve "Tek Fiyat" yöntemlerinde otomatik olarak gerçekleştirilmektedir.

Pay Piyasasında işlemler aşağıdaki pazarlarda gerçekleştirilmektedir:

PAZAR	TANIM	SEMBOL
YILDIZ PAZAR	Halka açık piyasa değeri 100 M TL'nin üstünde olan şirketler yada BIST100 kapsamındaki şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.	Z
ANA PAZAR	Halka açık piyasa değeri 25 milyon TL'nin üzerinde ve 100 M TL'nin altında olan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. 25 M TL kriteri ilk defa halka arz edilen şirketler için geçerlidir ve mevcut şirketler arasında halka açık değeri 25 M TL'nin altında olup Ana Pazarda işlem gören şirket olabilir.	N
GELİŞEN İŞLETMELER PAZARI	Gelişme ve büyüme potansiyeline sahip, halka açık piyasa değeri 25 M TL'nin altında olan şirketlerin Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır. GİP'te 2 yıl süreyle işlem gören şirketler Yıldız ve Ana Pazara geçiş başvurusu yapabilirler.	G
YAKIN İZLEME PAZARI	Belirli gelişmelerin oluşması halinde Yıldız Pazar, Ana Pazar, Gelişen İşletmeler Pazarı ve Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'ndan çıkarılan şirketlerin paylarının Borsa İstanbul bünyesinde işlem görebileceği pazardır.	W
KOLEKTİF YATIRIM ÜRÜNLERİ VE YAPILANDIRILMIŞ ÜRÜNLER PAZARI	Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları payları ile borsa yatırım fonları katılma belgeleri, aracı kuruluş varantları ve sertifikalar kot içi pazar niteliğindeki Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir.	K
NİTELİKLİ YATIRIMCI İŞLEM PAZARI	Halka arz olmadan sadece nitelikli yatırımcılara ihraç yapan şirketlerin paylarının sadece nitelikli yatırımcılar arasında işlem görebileceği pazardır.	Q
PIYASA ÖNCESİ İŞLEM PLATFORMU	Halka açık statüde olup, payları Borsada işlem görmeyen şirketlerden, SPK tarafından bu Platformda işlem görmesine karar verilenlerin payları Piyasa öncesi işlem platformunda işlem görecektir (eski uygulamadaki Serbest işlem platformu).	

Kaynak: <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi>

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. b Yanıtınız yanlış ise “Finansal Piyasalar ve Finansal Yönetim” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. e Yanıtınız yanlış ise “Finansal piyasalar ve Finansal Yönetim” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. c Yanıtınız yanlış ise “Finansal Piyasaların Sınıflandırılması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. a Yanıtınız yanlış ise “Finansal Piyasaların Sınıflandırılması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. d Yanıtınız yanlış ise “Yatırım ve Finansman Araçları” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. e Yanıtınız yanlış ise “Yatırım ve Finansman Araçları” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. d Yanıtınız yanlış ise “Yatırım ve Finansman Araçları” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. b Yanıtınız yanlış ise “Finansal Piyasalarda Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. b Yanıtınız yanlış ise “Finansal Piyasalarda Düzenleyici ve Denetleyici Kurumlar” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. d Yanıtınız yanlış ise “Faiz Oranı ve Faiz Oranının Belirleyicileri” konusunu yeniden gözden geçiriniz.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Finansal piyasaların en önemli işlevlerinden biri finansal varlıkların fiyatını belirlemesidir. Finansal piyasalarda ne kadar çok alıcı ve satıcı varsa, ne kadar çok işlem gerçekleşiyorsa finansal varlığın fiyatı o derece doğru belirlenecektir. Finansal varlıkların doğru fiyatlanması, yatırımcıların aldatılma olasılığını azaltarak, piyasaya olan güveni artıracaktır. Diğer taraftan doğru fiyatlama, bu finansal varlıkları ihraç eden firmalar açısından da önemlidir. Yeni ihraçlarda finansal piyasada oluşan fiyatların baz alınması ihracın başarısını artıracaktır.

Sıra Sizde 2

Borç piyasalarından sağlanan fonlar işletme açısından sürekli bir kaynaktır. Diğer bir anlatımla borçların vadesi vardır ve bu vadenin içerisinde veya sonundan ana para ve faiz ödemesi söz konusudur. Buna karşılık özkaynaklar işletme açısından süresiz niteliktedir ve hisse senedi yoluyla sağlanan fonların vadesi ve geri ödenme zorunluluğu yoktur.

Sıra Sizde 3

Yatırımcılar açısından devlet tahvili ve hazine bonosu risksiz yatırım araçlarıdır. Çünkü devletin çıkarmış olduğu bu menkul kıymetlerde geri ödenmeme durumu söz konusu değildir. Özel sektör tahvili ve finansman bonoları ise borçlanma araçlarıdır ve vadesi sonunda ana para ve faizin ödenmesi gerekir. Hisse senetleri ise ortaklık hakkı verir ve kâr payı ödenmemesi durumunda bir yaptırım söz konusu değildir. Bu durumda yatırımcılar açısından en risklisi özel sektör hisse senetleridir.

Sıra Sizde 4

Türkiye’de finansal sistemin aktiflerinin yüzde 77,8’ini ticari bankalar oluşturmaktadır. Diğer bir anlatımla, finansal sistem bankacılık odaklı olarak gelişmiştir. Bunun nedeni tasarrufların azlığı ve sermaye piyasasına olan güven eksikliğidir. Bununla birlikte kamu iç borçlanma ihtiyacının yüksek olması sermaye piyasasının da yeterince gelişmesini engellemiştir.

Sıra Sizde 5

Finansal piyasalara olan güvenin azalması bu piyasaya arz edilen fonların sistemden uzaklaşmasına ve fonların yastık altına gitmesine neden olur. Böyle bir durumda fon arz ve talebi etkin bir biçimde karşılaşamaz ve faiz oranları yükselir. Böyle bir durum ise yatırımların azalmasına neden olur.

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Aydın, Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Coşkun (2015). **Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Bolak, Mehmet.(2001). **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.İstanbul.
- Brealey, A. Richard ve Diğerleri (2007) **İşletme Finansının Temelleri** (Çev: Ünal Bozkurt ve Diğerleri),Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Fabozzi, J. Frank ve Diğerleri (1998) **Foundations of Financial Markets and Institutions** (II. Baskı) Prentice-Hall International Inc.New Jersey.
- Gürsoy, Cudi Tuncer (2007) **Finansal Yönetim İlkeleri**, Doğu Üniversitesi yayınları, İstanbul.
- Karan, Mehmet Baha. (2011). **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazikitabevi Tic.Ltd.Şti, Ankara.
- Ross, A. Stephan, ve Diğerleri (2005) **Fundamentals of Corporate Finance**(III. Baskı)Mc Graw-Hill Irwin,Boston.
- www.tcmb.gov.tr
- www.spk.org.tr
- www.bddk.org.tr
- www.tbb.org.tr
- www.imkb.gov.tr
- www.borsaistanbul.com

3

Amaçlarımız

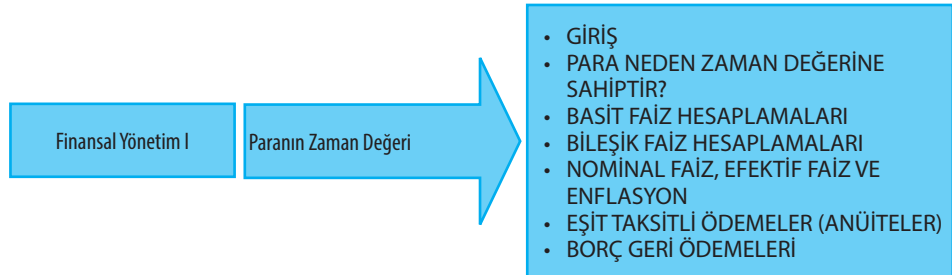
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Paranın neden zaman değerine sahip olduğunu açıklayabilecek,
- Finansal işlemlerde basit faiz hesaplamalarını yapabilecek,
- Finansal işlemlerde bileşik faiz hesaplamalarını yapabilecek,
- Efektif faizi ve reel faizi hesaplayabilecek,
- Eşit taksitlerle ödemelerde bugünkü ve gelecekteki değer hesaplamalarını yapabilecek,
- Borç geri ödemeleriyle ilgili hesaplamaları yapabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Paranın Zaman Değeri
- Faiz
- Basit Faiz
- Bileşik Faiz
- Nominal Faiz
- Efektif Faiz
- Reel Faiz
- Gelecekteki Değer
- Bugünkü Değer
- Eşit Taksitli Ödemeler

İçindekiler



Paranın Zaman Değeri

GİRİŞ

İşletmelerde finansal kararların, işletme değerini maksimize edecek şekilde verilmesi gerektiği daha önceki ünitelerde de ifade edilmiştir. Bu amacın gerçekleştirilmesi için çeşitli finansman ve yatırım alternatiflerinin karşılaştırılarak işletme değerini maksimize edecek seçeneğin belirlenmesi gerekmektedir. İşletmeler gibi kişiler de; “nereden kredi bulabilirim, hangi kredinin maliyeti daha uygundur” gibi finansman kararlarıyla ve “nereye, ne tür yatırım yapabilirim” gibi yatırım kararlarıyla karşı karşıya karşıdır. Paranın zaman değeri ile ilgili hesaplamaları bilmeksizin bu tür sorulara rasyonel cevaplar verilemez. Bu ünite bu tür sorulara uygun cevapların verilmesinde anahtar rolü oynayan *paranın zaman değeri* ilgili hesaplamalar üzerinde durulacaktır.

PARA NEDEN ZAMAN DEĞERİNE SAHİPTİR?

Paranın zaman değeri, para akışlarının farklı zaman noktalarında olmasından kaynaklanmaktadır. Farklı zaman noktasında alınan ya da verilen aynı miktardaki para, aynı değer değildir. Bugün ya da 1 ay sonra ₺1.000 almanız söz konusu olsa, hangi seçeneği tercih edersiniz? Para miktarı aynı olduğuna göre, doğal olarak ₺1.000 ‘yi bugün almayı tercih edersiniz. Araya 1 ay değil de daha uzun süre girdiğinde, bugün alınacak ₺1.000 ile daha sonra alınacak ₺1.000 arasındaki farklılık daha büyük olacaktır. Bugün alınacak parayı, sonraki bir zamanda alınacak paradan daha değerli kılan şey zamandır. Çünkü alınan ya da verilen paranın o günkü kullanım hakkından vazgeçilmesinin bir bedeli olmalıdır. Bu bedel, paranın zaman değerinden doğmaktadır. *Faiz*; parayı sunanlar açısından bugünkü kullanım hakkından vazgeçmenin getirisi; parayı talep edenler açısından da, gelecekte kullanılacak parayı bugünden kullanmanın bir bedelidir. Faizi, paranın fiyatı olarak tanımlamak da mümkündür.

Enflasyonla faiz karıştırılmamalıdır. Enflasyonist ortamlarda faiz oranlarının artıyor olması doğaldır. Ancak; enflasyon sıfır bile olsa faiz olmalıdır. Eğer piyasada faiz oranı enflasyon oranına eşit ise, paranın bugünkü kullanım hakkını başkasına devretmenin bir bedeli olmayacaktır. Enflasyon oranı piyasa faiz oranından yüksek ise, diğer bir ifade ile negatif faiz varsa, parasını borç verenin parayı verdiği günkü değerinden daha azına razı olması gerekir. Bu durum ise hem tasarrufları hem de yatırımları olumsuz etkileyecektir.

Yatırım ve kredi işlemlerinde enflasyon dışında likidite, ödenmeme, vade gibi faktörler de faiz oranlarını etkilemektedir. Risk arttıkça uygulanacak faizin de artması gerekir. Araya giren zamanın uzaması, riski arttıran en önemli etken olmaktadır. Uzun vadeli borç vermede ya da uzun vadeli yatırımlarda beklenen faizin ya da getiri oranının daha yüksek olmasının temel nedeni, vadeyle artan risktir.

SIRA SİZDE



Faiz oranlarıyla tasarruflar arasında nasıl bir ilişki vardır?

BASİT FAİZ HESAPLAMALARI

Basit Faiz: Faizin, aynı anapara üzerinden hesaplandığı faiz hesaplama şeklidir.

Bileşik Faiz: Faizin her devre değişen parçalar üzerinden hesaplandığı faiz hesaplama şeklidir.

Paranın zaman değerinin hesaplanmasında **basit** ya da **bileşik faiz** yöntemi kullanılabilir. Genellikle kısa vadeli (bir yıla kadar) finansal işlemlerde basit faiz, uzun vadeli (bir yıldan daha uzun) işlemlerde bileşik faiz kullanılmaktadır. Bununla birlikte günümüzde kısa vade ya da uzun vade anlayışının ülkelere ve piyasanın özelliklerine göre değişmesi nedeniyle kısa vadeli işlemlerde de bileşik faiz uygulaması yaygınlık kazanmıştır.

Basit faizde, ödenecek faiz (borç para alma durumunda) ya da kazanılacak faiz (para yatırma durumunda) aynı anapara üzerinden hesaplanır.

Basit faiz yönteminde kullanılacak semboller şu şekilde tanımlanabilir:

I = Basit faiz tutarı,

P = Anapara (başlangıç sermayesi, işleme konu olan para),

i = Faiz oranı,

t = Zaman, süre.

Anapara, herhangi bir faiz işleminde alışverişe konu olan, faizi hesaplanacak parayı ifade eder. Süre ya da vade, paranın kullanıldığı süreyi ifade eder. Basit faizli borçlanmalarda faiz, sürenin tamamı için aynı anapara üzerinden hesaplanır. Diğer bir ifadeyle anapara sabit olup, faiz, işlem döneminin sonunda ödenir. Daha sonraki bölümlerde incelenecek olan bileşik faizde ise faiz anaparaya katılır. Dolaşısıyla faiz, her devre değişen paralar üzerinden hesaplanır.

Faiz oranları genellikle yıllık olarak ifade edilir. Faiz oranında, herhangi bir dönem belirtilmemişse daima yıllık olarak anlaşılmalıdır. Yıldan daha kısa devrelerden bahsedilecekse, bu devreye ait faiz oranı özellikle belirtilmiş olmalıdır. Örneğin; aylık faiz oranı %3, altı aylık faiz oranı %6 gibi. Basit faiz ile ilgili işlemlerde aşağıdaki temel formülden faydalanılabilir:

$$I = P * i * t$$

Burada faiz oranı ile sürenin uyumlu olmasına dikkat edilmelidir. Eğer faiz oranı yıllık olarak verilmişse süre de yıllık; faiz oranı aylık ya da günlük olarak verilmişse, süre de aylık ya da günlük olarak ele alınmalıdır.

ÖRNEK

Bir kredi kurumuna ₺10.000 % 12 faiz oranıyla yatırılmıştır:

- Bu paranın 1.yıl sonundaki faizini,
- Bu paranın 3.ay sonundaki faizini,
- Bu paranın 95 gün sonraki faizini hesaplayınız.

Çözüm:

- a) $P = ₺10.000$
 $i = 0,12$ (yıllık)
 $t = 1$ (yıl)
 $I = ?$
 $I = 10.000 * 0,12 * 1$
 $I = ₺1.200$
- b) $t = 3$ ay = $3/12$ yıl
 $I = ?$
 $I = 10.000 * 0,12 * 3/12$
 $I = ₺300$
- c) $t = 95$ gün = $95/360$ yıl
 $I = ?$
 $I = 10.000 * 0,12 * 95/360$
 $I = ₺317$

₺5.000.000'lık bir krediye 4 ayda ₺125.000 faiz ödenirse uygulanan yıllık faiz oranı ne olur?

ÖRNEK**Çözüm:**

$$P = ₺5.000.000 . \quad I = P * i * t$$

$$t = 4 \text{ ay} = 4/12 \text{ yıl} \quad 125.000 = 5.000.000 * i * 4/12$$

$$I = ₺125.000 \quad i = 0,075$$

$$(i=?) \quad i = \%7,5$$

Hesaplamalarda virgülden sonra yuvarlama yapıldığında, virgülden sonra gelen sayı 5 ve daha büyük ise virgülden önceki sayı bir artırılmış, 5'den küçükse bir değişiklik yapılmamıştır.

**DİKKAT**

%6 faiz uygulayan bir bankaya ₺50.000 ne kadar süreyle yatırılıns ki, ₺500 faiz getirisi sağlansın?

**SIRA SİZDE****Basit Faizde Gelecekteki Değer**

Bir paranın, belirli bir süre sonunda, belirli bir faiz oranıyla bulacağı değere bu paranın gelecekteki değeri denir. Diğer bir ifade ile anaparaya faiz ilave edildiğinde anaparanın gelecekteki değeri bulunur. Gelecekteki değer "S" ile ifade edilirse;

Gelecekteki değer:Bir paranın faiz kazandıktan sonra ulaşacağı değer.

$$S = P + I \text{ olur.}$$

$$\text{"I"}'nın yerine eşiti konulduğunda; S = P + P * i * t \quad S = P (1 + i * t) \text{ olur.}$$

Bir işletme bir kredi kurumundan 6 ay süreyle ₺35.000 'lik kredi alıyor. Faiz oranı %8 olduğuna göre sürenin sonunda ödenmesi gereken toplam para ne olacaktır?

ÖRNEK**Çözüm:**

$$P = ₺35.000$$

$$i = \%8$$

$$t = 6 \text{ ay} = 6/12 \text{ yıl}$$

$$S = ?$$

$$S = P (1 + i * t)$$

$$S = 35.000(1 + 0,08 * 6/12)$$

$$S = ₺36.400$$

ÖRNEK

Bir işletme bir bankadan 8 hafta için, % 13 faizle ₺40.000 kredi almıştır.

a) İşletme kaç ₺ geri ödemede bulunacaktır?

b) İşletme ne kadar faiz ödeyecektir?

Çözüm:

$$P = ₺40.000$$

$$i = \%13$$

$$t = 8 \text{ hafta} = 8/52 \text{ yıl}$$

$$S = ?$$

$$a) S = P (1 + i * t)$$

$$S = 40.000 (1 + 0,13 * 8/52)$$

$$S = ₺40.800$$

$$b) I = S - P = 40.800 - 40.000 = ₺800$$

Basit Faizde Bugünkü Değer

Bugünkü paranın gelecekteki değeri gibi, gelecekteki bir paranın bugünkü değeri de hesaplanabilir. Gelecekteki bir değer bugünkü değerini bulmaya **iskontolama** da denir. Finansal kararlarda iskontolama işlemleriyle sık sık karşılaşılır. Gelecek bir tarihteki paranın şimdiki değerini bulmada ya da senetlerin vade tarihinden önce paraya dönüştürülmesinde iskontolama işlemleri yapılacaktır.

Bugünkü değer, gelecek değerle ilgili eşitlikten faydalanılarak;

$$S = P (1 + i * t) \quad P = \frac{S}{(1 + i * t)} \text{ şeklinde yazılabilir.}$$

ÖRNEK

Bir işletmenin 6 ay sonra alacağı ₺100.000 yerine bugün hangi değerde bir parayı kabul etmelidir? Piyasa faiz oranları %16'dır.

Çözüm:

$$S = ₺100.000$$

$$i = \%16$$

$$t = 6 \text{ ay} = 6/12 \text{ yıl}$$

$$P = \frac{S}{(1 + i * t)} = \frac{100.000}{(1 + 0,16 * 6 / 12)} = ₺92.593 \text{ olması gerekecektir.}$$

SIRA SİZDE



Bir makine 3 ay vadeli olarak ₺50.000'ye, 6 ay vadeli olarak ₺55.000'ye alınabiliyor. Faiz oranı %10 olduğuna göre makinenin ne şekilde alınması avantajlı olacaktır?

İster yatırımlar, ister finansman kararlarıyla ilgili olsun her bir seçenek farklı zamanlarda, farklı büyüklükte nakit giriş ve çıkışlarına neden olur. Bu durumda bu alternatiflerin karşılaştırılabilmesi için nakit giriş ve çıkışlarının karar verme zamanındaki (aynı zaman noktasındaki) değerleri bulunmalıdır.

Basit faizle ilgili hesaplamalar işletmelerin özellikle senet iskonto ettirmelerinde (senet kırdırma) ve para piyasası araçlarının alım-satımında sıkça kullanılır.

ÖRNEK

92 gün vadeli, ₺500.000 nominal değerli bir hazine bonosu için yatırımcının beklediği getiri oranı %14 ise bu hazine bonosu hangi fiyattan satın alınmalıdır? (Yıl 365 gün)

Çözüm:

Hazine bonosunun üzerinde yazılı değer nominal değeri gösterir ve bu değer bononun vade tarihindeki (gelecekteki) değeridir. Dolayısıyla nominal değer bononun gelecek değeridir. Soruda gelecekteki değeri belli olan bu bononun satın alma günündeki, diğer bir ifade ile bugünkü değeri sorulmaktadır.

Hazine Bonosunun Nominal Değeri (S) = ₺500.000

Vade (n) = 92 gün = 92/365 yıl

İskonto Oranı (i) = %14

Satış Fiyatı (P) = ?

$$P = \frac{500.000}{(1 + 0,14 * 92/365)} = \text{₺ } 482.958$$

Yatırımcı 92 gün vadeli, ₺500.000 nominal değerli olan bu hazine bonosunu satış tarihinde ₺482.958'den satın alacaktır. Vade dolduğunda ise hazine bonosu iade edilerek ₺500.000 (Anapara) geri alınacaktır. Alış fiyatı ile nominal değer arasındaki fark kadar faiz geliri elde edilmiş olacaktır. Aradaki farkın 92 günlük getiriyi gösterdiğini unutmamak gerekir.

Elde edilen faiz = 500.000 - 482.958 = ₺17.042

$$\text{Faiz Oranı} = \frac{17.042}{482.958} = 0,035 \text{ ya da } \%3,5$$

%3,5 oranı bonodan 92 günde elde edilen faizdir. 92 günlük faizin yıllık basit faizle karşılığı;

$$0,035 * \frac{360}{92} = \%13,8 \text{ olur.}$$

Yıldaki gün sayısı 360 yada tam gün sayısı alınabilir. Gün ile ilgili bir açıklama yoksa yıl 360 alınır.

**DİKKAT**

Hazine bonolarının ikincil piyasaları da vardır. Yani hazine bonosu alanlar, vade tarihine kadar her an “hazine bonosu” tekrar satabilirler. Bononun satış zamanında hangi değerle satılacağı yine aynı hesaplama mantığı ile bulunacaktır. Hazine bonolarının bugünkü değeri iç yada dış iskonto yöntemine göre hesaplanabilir. Yukarıda iç iskonto yöntemi kullanılmıştır. Dış iskonto yöntemi kullanıldığında, iskonto tutarı bononun vade değeri üzerinden hesaplanır. İskonto tutarı vade değerinden düşüldüğünde bugünkü değer hesaplanmış olur.

**DİKKAT****BİLEŞİK FAİZ HESAPLAMALARI**

Genellikle kısa vadeli finansal işlemlerde basit faiz, uzun vadelerde bileşik faiz kullanılır. Basit faizle bileşik faiz arasındaki farklılık, basit faizde sermaye her devre değişmezken, bileşik faizde her devre bir önceki devrenin faizi kadar artmasıdır. Her devre değişen sermayeler üzerinden hesaplanan faize “bileşik faiz”, uygulanan yönteme de “bileşik faiz yöntemi” denir. Sonuçları itibarıyla dünyanın sekizinci hari-

kası olarak nitelendirilen bileşik faiz kavramı temelde basittir. Aşağıda gösterileceği üzere bileşik faizde de her devrenin faizi, basit faizdeki gibi hesaplanır. Ancak; her devrenin dönem başı sermayesi bir evvelki devrenin faizi kadar artacağından her devre gittikçe büyüyen sermayeler üzerinden faiz hesaplaması yapılacaktır.

Aşağıda basit faizle bileşik faiz arasındaki farklılığı çarpıcı bir biçimde ortaya koyan bir tablo verilmiştir. Aşağıda Tablo 3.1'de ₺100'lik bir sermayenin %10 faizle, hem basit hem de bileşik faiz yöntemine göre hesaplanmış gelecek değerleri verilmektedir.

BASİT FAİZ

Tablo 3.1
Basit Faizle
Gelecekteki Değer

Devre	Başlangıç Sermayesi	+	Faiz	=	Dönem Sonu Sermaye
1	100	+	10	=	110
2	110	+	10	=	120
3	120	+	10	=	130
4	130	+	10	=	140
:	:		:		:
:	:		:		:
10	190	+	10	=	200
20	290	+	10	=	300
50	590	+	10	=	600
100	1.090	+	10	=	1.100
200	2.090	+	10	=	2.100
210	2.190	+	10	=	2.200

BİLEŞİK FAİZ

Tablo 3.2
Bileşik Faizle
Gelecekteki Değer

Devre	Başlangıç Sermayesi	+	Faiz	=	Dönem Sonu Sermaye
1	100	+	10	=	110
2	110	+	11	=	121
3	121	+	12,1	=	133,1
4	133,1	+	13,3	=	146,4
:	:		:		:
:	:		:		:
10	236	+	24	=	259
20	612	+	61	=	673
50	10.672	+	1.067	=	11.739
100	1.252.783	+	125.278	=	1.378.061
200	17.264.116.041	+	1.726.411.604	=	18.990.527.646
210	44.778.670.814	+	4.477.867.081	=	49.256.537.895

Tablo 3.1 ve 3.2’de görüldüğü üzere ₺100’lük bir sermaye, aynı faiz ve aynı sürede basit faizle ₺2.200’ye yükselirken, bileşik faizle ₺49.256.537.891’ye yükselmektedir. Bu farklılık, faizin de faiz kazandırmasındandır. Devre sayısı arttıkça basit faizle, bileşik faiz arasındaki farklılık büyük boyutlara çıkmaktadır.

Bileşik faizde, devre sayısı az olduğunda, her devrenin faizi basit faizle hesaplanabilir. Fakat devre sayısı arttıkça bu şekilde hesaplama zorlaşır. Bu durumda bileşik faizin kolaylıkla hesaplanacağı formüllerin kullanılması gerekecektir.

Bileşik faizde de basit faizde olduğu gibi başlangıç sermayesi “P”, devre faiz oranı “i”, dönem sonu değeri “S” ile gösterildiğinde, gelecekteki değeri veren formül şu şekilde elde edilebilir:

1. Dönem sonundaki değer

$$S_1 = P + P \cdot i \text{ olur. } P \text{ parantezine alınırsa } S = P(1+i);$$

2. Dönem sonundaki değer

$$S_2 = P(1+i) + P(1+i) \cdot i \text{ olur. } P(1+i) \text{ parantezine alınırsa } S_2 = P(1+i)(1+i) = P(1+i)^2$$

3. Dönem sonundaki değer

$$S_3 = P(1+i)^2 + P(1+i)^2 \cdot i \text{ olur. } P(1+i)^2 \text{ parantezine alınırsa } S_3 = P(1+i)^2(1+i) S_3 = P(1+i)^3 \text{ olur. Buradan}$$

“n” dönem için genelleştirilmiş formül;

$S_n = P(1+i)^n$ şeklinde yazılabilir. Burada S_n , P’nin gelecekteki değerini n, vade boyunca devre sayısını gösterir.

ÖRNEK

Bir girişimci 5 yıl sonra yapacağı bir yatırım için bugün bir bankada ₺50.000’lik hesap açtırmıştır. Bankanın uygulayacağı faiz oranı %12 ise girişimcinin 5. yıl sonunda bankada biriken parası ne olacaktır?

Çözüm:

$$P = ₺50.000$$

$$i = 0,12$$

$$n = 5 \text{ yıl}$$

$$S = ?$$

$$S = P(1+i)^n$$

$S = 50.000(1,12)^5 = ₺88.117$ olur. Bu rakam ₺50.000’nin yıllık %12 faizle, 5 yıl sonundaki değeridir.

Bir işletmenin 4 yıl sonra ödemesi gereken ₺100.000’lik bir borcunu geri ödeyebilmesi için, bugün bir bankada ne miktarda hesap açtırmalıdır? (Bankanın uygulayacağı faiz oranı %11’dir).



SIRA SİZDE

ÖRNEK

₺55.000 hangi faiz oranıyla bileşik faize yatırılırsa 3. sene sonunda ₺83.648’ye ulaşır?

Çözüm:

$$P = ₺55.000$$

$$S = P(1+i)^n$$

$$S = ₺83.648$$

$$83.648 = 55.000(1+i)^3$$

$$n = 3$$

$$i = ?$$

$$(1+i)^3 = \frac{83.648}{55.000} = 1,52 \quad 1+i = \sqrt[3]{1,52}$$

$$i = 1,52^{\frac{1}{3}} - 1 \quad i = \%15$$

ÖRNEK

₺60.000 %15 faiz oranıyla bileşik faize yatırılırsa kaç yıl sonra ₺138.784 'ye ulaşır?

Çözüm:

$$P = ₺60.000$$

$$i = 0,15$$

$$S = 138.784$$

$$n = ?$$

$$S = P(1 + i)^n$$

$$138.784 = 60.000 (1,15)^n$$

$$\frac{138.784}{60.000} = 1,15^n$$

$$2,31 = (1,15)^n$$

$$n \log 1,15 = \log 2,31 \quad n=6 \text{ yıl.}$$

Bileşik Faizde Bugünkü Değer

Herhangi bir dönem sonundaki değer bilindiğinde, bunun bileşik faize göre bugünkü değeri aşağıdaki eşitlikle bulunur:

$$P = S * \frac{1}{(1 + i)^n} \text{ Eşitlikteki } \left[\frac{1}{(1 + i)^n} \right] \text{ indirgeme faktörü olarak adlandırılır.}$$

ÖRNEK

5. yıl sonunda alacağınız ₺25.500.yerine faiz oranı %5 iken peşin olarak hangi parayı kabul edersiniz?

Çözüm:

$$i = 0,05$$

$$n = 5$$

$$S = ₺25.500 .$$

$$P = ?$$

$$P = \frac{S}{(1 + i)^n} = \frac{25.500}{(1 + 0,05)^5} = ₺19.980$$

Sonuç şu şekilde ifade edilebilir. Bugün ₺19.980'nin yıllık %5 faizle, 5.yıl sonundaki değeri ₺25.500'dir.

ÖRNEK

₺50.000 20 faizlendirme devresinde ₺70.000'ye ulaşmıştır. Devre faiz oranını hesaplayınız.

Çözüm:

$$P = ₺50.000$$

$$(1 + i)^n = \frac{S}{P}$$

$$n = 20$$

$$(1 + i)^{20} = \frac{70.000}{50.000} = 1,4 \quad (1 + i) = \sqrt[20]{1,4}$$

$$S = ₺70.000$$

$$i = ?$$

$$1 + i = 1,4^{1/20}$$

$$i = 1,4^{1/20} - 1 = 0,0169 = \%1,69$$

NOMİNAL FAİZ, EFEKTİF FAİZ VE ENFLASYON

Nominal Faiz-Efektif Faiz

Yukarıdaki örneklerde devre uzunlukları genellikle bir yıl olarak ele alınmıştır. Ancak finansman ya da yatırımlarla ilgili kararlarda devre uzunluğu yıldan daha kısa süreli de olabilir. Tahvil faizlerinin her altı ayda bir ya da üç ayda bir ödemesi veya bankalarda aylık, üç aylık, altı aylık vadeli hesap açtırılması bu duruma örnek olarak gösterilebilir. Bu gibi durumlarda yıllık olarak verilen faiz oranının, devre faizini bulmak gerekmektedir. Devre faiz oranı, yıllık **nominal faiz** oranının (cari faiz ya da piyasa faiz oranı) yıl içindeki devre sayısına bölünmesiyle bulunur. Örneğin yıllık faiz oranı % 15 iken, dört ay vadeli bir hesap açtırılırsa, devre faiz oranı $(0,15/3)$ 0,05 olacaktır. Bir yıl içinde dört ay, üç adet olduğu için, yıllık nominal faiz üçe bölünmüştür. Eğer hesap iki ay vadeli açılmış olursa, devre faiz oranı altıya bölünecektir.

Yıldan daha kısa süreli devrelerle hesap açtırıldığında gerçekleşen faiz, nominal faizden daha büyük olmaktadır. Bu faize **efektif** ya da **gerçekleşen faiz** denir. Yıllık nominal faiz “j”, devre sayısı “m”, devre faiz oranı “i”, efektif faiz “r” sembolüyle gösterildiğinde yıllık efektif faiz;

$$1 + r = \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m \text{ ya da kısaca}$$

$(1+r) = (1+i)^m$ formülüyle hesaplanabilir.

Örneğin yıllık nominal faiz oranı % 16 ve altı ayda bir faizlendirme yapılıyorsa (altı aylık vadeli hesap açtırılması gibi) yıllık efektif faiz oranı şu şekilde hesaplanabilir:

$$\begin{aligned} r &= \%16 \\ m &= 2 \quad \left(\frac{12}{6}\right) \\ r &= ? \end{aligned}$$

$$(1 + r) = \left(1 + \frac{0,16}{2}\right)^2$$

r = %16,64 olur.

Yine yıllık nominal faiz % 16 iken, her üç ayda bir faizlendirme yapılırsa yıllık efektif faiz oranı:

$$(1 + r) = \left(1 + \frac{0,16}{4}\right)^4$$

r = %16,99 olur.

Normal Faiz: İşleme konu olan ya da finansal varlıkların üzerinde yazılı olan faiz oranıdır.

Efektif Faiz: Faizin bileşik faizle ve yıldan daha kısa süre için hesaplanması durumunda gerçekleşen faizdir.

Yılda bir kez faiz hesaplatılırsa efektif faiz ile nominal Faiz aynı olur.



DİKKAT

ÖRNEK

Nominal faiz oranı %10 ise;

- Her altı ayda,
- Her üç ayda,
- Her ay faizlendirme yapılıyorsa efektif faiz oranı ne olur?

Çözüm:

$$\begin{aligned}
 \text{a) } j &= \%10 & 1+r &= \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m \\
 m &= 2 & r &= \left(1 + \frac{0,10}{2}\right)^2 - 1 \\
 r &= ? & r &= \%10,25 \\
 \text{b) } j &= \%10 & r &= \left(1 + \frac{0,10}{2}\right)^2 - 1 \\
 m &= 4 & r &= \left(1 + \frac{0,10}{4}\right)^4 - 1 \\
 r &= ? & r &= \%10,38 \\
 \text{c) } j &= \%10 & 1+r &= \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m \\
 m &= 12 & r &= \left(1 + \frac{0,10}{12}\right)^{12} - 1 \\
 r &= ? & r &= \%10,47
 \end{aligned}$$

Aşağıdaki tablo efektif faizin nasıl değiştiğini daha açık olarak ortaya koymaktadır.

Tablo 3.3
Faizlendirme Sayısı
ve Yıllık Efektif Faiz
İlişkisi

Bileşik Faizlendirme Dönemi	Bileşik Faizlendirme Sayısı	Yıllık Efektif Faiz
Yıllık	1	% 10
3 Aylık	4	% 10,38129
Aylık	12	% 10,47131
Haftalık	52	% 10,50648
Günlük	365	% 10,51558
Saatlik	8760	% 10,51703
Dakikalık	525600	% 10,51709

Örneklerden de görülebileceği gibi yıllık nominal faiz sabit iken, yıl içinde faiz hesaplatma sıklığı arttıkça yıllık efektif faiz de artmaktadır.

Faiz hesaplama sıklığı sonsuz olarak düşünüldüğünde, genellikle gelişmiş yatırım modellerinde sıkça kullanılan bir kavram olan “**sürekli bileşik faizlendirme**” söz konusu olmaktadır. “m” sonsuz olduğunda $(1+j/m)^m$ ’in limiti e^j olmaktadır. Bu durumda efektif faiz eşitliği;

$$r = e^j - 1 \text{ olmaktadır. } e \text{’nin yaklaşık değeri } 2,71828 \text{’dir}$$

ÖRNEK

Nominal yıllık faiz oranı %14 iken sürekli faizlendirme ile efektif yıllık faiz ne olur?

Çözüm:

$$\begin{aligned}
 j &= \%14 & r &= (e)^j - 1 \\
 r &= ? & r &= (2,71828)^{0,14} - 1 \\
 & & r &= \%15,0273691 \text{ olur.}
 \end{aligned}$$

₺50.000'nin %16 faiz ve sürekli faiz uygulamasıyla 4. yıl sonundaki değeri nedir?

ÖRNEK

Çözüm:

$$\begin{aligned} P &= 50.000 & S &= 50.000 \times 2,71828^{0,16 \times 4} \\ J &= \%16 \\ n &= 4 & S &= \text{₺}94.824 \\ S &= ? \end{aligned}$$

Nominal faiz oranı %20 ise; a) Her altı ayda, b) Her üç ayda, c) Her ay faizlendirme yapılıyorsa, efektif faiz oranı ne olur?



SIRA SİZDE

Faiz Oranlarının Vade Süresinde Değişmesi

Şimdiye kadar faiz oranlarının vade süresince değişmeyeceği varsayılmıştır. Ancak uygulamada faiz oranlarının sık sık değiştiği görülmektedir. Bu durumda vade boyunca her devrede hangi faiz oranı söz konusu ise hesaplamaların buna göre yapılması gerekmektedir.

Bugün yatırılan ₺100.000 için ilk 2 yıl %14'ten, altı ayda bir faizlendirme; devam eden 2 yıl %16'dan ve 3 ay da bir faiz yürütülecektir. 4. yılın sonunda bankada biriken para ne olacaktır?

Çözüm:

$$P = \text{₺}100.000 \quad S = 100.000 (1+0,07)^4 (1 + 0,04)^8$$

$$i_1 \frac{0,14}{2} = 0,07 \quad S = \text{₺}179.391 \text{ olacaktır.}$$

$$i_2 \frac{0,16}{4} = 0,04$$

$$n_1 = 4 \rightarrow \left(\frac{12}{6} \times 2 \right)$$

$$n_2 = 8 \rightarrow \left(\frac{12}{3} \times 2 \right)$$

$$S = ?$$

Faiz Oranlarının Enflasyondan Arındırılması

Bilindiği üzere enflasyon, zaman içinde mal ve hizmet fiyatlarının ortalama düzeyinin yükselmesidir. Farklı zaman noktalarındaki mal ve hizmet fiyatlarının karşılaştırılması, paranın satın alma gücündeki değişimler nedeniyle anlamlı değildir. Bu durumda mal ve hizmetlerin nominal değerleri yerine reel değerlerinin karşılaştırılması gerekmektedir. Paranın ya da kredinin fiyatı olan faizin de enflasyondan etkilenmesi kaçınılmazdır. Enflasyonist ortamlarda fon arz edenlerin nominal faizden daha çok reel getiriye bilmeleri gerekmektedir. Reel getiri, para arz edenin satın alma gücündeki artışı gösterir. Satın alma gücünde bir artış yoksa reel getiri elde edilmemiş demektir. Örneğin nominal faizler %15, piyasada enflasyon da %15 olarak gerçekleşmiş ise yatırımcının reel getirisi sıfır olmuş demektir. Nominal faizlerin enflasyonun altında oluşması durumunda reel getiri değil, zarar

Reel Faiz: Enflasyondan arındırılmış faiz oranıdır.

söz konusudur. Bu durumda sunulan fon karşılığında elde edilen getiri, paranın satın alma gücündeki düşmeyi karşılayamamaktadır. Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda yatırımcılar için nominal getiriden çok reel getirinin bilinmesi daha anlamlıdır.

Reel getiri oranının; ekonomide tasarruf hacmi ve sermayenin verimliliği gibi uzun süreli faktörlere bağlı olması nedeniyle, genellikle değişmez özelliğindedir. Enflasyon ise sürekli dalgalanma gösterebilmektedir. Dolayısıyla enflasyon riskinin yüksek olduğu ortamlarda, nominal faizleri etkileyen en büyük faktör olan enflasyonun nasıl dikkate alınacağı önemlidir. Ekonomist Irving Fisher nominal faiz, reel faiz ve enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi şu şekilde ortaya koymaktadır:

$$(1 + \text{Nominal Faiz Oranı}) = (1 + \text{Enflasyon Oranı})(1 + \text{Reel Faiz Oranı})$$

Formül;

$$(1 + \text{Reel Faiz Oranı}) = \frac{(1 + \text{Nominal Faiz Oranı})}{(1 + \text{Enflasyon Oranı})} \text{ şeklinde de yazılabilir.}$$

Örneğin bir devlet tahvilinin nominal faizi %14, o yıl ekonomide beklenen enflasyon oranı da %10 olduğuna göre yatırımcının reel getiri oranı şu şekilde hesaplanır:

$$1 + \text{Reel Faiz Oranı} = \frac{(1 + \text{Nominal Faiz Oranı})}{(1 + \text{Enflasyon Oranı})}$$

$$(1 + \text{Reel Faiz}) = \frac{(1 + 0,14)}{(1 + 0,10)}$$

$$\text{Reel Faiz Oranı} = \%3,64$$

DİKKAT



Nominal faiz değişmezken enflasyon oranı beklendiği gibi gerçekleşmeyebilir. Dolayısıyla hesaplanan reel getiri oranı, yatırımcının enflasyon tahmininde isabet derecesine bağlı olarak değişebilecektir.

Reel faiz oranı, tasarruf arzıyla birlikte yeni yatırım talebine bağlıdır. Bu arz ve talep dengesi, yıldan yıla ve ülkeden ülkeye değişir. Dolayısıyla piyasadaki nominal faiz oranları yalnızca enflasyonla değil pek çok faktörle değişiklik göstermektedir. Bununla birlikte enflasyondaki artma beklentisinin genellikle nominal faizlerde de artışlar yarattığı görülmektedir.

Finansal işlemlerde unutulmaması gereken bir durum şudur: nominal nakit akışları nominal faiz oranıyla, reel nakit akışları reel faiz oranıyla faizlendirilmeli ya da iskonto edilmelidir. Nominal nakit akışları reel faiz oranıyla işleme tabi tutulmamalıdır.

Bileşik faiz genellikle “organik büyüme prensibi” olarak ifade edilir. Bu prensip, sabit bir oranda değişen herhangi bir şeye uygulanabilir. Doğada, ekonomilerde ya da işletmelerde, sabit bir değişimin söz konusu olduğu olaylarda bileşik faiz prensibinden faydalanmak mümkündür.

ÖRNEK

Bir işletmenin 2006-2013 döneminde, hisse başı kazançlarında ortalama %9 artış olmuştur. İşletmenin hisse başı kazançları, 2013’de ₺2,92 olduğuna göre, (koşullarda önemli bir değişimin olmayacağı varsayımıyla) 2018 yılında hisse başı kazançlar ne kadar olacaktır?

Çözüm:

$S = P (1 + i)^n$ temel formülden hareketle

$S = 2,92 (1 + 0,09)^5 = \text{₺}4,49$ olarak bulunur.

Bu işletmenin hisse başı kazançları gelecekte de aynı hızla büyüyecekse 2018'de $\text{₺}4,49$ 'ye çıkacaktır.

ÖRNEK

2005-2010 yılları arasında bir şehrin nüfusu yıllık %8 oranında artmıştır. Bu şehrin nüfusu 2010 yılında 500.000 kişi olduğuna göre 2020 yılında ne kadar olacaktır? (Geçmişteki büyümenin benzer şekilde devam edeceği varsayılmaktadır).

Çözüm:

$$P_{2010} = 500.000$$

$$i_{\text{büyüme}} = 0,08$$

$$S_{2020} = ?$$

$$n = 10$$

$$S_{2020} = P (1 + i)^n$$

$$S_{2020} = 500.000 (1 + 0,08)^{10}$$

$$S_{2020} = 1.079.462 \text{ kişi}$$

ÖRNEK

Aylık enflasyon oranı %2 ise yıllık enflasyon oranı kaç olur?

Enflasyon her devre (soruda aylık enflasyon oranı verilmiştir) %2 oranında arttığına göre enflasyonun 12 devre sonundaki değeri sorulmaktadır. Dolayısıyla bileşik faizde “efektif faiz” hesaplarken kullanılan formülden faydalanarak yıllık enflasyon oranı bulunabilir. Çünkü enflasyon da bileşik faiz gibi büyüme özelliğine sahiptir.

$$(1 + \text{Aylık Enflasyon Oranı})^{12} = (1 + \text{Yıllık Enflasyon Oranı})$$

$$\text{Yıllık Enflasyon Oranı} = (1 + 0,02)^{12} - 1$$

$$\text{Yıllık Enflasyon Oranı} = \%26,82$$

EŞİT TAKSİTLİ ÖDEMELER (ANÜİTELER)

Eşit taksitlerle yapılan ödemeler dizisine **anüite** denir. Anüitelerde; ödemelerin ve ödeme aralıklarının eşit olması yanında vade boyunca faiz de değişmemektedir. Kira ödemeleri, tahvil faizleri, eşit taksitlerle geri ödenecek krediler gibi ödemeler anüitelere örnek olarak verilebilir.

Anüiteler, ödemelerin başlama noktasına göre, devre başı anüiteler ve devre sonu anüiteler olarak gruplandırılır. Bazı anüitelerde periyodik ödemeler devre başında yapılırken, bazı ödemeler devre sonlarında yapılmaktadır. Burada, periyodik ödemelerin devre sonunda yapıldığı anüiteler üzerinde durulacaktır.

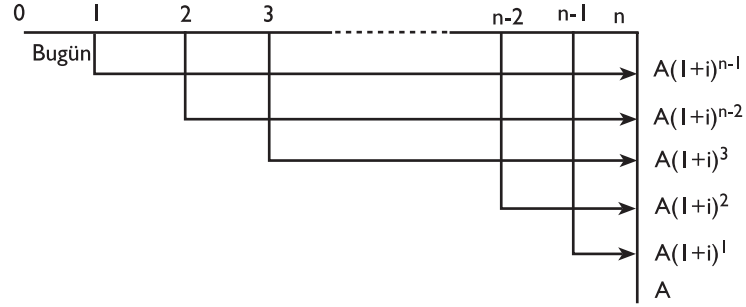
Anüite: Taksitlerin eşit, devre faiz oranının ve devre süresinin değişmediği ödemeler serisidir.

Eşit Ödemeler Dizisinin Gelecekteki Değeri

Her devre alınacak ya da verilecek ve “A” ile ifade edilen eşit taksitlerin, “n” devre sonunda, “i” faiz oranıyla hangi değere ulaşacağı aşağıdaki gibi gösterilebilir:

Şekil 3.1

Eşit Ödemeler
Dizisinin
Gelecekteki Değeri.



Şekil 3.1’te görüldüğü üzere anüitenin gelecek değeri, her bir ödemenin gelecek değerlerinin toplanmasıyla bulunabilir. Fakat periyodik ödemelerin sayısı arttıkça bu yol pratik olmamaktadır. Yukarıdaki seri incelendiğinde, serinin ilk terimi A, ortak çarpanı $(1+i)$ olan geometrik bir dizi özelliğine sahip olduğu görülmektedir. Bir geometrik dizide terimlerin toplam değerini veren formül;

$$\frac{\text{İlk Terim} * (\text{Ortak Çarpan})^n - 1}{\text{Ortak Çarpan} - 1} \text{ idi.}$$

Bu formülden hareketle anüitenin gelecekteki değeri (AGD)

$$AGD = A \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i) - 1} \text{ ya da } AGD = A \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

olarak yazılabilir.

ÖRNEK

Bir işletmenin 10 yıl sonra ödenmesi gereken borcu için her yılsonunda bankaya ₺7.000 yatırması gerekmektedir. Bu işletmenin 10. yıl sonunda biriken parası ne kadardır? (Faiz oranı %8’dir.)

Çözüm:

$$n = 10$$

$$A = \text{₺}7.000$$

$$i = 0,08$$

$$AGD = ?$$

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

$$AGD = 7.000 \frac{(1+0,08)^{10} - 1}{0,08}$$

$$AGD = \text{₺}101.406$$

Ödemelerin eşit olması daha çok karşılaşılan bir durum olmakla birlikte eşit olmayan ödemeler de söz konusu olabilir. Bu durumda yukarıda verilen eşitliği kullanmak mümkün değildir. Ödemelerin eşit olmaması durumunda ödemelerin gelecek değeri, her bir ödemenin gelecek değerleri tek tek hesaplanarak bulunur.

DİKKAT

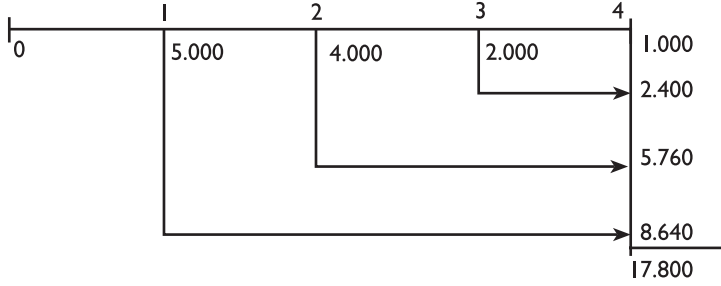


Bir serideki terim, kendinden önceki terimin ortak çarpanla çarpılması sonunda elde ediliyorsa bu dizi geometrik dizi olarak ifade edilir.

Örneğin bir işletme, 4 yıl sonra ödenmesi gereken bir borcunu aşağıda verilen taksitleri bankaya yatırarak ödemeyi planlamaktadır. Uygulanan faiz oranı %20 olduğuna göre işletmenin ne miktarda bir borç ödediği şu şekilde hesaplanabilir:

1. yıl sonu ₺5.000
2. yıl sonu ₺4.000
3. yıl sonu ₺2.000
4. yıl sonu ₺1.000

ÖRNEK

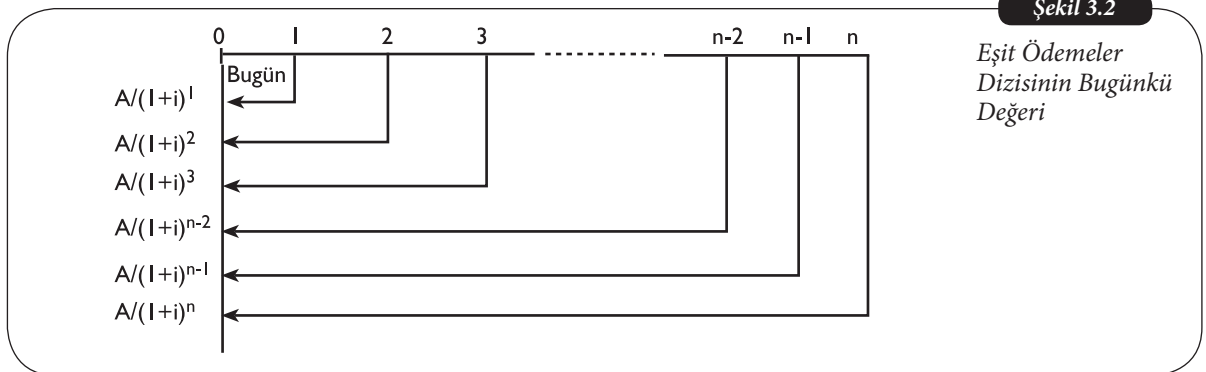


$$\begin{aligned}
 5.000 (1,20)^3 &= 8.640 \\
 4.000 (1,20)^2 &= 5.760 \\
 2.000 (1,20)^1 &= 2.400 \\
 1.000 (1,20)^0 &= 1.000 \\
 &\underline{\hspace{1cm}} \\
 &\text{₺}17.800
 \end{aligned}$$

Görüldüğü üzere işletme ödeyeceği 4 taksitle, toplam ₺17.800'lik bir borcu itfa etmiştir. Taksitler dönem sonlarında yatırıldığı için ilk taksidin faizlendirme devresi 3; 2. taksidin 2; 3. taksidin 1 olmuştur. Son taksit vade sonunda olduğu için faizlendirme yapılmamıştır. İşletme bankaya yatıracağı 4 taksitle toplam ₺17.800'lik bir borcu geri ödemiştir.

Eşit Ödemeler Dizisinin Bugünkü Değeri

Aşağıda Şekil 3.2'de her devre alınacak ya da verilecek eşit taksitlerin bugünkü değerinin nasıl hesaplanacağı gösterilmektedir.



Şekilden anlaşılacağı üzere, taksitlerin bugünkü değeri, her bir ödemenin bugünkü değerlerinin toplanmasıyla bulunabilecektir. Bu yol, daha önce de belirtil- diği gibi, zaman alıcıdır. Dolayısıyla şöyle bir yol izlenebilir:

$$ABD = \frac{A}{1+i} + \frac{A}{(1+i)^2} + \frac{A}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A}{(1+i)^{n-2}} + \frac{A}{(1+i)^{n-1}} + \frac{A}{(1+i)^n}$$

$$ABD = A \left[\frac{1}{1+i} + \frac{1}{(1+i)^2} + \frac{1}{(1+i)^3} + \dots + \frac{1}{(1+i)^{n-2}} + \frac{1}{(1+i)^{n-1}} + \frac{1}{(1+i)^n} \right]$$

Serinin sağ tarafındaki terimler A parantezine alınarak incelendiğinde serinin, ilk terimi 1 ve ortak çarpanı $(1/(1+i))$ olan, n terimli bir geometrik dizi özelliği gösterdiği görülmektedir. Dolayısıyla yine geometrik dizide terimlerin toplamını veren formülden faydalanarak aşağıdaki eşitlik elde edilir;

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

Yukarıdaki eşitlik incelendiğinde görüldüğü üzere anüitenin bugünkü değeriyle, anüitenin gelecekteki değerini veren formüller birbirine benzemektedir. Aralarındaki farklılık anüitenin gelecek değerini bugüne indirgeyen $[1/(1+i)^n]$ faktörüdür.

Örneğin faiz oranları %6 iken, 5 yıl boyunca her dönem sonunda alınacak ₺1.000'nin bugünkü değeri, her bir taksidin bugünkü değerleri toplanarak bulunabilir. Bu durumda;

$$ABD = \frac{1.000}{1.06} + \frac{1.000}{(1.06)^2} + \frac{1.000}{(1.06)^3} + \frac{1.000}{(1.06)^4} + \frac{1.000}{(1.06)^5}$$

$$ABD = \text{₺}4.212 \text{ olur.}$$

Bu yol, dönem sayısı az olduğunda kolaydır; fakat dönem sayısı arttıkça hesaplama zaman alır. Bu nedenle yukarıda verilen formül aracılığı ile problem kısa sürede şu şekilde hesaplanabilir:

$$ABD = 1000 \frac{(1.06)^5 - 1}{(1.06)^5 * 0.06} = \text{₺}4.212$$

Örnek, bugün ₺4.212 yatırıldığında, 5 yıl süreyle, yılsonlarında ₺1.000'nin alınabileceği şeklinde de ifade edilebilir.

DİKKAT



Taksitlerin eşit olması durumunda anüitenin gelecekteki ya da bugünkü toplam değerleri genel formüller yardımıyla kolayca hesaplanabilir. Eğer ödemeler eşit değilse her bir ödemenin gelecekteki ya da bugünkü değerlerinin tek tek hesaplanarak toplanması gerekecektir.

ÖRNEK

3 aylık faiz oranları %4 iken, 5 yıl süreyle, her 3 ayda bir alınacak ₺6.000 yerine bugün ne miktarda bir para kabul edilmelidir?

$$\begin{aligned} A &= \text{₺}6.000 \\ i &= \%4 \\ n &= 4 \times 5 = 20 \\ ABD &= ? \\ ABD &= \end{aligned}$$

$$6.000 \frac{(1+0,04)^{20} - 1}{(1+0,04)^{20} \cdot 0,04}$$

$$ABD = \text{₺}81.542$$

ÖRNEK

Peşin fiyatı ₺120.000. olan bir makine taksitle satın alınmak istenmektedir. Satıcı ile yapılan anlaşmaya göre hiç peşinat ödenmeyecek ve 36 ay ödemede bulunulacaktır.

- a) Yıllık faiz oranı %24 ise, aylık ödemeler ne olur?
b) Yıllık faiz oranı %18'e inerse, aylık ödemeler ne olur?

Çözüm:

a)

Peşin Fiyat = ₺120.000

$i = 0,24/12 = 0,02$

$n = 36$

$$\text{Peşin Fiyat} = a * \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$$

$$120.000 = a * \frac{(1+0,02)^{36} - 1}{(1+0,02)^{36} \times 0,02}$$

$$a = \text{₺}4.707,94$$

b)

Peşin Fiyat = ₺120.000 .

$i = 0,18 / 12 = 0,015$

$n = 36$

$$\text{Peşin Fiyat} = a * \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \times i}$$

$$120.000 = a * \frac{(1+0,015)^{36} - 1}{(1+0,015)^{36} * 0,015}$$

$$a = \text{₺}4.338,29$$

Tahviller; kamu veya özel kurumların, finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere seri halde, eşit değerlerde ve aynı ibareli olarak çıkarmış oldukları menkul kıymetlerdir.

Tahviller ve hisse senetleriyle ilgili daha ayrıntılı bilgiler Finansal Yönetim II'de yer alacaktır. Bu ünite de tahvillerin değerlemesinde paranın zaman değeriyle ilgili hesaplamaların nasıl yapılacağını göstermek üzere birkaç örnekle yetinilmiştir.



DİKKAT

ÖRNEK

₺1.000 nominal değerli, %4 faizli ve her altı ayda bir faiz ödemeli, 3 yıl vadeli bir tahvilden altı aylık %3,5 getiri bekleniyorsa bu tahvilin satın alma değeri şu şekilde hesaplanacaktır:

Bir tahvilin değeri, diğer finansal varlıklarda olduğu gibi gelecekte bu finansal varlıktan sağlanacak nakit akışlarının bugünkü değeriyle belirlenir. Tahvilden gelecekte beklenen nakit akışları ise faiz gelirleri ve anapara geri ödemeleridir. Tahvillerde aksi belirtilmedikçe her devre faiz ödemesi, dönem sonunda anapara ödemesi yapılır.

Örnekteki tahvile ödenecek faiz;

Nominal Değer * Nominal Faiz Oranı = ₺1.000 * 0,04 = 40. Örnekteki tahvil için yılda iki kez faiz ödeneceğine göre, her altı ayda bir ₺20 (40/2) faiz ödemesi yapılacaktır.

Kupon faizi; Sabit getirili menkul kıymetin üzerinde yazılı olan ve dönemler itibarıyla ödenen faizdir. Nominal değer, menkul kıymetin üzerinde yazılı olan değerdir. Nominal faiz, tahvile ödenecek faiz oranıdır. Satın alma ya da piyasa değeri ise menkul değerlerin piyasadaki koşullara göre oluşan fiyatıdır. Tahvillerde faiz ödemesi yılda bir kez ya da daha fazla olabilir.

Nominal Değer = ₺1.000

Faiz = ₺20

$i = 0,035$

$n = 6 (3 \times 2)$

Satın Alma Fiyatı = ?

Tahvilin satın alma fiyatı, anüite formülünden faydalanılarak bulunabilir. Çünkü altı eşit taksidin bugünkü değeri bulunmalıdır. Ancak dönem sonundaki tahvilin nominal değeri olan ₺1000'nin de bugünkü değerinin ilave edilmesi gerekmektedir. Altı devre, aynı gelir elde edildiğinden, hesaplama normal anüite formülünü kullanarak hesaplama şu şekilde yapılır:

$$\text{Satın Alma Fiyatı} = 20 \frac{(1 + 0,035)^6 - 1}{(1 + 0,035)^6 * 0,035} + \frac{1.000}{(1 + 0,035)^6}$$

Satın Alma Fiyatı = 106,571 + 813,500 = ₺920,07

Tahvil alıcısı, bu yatırımdan, altı aylık %3,5 oranında bir getiri bekliyorsa tahvili piyasadan ₺920,07'ye satın almalıdır. Tahvil ₺920,07'nin üzerinde bir değerle satın alınıyorsa getiri oranı %3,5'in altına düşecektir.

SIRA SİZDE

6

Kiraladığınız bir işyeri için her ay ₺20.000 ödemede bulunmanız gerekmektedir. Piyasa faiz oranları aylık %2 ise altı aylık peşin ödeme yapmak isterseniz, ne miktarda ödeme yapmalısınız?

İşletmeler uzun vadeli fonlara olan ihtiyaçlarını; tahviller gibi borçlanma araçlarıyla karşılayabilecekleri gibi, imtiyazlı ve adi hisse senetleri gibi ortaklık hakları veren menkul kıymetlerle de karşılayabilirler. Hisse senedi, ortaklık sermayesinin belirli bir kısmını temsil eden, sahibine kârdan pay alma, rüçhan hakkını kullanma, yönetimi seçme ve yönetime seçilme hakkı yanında tasfiye durumunda tasfiyeden pay alma hakkını veren, değişken gelirli bir menkul değerdir. Hisse senetlerini ve benzeri değişken gelirli menkul kıymetlerin değerini etkileyen çok sayıda değişken vardır. Bu değişkenlerin bir kısmı için öngörüler yapılabilirken, bir kısmı için bu olanaksızdır. Hisse senetlerini fiyatlandırma da, gelecek yıllarda dağıtılacak kâr paylarının ve senedin gelecek bir tarihte satılması durumunda fiyatının bugünden bilinmesi gerekmektedir. Bu verilerin önceden bilinmemesi, tahmin yapmanın güçlüğü ve piyasa koşullarına bağlı olarak büyük dalgalanmalar göstermesi nedeniyle hisse senetleri, tahvillerden daha riskli ve değerlemesi zor menkul değerlerdir. Hisse senetlerinin değerini belirlemede de yine bu menkul değerden gelecekte sağlanacak nakit akışlarının bugünkü değerlerinin bulunması eşitliklerinden faydalanmak gerekmektedir.

Sürekli Anüiteler

Yukarıda bahsedilen anüitelerde taksitler her devre sonunda yapılan ve normal anüite adı verilen anüitelerle ilgili olup, bu anüitelerin devam süreleri belirlidir. Bazı anüitelerin ise ne kadar devam edeceği konusunda belirlilik yoktur ve bu anüiteler süreklilik gösterir. Diğer bir ifadeyle bu tür anüitelerde vade olmayıp, eşit ödemelerin “∞” sonsuza kadar devam edeceği varsayılır.

Devamlı olarak yapılacak eşit ödemelerin bugünkü değeri; ABD'yi veren eşitlikte “n” yerine konulduğunda;

Sürekli Anüiteler: Taksit sayısının belirli olmadığı taksitlerin sürekli olarak devam edeceğinin varsayıldığı anüiteler.

$$ABD = \frac{A}{i} \text{ elde edilir.}$$

Verilen formül, sürekli olarak eşit nakit akışlarının söz konusu olduğu olaylarda kullanılabilir. İşletme değerinin belirlenmesinde (işletmelerin sürekliliği varsayılmaktadır) ya da uzun vadeli ödemelerde aynı eşitlikten faydalanılabilir.

Örneğin devamlı olarak yılda ₺45 kâr payı ödemesi taahhüt edilen bir imtiyazlı hisse senedinin değeri şu şekilde bulunacaktır. Yatırımanın istediği getiri oranı %20.

$$ABD = \frac{45}{0,20} = \text{₺}225$$

BORÇ GERİ ÖDEMELERİ

Anüitelerin en önemli uygulama alanlarından biri uzun vadeli borçların amortismanıdır. Uzun vadeli borçlar genellikle eşit taksitlerle ve eşit zaman aralıklarıyla aylık, üç aylık, altı aylık ya da yıllık geri ödenirler. Dolayısıyla borçlanmalarda sık sık anüite formüllerine başvurmak gerekmektedir.

Örneğin bir işletme bugün almış olduğu ₺500.000'lik bir krediyi, yıllık eşit taksitlerle 5 yılda geri ödeyecek olsun. Yıllık faiz oranı %18 olduğuna göre, eşit taksitler nasıl hesaplanabilir?

Alınan kredi karşılığında ödenecek eşit taksitlerin bugünkü değeri, alınan krediye eşit olacaktır. Diğer bir ifade ile burada anüitenin bugünkü değerini veren formülden faydalanmak gerekir.

$$\begin{aligned} ABD &= \text{₺}500.000 \\ n &= 5 \\ i &= 0,18 \\ A &= ? \end{aligned} \quad \begin{aligned} 500.000 &= A \frac{(1 + 0,18)^5 - 1}{(1 + 0,18)^5 - 1} \\ A &= \text{₺}159.889 \end{aligned}$$

İşletme almış olduğu ₺500.000'lik krediyi, 5 yılda ₺159.889'lik taksitlerle geri ödeyecektir.

örnek: Bir kişi her üç ayda bir, bir bankaya ₺20.000 yatırmaktadır. Banka %5 faiz uyguladığına göre 10.yıl sonunda ne kadar para birikmiş olur?

ÖRNEK

Çözüm:

$$\begin{aligned} a &= \text{₺}20.000 \\ i &= \%1,25 (0,05/4) \\ n &= 40 (10 \times 4) \\ S &= ? \end{aligned} \quad \begin{aligned} S &= 20.000 \frac{(1,0125)^{40} - 1}{0,0125} \\ S &= \text{₺}1.029.791 \end{aligned}$$

% 4,5 faiz oranı üzerinden senelik devre sonlarında yatırılan ₺746.200 tutarında eşit taksitlerle ₺7 milyon vade değerli bir borç, kaç taksitle amorti edilir?

ÖRNEK

Çözüm:

$$i = 0,045$$

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

$$a = \text{₺}746.200$$

$$7.000.000 = 746.200 \frac{1,045^n - 1}{0,045}$$

$$S = \text{₺}7.000.000$$

$$\frac{1,045^n - 1}{0,045} = 9,38$$

$$n = ?$$

$$1,045^n = 1,422$$

$$n \log 1,045 = \log 1,422$$

$$n * 0,019 = 0,153$$

$$n = 8 \text{ taksit}$$

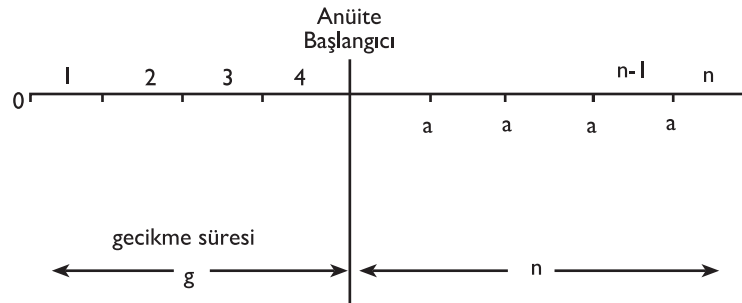
Geciktirilmiş Eşit Taksitli Ödemeler (Geciktirilmiş Anüiteler)

Geciktirilmiş ödemelerde, ilk ödeme, ilk devrenin bitiminden sonra herhangi bir zamanda yapılır. Örneğin borç alan bir kişinin borç ödemelerine borçlandığı tarihten birkaç sene sonra başlaması gibi. Bu tür ödemelerde, eşit taksitli ödemelerle ilgili eşitliklerden faydalanılmakta; ancak gecikme süresi kadar iskontolama yapılmaktadır.

“n” devre devam edecek bir anüitenin geciktirilme süresi “g” ise böyle bir anüitenin bugünkü değeri şematik olarak aşağıdaki gibi gösterilebilir:

Şekil 3.3

Geciktirilmiş Eşit Taksitli Ödemeler



Öncelikle n devrelik ödemelerin, taksitlerin başlama noktasındaki değerleri bulunur. Sonra elde edilen değer, geciktirilme süresi dikkate alınarak, sıfır zaman noktasına indirgenir. Bu durumda normal anüitede kullanılan formülden hareketle geciktirilmiş ödemelerin bugünkü değer (ABD_g) eşitliği şu şekilde yazılabilir.

$$ABD_g = a * \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n * i} * \frac{1}{(1+i)^g} \text{ ya da } ABD_g = a * \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^{n+g} * i}$$

ÖRNEK

3 sene ödemesiz olmak üzere alınan bir borç, her yıl ₺500.000'lik eşit taksitlerle 5 sene geri ödenecektir. Faiz oranı %12 ise alınan borç miktarı nedir?

$$n = 5$$

$$a = \text{₺}500.000$$

$$g = 3 \text{ (geciktirilme süresi)}$$

$$i = \%12$$

Çözüm:

$$ABD_g = a * \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^{n+g} * i}$$

$$ABD_g = 500.000 * \frac{(1+0,12)^5 - 1}{(1+0,12)^{5+3} * 0,12}$$

$$ABD = \text{₺}1.282.904$$

Kalan Borç Miktarının, Eşit Taksitlerdeki Faiz ve Anapara Payının Hesaplanması

Hem borç alanlar hem de borç verenler sık sık herhangi bir tarihteki kalan borç miktarını bilmek isterler. Kalan borç miktarı muhasebe açısından gerekli olduğu gibi, borcun vadeden önce ödenmesi durumunda da gereklidir. Kalan borçla birlikte eşit taksitlerin ne kadarının anapara payı, ne kadarının ise faiz olduğu bilinmelidir. Faiz ödemeleri vergiden düşülebilen bir giderdir. Bu nedenle işletmeler ödedikleri borç taksitlerinde ne kadar faiz ödendiğini hesaplamak durumundadırlar. Diğer taraftan eşit taksitlerdeki anapara payı da, dağıtılabilir kârın belirlenmesinde önemlidir. Anapara ödemeleri vergiden düşülemez; ancak kârpayı dağıtım kararında o yıl ödenmesi gereken anapara payları dikkate alınmalıdır.

Tüm taksitlerin eşit olması durumunda ödemeler, yukarıda verilen örnekte görüldüğü üzere normal anüite formülünden faydalanılarak bulunur. Belirli bir tarihteki kalan borç ise; ödenmemiş taksitlerin bugünkü değeriyle hesaplanır.

Eşit taksitlerle borç ödemelerinde her taksit, hem faiz hem de anapara payından oluşmaktadır. İlk taksitte faiz tutarı en büyük, anapara payı en küçük olmaktadır. Daha sonraki taksitlerde faiz azalırken, anapara payı artmaktadır.



DİKKAT

Alınan ₺50.000.000 kredi %5 faizle ve 6 ayda bir yapılan eşit ödemelerle 3 yılda amorti edilecektir.

ÖRNEK

a) 6 ayda bir yapılması gereken eşit ödeme tutarını bulunuz.

b) Ödeme planını yaparak her bir taksitteki faiz ve anapara payını hesaplayınız.

Çözüm:

a)

$$\text{Alınan Kredi} = \text{₺}50.000.000$$

$$R = a \frac{(1+i)^n - 1}{(1+i)^n \cdot i}$$

$$i = 0,025 \left| \frac{0,05}{2} \right|$$

$$50.000.000 = a \frac{(1+0,025)^6 - 1}{(1+0,025)^6 \cdot 0,025}$$

$$n = 3 \times 2 = 6$$

$$a = ?$$

$$a = \text{₺}9.077.499$$

İşletme almış olduğu ₺50.000.000'yi ₺9.077.499 olan 6 eşit taksitle geri ödeyecektir.

b) Ödeme planı

Dönem	Dönem Baş.Borç Miktarı	Dönem. Son. Ödenen Faiz	Dönem Sonunda Öde. Anapara	Dönem Taksidi
1	50.000.000	1.250.000 (1)	7.827.499 (2)	9.077.499
2	42.172.501 (3)	1.054.313 (4)	8.023.186 (5)	9.077.499
3	34.149.315	853.733	8.223.766	9.077.499
4	25.925.549	648.139	8.429.360	9.077.499
5	17.496.189	437.404	8.640.095	9.077.499
6	8.856.094	221.405	8.856.094	9.077.499
		4.464.994	50.000.000	54.464.994

- (1) $50.000.000 \cdot 0,025 = 1.250.000$ İlk taksitteki faiz tutarı
 (2) $9.077.499 - 1.250.000 = 7.827.499$ İlk taksitteki anapara tutarı
 (3) $50.000.000 - 7.827.499 = 42.172.501$ İlk taksit ödendiğinde kalan borç
 (4) $42.172.501 \cdot 0,025 = 1.054.313$ İkinci taksitteki faiz tutarı
 (5) $9.077.499 - 1.054.313 = 8.023.186$ İkinci taksit ödendiğinde kalan borç

İtfa ya da ödeme planı, az taksitli borç ödemelerinde yukarıda gösterildiği gibi kolaylıkla yapılabilir. Çok taksitli ödemelerde ise cebirsel yolla hem herhangi bir taksitten sonra kalan borcu hem de taksitteki faiz ve anapara payı daha kolay bulunabilir.

DİKKAT



Eşit taksitlerle borç ödemelerinde her bir taksitteki anapara ve faiz payları değişmektedir. Faiz payı ilk taksitte en yüksek son taksitte en düşüktür. Doğal olarak anapara payı da ilk taksitte en düşük son taksitte en yüksek olur. İlk taksitteki faiz tutarı borcun tümü üzerinden, sonraki taksitlerin faiz tutarı kalan borç üzerinden hesaplanır.

ÖRNEK

Bir önceki soruda 4. ödeme yapıldığında kalan borç (iki taksit kalmıştır) cebirsel olarak şöyle hesaplanabilir:

Çözüm:

$$\text{Kalan Borç} = 9.077.499 \cdot \frac{(1 + 0,025)^2 - 1}{(1 + 0,025)^2 \cdot 0,025} = \text{₺}17.496.191$$

Ödeme planındaki rakamla, bulunan bu rakam arasındaki farklılık virgülden sonraki sayıların yuvarlatılmasından kaynaklanmaktadır.

SIRA SİZDE



7

Alınan 120.000 kredi 18 ayda, aylık eşit taksitlerle geri ödenecektir. Aylık faiz oranı %2 ise;

- Eşit taksitleri
1. taksitteki anapara ve faiz tutarını
10. taksitten sonra kalan borcu, 11 taksitteki faiz ve anapara paylarını cebirsel yolla hesaplayınız.

Özet



Paranın neden zaman değerine sahip olduğunu açıklamak.

Yatırım ya da finansmanla ilgili farklı seçeneklerin farklı zaman noktalarında farklı miktarlarda para giriş-çıkışları söz konusu olmaktadır. Paranın zaman değeriyle ilgili hesaplamaları bilmeksizin bu seçenekleri karşılaştırarak doğru kararların verilmesi mümkün değildir. Araya zamanın girmesi bugünkü parayı, diğerine göre değerli kılmaktadır.



Finansal işlemlerde basit faiz hesaplamalarını yapmak.

Faiz hesaplamalarında basit ya da bileşik faiz yöntemi kullanılabilir. Genellikle bir yıla kadar vadeli finansal işlemlerde basit faiz, daha uzun vadeli işlemlerde bileşik faiz kullanılmaktadır. Günümüzde kısa vadeli işlemlerde de bileşik faiz kullanımı artmıştır.

Basit faizde faiz tutarı, her devre değişmeyen ana para üzerinden hesaplanır. Faiz, işleme konu olan para miktarına, faiz oranına ve süreye bağlı olarak değişir.



Finansal işletmelerde bileşik faiz hesaplamalarını yapmak.

Finansal işlemlerde bileşik faizde faiz, basit faizde olduğu gibi yalnızca anapara üzerinden hesaplanmaz; her devre kazanılan faiz ana paraya ilave edilerek her devre değişen sermayeler üzerinden faiz hesaplanır. Bu durumda faizin de faizi hesaplanmaktadır. Devre sayısı az, faiz oranları düşük olduğunda basit faiz ve bileşik faiz arasında farklılık küçük iken, devre sayısı ve faiz oranları arttıkça farklılık çok büyük boyutlara ulaşmaktadır.



Efektif ve reel faizi hesaplamak..

Efektif faiz gerçekleşen faiz anlamındadır. Nominal faizler değişmezken faiz hesaplama sıklığı arttırılarak yıllık efektif faiz nominal faizden daha yüksek hale getirilebilir. Reel Faiz para arz edenin satın alma gücündeki artışı ifade eder. Nominal faizden daha çok reel faizin hesaplanması enflasyonis ülkelerde daha önemlidir. RReel faiz, nominal faizin enflasyondan arındırılmasıyla hesaplanır.



Eşit taksitlerle ödemelerde bugünkü ve gelecekteki değer hesaplamalarını yapmak.

Belirli bir zaman süreci içerisinde, eşit aralıklarla verilen ya da alınan eşit ödemeler dizisi anüite olarak adlandırılır. Anüitelerde; ödemelerin ve ödeme aralıklarının eşit olması yanında vade boyunca faiz de değişmemektedir.

Anüiteler, ödemelerin başlama noktasına göre, devre başı ve devre sonu olarak gruplandırılır. Bazı anüitelerde periyodik ödemeler devrenin başında yapılırken - kira ödemeleri gibi- bazı ödemelerde devre sonunda -kredi taksitlerindeki gibi- yapılır. Ödemeleri her devre sonunda yapılan anüitelere normal anüite denilir. Az sayıda taksitten oluşan anüitelerde gelecekteki toplam değer ya da bugünkü değer her bir taksit için ayrı ayrı hesaplama yapılarak bulunabilir. Ancak çok taksitli ödemelerde bu şekilde hesaplama zaman alıcıdır. Geometrik dizi özelliğinden faydalanarak geliştirilmiş formüller yardımıyla bu tür hesaplamalar kolaylıkla yapılabilir.



Borç geri ödemeleriyle ilgili hesaplamaları yapmak.

Uzun vadeli borçlar genellikle eşit taksitlerle ve eşit zaman aralıklarıyla geri ödenirler. Dolayısıyla borçlanmalarda anüite formüllerine başvurmak gerekmektedir. Yine anüite formüllerinden faydalanarak herhangi bir tarihteki kalan borcu, herhangi bir taksitteki faiz ve anapara payını hesaplamak mümkündür.

Kendimizi Sınavalım

1. Aşağıdakilerden hangisi **yanlıştır**?
 - a. Enflasyon sıfır ise faiz oranı da sıfır olabilir.
 - b. Nominal faiz enflasyonun altında ise negatif faiz söz konusudur.
 - c. Nominal faiz enflasyon oranına eşit ise paranın zaman değeri sıfır olur.
 - d. Nominal faiz oranı enflasyon oranından büyük ise paranın zaman değeri sıfırdan büyük olur.
 - e. Paranın zaman değeri, paranın bugünkü kullanım hakkından vazgeçmenin bir bedelidir.
2. Bir bankaya yıllık %14 faizle yatırılan ₺2500 karşılığında ₺146 faiz alındığına göre, söz konusu para bankaya ne kadar süreyle yatırılmıştır?
 - a. 5 ay
 - b. 6 ay
 - c. 7 ay
 - d. 8 ay
 - e. 10 ay
3. Bir işletmenin bir bankaya olan ₺50.000 lik borcunun vadesi 6 aydır. Yıllık faiz oranı %16 olduğuna göre, işletme borcunu bugün peşin ödemek isterse bankaya kaç ₺ ödeme yapmalıdır?
 - a. 38.148
 - b. 39.147
 - c. 43.146
 - d. 46.296
 - e. 47.148
4. ₺10.000 nominal değerli, 92 gün vadeli bir hazine bonosu ₺9.631'den satışa sunulduğuna göre yatırımcının getiri oranı ne olur? (Yıl 360 gün.)
 - a. %12
 - b. %13
 - c. %15
 - d. %16
 - e. %17
5. Bir bankada 3 ay vadeli hesap açtırıldığında 3. yılın sonunda ₺8.979 elde edilmiştir. Faiz oranı yıllık %20 ise ne miktarda para yatırılmış idi?
 - a. 4.189
 - b. 5.000
 - c. 5.212
 - d. 5.162
 - e. 6.125
6. Bir bankaya ₺25.000 altı aylık vadeli olarak 2 yıl için yatırılmıştır. 6 aylık faiz oranı %8 ise geri alınacak para ne oldu?
 - a. 34.012
 - b. 33.012
 - c. 35.000
 - d. 35.123
 - e. 35.129
7. Yıllık nominal faiz %24 olduğunda, 4 ay vadeli hesap açtırılırsa devre faiz oranı yüzde kaç olur?
 - a. 5
 - b. 6
 - c. 6,5
 - d. 7
 - e. 8
8. Aylık faiz oranı %1,5 ise yıllık efektif faiz oranı yüzde kaç olur?
 - a. 17,8
 - b. 17
 - c. 18,12
 - d. 19,56
 - e. 21
9. Her ay sonunda bir bankaya ₺5.000 yatıran bir işletme 4. yıl sonunda ne kadar para biriktirebilir? (Aylık faiz oranı %2.)
 - a. 342.600
 - b. 352.035
 - c. 381.197
 - d. 392.655
 - e. 396.768
10. Bir işletme bankadan almış olduğu ₺149.579'lık krediyi 40 ayda, ay sonlarında hangi eşit taksitlerle geri ödeyecektir? (Aylık faiz oranı %1,5)
 - a. 5.000
 - b. 5.190
 - c. 5.195
 - d. 5.200
 - e. 5.210

Yaşamın İçinden



Negatif faiz nedir, neden uygulanır?

Merkez bankalarının son dönemde gündemini ‘negatif faiz’ meşgul ediyor...



Kaynak: A+ A-16 Şubat 2016

Küresel ekonomik krizle merkez bankalarının politika araçlarına eklenen parasal genişleme ve sözle yönlendirmenin ardından son günlerde gündemi “negatif faiz” meşgul ediyor.

ABD’de 2006 sonlarında “mortgage” piyasasında patlak veren likidite krizi, 158 yıllık Amerikan Yatırım Bankası Lehman Brothers’ın 15 Eylül 2008’de iflas etmesiyle tüm dünyanın gündemine oturdu. Bu tarihten sonra tüm dünya ekonomi ve finans piyasalarında etkisini gösteren bu krize müdahale ise alışılmadık yöntemlerin başlangıcı oldu.

Bu dönemin tarihe geçen isimlerinden eski ABD Merkez Bankası (Fed) Başkanı Ben Bernanke öncülüğünde, Büyük Buhran’dan bu yana uygulanan en agresif politikalara başvurularak 2008 yılında mortgage piyasasına dayalı tahvil satın alımına başlandı.

“Parasal genişleme” olarak bilinen bu uygulamaya ilaveten, faiz oranlarını da sıfıra yakın seviyelere indiren Fed, “sözle yönlendirme”yi de politika setine ekleyerek yeni bir uygulamaya daha öncülük etti.

Bu süreçte parasal genişlemede Fed’i, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Japonya Merkez Bankası (BoJ) takip ederken, “sözle yönlendirme” birçok merkez bankası tarafından kullanıldı.

Tüm bunlar yaşanırken, cansız iç talep ve düşük enflasyon sorunlarıyla mücadele için İsveç, İsviçre, Danimarka ve ECB gibi merkez bankaları, negatif faiz politikasını benimsedi. Son olarak BoJ’un da negatif faiz uygulamasına geçmesi ise bu konuyu gündemin odak noktasına taşıdı.

Negatif faiz nedir?

Ekonomiyi canlandırmak için ortaya atılan bir para politikası olan negatif faiz ile merkez bankaları, bankaların kendisinde tuttuğu cari hesaplara uyguladığı faizi eksiye düşürüyor. Böylece bankalara “Bana yatırdığın para için faiz vermem, üste para alırım. Bu parayı bana yatıracağına, kredi ver” mesajı veriliyor. Negatif faiz uygulaması, şirketler için borçlanma maliyetlerinin düşürülmesini ve kredi talebinin artmasını hedefliyor.

Neden negatif faize başvuruluyor?

Parasal genişleme, sözle yönlendirme, düşük faiz gibi uygulamalara rağmen küresel ekonomik krizin olumsuz etkilerinin hala birçok ülke ekonomisinde giderilemediği görülüyor.

Çin odaklı gelişmeler, Avrupa’da ekonomik toparlanmanın hala istenilen düzeyde olmaması, düşük talep, zayıf küresel ekonomik aktivite problemlerinin yanı sıra enflasyon, birçok gelişmiş ülkede yüzde 2’lik hedefin oldukça altında seyrediyor.

Ekonomik büyümeye ilişkin artan tedirginliklere, sert düşen petrol fiyatları da eklenince enflasyonun üzerindeki aşağı yönlü baskı artıyor.

Tüm bu gelişmeler, “sağlıklı ekonomilerde başvurulmayan bir yöntem” olarak bilinse de gelişmiş ülke merkez bankalarının “negatif faiz” silahını kullanmasına gerekçe gösteriliyor.

Ülkelerin söz konusu politikaya geçmesinin nedenleri arasında “ticarete rekabet üstünlüğü sağlama” da bulunuyor. Çünkü ülkeler negatif faize geçtiğinde kendi yerel para birimi değersizleşeceğinden, ihracatta rekabet üstünlüğü elde ediyor. Bu da negatif faiz uygulamasıyla “kur savaşlarını” gündeme taşıyor.

Negatif faiz uygulayan ülkeler

Halihazırda Danimarka, İsveç, İsviçre, ECB ve BoJ olmak üzere 5 gelişmiş ülke merkez bankası negatif faiz uyguluyor. Söz konusu merkez bankalarından mevduat faiz oranı Danimarka’da yüzde eksi 0,65 ve İsveç’te yüzde eksi 0,50 düzeyinde bulunuyor. Geçen yılın ocak ayında negatif faize geçen İsviçre’de ise bu oran yüzde eksi 1,25 olarak belirlenmiş durumda.

Ülke	Faiz oranı
İsviçre	-1,25
Danimarka	-0,65
İsveç	-0,50
Avrupa (ECB)	-0,10
Japonya	-0,10

ECB ise 2015 yılının Haziran ayında tahvil alımlarının yanı sıra mevduat faizini yüzde eksi 0,10 düzeyine indirmişti. Negatif faiz uygulamasının bankaları zor durumda bırakmaması için ECB ayrıca bankalara ek teşvikler sağlamıştı.

Negatif faiz uygulamasına son olarak BoJ geçerek, 29 Ocak'ta merkez bankasında tutulan cari hesaplara uygulanan faizi yüzde eksi 0,10'a çekmişti. Aynı zamanda parasal tabanı yıllık 80 trilyon yen artıran banka, böylece hem niceliksel hem de niteliksel parasal genişleme (QQE) politikasına geçme kararı almıştı.

Negatif faiz uygulamasının riskleri

Negatif faiz politikası uygulayan ülkelerde, ekonomideki aktörler nakit parayı faiz ödememek için bankalar yerine kendi kasalarında tutmayı tercih edebiliyor. Bu nedenle ekonomideki aktörlerin nakit paraya talep göstereceği endişesi, negatif faiz politikasında "en önemli risk" şeklinde nitelendiriliyor.

Bankaların merkez bankalarında tutacakları kaynakların oluşturacağı maliyet de negatif faiz uygulamasında bir diğer sorun olarak öne çıkarken, negatif faizdeki bir devlet tahvilinin alıcı bulup bulamayacağı da soru işaretlerine yol açıyor.

Tüm bunlar da söz konusu politikanın, bankaların maliyet yapıları ve karlılıklarını negatif etkilemesi riskini beraberinde getiriyor.

Bu risklere rağmen reel faizin daha önemli olması, negatif faizden alınan bir devlet tahvilinin daha pahalıya satılma ihtimali ve bankaların faiz yapılarını maliyete göre ayarlayabilmeleri; negatif faiz politikasını teoriden öteye geçerek gerçek yaşamda kullanılabilir hale getiriyor.

Ziraat Yatırım Ekonomisti Bora Tamer Yılmaz:

Sözle yönlendirme ve parasal genişlemenin etkisi azaldı

Konuya ilişkin AA muhabirine değerlendirmelerde bulunan Ziraat Yatırım Ekonomisti Bora Tamer Yılmaz, gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının sıfır faiz politikasından negatif faiz politikasına geçmeye başladıklarını hatırlattı.

Eskiden merkez bankalarının, ekonomi durgunluk dönemine girdiğinde faizleri en fazla sıfır seviyesine kadar çekebileceğinin varsayıldığını anımsatan Yılmaz, yatırım ve tasarrufların, finansal koşullarla negatif bölgede kesiştiği durumlarda para politikalarının işlevselliğinin azaldığını dile getirdi.

Yılmaz, bu nedenle Fed'in 2008 "Lehman" krizi sonrasında "sözle yönlendirme" politikasını başlatarak, piyasaları beklenti kanalı üzerinden yönlendirmeye çalıştığını anlattı.

Daha sonra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) da dahil olduğu pek çok merkez bankasının sözle yönlendirmeyi, iletişim stratejileri üzerinden politika araçlarına dahil ettiklerini belirten Yılmaz, şunları kaydetti:

"Beklentileri yönetme konusunda fiilen duruşlarını desteklemek için de merkez bankaları parasal genişleme kullanarak piyasalara likidite sağladı ve bilançolarını genişletti. Ancak aradan geçen süre zarfında sözle yönlendirme etkisi azalmaya başladı. Çünkü dünya genelinde piyasa faizleri sıfır seviyesine yaklaşırken vade primi de son derece düşük seviyelere geldi. Enflasyon beklentileri ise düşen piyasa faizleriyle aynı oranda artış göstermedi ve halen piyasada fiyatlanan enflasyon beklentileri, tarihi düşük seviyelerde seyrediyor."

Yılmaz, sözle yönlendirmenin sınırlarına ulaşıncaya parasal genişlemenin de etkinliğinin azaldığını vurgulayarak, piyasada parasal genişleme gerçekleştirebilmek için yeterli miktarda devlet tahvili bulunmadığına dikkati çekti.

Merkez bankalarının devlet tahvillerini satın alıp bilançolarını büyüttükçe piyasada arz talep dengesinin bozulduğunu aktaran Yılmaz, ayrıca piyasa faizlerinin de gelişmelerden olumsuz etkilendiğini söyledi.

"Genel anlamıyla negatif faiz uygulayan ülkelerde finansal koşullar iyileşiyor"

Yılmaz, bu nedenle hem sözle yönlendirme hem de parasal genişlemenin etkinliği azaldığı için merkez bankalarının sıfır faiz politikasından vazgeçerek, daha önceden çok zor kabul edilebilecek negatif faiz politikasını devreye aldığını dile getirdi.

Merkez bankalarının, 2008 Lehman krizi sonrasında yenilikçi politikaları hayata geçirdiğini anımsatan Yılmaz, şöyle konuştu:

"Her ülke hem küresel finans koşulları hem de kendi yerli finans koşullarını dengeleme çabasında. TCMB'nin koridor, rezerv opsiyon mekanizması gibi sistemleri geliştirmesi gibi gelişmiş ülke merkez bankaları da kendi sistemlerini geliştiriyor. Negatif faiz politikası da kriz sonrasındaki yeniliklerden birisi. Pek çok uluslararası kuruluş, negatif faiz konusunda ciddi araştırmalar yapmaya ve yayımlamaya başladı. Bu konunun önümüzdeki yıllarda daha fazla konuşulup tartışılmasını bekleriz. Ek olarak yine yapılan araştırmalar şunu gösteriyor ki faizler tahmin edilenden çok daha fazla eksi bölgeye gidebilir. Örneğin gelişmiş ülkelerde faizlerin yüzde eksi (-) 4 ila yüzde eksi (-) 5 seviyesine kadar ulaşması mümkün görünüyor."

Ziraat Yatırım Ekonomisti Yılmaz, negatif faiz uygulayan ülkelerdeki duruma ilişkin de değerlendirmelerde bulunarak, “Bu ülkelerde şu ana kadar bazı ticari ve kurumsal hesaplar dışında genel hane halkı mevduat faizleri henüz eksiye düşmedi. Genel anlamıyla negatif faiz uygulayan ülkelerde, finansal koşullarda beklendiği gibi iyileşme gözleniyor. Örneğin Euro Bölgesi’nde toparlanma negatif faiz politikasıyla güç kazanıyor” ifadelerini de kullandı.

Kaynak: [http://www.dunya.com/finans/haberler/negatif-faiz-nedir-neden-uygulanir-haber-307723\(27.03.2017\)](http://www.dunya.com/finans/haberler/negatif-faiz-nedir-neden-uygulanir-haber-307723(27.03.2017))

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|---|
| 1. a | Yanıtınız yanlış ise “Para Neden Zaman Değeri Sahiptir” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 2. a | Yanıtınız yanlış ise “Basit Faiz Hesaplamaları” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 3. d | Yanıtınız yanlış ise “Basit Faiz Hesaplamaları” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 4. c | Yanıtınız yanlış ise “Basit Faiz Hesaplamaları” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 5. b | Yanıtınız yanlış ise “Bileşik Faiz Hesaplamaları” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 6. a | Yanıtınız yanlış ise “Bileşik Faiz Hesaplamaları” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 7. e | Yanıtınız yanlış ise “Nominal Faiz, Efektif Faiz ve Enflasyon” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 8. d | Yanıtınız yanlış ise “Nominal Faiz, Efektif Faiz ve Enflasyon” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 9. e | Yanıtınız yanlış ise “Eşit Taksitli Ödemeler” bölümünü gözden geçiriniz. |
| 10. a | Yanıtınız yanlış ise “Borç Geri Ödemeleri” bölümünü gözden geçiriniz. |

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Faiz, parayı sunanlar açısından bugünkü kullanım hakkından vazgeçmenin getirisi olduğu için tasarruf sahipleri faiz oranlarını yakından izleyecek ve kararlarını faiz oranlarına göre şekillendireceklerdir. Bu nedenle faiz oranları arttıkça, faiz getirisine yönelen tasarrufların da artması beklenebilir. Faiz oranlarının düşmesi durumunda ise faiz getirisi sağlayan yatırımlara yönelen tasarrufların azalması ve bu tasarrufların başka alternatiflere yönelmesi beklenebilir.

Sıra Sizde 2

$$i = \%6$$

$$P = 50.000$$

$$I = \text{₺}500$$

$$t = ?$$

$$I = P \cdot r \cdot t$$

$$500 = 50.000 \cdot 0.06 \cdot t$$

$$t = 0,17 \text{ yıl} = 0,17 \cdot 12 = 2,04 \text{ ay}$$

Sıra Sizde3

$S_1 = \text{₺}50.000$ (3 ay vadeli alış)

$S_2 = 55.000$ (6 ay vadeli alış)

$P_1 = ?$

$P_2 = ?$

$$P = \frac{S}{(1 + i * t)}$$

$$P_1 = \frac{50.000}{(1 + 0,10 * 3 / 12)} = \text{₺}48.780$$

(ilk seçenek için bugünkü değer)

$$P_2 = \frac{55.000}{(1 + 0,10 * 6 / 12)} = \text{₺}52.381$$

(ikinci seçenek için bugünkü değer)

Bu makineyi üç ay vadeli olarak $\text{₺}50.000$ fiyata almak daha uygundur.

Sıra Sizde 4

$S = 100.000$

$n = 4$

$i = \%11$

$P = ?$

$$S_n = P (1 + i)^n$$

$$100.000 = P (1,11)^4$$

$$P = \text{₺}65.873$$

Sıra Sizde 5

a) $j = \%20$

$m = 2$

$r = ?$

$$1 + r = \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m$$

$$r = \left(1 + \frac{0,20}{2}\right)^2 - 1$$

$$r = \%21$$

b) $j = \%20$

$m = 4$

$r = ?$

$$1 + r = \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m$$

$$r = \left(1 + \frac{0,20}{4}\right)^4 - 1$$

$$r = \%21,55$$

c) $j = \%20$

$m = 12$

$r = ?$

$$1 + r = \left(1 + \frac{j}{m}\right)^m$$

$$r = \left(1 + \frac{0,20}{12}\right)^{12} - 1$$

$$r = \%21,94$$

Nominal faiz oranı $\%20$ iken 6 ayda bir faizlendirme yapıldığında yıllık efektif faiz $\%21$, 3 ayda bir faizlendirme yapıldığında $\%21,55$, her ay faizlendirme yapıldığında ise $\%21,94$ olmaktadır. Faizlendirme sıklığı arttıkça efektif faiz de artmaktadır.

Sıra Sizde 6

$$ABD = 20.000 \frac{(1 + 0,02)^6 - 1}{(1 + 0,02)^6 \cdot 0,02} = \text{₺}12.029$$

ödemede bulunmak gerekmektedir.

Sıra Sizde 7

a) Alınan kredi = $\text{₺}120.000$

$n = 18$

$i = \%2$

$a = ?$

$$120.000 = a \frac{1,02^{18} - 1}{1,02^{18} \times 0,02} \quad a = \text{₺}8.004$$

b) İlk taksitteki faiz tutarı; $120.000 \times 0,02 = \text{₺}2.400$

İlk taksitteki anapara tutarı; $8.004 - 2.400 = \text{₺}5.604$

c) 10. taksit ödendikten sonra kalan ödeme sayısı 8 olduğuna göre;

$$\text{Kalan borç} = 8.004 * \frac{1,02^8 - 1}{1,02^8 * 0,02} = \text{₺}58.633$$

II. taksitteki faiz tutarı; $58.633 \times 0,02 = \text{₺}1.173$

II. taksitteki anapara tutarı; $8.004 - 1.173 = \text{₺}6.831$

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Aydın, Nurhan; Başar Mehmet ve Coşkun, Metin. (2015). **Finansal Yönetim**, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aydın, Nurhan (2009). **Finans Matematiği**, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Brealey A. Richard ve diğerleri. (2007), **İşletme Finansının Temelleri** (Çev. Ünal Bozkurt ve Diğerleri, (5. Baskı), İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Bodie, Zvi ve Robert C. Merton. (1998). **Finance** (1. Baskı), New Jersey: Prentice- Hall, Inc.

4

Amaçlarımız

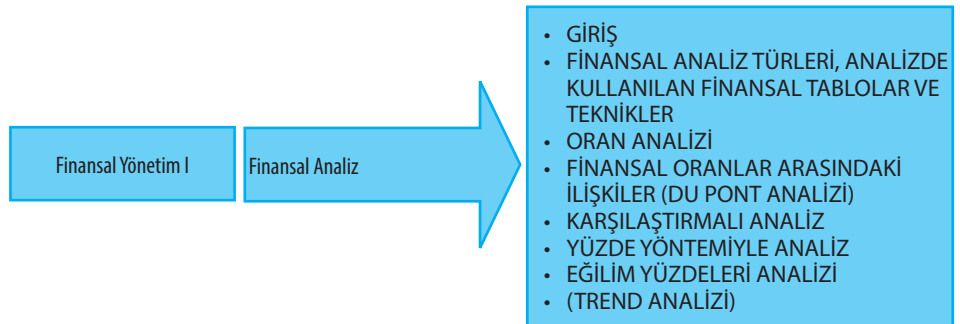
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Finansal analiz türlerini, analizde kullanılan finansal tabloları ve analiz tekniklerini tanımlayabilecek,
- Oranlar yoluyla işletmeleri analiz edebilecek,
- İşletmenin kârlılığı ile finansal oranlar arasındaki ilişkileri açıklayabilecek,
- Karşılaştırmalı, yüzde ve eğilim analiz tekniklerinin finansal analizde nasıl kullanıldığını açıklayabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Finansal Analiz
- Oran Analizi
- Du Pont Analizi
- Karşılaştırmalı Analiz
- Yüzde Yöntemiyle Analiz
- Eğilim Yüzdeleri Analizi

İçindekiler



Finansal Analiz

GİRİŞ

Finansal yönetimin temel amacının, işletme değerini maksimize edecek kararlar vermek olduğu ilk ünite belirtilmişti. Piyasa değeri finansal tablolarda görülmesi de, piyasa değerinin düşmesini ya da yükselmesini etkileyecek değişimleri finansal tablolardan elde edilecek bilgilerle görmek mümkündür. Finansal tablolar, bazı eksikliklerine rağmen finansal yönetim kararlarının işletmenin performansını, riskini nasıl etkilediğini ortaya koyabilir. **Finansal analiz** yapılarak işletmenin hem mevcut durumu hem de geçmiş finansal koşulları değerlendirilip, gelecekle ilgili planlama çalışmalarına ışık tutacak bilgiler elde edilebilir. Finansal analizle işletmenin güçlü ve zayıf yönleri belirlenmeden geleceği planlamak mümkün değildir. Finansal analizle;

- İşletmenin temel ve ikincil amaçlara ulaşip ulaşamadığını ölçmede,
- İşletme amaçlarını gerçekleştirememişse nedenlerini araştırmada,
- İşletmenin faaliyetlerinde başarı ve etkinlik düzeyini ölçmede,
- İşletmenin üretim ve fiyatlama politikalarını değerlendirmede,
- İşletme faaliyetlerini kontrol etmede,
- Planlama yapma ve başarısızlığa karşı önlemler almada önemli faydalar sağlanır.

Finansal Analiz: İşletmelerin mali durumlarının ve faaliyet sonuçlarının değerlendirildiği çalışmalardır.

FİNANSAL ANALİZ TÜRLERİ, ANALİZDE KULLANILAN FİNANSAL TABLOLAR VE TEKNİKLER

Finansal analiz; analizin yapılma amacına, analizin yapılış biçimine, analizi yapacak kişilere göre değişik şekillerde yapılır.

Finansal Analiz Türleri

Amacına Göre Finansal Analiz: Analizin yapılma amacına göre finansal analiz yönetimi, yatırım ve kredi analizleri olarak üç şekilde yapılır. **Yönetim analizi;** yönetim fonksiyonunun yerine getirilmesine yönelik, işletme yönetimi için yapılan analizdir. Bu analizin odak noktasını, işletme faaliyetlerinin planlanan amaçlar doğrultusunda gerçekleşip gerçekleşmediğinin incelenmesi, eksikliklerin ortaya konulması ve gerekli düzeltmelerin yapılması oluşturur. **Yatırım analizi;** işletmenin ortakları, işletmeye ortak olmayı düşünenler ile işletmeye uzun süreli kaynak sağlayacak olanlar tarafından yapılan analizdir. Bu analizde işletmenin daha çok kazanma gücü ve dağıtılacak kâr payları ve hisse senedi değerlerinin değişimle-

Yönetim Analizi: İşletme yönetiminin etkin kararlar alabilmesi için yapılan çalışmalardır.

Yatırım Analizi: İşletmeye yatırım yapan ve yatırım yapacaklar tarafından yapılan analizdir.

Statik Analiz: İşletmenin mali durumu ve faaliyet sonuçları tek bir dönem için ortaya konulur.

Dinamik Analiz: Birden fazla döneme ilişkin mali analiz.

ri analiz edilir. *Kredi analizi*; işletmeye kredi verenlerle, kredi verecek olanların, işletmenin borç ödeme gücünü ölçmek amacıyla yaptıkları analizdir. Kredi analizinde işletmenin dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçları arasındaki ilişkiler, işletmenin sermaye yapısı analiz edilir.

Kapsadığı Döneme Göre Finansal Analiz: Kapsadığı döneme göre finansal analiz statik analiz ve dinamik analiz olarak iki şekilde yapılabilir. **Statik analizde**; belirli bir tarihte düzenlenmiş veya belirli bir döneme ait mali tablolardaki çeşitli kalemler arasındaki ilişkilerin saptanmasına çalışılır. **Dinamik analizde** ise, mali tablolar birbirini izleyen dönemler itibarıyla incelenir. İşletmenin belirli bir dönemdeki mali durumu ve faaliyet sonuçları geçmiş dönemleriyle karşılaştırılarak olumlu ya da olumsuz gelişmelerin ortaya konulması, analizden değerini artıracaktır. İşletmenin zaman içinde gelişimin yönünü gösteren dinamik analizden sadece cari dönemi değerlendirmek için değil, aynı zamanda, geleceğe ilişkin tahminlerin yapılmasında da faydalanılır.

Analizi Yapacak Kişilere Göre Finansal Analiz: Analizi yapacak kişilere göre finansal analiz iç analiz ve dış analiz olarak adlandırılır. Analiz, yönetici, muhasebeci, finansçı gibi işletme içinden olan kişilerce yapılıyorsa *iç analiz* olarak adlandırılır. İşletme dışı kişi ve kurumlarca yapılan analize ise *dış analiz* denir. İşletmeye kredi verecekler, menkul değer analistleri, aracı kurumlar, rakip kuruluşlar, potansiyel yatırımcılar, devlet ve benzeri kişi ve kurumlar da işletmeyi analiz edebilir.

Finansal Analizde Kullanılan Tablolar

İşletmelerin her bölümü faaliyetleriyle ilgili verileri toplayarak ilgililere sunar. Ancak bu bilgiler arasında en önemlisi, muhasebe bölümünde biriktirilen finansal bilgilerdir. Finansal analizden arzu edilen sonuca ulaşabilmek için işletmeyle ilgili doğru bilgiler kadar, bu bilgilerin belirli ilke ve kurallar çerçevesinde tutulması ve sunulması da önemlidir. Finansal tabloların amacı, finansal tablo kullanıcılarına işletmenin finansal durumu, faaliyet sonuçları konusunda gerçekçi bilgiler sunmaktır. Finansal tabloların bu amaca hizmet edebilmeleri için belirli ilke ve kurallar çerçevesinde düzenlenmesi ve sunulması gerekmektedir. Diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de genel amaçlı finansal tabloların hazırlanması ve sunulmasıyla ilgili uluslararası muhasebe standartlarına paralel standartlar geliştirilmekte, gerekli düzenlemeler yapılmaktadır.

Finansal analizde analizin amacına bağlı olarak çok sayıda finansal tablodan faydalanılabilir. Bununla birlikte, analizde kullanılan temel finansal tablolar **bilanço** ve **gelir tablosu**dur. Muhasebe derslerinde ayrıntılı olarak gördüğümüz gibi bilanço ya da finansal durum tablosu, bir işletmenin belirli bir tarihteki varlıklarını, borçlarını ve öz sermayesini gösteren bir tablodur. Dolayısıyla bilanço düzenlendiği an itibarıyla o işletmenin finansal durumunu göstermektedir. Bilançonun aktif tarafı (varlıklar) kullanım; pasif tarafı (borç ve öz kaynakları) ise kaynaklar olarak adlandırılmaktadır. Bilançonun varlıklar bölümü, “paraya dönüşüm çabukluğu”na; kaynaklar bölümü ise, “ödeme çabukluğu”na göre düzenlenmektedir.

Gelir tablosu ise; işletmenin bir hesap döneminde elde ettiği tüm hasılat ve gelirler ile yaptığı tüm maliyet ve giderleri gösteren tablodur.

Gelir tablosu; net satışlar, brüt satış kârı veya zararı, esas faaliyet kârı veya zararı, faaliyet kârı veya zararı, dönem kârı veya zararı ve net dönem kârı veya zararı kalemlerini açıkça gösterecek şekilde hazırlanır.

Bilanço: İşletmenin belirli bir tarihteki varlıklarıyla, varlıklarının kaynaklarını gösteren tablodur.

Gelir Tablosu: İşletmenin bir hesap döneminde elde ettiği tüm hasılat ve gelirlerle yapılan tüm maliyet ve giderleri gösteren ve dönem faaliyet sonuçlarını özetleyen tablodur.

Statik analizin dinamik analize göre başlıca eksiklikleri nelerdir?



SIRA SİZDE

Finansal Analizde Kullanılan Teknikler

Finansal tablolar çeşitli analiz teknikleri kullanılarak analiz edilebilir. Finansal analizden beklenen faydanın sağlanması için, çoğu zaman tek bir analiz tekniğinden değil, birden çok analiz tekniğinden faydalanmak gerekmektedir. Analizde kullanılan başlıca teknikler şunlardır:

- Oran analizi (Rasyo analizi)
- Yüzde yöntemiyle analiz (Dikey analiz)
- Karşılaştırmalı analiz (Yatay analiz)
- Eğilim yüzdeleri analizi (Trend analizi)

ORAN ANALİZİ

Finansal oran, en basit şekliyle finansal tablolarda bulunan iki kalem arasındaki ilişkiyi ifade eden sayı olarak tanımlanabilir. Finansal tablolardan sayısız oran elde edilebilir. Önemli olan, analizin amacına uygun kalemleri seçerek aralarındaki ilişkilerin araştırılmasıdır. Oran analizinde esas amaç, mali tablolarda yer alan iki kalem arasındaki matematiksel ilişkinin ortaya konulması değil, bunun ne anlama geldiğinin yorumlanmasıdır. Ancak oranlar yorumlanırken bazı ölçütlerden faydalanmak gerekir. Bunları şu şekilde belirtmek mümkündür:

- Hesaplanan oranlar, işletmenin geçmiş dönemlerindeki oranlarıyla karşılaştırılmalı; tek bir yıla ilişkin oranlar yerine birden çok döneme ilişkin oranlara bakılmalıdır,
- Hesaplanan oranlar benzeri firmaların ya da işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün ortalamalarıyla karşılaştırılmalıdır,
- Hesaplanan oranlar deneyler sonucu bulunan oranlarla karşılaştırılmalıdır.

Oran Analizi: Finansal tablololarda yer alan kalemlerin birbirine oranlanmasıyla yapılan analizdir.

Oranlar yorumlanırken her işletmenin, her sektörün özel koşulları da dikkate alınmalıdır. Oran analizinin başarısı, aşağıda belirtilen noktaların gözden uzak tutulmamasıyla artırılabilir:

- Finansal oranlar yalnızca işletmenin zayıf veya güçlü yönlerini gösteren bir araçtır. Daha doğru yorumlar için diğer verilerin de analizi gerekir.
- Oranlar yorumlanırken fiyat seviyesindeki değişiklikler, mevsimlik ve konjonktürel hareketlerin etkileri dikkate alınmalıdır.
- İncelenen işletmenin herhangi bir oranında artış ya da azalış yalnız pay ve paydada ya da hem pay hem de payda da bir değişiklik sonucu olabilir.
- Oranlarla ilgili olarak işletmeler arasında karşılaştırma yapılırken, muhasebe uygulamalarının, izlenen politikaların birbirinden farklı olabileceği, bir işletmenin diğer işletmeyle tam olarak karşılaştırılmasının mümkün olamayacağı unutulmamalıdır.

Oranlar değerlendirilirken farklı kaynaklardan sağlanacak ilave bilgiler de dikkate alınmalıdır. Ekonomik ve politik hayattaki değişimler, işletme yönetim politikalarındaki değişimler, yasalardaki değişimler de oranların değerlendirilmesinde önemlidir.



DİKKAT

Oranların Sınıflandırılması

İşletme içinden ya da dışından farklı grupların, farklı amaçları ve beklentileri olacağından finansal oranlar farklı açılardan analiz edilecektir. Tüm analitik ihtiyaçlara cevap verecek tek bir finansal oran yoktur. İşletmeye kredi verecekler birinci derecede işletmenin likiditesiyle ilgilenirken, bir tahvil alıcısı, işletmenin uzun dönemli mali yapısıyla ilgilenir. İşletmenin hisse senetlerine yatırım yapacak kişi, öncelikle işletmenin cari ve gelecekteki gelirleriyle ve bu gelirlerinin istikrarı ile ilgileniecektir. Farklı grupların, farklı amaçlarına yönelik olarak geliştirilmiş oranları beş grupta toplamak mümkündür. Bu oranlar şunlardır:

- Likidite oranları
- Faaliyet oranları
- Finansal kaldıraç oranları
- Kârlılık oranları
- Piyasa performansını değerlendirmede kullanılan oranlar.

Likidite Oranları

Likidite oranları, bir işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılayabilme yeteneğinin ölçülmesinde kullanılır. Bu oranlardan işletmenin ne kadar kolaylıkla nakit elde edebilmesine ve işlerin kötüye gitmesi halinde likiditesini koruyup koruyamadığına yönelik bilgiler sağlanır. Nakit bütçesi, bir işletmenin likidite durumunu değerlendirmede kullanılan diğer bir araçtır. Likidite oranları olarak cari oran, asit test oranı ve nakit oranı olarak üç önemli oran üzerinde durulacaktır.

Cari oran; dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle hesaplanır. Cari oranın hesaplanmasında, şüpheli alacak karşılığı, stok değer düşüş karşılığı, menkul değerler değer düşüş karşılığı gibi düzeltici hesapların ilgili dönemin dönen varlıklarından düşülmesi gerekir. Ayrıca bankalardaki paranın bir kısmı bloke edilmiş ise bunun da ilgili hesaptan indirilmesi gerekir. Üretim işletmelerinde cari oranın genellikle 2 olması uygun olarak düşünülür. Ancak, ülkemizde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde, işletmelerin temel fon sağlama kanalı olan bankaların kısa vadeli kredi vermeyi tercih etmeleri nedeniyle likidite oranları düşüktür.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Dönen ya da cari varlıklar, işletmenin elinde ve bankalarda bulunan paraları ile normal faaliyet dönemi içinde -bir yıl- paraya dönüştürülebilen menkul değerleri, alacakları, stokları ve peşin ödemeleri gibi varlıklarıdır. Kısa vadeli yabancı kaynaklar ise işletmenin bir yıl içinde ödemesi gereken borçlarıdır. Aşağıda, finansal analizde oranların nasıl kullanıldığı bir örnek aracılığı ile anlatılmıştır.

Tablo 4.1'de A İşletmesinin 2016 ve 2017 yıllarına ilişkin bilançoları, Tablo 4.2'de A İşletmesinin 2017 yılına ilişkin gelir tablosu verilmiştir.

Likidite Oranları:
İşletmelerin kısa vadedeki yükümlülüklerini karşılayabilme yeteneğini ölçen oranlardır.

(₺1.000)		
VARLIKLAR	2017	2016
Hazır Değerler	2.540	2.750
Menkul Kıymetler	1.800	1.625
Ticari Alacaklar(Net)	18.320	16.850
Stoklar	27.530	26.470
Toplam Dönen Varlıklar	50.190	47.695
Duran Varlıklar		
Sabit Varlıklar	43.100	39.500
(-)Birikmiş Amortismanlar	11.400	9.500
Toplam Duran Varlıklar	31.700	30.000
TOPLAM VARLIKLAR	81.890	77.695
KAYNAKLAR		
Mali Borçlar	9.721	8.340
Ticari Borçlar	8.500	5.635
Ödenecek Vergiler	3.200	3.150
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	4.102	3.750
Kısa Vadeli Yab. Kyn. Toplamı	25.523	20.875
Uzun Vadeli Yab. Kyn.Top.	22.000	24.000
Toplam Yabancı Kaynaklar	47.523	44.875
Ödenmiş Sermaye	13.000	13.000
Sermaye Yedekleri	10.000	10.000
Geçmiş Yıllar Karları	11.367	9.810
Toplam Öz Kaynaklar	34.367	32.820
TOPLAM KAYNAKLAR	81.890	77.695

Tablo 4.1
A İşletmesinin
Bilançoları

Tablo 4.1'den faydalanılarak A işletmesinin 2017 yılı için cari oranı dönen varlıklar toplamının kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünerek ($50.190/25.523$) 1,97 bulunur. Görüldüğü üzere A işletmesinin cari varlıkları cari borçlarının yaklaşık iki katı kadardır. Diğer bir ifadeyle, A işletmesi 1 liralık kısa vadeli borcuna karşılık ₺1,97'lik dönen varlığa sahiptir.

Tablo 4.2
A İşletmesinin 31
Aralık 2017 Tarihli
Gelir Tablosu

(₺1.000)	
Net Satışlar	112.760
Satışların Maliyeti	85.300
Brüt Satış Kârı	27.460
Faaliyet Giderleri	15.940
Satış ve Dağıtım Giderleri	6.540
Genel Yönetim Giderleri	9.40
Faaliyet Kârı	11.520
Finansman Giderleri	3.160
Vergi Öncesi Kâr	8.360
Vergi %25	4.013
Dönem Net Kârı	4.347

	31 Aralık 2017	31 Aralık 2016
A İşletmesinin yer aldığı sektöre ilişkin veriler de aşağıdaki gibi olsun:		
	Sektör Ortalamaları	A İşletmesi
Cari Oran	1,80	1,97
Asit- Test Oranı	0,80	0,89
Nakit Oranı	0,15	0,17

A İşletmesinin cari oranı, sektöre daha daha yüksektir. Bu durumda A işletmesinin likidite gücünün sektör ortalamasının üzerinde olduğu, kısa dönemli borçlarını ödemede sorununun olmayacağı şeklinde düşünülebilir. Sektör ortalaması yanında işletmenin ilgili oranlarının geçmiş dönemlerle de karşılaştırarak yorumlanmasında fayda vardır. A İşletmesinin geçen yıldaki cari oranı hesaplandığında 2,28 (47.695.000/20.875.000) bulunmaktadır. Bu, işletmenin geçen yıla göre cari oranında bir düşmenin olduğunu göstermektedir.

Cari oranın yüksek tutulmaya çalışılması finansal yönetim açısından uygun bir davranış olarak görülmemektedir. Çünkü; işletmelerin likiditesi arttıkça riski ve bununla birlikte kârlılığı da düşecektir. Bu nedenle işletmeler faaliyet kolu ve işletmenin özel durumu ile sosyal ve ekonomik koşulları dikkate alarak, kârlılıkla risk arasındaki dengeyi kurmalıdırlar.

Asit-Test Oranı: Likiditenin daha doğru değerlendirilmesinde kullanılan bir ölçü de, 'çabuk oran, hassas oran ya da asit- test oranı' olarak ifade edilen orandır.

$$\text{Asit - Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Bu oranın cari orandan farkı, dönen varlıklar içinde likiditesi en düşük olan stokların dönen varlıklardan düşülmesidir. A işletmesinin 2017 yılı sonu itibariyle asit test oranı;

$$\text{Asit Test Oranı} = \frac{50.190.000 - 27.530.000}{25.523.000} = 0,89 \text{ olarak bulunur.}$$

A işletmesinin stokları dışındaki dönen varlıkları, kısa vadeli yabancı kaynaklarının 0,89'na eşittir. Bu oran A İşletmesinin bulunduğu sektörün asit- test oranından (0,80) daha yüksektir. Geçen yıl A İşletmesinin asit-test oranı 1,02 $((47.695.000-26.470.000)/20.875.000)$ idi. Cari oranda olduğu gibi asit test oranında da düşüş olmuştur.

Cari oranın yüksek olması her zaman o işletmenin likiditesinin yüksek olacağını göstermez. Dönen varlıklar içinde stoklara çok yatırım yapılmışsa işletmenin likiditesi düşecektir. Örneğin bir işletmenin cari oranı ve asit test oranı aşağıdaki gibi olsun:

	2013	2014	2015	2016	2017
Cari oran	1,20	1,45	1,65	1,73	1,90
Asit- test oranı	0,65	0,60	0,54	0,43	0,40

Bu işletmenin cari oranı 2013'de 1,20 iken, 2017 yılında yükselerek, 1,90 olmuş; dolayısıyla likiditesi artmış görünmektedir. Ancak asit test oranına bakıldığında asit test oranında düşüş olmuştur. İşletmenin cari varlık kalemleri arasında en düşük likiditeye sahip olan stoklara fazla yatırım yapıldığı, buna bağlı olarak da likiditesinin düştüğü söylenebilir.

Asit-test oranının altında yatan varsayım, alacakların normal ödenme süresi içinde nakte çevrilebileceğidir. İşletmenin alacaklarının likiditesinden şüphe ediliyorsa alacakların yaş çizelgesi hazırlanmalıdır. Genel olarak üretim işletmeleri için cari oranın “iki”, asit test oranının “bir” olmasının uygun olacağı düşünülür. Böyle bir kural koymak gerçekte pek anlamlı değildir. İşletmelerin özelliklerine, sektörün ve ekonominin genel koşullarına bağlı olarak, bu oranlar söylenen değerlerin altında ya da üstünde olabilir.

Nakit Oranı: Bir işletmenin en likit varlıkları, hazır değerleri ile menkul kıymetleridir. Bu nedenle finansal analizde, işletmenin likiditesi analiz edilirken nakit oranına da bakılır.

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

$$\text{A işletmesinin 2017 yılı nakit oranı; } \frac{2.540.000 + 1.800.000}{25.523.000} = 0,17 \text{ dir.}$$

A işletmesinin her 1 liralık kısa vadeli borcuna karşılık 0,17 liralık kasa ve pazarlanabilir menkul değerlere sahip olduğu görülmektedir. A İşletmesinin nakit oranı sektöre göre daha yüksek bulunmuştur. Bununla birlikte işletme kısa sürede borçlanabilirse nakit oranının düşüklüğü önemli bir sorun olarak görülmeyebilir. Çünkü fazladan tutulan her bir liranın fırsat maliyeti vardır.

Likidite oranları değerlendirilirken ayrıca aşağıda belirtilen noktalara dikkat edilmelidir:

- Satışları istikrarlı olan, büyük dalgalanmalar göstermeyen işletmelerin likidite oranları diğerlerine göre düşük olabilir.
- Alacak devir hızı, stok devir hızı, dönen varlıklar devir hızı yüksek olan işletmeler daha düşük likidite oranıyla faaliyet gösterebilir.
- Bilanço ve gelir tablosunun kalitesi yükseldikçe daha düşük likidite oranlarıyla çalışılabilir. Bilanço ya da gelir tablosunda yer alan kalemler ne kadar gerçekçi değerlerle ifade edilmişse işletmenin likiditesi o kadar yüksek olacaktır. Modası geçmiş stokların, tahsili mümkün görünmeyen alacakların ya da likiditesi düşük menkul değerlerin yer aldığı bir bilançoya dayalı olarak yapılan analiz gerçekçi olmayacaktır.
- Alacaklarının büyük bir kısmı senetli olan bir işletmeyle daha az senetli alacakları olan işletmenin likidite oranları aynı olsa bile likidite güçleri aynı olmayacaktır. Senetli alacakları daha fazla olan işletmenin likiditesi daha yüksek olacaktır.
- İşletmenin satış ve satın alma politikaları ile kısa vadeli yabancı kaynakların vade dağılımı likidite gücünün belirlenmesinde önemlidir. Satışlarını daha çok peşin, alışlarını da daha çok vadeli yapan işletme daha düşük likiditeye sahip olabilir. Yine borçlarını belirli bir ödeme planı içinde ödeyen işletmelerin likiditeleri daha düşük olabilir.

Etkinlik Oranları: İşletmenin varlıklarını ne derecede etkin kullanabildiğini ölçmekte kullanılan oranlardır.

Ortalama Tahsil Süresi: Alacakların tahsil edileceği ortalama gün sayısını göstererek müşterilerin ödeme hızını ölçer. Oran, alacakları günlük satışlara göre ifade eder.

Faaliyet Oranları (Etkinlik Oranları)

Faaliyet oranları, işletmelerin varlık ya da varlık gruplarına, bu varlıkların sağladığı gelirlere oranla ne kadar yatırım yaptıklarını, varlıklarını ne derece verimli kullandıklarını değerlendirmede kullanılan oranlardır. Faaliyet oranlarının yüksek olması arzu edilen bir durumdur. Ancak faaliyet oranlarının yüksek olması yanında kârlılık oranları da yüksekse anlamlı olacaktır. Diğer bir ifade ile faaliyet oranları kârlılık oranlarıyla birlikte ele alınarak yorumlanması gerekir.

Faaliyet oranları olarak şu oranlar hesaplanabilir:

- Alacakların ortalama tahsil süresi.
- Alacakların devir hızı.
- Stok devir hızı.
- Sabit varlıkların devir hızı.
- Toplam varlıkların devir hızı.

Alacakların Ortalama Tahsil Süresi: Alacakların likiditesini ölçmekte kullanılan iki orandan birincisi ortalama tahsil süresidir.

$$\text{Ortalama Tahsil Süresi} = \frac{\text{Ticari Alacaklar}}{\text{Yıllık Kredili Satışlar / 360}}$$

DİKKAT



Eşitliğin paydasında yer alan yıllık kredili satışların saptanması güç olduğunda, bunun yerine toplam satışlar da kullanılabilir.

A işletmesinde 2017 yılı itibariyle ortalama tahsil süresi $\frac{18.320.000}{112.760.000} = 58,5$ gün olmaktadır.

	Sektör Ortalamaları	A İşletmesi
Alacakların Ortalama Tahsil Süresi	47 gün	58,5 gün
Stok Devir Hızı	3,9	3,16
Sabit Varlık Devir Hızı	4,82	3,56
Toplam Varlık Devir Hızı	1,75	1,41

Sektör ortalamasının 47 gün olduğu bu sektörde, A işletmesinin ortalama tahsil süresinin sektör ortalamasına göre daha uzun olduğu görülmektedir. Bir evvelki yılda A İşletmesinin ortalama tahsil süresi, 2016 yılı gelir tablosu olmadığı için hesaplanamamaktadır. A İşletmesinin ortalama tahsil süresinin endüstri ortalamasından daha uzun olması, bu işletmenin alacaklara daha fazla fon bağladığını, dolayısıyla daha liberal bir kredi politikası uyguladığını gösterir. İşletme böyle bir politikayla satışlarını yeterli düzeyde arttırabiliyor ve arzu edilen kârlılığı elde edebiliyorsa bu politikanın doğru olduğu söylenebilir.

Ortalama tahsil süresinin çok kısa olması, çok kısıtlı bir kredi politikasının uygulandığını gösterir. Böyle bir politikadan dolayı satışlar azalabilir; kârlar da beklenenden daha az olabilir. Bu durumda kredi standartları esnekleştirilebilir. Diğer taraftan ortalama tahsil süresinin çok uzun olması, liberal bir kredi politikasının uygulanmakta olduğunu, bu durumda da alacakların bir kısmının ödenemeyeceğini düşünmek gerekir. Dolayısıyla şüpheli alacak zararlarından dolayı kârların azalabileceği gözden uzak tutulmamalıdır.

Satışlar mevsimsel ise ya da yıl içinde oldukça büyük bir artış göstermişse yıl sonu alacak bakiyesini kullanmak uygun olmayabilir. Mevsimselliğe uymak için aylık kapanış bakiyelerinin ortalamasını kullanmak uygun olacaktır. Büyüme durumunda ise yıl sonundaki alacak bakiyesi, satışlara göre yanıltıcı biçimde yüksek olacaktır. Eğer yıl boyunca satışlardaki büyüme devamlı ise yılın başındaki ve sonundaki alacakların ortalamasının kullanılması uygun olabilecektir.

Alacakların Devir Hızı: Alacak devir hızı, alacakların yılda kaç kez tahsil edildiğini gösterir. Alacak devir hızı arttıkça işletmenin likiditesi artabilir. Ancak sıkı bir kredi politikası uygulaması işletmenin pazar payını daraltabilir.

Alacak devir hızının düşüklüğü, çoğu zaman işletmenin alacak tahsil politikasının etkin olmamasından kaynaklanır. Düşük devir hızı, işletme alacaklarının tahsil edilmeme riskini de arttıracaktır. Alacakların devir hızı, bir yıl içindeki gün sayısının, ortalama tahsil süresine bölünmesiyle bulunur.

$$\text{Alacakların Devir Hızı} = \frac{360}{\text{Ortalama Tahsil Süresi}}$$

Alacak devir hızı şu şekilde de hesaplanabilir:

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

Ortalama tahsil süresi ve alacakların devir hızı, alacakların tahsilindeki hızı gösterir. Bu nedenle asit-test oranının, mutlaka alacak devir hızı ile desteklenmesi gerekmektedir.

Stokların Devir Hızı: Stok devir hızı, stokların likiditesini gösteren bir ölçü olup, stoklarla satışlar arasındaki ilişkiyi verir. Stok devir hızı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}}$$

Ortalama stok düzeyi değişik şekillerde hesaplanabilir. Eğer işletmenin satışları düzenli bir büyüme gösteriyorsa, dönem başı ve dönem sonu stokların ortalaması alınarak, ortalama stok düzeyi saptanır. Eğer satışlar mevsimsel ya da büyük dalgalanmalar gösteriyorsa, tüm yıl için stok düzeyi, her ay sonundaki stok miktarının toplamının ay sayısına bölünmesiyle bulunur.

Bazen stok devir hızı, yıllık satışların yıl sonundaki stoklara bölünmesiyle de hesaplanmaktadır. Satışların stoklara oranı daha az hassas bir ölçü olmasına rağmen, endüstri ve işletme arasında bir karşılaştırma yapılacaksa kullanılmasında bir sakınca bulunmamaktadır.

Genellikle stok devir hızı yükseldikçe, işletmenin stok yönetimi daha çok etkinlik kazanır. Buna rağmen, nispi olarak yüksek bir stok devir hızı, çok düşük bir stok düzeyinin olduğunu da gösterebilir. Bu durum, aynı zamanda stokları yenilemek için küçük siparişlerin verilmiş olmasının bir sonucu olabilir. Bu durumlardan herhangi biri, büyük miktarlara ulaşan stok bulundurmaya ve düşük bir stok devir hızına kıyasla maliyetleri yükseltebilir. Dolayısıyla oranın yorumlanmasında bu faktörlerin dikkate alınması gerekir.

DİKKAT



Stok devir hızı hesaplanırken satışların maliyeti ele alınmalıdır. Ancak bu verinin elde edilememesi durumunda analizin kalitesini azaltmakla birlikte satışlar rakamı kullanılabilir.

Stok devir hızının nispeten düşük olması, yavaş hareket eden bir stoku ya da bazı stok kalemlerinin modasının geçmiş olduğunu da gösterebilir. Modası geçmiş olan stokların ise zarar kaydedilmesi zorunlu olabilir. Bu durumda stokların likit bir varlık olarak görülmesi olanaksızdır.

A işletmesinin ortalama stok düzeyi, dönem başı ve dönem sonu stokların ortalaması alınarak $\frac{27.530.000 + 26.470.000}{2} = \text{₺}27.000.000$ olarak hesaplanır. Satışların maliyeti, bulunan bu değere bölündüğünde stok devir hızı $\frac{85.300.000}{27.000.000} = 3,16$ olarak bulunur. Endüstride ortalama stok devir hızı 3,9 olduğuna göre, A işletmesinin stok devir hızı sektöre göre daha düşük bulunmuştur.

Dolayısıyla A işletmesinin, endüstriye göre, stoklara biraz daha fazla yatırım yapmakta olduğu söylenebilir. A işletmesince böyle bir politikanın takip edilmesinde iki noktaya dikkat edilmelidir:

- Ani siparişlerin yerine getirilebilmesi için stoklarda her bir kalemin bulundurulması şeklinde bir politika takip ediliyor olabilir. Bu durumda ilave satışlar dolayısıyla sağlanacak kârla fazla stok bulundurmanın getireceği maliyetlerin karşılaştırılması gerekir.
- Stoklarının bir bölümü hasara uğrayabilir. Bu durumda stokların likiditesi azalacağından, bunların realize edilebilir değerlerle kaydedilmesi gerekir.

Eğer herhangi bir işletmenin stok devir hızı çok yüksek ise, sık sık bazı kalemlerin stoklarda kalmadığı görülecektir. Bunun doğal sonucu olarak satışlarda duraklamalar olabilecektir.

Sabit Aktiflerin Devir Hızı: Sabit aktiflerin devir hızı aşağıdaki eşitlikle elde edilir:

$$\text{Sabit Aktiflerin Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Sabit Varlıklar}}$$

Bu devir hızı, işletmenin sabit varlıklarından ne oranda faydalandığını gösterir. Diğer bir ifade ile bir birim sabit varlığa karşılık kaç birimlik satışların gerçekleştirildiği hesaplanmaktadır.

Bir işletmenin bilançosundaki sabit varlıklar, o işletmenin makine, araç, gereç ve binalar gibi varlıklara ne kadar yatırım yaptığını gösterir. Sabit varlıklar belirlenirken aşağıda belirtilen faktörlere dikkat edilmelidir:

- Sabit varlıkların satın alma maliyeti,
- Sabit varlıkların alınmalarından bugüne kadar geçen süresi,
- İşletmece uygulanan amortisman politikası,
- Satın alınana göre kiralanan sabit varlıkların miktarı.

Sabit aktiflerin devir hızı yorumlanırken işletmede yeniden değerlendirme yapıp yapılmadığına, sabit varlıklar arasında yapılmakta olan yatırımların yer alıp almadığına da dikkat edilmelidir.



DİKKAT

Yukarıda sayılan faktörlerin etkisiyle işletmelerin sabit varlıklarının devir hızları farklı hesaplanabilir. Bu nedenle bu oran, işletmeler arası karşılaştırmalar yerine, aynı işletmenin farklı yıllardaki değişimlerini görmek için kullanılmalıdır.

A işletmesinin sabit varlık devir hızı $\frac{112.760.000}{31.700.000} = 3,56$ olup, endüstri ortalaması olan 4,82' den küçüktür. A işletmesinin diğer devir hızı oranlarına bakıldığında, sabit varlık devir hızının da düşük olması şaşırtıcı değildir. Dolayısıyla endüstrideki diğer işletmelere oranla A işletmesinin sabit varlıklarını daha az etkin kullandığı düşünülebilir.

Toplam Varlıkların Devir Hızı: Toplam varlık devir hızı, işletmenin varlıklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir. Oran, her bir liralık varlığın yarattığı satışı ölçer. Varlık devir hızı şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Varlık Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Toplam Varlıklar}}$$

$$\text{A işletmesinin varlık devir hızı; } \frac{112.760.000}{(81.890.000 + 77.695.000) / 2} = 1,413 \text{ t'ür.}$$

Endüstrideki diğer işletmelere göre yüksek bir değer, işletmenin tam kapasiteye yakın çalıştığını ifade eder. Varlıklar yıl içinde değiştiği için dönem başı ve dönem sonu toplam varlıkların ortalamasını almak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Bu amaçla A işletmesinin ortalama toplam varlıkları, 2016 ve 2017 yılı toplam varlıkları ikiye bölünerek bulunmuştur. Sektöre göre A İşletmesinde sabit varlık devir hızı da düşük çıkmıştır.

Sıla A.Ş'nin ve ilgili sektörün verileri aşağıdaki gibidir. Bu verilerle Sıla A.Ş'nin kısa vadeli borç ödeyebilme gücünü değerlendiriniz.



SIRA SİZDE

2

Sıla A.Ş		Sektör	
Dönen Varlıklar	17.350	Cari Oran	1,18
Alacaklar	8.480	Asit-Test Oranı	0,92
Hazır Değerler	3.160	Alacakların Devir hızı	10,2
Stoklar	2.540	Stok Devir Hızı	18
Satışlar (Tümü Kredili)	46.750		
Satılan Mal. Maliyeti	38.000		
Kısa Süreli Borçlar	16.830		

Borç Oranları: İşletmenin mali yapısını ortaya koyarak uzun vadeli borç ödeme gücünü gösteren oranlardır.

Borç Oranları (Kaldıraç Oranları, Mali Yapı Oranları)

Finansal yönetimde finanslama konusu büyük öneme sahiptir. Bu nedenle finansal yönetim açısından borç oranlarının önemi büyüktür.

Bir işletmenin borç miktarı, kısa ve uzun vadeli kredi verenleri yakından ilgilendirir. İşletmeler borçla finansmana ağırlık verdikçe risk artmakta, kreditorlerin güvencesi azalmaktadır. Örneğin işletmede kaynakların %85'i borç ile finanse edilmişse, kreditorlerin haklarına zarar vermeksizin, işletmede varlıkların değeri sadece %15 düşebilir. Tersisi durumda, yani işletme kaynaklarının %15'i borçla finanse edilmişse, varlıkların değeri %85 düşse bile kreditorlerin haklarına zarar gelmez.

DİKKAT



İşletmenin gelirleri ve varlıkları üzerinde öncelikle borç verenlerin hakları olduğu için, faaliyetlerdeki dalgalanmalardan daha çok hissedarlar etkilenirler. Dolayısıyla daha fazla borçlanmayla artan riskten, hissedarlar daha çok etkilenecektir.

Finansal yapıyla ilgili başlıca oranlar şunlardır:

- Borç oranı
- Borç-öz sermaye oranı
- Faizin kazanılma sayısı

Borç Oranı: Oran, işletme varlıklarının ne kadarının kreditorlerce karşılanmakta olduğunu gösterir. Toplam borçlar, işletmenin hem kısa hem de uzun vadeli tüm borçlarını içerir. Borç oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Borç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

İşletmelerde öz kaynak ve uzun vadeli borç toplamına **devamlı sermaye** denir.

Borç oranı arttıkça sabit nakit çıkışı gerektiren faiz masrafları da artar. Eğer borç oranı çok yüksekse, iktisadi daralmaların olduğu ortamlarda faiz masraflarını karşılayacak düzeyde nakit akışı sağlamada zorluklarla karşılaşılabilir. Yeni fonlara ihtiyaç olduğunda, yeni kreditorlerin bulunması zorlaşacak ve maliyet yüksek olacaktır.

A işletmesinin 2017 yıl sonu itibariyle borç oranı $\frac{25.520.000 + 22.000.000}{181.890.000} = 0,58$ dir. Oran işletme varlıklarının %58 inin kreditorlerce finanse edildiğini gösterir.

	Sektör Ortalamaları	A İşletmesinin
Borç Oranı	0,47	0,58
Borç/Öz Sermaye	0,89	1,39
Faizin Kazanılma Sayısı	6,70	3,63
Sabit Giderleri Karşılama Oranı	4,5	1,63

Sektör ortalamasının %47 olduğu bu sektörde, A işletmesinin daha fazla borca yer verdiği görülmektedir. Bazen borç oranı hesaplanırken kısa ve uzun vadeli borçların toplamı değil de yalnızca uzun süreli borçlar toplamı kullanılmaktadır. Analizin amacına bağlı olarak daha doğruyu yansıtacaksa o oranın seçilmesi uygun olacaktır. İşletmeler arasında bir karşılaştırma yapılıyorsa, bu durumda oranın aynı şekilde hesaplanıp hesaplanmadığına dikkat edilmelidir. Toplam varlıkların hesaplanmasında varlıkların değerinden birikmiş amortismanların düşülmesi gerekmektedir.

Borç-Öz Sermaye Oranı: Oran, aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Borç - Öz Sermaye Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Öz Sermaye}}$$

Oran, borç oranına benzer olup, işletmenin sahipleri tarafından finanse edilen miktarla kreditorlerce finanse edilen miktar arasındaki ilişkiyi gösterir. Faiz masrafları, genellikle bir yıldan uzun vadeli borçlar üzerinde yoğunlaştığından, oranın hesaplanmasında uzun vadeli borç-öz sermaye oranı kullanılır. Ayrıca oranda, kullanıldığı amaca bağlı olarak, imtiyazlı hisse senetleri öz sermayenin bir unsuru olmaktan çok borçlar içinde düşünülür. İmtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetlerine kıyasla bir öncelik hakkını temsil ederler. Dolayısıyla adi hisse senedi sahipleri bir işletmeyi incelerken, imtiyazlı hisse senetlerini genellikle borç olarak kabul ederler.

İmtiyazlı hisse senetleri melez karakterli finansal varlıklardır. Sürekli kâr payı ödemeyi gerektirmesi nedeniyle tahvil, ortaklık hakkı vermesi nedeniyle hisse senedi özelliğine sahiptir.



DİKKAT

A işletmesinin 2017 yılsonu itibarıyla borç-öz sermaye oranı $\frac{47.523.000}{34.367.000} = 1,38$ ya da %138,3 tür. Endüstri ortalamasının %89 olduğu bu sektörde A işletmesinin daha çok borç kullandığı görülmektedir. Oran, A işletmesine borç verenlerin sektör ortalamasına oranla daha az güvenlik marjına sahip olduklarını gösterir.

Faizin Kazanılma Sayısı: Faizin kazanılma sayısı aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir:

$$\text{Faizin Kazanılma Sayısı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Gelirler}}{\text{Faiz Giderleri}}$$

Bu oran işletmenin cari kazançlarının cari faiz ödemelerini ne derecede karşılayabileceğini gösterir. Sağlıklı bir firmada faiz ödemelerinin çok üstünde faiz ve vergi öncesi gelir (FVÖG) vardır. A işletmesinin ilgili oranı $\frac{11.520.000}{3.160.000} = 3,65$ 'tir. Bu, A işletmesinde faiz giderlerinin 3,65 katı kadar faaliyet kârının olduğunu ifade eder. Bu rakam, endüstri standardı olan 6,7'den oldukça düşüktür. Bu da, A işletmesinin faaliyetlerini finanse etmede kreditorlere daha fazla ağırlık verdiğini, riskini artırdığını gösterir.

Kârlılık Oranları:

İşletmelerin faaliyetlerinde ne derece başarılı olduklarını ölçmede kullanılan oranlardır.

İşletmenin kârlılık analizi, yatırımlara göre kârlılığı gösteren oranlar ve satışlara göre kârlılığı gösteren oranlar olarak iki grupta yapılabilir.

Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları, bir işletmenin yatırım ve finansman kararlarının ne derece uygun olduğunu gösteren oranlardır. Kârlılık oranları satışlar ve yatırımlar üzerinden elde edilen kârlılığı gösterdiğinden, yönetimin etkinliğini ve performansını değerlendirmede en önemli göstergelerden biridir. İşletme değerinin maksimize edilmesi kârlılığa bağlı olarak gerçekleştirilebilecektir. Dolayısıyla hem işletme yönetimi hem de iktisadi çıkarları işletmenin uzun dönemli yaşamasına bağlı olan herhangi bir kişi ya da kurum daha çok kârlılık oranlarıyla ilgilenecektir.

Bir işletmenin elde ettiği kârın yeterli olup olmadığı değerlendirilirken;

- Sermayenin alternatif alanlarda kullanım durumunda sağlayabileceği gelir,
- Genel ekonomik koşullardaki gelişmeler, ekonominin devresel olarak içinde bulunduğu evre,
- Aynı endüstri kolundaki işletmelerin kârlılık oranları,
- İşletmenin kâr hedefleri,
- Sermaye maliyetinin göz önünde bulundurulması gerekir.

Kârın mutlak değerinden çok, yukarıdaki faktörlerin ele alınmasıyla yapılacak değerlendirmeler daha anlamlı olacaktır. İşletmenin kârı ilk bakışta düşük görülebilir; fakat kâr aynı endüstri kolundaki diğer işletmelerden daha yüksek ise, söz konusu işletmenin kârını tatmin edici olarak yorumlamak gerekmektedir. Yine bir işletmenin kârlılığının düşük oluşu, ekonominin devresel olarak durgunluk dönemine girmesi veya işletmenin faaliyette bulunduğu endüstri kolundaki olumsuz gelişmeler sonucu ortaya çıkmış olabilir.

Kârlılık oranları hem yatırımlara göre hem de satışlara göre hesaplanabilir. Bu oranlar işletmenin faaliyetlerindeki etkinliği ortaya koymaktadır.

Satışlar Üzerinden Kârlılık Oranları

Brüt Kâr Marjı: Brüt kâr marjı aşağıdaki eşitlik yardımıyla hesaplanır:

$$\text{Brüt Kâr Marjı} = \frac{\text{Net Satışlar} - \text{Satışların Maliyeti}}{\text{Net Satışlar}} = \frac{\text{Brüt Satış Kârı}}{\text{Net Satışlar}}$$

Bu oran satışlardan satılan malların maliyeti çıkarıldıktan sonra işletme satışlarının nispi kârlılığını ölçer. Böylece işletmenin üretim maliyetlerinin kontrolü ve fiyatlama politikasındaki etkinliği ortaya konulur.

	<u>Sektör Ortalamaları</u>	<u>A İşletmesi</u>
Brüt Kâr Marjı	%25,6	%24,4
Net Kâr Marjı	%4,5	%3,85
Öz Sermayenin Kârlılığı	%15,45	%12,65
Toplam Varlıkların Kârlılığı	%6,8	%5,3

A işletmesinin brüt kâr marjı (27.460.000/112.760.000) %24,4 dür. Bu, endüstri ortalaması olan %25,6 dan çok az düşüktür. Dolayısıyla A işletmesinin fiyatlama ve üretim yöntemlerindeki etkinliği, endüstri ortalamasından pek farklı değildir.

Net Kâr Marjı: Oran, bir işletmenin tüm masraflar, giderler ve vergiler düşüldükten sonra ne oranda kârlılık gösterdiğini ölçer. Diğer bir ifade ile bir birim satıştan ne oranda net kâr elde edildiğini gösteren orandır. Oranın yüksek olması arzu edilen bir durumdur. Yüksek bir net kâr marjı işletmenin hem yatırım, üretim fiyatlama politikalarının, hem de finansman politikalarının uygunluğunu gösterir. Oran aşağıdaki eşitlikle bulunur:

$$\text{Net Kâr Marjı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Net Satışlar}} \quad \text{Faaliyet Kâr Marjı} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{Net Satışlar}}$$

Net kâr marjı yanında, faaliyet kârı oranı olarak da ifade edilen faiz ve vergi öncesi kârın **FVÖK** satışlara oranının da hesaplanması “FVÖK/ Satışlar” uygun olacaktır. Faaliyet kâr marjı; işletmenin kârlılığını, finanslama kararlarının etkilerini dikkate almaksızın ölçen bir orandır. Çünkü faaliyet kârı, faiz giderleri düşülmeden önceki kârdır. Özellikle bu oran, farklı işletmelerin kârlılık performansını karşılaştırmak için daha uygundur. Oran **iş hacmi rantabilitesi** olarak da isimlendirilmektedir.

A işletmesinin net kâr marjı (4.347.000/112.760.000) %3,85’tir. Endüstri ortalamasının %4,5 olduğu bu sektörde, A işletmesinin satışlarından daha az kazanç elde ettiği söylenebilir. Bu, A işletmesinin toplam masraflarının kontrolünde -faiz, dönem giderleri, satışların maliyeti- ya da ürünlerinin fiyatlandırılmasında bazı güçlüklerinin olduğunu gösterir. Sektöre göre daha çok borç kullanılması ve finansman giderlerinin yüksek oluşunun bu sonucu doğurduğu düşünülebilir.

FVÖK; faiz ve vergi öncesi kâr ifade eden bu değer, özellikle teknik olarak bir işletmenin faaliyet sonucunu gösterir. Faiz öncesi kâr gösterdiği için finansman politikasından bağımsız olarak işletmenin kâr durumu görülür.

Yatırımların Kârlılık Oranları

Kârla işletmeye yatırım yapan ortakların yatırımları arasındaki ilişkinin belirlenmesi, kârlılık analizinde anlamlı bir göstergedir.

Öz Sermayenin Kârlılık Oranı: Kârla sermaye arasındaki ilişkileri ifade etmek üzere **mali rantabilite** terimi kullanılmaktadır. Mali rantabilite hesaplanırken net kâr işletmenin nominal, ödenmiş, efektif ve öz sermayesine oranlanabilir.

Mali Rantabilite: İşletme ortaklarının sağlanan fonların ne derece verimli kullanıldığını gösterir.

İşletmelerin nominal (esas sermaye), ödenmiş ve öz sermayeleri arasında önemli farklar bulunabilir. İşletmenin nominal sermayesinin tamamı ödenmiş olabileceği gibi bir kısmı ödenmemiş de olabilir. Eğer nominal sermayenin bir kısmı ödenmemişse nominal sermaye ödenmiş ve ödenmemiş sermayenin toplamına eşit olacaktır. Diğer taraftan yedek akçeler, dağıtılmamış kârlar edeniyle öz sermaye, nominal sermayeden fazla olabilecektir. Bir işletmenin efektif sermayesi ise o işletmenin borsadaki hisse senedi fiyatları dikkate alınarak bulunur.



DİKKAT

Bir işletmede ortaklar tarafından sağlanan sermayenin -öz sermayenin- kârlılığı, vergi sonrası kârın öz sermayeye oranlanmasıyla bulunur.

$$\text{Öz Sermaye Kârlılığı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Öz Sermaye}}$$

Oran hissedarların koydukları sermaye üzerinden elde edilen kârlılığı gösterir. Bu oran hesaplanırken paydada işletmenin dönem sonundaki öz sermayesi veya o hesap dönemindeki ortalama öz sermayesi yer alabilir. Bir işletmenin dönem başı öz sermayesiyle dönem sonu öz sermayesi arasında önemli farklılık varsa bu durumda ortalama öz sermaye değerinin alınması daha doğru olacaktır. Bir işletmenin net kâr/öz sermaye oranı, net kâr/satışlar oranı ile öz sermaye devir hızının fonksiyonudur.

$$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Öz Sermaye}} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} * \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Öz Sermaye}}$$

Yukarıdaki eşitlikten bir işletmenin öz sermaye kârlılığını artırabilmesi için;

- Diğer koşullarda bir değişme olmaksızın kâr marjını artırması,
- Öz sermaye devir hızını artırması,
- Ya da hem kâr marjını hem de öz sermaye devir hızını artırması gerektiği söylenebilir.

A işletmesinde öz sermayenin kârlılık oranı (4.347.000/34.367.000) % 12,65'tir. A işletmesinin öz sermaye kârlılığı endüstri ortalaması olan % 15,45'ten daha düşüktür.

Yatırımların Kârlılık Oranı: Yatırımların kârlılığı aşağıdaki eşitlik yardımıyla ölçülebilir:

$$\text{Yatırımlar Üzerinden Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Oran, bir işletmenin yapmış olduğu yatırımın kârlılığını gösterir. A işletmesinde de yatırımların kârlılığı $\frac{4.347.000}{81.890.000} = \%5,3$ 'tür. Sektöre göre A işletmesinde toplam varlık kârlılığı daha düşük çıkmıştır. Bu, faaliyet devir hızlarının ve kârlılık oranlarının düşük olmasının doğal sonucudur.

Faiz ve Vergi Öncesi Gelirlerin Kaynaklar Toplamına Oranı: **Ekonomik rantabilite** de denilen bu oran, bir işletmenin kaynaklarını ne ölçüde kârlı kullandığını göstermektedir. Anılan oranla kârla yatırım arasındaki ilişki, işletmenin finansman şeklinden bağımsız olarak incelenebilmektedir. Oran aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Kaynaklar Üzerinden Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Toplam Kaynaklar}}$$

Oran, özellikle milli ekonomi açısından bir işletmenin kârlılığını göstermektedir. Oranda faiz ve vergi öncesi kâr ele alındığı için işletmenin kârlılığı, finansman şeklinden bağımsız olarak değerlendirilmektedir. Eğer varlıkların kârlılığı net kâr rakamı ele alınarak araştırılacak olursa, diğer koşullar aynı iken daha yüksek faizle borçlanan işletmenin kârlılığı daha düşük olacaktır.

Piyasa Performansını Değerlendirmede Kullanılan Oranlar

Bahsedilen dört gruptaki oranlar, işletmenin temel mali tablolarından sağlanan bilgilerden -bilanço, gelir tablosu gibi- türetilmiştir. İşletme performansını değerlemede muhasebe verileriyle finansal piyasalara dönük verilerin birleştirilmesi faydalı olacaktır. Bir işletmenin finansal tablolarını baz alan oranları ile piyasa esaslı oranları arasında yakın bir paralellik vardır. Örneğin bir işletme muhasebe verileriyle sektör ortalamasına göre daha fazla riskli ve daha düşük kârlılıkta görülüyorsa, finansal piyasalarda bu işletmenin piyasa fiyatı genellikle daha düşük olacaktır.

Fiyat-Kazanç Oranı (F/K): Fiyat-gelir ya da fiyat-kazanç oranı, işletmenin her bir liralık hisse başı net kazancına karşılık, yatırımcıların hisse senedine kaç lira ödemeye hazır olduğunu gösteren bir orandır. Yatırımcının işletmeye duyduğu güvene dayalı olarak hisse senedi için ödeyeceği fiyat yükselebilmektedir. Ancak yüksek bir oran, hisse senedi fiyatının yüksek değerlendirildiğinin, düşük bir oran ise düşük değerlendirildiğinin bir göstergesi de olabilir.

DİKKAT



Hisse senetlerinin pazar ya da piyasa fiyatı, piyasadaki arz ve talebe göre oluşan fiyattır.

DİKKAT



Fiyat-gelir ya da fiyat-kazanç oranı, işletmenin 1 birimlik hisse başı net kazancına karşılık yatırımcının hisse senedine kaç birim ödemeye razı olduğunu gösteren bir orandır.

Ekonomik Rantabilite: İşletmeye konulan kaynakların ne ölçüde kârlı kullanıldığını gösterir.

Finansal piyasalarda etkinlik arttıkça işletmelerin finansal verileriyle piyasa verileri arasındaki ilişki artacaktır.

Fiyat kazanç oranı (F/K) şu şekilde bulunur:

$$\text{Fiyat Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı (HBF)}}{\text{Hisse Senedi Kâr (HBK)}}$$

Genelde bir işletmenin F/K oranı, işletmenin riski ne kadar azalırsa o oranda yükselir. Ayrıca, işletmenin gelirlerinde büyüme beklentisi arttıkça F/K oranı da o oranda artar.

Piyasa Değeri-Defter Değeri Oranı (PD-DD): Oran aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Piyasa Değeri – Defter Değeri Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedi Defter Değeri}}$$

şekilde hesaplanır. Genellikle bir işletmenin verim oranı arttıkça bu oran da artar.

Piyasa Değeri-Defter Değeri karşılaştırmalarında işletmeler tarafından kullanılan farklı muhasebe uygulamalarına ve değerlendirme yöntemlerine dikkat edilmelidir.

Kâr Payı Dağıtım Oranı: Bir işletmenin elde ettiği kârın yüzde kaçını ortaklarına dağıttığını gösteren bu oran, hisse başına dağıtılan kâr payının hisse başına düşen kâra bölünmesiyle bulunur. Kâr payı dağıtım oranı, özellikle halka açık şirketlerde önemlidir. Kâr payı dağıtım oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Kâr Payı Dağıtım Oranı} = \frac{\text{Hisse Başına Dağıtılan Kâr Payı}}{\text{Hisse Başına Düşen Kâr}}$$

Kâr Payı Verimi: Kâr payı verimi, hisse başına dağıtılan kâr payının hisse senedinin piyasa değerine bölünmesiyle hesaplanır. Kâr payı veriminin, sermaye maliyetinin hesaplanmasında önemi büyüktür. Kâr payı verim oranı;

$$\text{Kâr Payı Verim Oranı} = \frac{\text{Hisse Başına Dağıtılan Kâr Payı}}{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}$$

şeklinde hesaplanır.

Hisse başına kârın hesaplanmasında işletmenin imtiyazlı hisse senetlerinin bulunup bulunmadığına dikkat edilmelidir. Şirket ana sözleşmesi ile imtiyazlı hisse senedi sahiplerine kâr üzerinden öncelikle pay alma hakkı tanınabilir. Bu durumda adi hisse senedi sahipleri imtiyazlı hisse senedi sahiplerine ödenecek kâr payı çıkarıldıktan sonra kalan kârdan pay alabileceklerdir.

Oranların yorumlanmasında dikkat edilmesi gereken temel noktaların unutulmaması gerekir. Oranların, denemeler sonucu bulunmuş ve yeterli olarak kabul edilen değerlerle karşılaştırılması ve tek başına değil, birkaç oranın birlikte ele alınmasıyla yorumlanması gerekir. Örneğin kısa vadeli borç ödeme gücü değerlendirilirken; yalnızca cari orana değil, stok devir hızına, alacak devir hızına ve asit test oranına bakılmalıdır.

Finansal tablolar analiz edilirken dikkat edilecek bir diğer husus da bazı kalemlerde kasıtlı olarak yapılan ayarlamalardır. Örneğin cari oranı yükseltmek için yılın son günlerinde uzun süreli kredi almak ve ertesi yılın ilk günlerinde bunu geri ödemek gibi. Alınan krediler nakit değerler olarak tutulduğunda cari oran yükselecektir. Bu durumda işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücü yüksek görülecektir.

Hisse Başına Kâr: Net kârın hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değer.

Hisse senetlerinin defter değeri öz sermayenin hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir.



Zeynep A.Ş'nin aşağıda verilen verilerinden hareketle sektöre göre finansal yapısını değerlendiriniz.

(₺1.000)		
Toplam Borçlar	13.000	Sektör Ortalaması
Nominal Sermaye	5.300	Borç oranı=%35
Dağıtılmamış Kârlar	6.500	Faizin kazanılma sayısı=4,5
Faiz ve Vergi Öncesi Kâr	1.150	
Faiz Giderleri	300	
Vergi Oranı	%20	

FİNANSAL ORANLAR ARASINDAKİ İLİŞKİLER (DU PONT ANALİZİ)

I. Dünya Savaşı yıllarında ilk kez Du Pont Şirketi tarafından oranlar arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Bu nedenle analiz Du Pont tekniği olarak adlandırılmaktadır. Bugün Du Pont sistemi geniş bir uygulama alanına sahiptir.

Du Pont sistemi aktif devir hızı ile net kâr marjını bir araya getirmekte ve bu oranlar arasındaki karşılıklı etkinin, bir işletmenin kârlılığını nasıl etkilediğini ortaya koymaktadır.

Toplam varlıkların kârlılığı aşağıdaki eşitlikteki gibi ifade edilebilir.

$$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Varlıklar}} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}} \times \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}}$$

(Varlık Yönetimi) (Faaliyet Yönetimi)

Bu eşitlikte ve Şekil 4.1'de görüldüğü üzere, toplam varlıkların kârlılığı iki unsura bağlı olmaktadır:

- Her bir liralık varlıkla kaç liralık satış yapıldığına ve
- İşletmenin toplam satışlar üzerinden ne kadar kazandığına.

Oranlar arasındaki ilişkilerden hareketle öz sermayenin kârlılık (ÖSK) analizi ise şu şekilde yapılabilir:

$$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Öz Sermaye}} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}} * \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}} * \frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Öz Sermaye}}$$

(Faaliyet Yönetimi) (Varlık Yönetimi) (Borç Yönetimi)

Eşitlikten görüldüğü üzere öz sermayenin kârlılığı;

- Faaliyetlerin kârlılığına (net kâr marjıyla ölçülen),
- Varlıkların kullanım etkinliğine (varlık devir hızıyla ölçülen),
- Finansal kaldıraça (özsermaye çarpanıyla ölçülen) bağlı olarak değişmektedir.

Varlıklar/Öz Sermaye oranına öz sermaye çarpanı denir. Öz sermaye çarpanı ne kadar büyükse öz sermaye kârlılığı da o kadar büyük. Borçlanmanın öz sermaye kârlılığı üzerindeki bu etkisine finansal kaldıraç etkisi denir. Eşitliğin en sağındaki çarpan yeniden düzenlendiğinde;

$$\frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Öz Sermaye}} = \frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar} - \text{Borçlar}}$$

pay ve payda toplam varlıklara bölündüğünde

$$\frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Öz Sermaye}} = \frac{\frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}}}{\frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Toplam Varlıklar}} - \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}} = \frac{1}{1 - \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}}$$

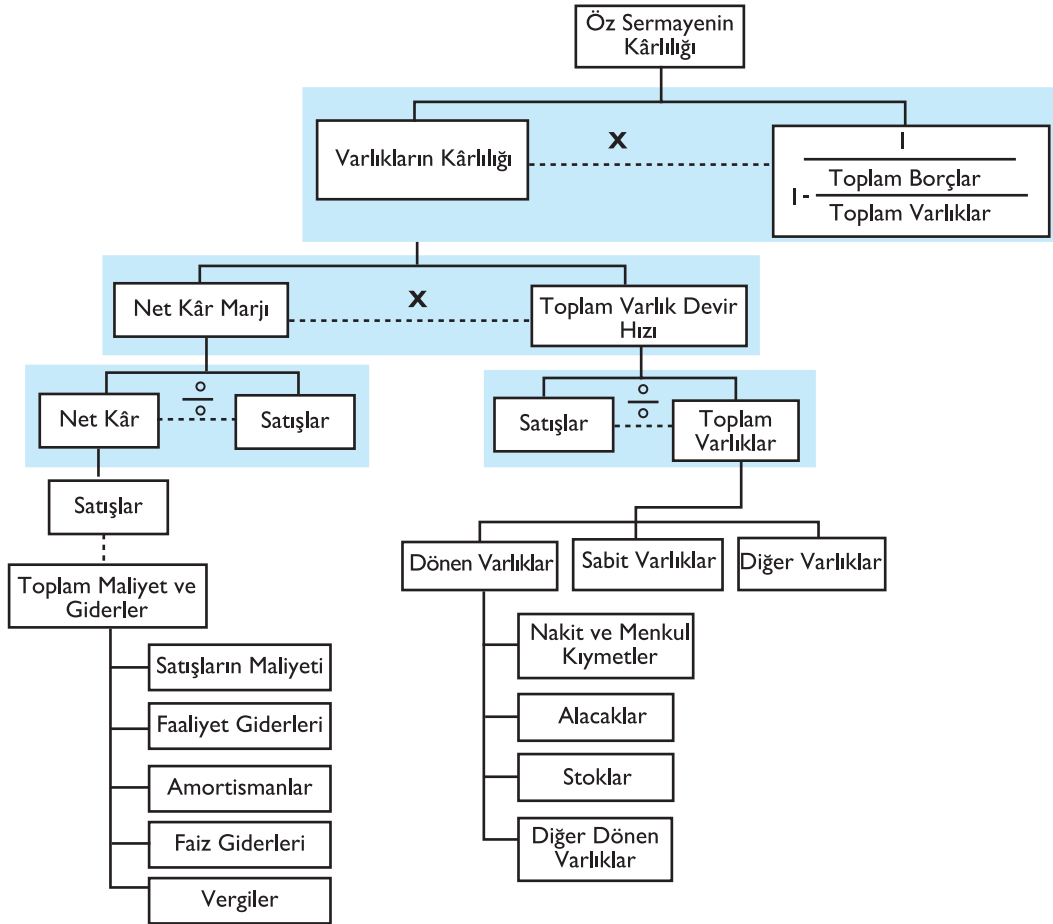
olacaktır. Öz Sermayenin kârlılığı eşitliği yeniden yazıldığında;

$$\text{ÖSK} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Toplam Varlıklar}} * \frac{1}{1 - \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}} \text{ elde edilir.}$$

ÖSK eşitliğine bakıldığında anlaşılabacağı üzere, borç oranı arttığı ölçüde öz sermayenin kârlılığı da artacaktır. Eğer negatif bir kârlılık -zarar- söz konusu ise, borç oranı arttıkça zarar da o oranda artacaktır. Du Pont sisteminin üstünlüğü, bunun kârlılık, etkinlik ve finansal kaldıraç gibi üç ayrı unsur üzerine odaklanmış olmasında yatar. Kârlılık, etkinlik ve finansal kaldıraç finansal analizin önemli bir bölümünü oluşturur. Bu yaklaşımın zayıf yönü ise ele alınan muhasebe verileriyle işletmenin başarısı ve beklenen nakit akışlarının riski, zamanlanması ve büyüklüğü arasında doğrudan bir bağın kurulmasını sağlamamasıdır.

Şekil 4.1

Finansal Oranlar Arasındaki İlişkiler: Du Pont Sistemi



Maddi sabit değerlere yapılan büyük yatırımlar nedeniyle aktif devir hızı yavaş olan endüstrilerin -gemi, uçak yapımı, ağır kimya, demir çelik gibi- öz sermaye-

leri üzerinden yeterli düzeyde kâr elde edebilmeleri için, yüksek kâr marjları ile çalışmaları gerekmektedir. Ancak bu şekilde aktif devir hızının düşüklüğünün, kârlılığı olumsuz etkilemesi giderilebilecektir. Buna karşılık aktif devir hızı yüksek endüstri kolları -toptan ve perakende ticaretle uğraşan işletmeler- düşük kâr marjı ile çalışanlar dahi, aktif devir hızının yüksekliği nedeniyle yeterli kâr elde etme olanağına sahip olabileceklerdir.

Bir endüstride aktif toplamı içinde sabit değerlerin payı yüksekse, bu endüstri kolunda kârlılık, büyük ölçüde üretilen mal veya hizmete karşı talebin gelecekte göstereceği gelişmeye bağlı kalmaktadır. Bunun nedeni, talepteki dalgalanmalara göre, endüstrinin yatırımı süratle ayarlama- aktifini azaltmak veya arttırmak konusundaki hareket- esnekliğinin sınırlı olmasıdır. Geleceğin belirsizliği, bu tip endüstrilerin kârlılığında da büyük belirsizliklere yol açmaktadır. Buna karşılık aktif toplamı içinde sabit değerlerin önemli yer tutmadığı endüstri kollarında, talepteki dalgalanmaya göre, aktive ilaveler yapmak veya aktifleri azaltma olanağı daha fazla olduğundan, gelecekteki talebin belirsizliğinin kârlılık üzerindeki etkisi daha sınırlı kalmaktadır. Bu nedenle aktif devir hızı düşük endüstrilerde genellikle risk daha yüksek olacağından, bu riski karşılayacak şekilde, yüksek kâr marjı ile çalışılması uygundur.

SIRA SİZDE



Zeynep A.Ş'nin yer aldığı sektörde öz sermaye kârlılığı %4, toplam varlık kârlılığı %2 olduğuna göre Zeynep A.Ş'nin verilerinden (sıra sizde 3) faydalanarak firmanın kârlılığını değerlendiriniz.

KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

Karşılaştırmalı analiz, bir işletmenin farklı tarihlerde düzenlenmiş mali tablolarında yer alan kalemlerde görülen değişikliklerin incelenmesi ve bu değişikliklerin değerlendirilmesidir.

Karşılaştırmalı analiz dinamik bir analizdir. Karşılaştırmalı analizde, mali tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler yerine, bu kalemlerin zaman içinde göstermiş olduğu artış ve azalışlar ele alındığı için daha anlamlı bir analiz şeklidir. Farklı tarihlerdeki kalemlerdeki artış ya da azalışlar mutlak rakamlarla ifade edileceği gibi, oransal değişim de hesaplanabilir.

Mali tablolarda yer alan kalemlerin zaman içinde göstermiş olduğu değişiklikler, belli bir tarih itibarıyla düzenlenmiş mali tablolardaki kalemler arasındaki ilişkilerden daha anlamlıdır. Bu nedenle, karşılaştırmalı mali tabloların analizi, yalnızca bir döneme ait mali tablolardan daha faydalıdır. Karşılaştırmalı analizin en büyük üstünlüğü, incelenen işletmenin gelişim yönü hakkında fikir verecek bilgileri sağlamasıdır. Bu bilgiler işletmenin gelecekteki gelişimi hakkında tahminlerde bulunmak yönünden de yararlıdır. Koşullarda büyük bir değişiklik olmadığı durumlarda, işletmenin geçmişteki eğilime uygun bir gelişme göstereceği tahmin edilebilir.

Karşılaştırmalı analiz yapılırken analistin, işlemlerin daima gerçekleştiği tarihlerde muhasebeleştirildiğini, bu nedenle mali tablolarda yer alan kalemlerin çok farklı fiyat düzeylerini yansıtabileceğini göz önünde tutması gerekir. Finansal tablolarda yer alan bazı kalemler, para değerindeki değişiklikleri çok yakından izleyebildikleri halde, bazı kalemler, ancak işletme tarafından elde edildikleri tarihteki maliyet bedelleri ile tablolarda gösterilir. Değişiklikler ortaya konulduktan sonra bu değişikliğe etki eden nedenler araştırılmalı; bu değişimin kârlılığa ve riske etkisi değerlendirilmelidir. Dolayısıyla, finansal tablolarda yer alan kalemlerdeki artış ve azalışlar incelenirken, değişiklikler yorumlanırken bunların gözden kaçırılmaması gerekir.

Karşılaştırmalı Analiz: Yatay analiz de denilen bu analizde bir işletmenin farklı tarihlerde düzenlenmiş mali tablolarında yer alan kalemlerde görülen değişikliklerin incelenmesi ve bu değişikliklerin yorumlanması amaçlanır.

Karşılaştırmalı analizde kalemlerdeki artış ya da azalışlar seçilen bir yıla göre hesaplanabileceği gibi bir önceki yıla göre de yapılabilir. Baz olarak alınacak yıl, işletmenin normal bir dönemini yansıtan bir yıl olmalıdır.

Örneğin bir işletmenin 2015-2017 yıllarına ait dönen varlıklarla ilgili bilanço kalemleri, bir önceki yıl baz alınarak karşılaştırmalı olarak aşağıdaki gibi analiz edilebilir.

	2015	2016	2017	2015-2016		2015-2017		2016-2017	
				Mutlak	%	Mutlak	%	Mutlak	%
Hazır Değerler	600	800	1.000	200	33.3	400	66.7	200	25
Alacaklar	320	400	320	80	25	0	0	-80	-20
Stoklar	1.000	800	1.200	-200	-20	200	20	400	50
Dönen Varlıklar	1.920	2.000	2.120	80	4.2	200	10.4	120	6

Tablo 4.3
2015-2017 Dönemi
Bazı Bilanço
Kalemlerinin
Karşılaştırmalı
Analizi (Milyon ₺)

Mali tablolarda yer alan kalemlerde artış ve azalışların mutlak rakamlarla ifade edilmesi, değişimin önemini göstermeyebilir. Örneğin 2015-2016 yılında Hazır Değerlerde ve Stoklarda mutlak değer olarak ele alındığında 100 Milyon'lık bir değişim olmuş; ancak Hazır Değerlerde değişim oranı %33,3, Stoklarda %20'dir. Görüldüğü üzere değişikliğin yüzde olarak hesaplanmasında artış ya da azalışların önemi daha anlamlı olarak ortaya konulabilmektedir. Bilanço ya da gelir tablosundaki kalemlerin farklı büyüklüklerde olması nedeniyle oransal değişime bakmak daha anlamlı olacaktır.

Karşılaştırmalı analizde değişiklikler mutlak ve yüzde olarak ifade edildikten sonra önemli değişme gösteren kalemler daha ayrıntılı olarak incelenmelidir. Kalemlerde yıllara göre istikrarlı bir gelişme gözlenebilirse analizden elde edilen sonuçlara dayalı olarak ilgili kalemlerin gelecekteki değerleri tahmin edilebilir.

İşletmenin diğer bilanço kalemleri ve gelir tablosu kalemleri benzer şekilde analiz edilebilir. Gerek bilanço, gerekse gelir tablosunda önemli değişimlerin olduğu kalemler tespit edildikten sonra, kârlılık ve riskin bu değişimlere göre nasıl etkilendiğine bakılması yararlı olacaktır.

Aşağıda verileri verilen şirketin kaynaklarındaki değişimi karşılaştırmalı analiz yöntemiyle analiz ediniz.



SIRA SİZDE

	2016	2017
Kısa Vadeli Borçlar	700.000	550.000
Uzun Vadeli Borçlar	450.000	650.000
Nominal Sermaye	400.000	450.000
Dağıtılmamış Kârlar	150.000	170.000
Dönem Kârı	65.000	70.000

YÜZDE YÖNTEMİ İLE ANALİZ

Ortak esasa indirgenmiş tablolar analizi olarak da isimlendirilen **dikey analiz** yönteminde, mali tablolarda yer alan her bir kalemin toplam içerisindeki payı yüzde olarak ifade edilir. Bu analiz yönteminin diğer tekniklere kıyasla iki büyük üstünlüğü vardır.

Dikey Analiz: Mali tablolarda yer alan her bir kalemin toplam içerisindeki payı dikkate alınarak yapılan analizdir.

- Yöntemle her bir kalemin toplam içindeki yüzdesi-oranı-açıkça ortaya konulmaktadır.
- Mali tablolar ve bu tablolarda yer alan kalemlerdeki değişiklikler salt rakamsal olarak ifade edildiği zaman, aynı endüstri kolunda farklı büyüklükteki işletmeler arasında anlamlı karşılaştırmaların yapılması mümkün değildir. Bu yöntemle bu sakınca yok edilmiş olmaktadır.

Yüzde yöntemi ile analiz tekniği, aynı endüstri kolunda çeşitli işletmeler arasında karşılaştırmaların yapılmasına ve her endüstri koluna ait ortalama oranların hesaplanmasına olanak vermesi yönünden de yararlıdır. İşletmeler arası karşılaştırmalar için, endüstrilere ait karakteristik ortalamaların varlığı, yapılacak analizin değerini ve önemini büyük ölçüde arttıracaktır. Tablo 4.4'te B İşletmesinin 2015-2017 dönemine ait gelir tabloları ile endüstri ortalamaları verilerek yöntem açıklanmaya çalışılmıştır.

Tablo 4.4'te görüldüğü üzere; B işletmesinde satışların maliyeti(SM) 2016 ve 2015'e göre 2017'de düşmüştü. Bu, B işletmesinin üretim faaliyetlerinde etkinliğinin gittikçe artırdığı şeklinde yorumlanabilir. SM'de düşme, doğal olarak işletmenin brüt kâr marjını artırmıştır. Sektördeki SM yüzdelere bakıldığında, B işletmesinin sektöre göre daha düşük bir maliyetle çalışmakta olduğu görülmektedir. B işletmesinin faaliyet giderleri, 2017'de, 2016 ve 2015 yıllarına göre biraz yükselmiştir. Ancak sektöre göre faaliyet giderleri yaklaşık olarak %2 yüksektir. Diğer taraftan B işletmesinin faiz giderleri de sektöre göre yüksek olup; 2017'de, 2016 ve 2015'e göre faiz giderlerindeki artış devam etmiştir. Buradan B işletmesinin sektöre göre daha fazla borç kullandığı görülmektedir.

Sonuç olarak B işletmesinin üretim faaliyetlerinde sağladığı avantajı, faaliyet ve faiz giderlerindeki yükseklik azalmaktadır.

Tablo 4.4
B İşletmesinin Gelir
Tablosunun Yüzde
Yöntemiyle Analizi

	B İşletmesi			Endüstri Ortalaması		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015
Net Satışlar	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(-) Satışların Maliyeti	67.5	68.2	70.5	72.6	73.0	72.6
Brüt Satış Kârı	32.5	31.8	29.3	27.4	27.0	27.4
(-) Faaliyet Giderleri	24.1	23.8	23.4	22.0	21.4	21.2
Faaliyet Kârı	8.4	8.0	6.1	5.4	5.6	6.2
(-) Faiz	2.3	2.0	2.1	1.4	1.3	1.2
Vergi Öncesi Kâr	6.1	6.0	4.0	4.0	4.3	5.0
(-) Vergi	2.7	2.6	1.8	1.8	1.8	1.9
Dönem Net Kârı	3.4	3.4	2.2	2.2	32.5	3.1

Çeşitli tarihlerdeki bilançolar ele alınarak, yine benzer şekilde bilançoların yüzde yöntemiyle analizi yapılabilir. Bilançoların yüzde yöntemine göre analizinde, aktif ve pasif toplamı 100 kabul edilir ve her bir kalemin toplam içindeki yüzdesi hesaplanır. Yine daha ayrıntılı analiz yapılacaksa aktif ve pasif kalemlerin grup bazında dağılımına bakılabilir. Dönen varlık toplamı 100 kabul edilip her bir danen varlık kalemi dönen varlık toplamına oranlanarak dağılım ortaya konulabilir. Benzer şekilde kısa ve uzun süreli borçlanmalarda da aynı yaklaşımla yüzdesel dağılımlar hesaplanabilir. Sonra da gelişmeler gerek geçmiş yüzdelere ve gerekse sektör ortalamalarına göre değerlendirilir.

dikkat Yüzde yöntemiyle analizde elde edilen sonuçlar, genellikle oran analiziyle elde edilen sonuçlarla bir paralellik gösterir. Bununla birlikte bu analitik tekniklerden sadece biriyle yapılacak analiz, ciddi hatalara neden olabilir. Dolayısıyla finansal analizin sağlıklı olabilmesi için birden fazla yöntemin birlikte ele alınması gerekecektir.

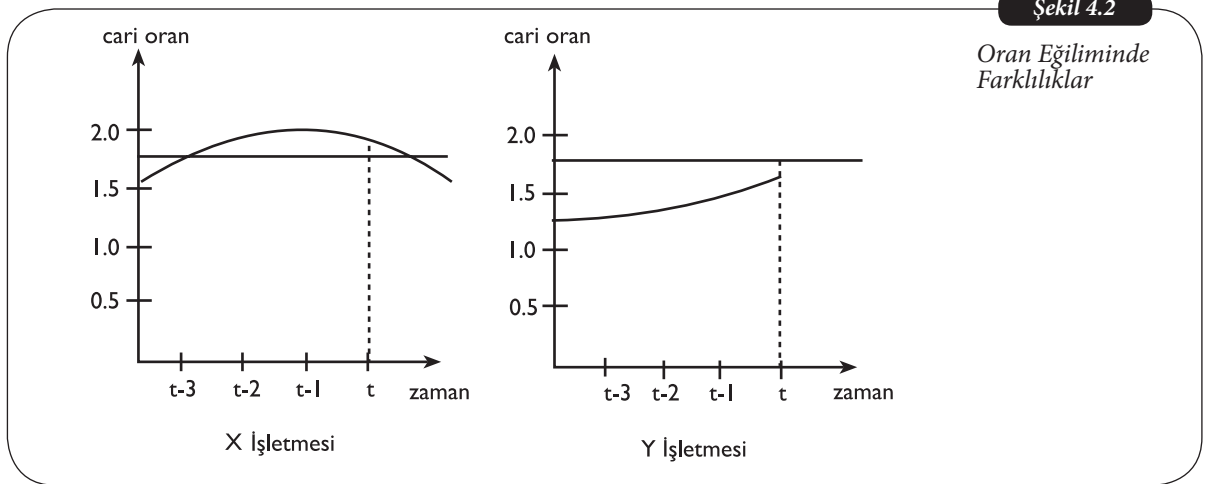
EĞİLİM YÜZDELERİ ANALİZİ (TREND ANALİZİ)

Belirli bir zamanda işletmenin durumuyla endüstri standartlarının karşılaştırılması yaklaşımı statik bir yaklaşımdır. Karşılaştırmalı analizde de dönem sayısı az olduğunda yanlışla payı artacaktır. İşletmedeki değişimin yönünü daha doğru ortaya koyabilmek için eğilim ya da **trend analizi** yapılmalıdır. Trend analizi, işletmelerde uzun bir zaman dönemi içindeki (5-10 yıl gibi) değişimlerin, sektördeki diğer işletmelere oranla ya da o işletmenin baz olarak alınan yıla oranla ne yönde olduğunu belirlemek için yapılır.

Trend analizinin uygulanabilmesi için inceleme döneminin uzun olması gerekir. Uzun dönemde mali tablolarla yer alan kalemlerin göstermiş oldukları eğilimler karşılaştırılarak, inceleme döneminin olumlu ya da olumsuz gelişmeleri hakkında fikir sahibi olunabilir.

Örneğin, Şekil 4.2'de X ve Y işletmesinde cari oranın değişik tarihlerdeki değerlerine bağlı olarak çizilen eğrileri verilmiştir. Şekilde sektörün ortalama değeri x eksenine paralel çizilmiştir. X İşletmesinin t (analizin yapıldığı dönem) dönemindeki cari oranı, endüstri ortalamasının üzerinde görülmekle birlikte, geçmiş dönemlere bakıldığında düşme yönünde bir eğilim göstermektedir.

Trend Analizi: Bir işletmenin uzun bir zaman dönemi içindeki değişimlerinin, endüstrideki diğer işletmelere oranla ya da o işletmenin baz olarak alınan yıla oranla ne yönde olduğunu belirlemek üzere yapılan analizdir.



Gelecek yıllarda bu oranın sektör ortalaması altında kalma olasılığı yüksektir. Diğer taraftan Y işletmesinin cari oranı, t döneminde endüstri ortalamasının altında olmasına rağmen, artma yönünde bir eğilim içindedir. Bu durumda Y işletmesinin gelecek dönemdeki durumu X işletmesinden daha iyi olabilir. Dönem sayısı arttıkça eğilim daha doğru belirlenebileceği için işletmeleri daha doğru değerlendirmek mümkün olabilecektir.

Özet



Finansal analiz türlerini, analizde kullanılan finansal tabloları ve analiz tekniklerini tanımlamak. Finansal analiz; yapılma amacına göre, kapsadığı döneme göre ve analizi yapanlara göre çeşitli şekillerde yapılabilir. Analizin amacına göre; yönetim, yatırım ve kredi analizleri olarak üç şekilde yapılır. Analizin kapsadığı döneme göre; statik analiz ve dinamik analiz olarak yapılabilir. Analizi yapacak kişilere göre de iç ve dış analiz olarak adlandırılır. Finansal analizde faydalanan temel tablolar, bilanço ve gelir tablosudur. Finansal analiz; oran analizi, karşılaştırmalı analiz, yüzde yöntemiyle analiz ve trend analizi yöntemleri kullanılarak yapılabilir.



Oranlar yoluyla işletmeleri analiz etmek.

Finansal analizde, amacına bağlı olarak beş grupta toplanan finansal oranlardan faydalanılır. Bu oranlar şunlardır.

1. Likidite oranları: İşletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü gösterir.
2. Faaliyet oranları: İşletmenin varlıklarını ne derecede etkin kullandığını gösterir.
3. Finansal kaldıraç oranları: İşletmenin mali gücünü gösterir.
4. Kârlılık oranları: İşletmenin finansman ve yatırım kararlarında ne kadar doğru kararlar, ne kadar uygun kararlar verdiğini gösterir.
5. Piyasa performansını değerlendirmede kullanılan oranlar: Piyasanın işletmeyi nasıl değerlendirdiğini gösterir.



İşletmenin kârlılığı ile finansal oranlar arasındaki ilişkileri açıklamak.

Toplam varlıklar ve öz sermaye kârlılığı ile çeşitli oranlar arasındaki ilişki analizi Du Pont analizi olarak adlandırılır. İşletmeler, kâr marjını ve varlık devir hızını artırarak toplam varlıkların kârlılığını artırabilirler. Yine işletmeler kâr marjını, varlık devir hızını ve kaldıraç faktörünü kullanarak öz sermaye kârlılığını artırabilirler. Du Pont analizi kârlılıkla; kârlılık oranları, etkinlik oranları ve mali yapıyla ilgili oranlar arasındaki ilişkiyi ortaya koyması açısından önemlidir.



Karşılaştırmalı, yüzde ve eğilim analiz tekniklerinin finansal analizde nasıl kullanıldığını açıklamak.

Finansal analizde daha çok oran analizi kullanılmakla birlikte; karşılaştırmalı analiz, yüzde ve eğilim yüzdeleri yöntemiyle de, finansal analize ilave boyutlar katılabilmektedir. Karşılaştırmalı analiz, en az iki döneme ilişkin verilerden faydalanmayı gerektirdiği için dinamik bir analiz olup; mali tablolarda yer alan kalemlerdeki değişimler hem mutlak hem de oransal olarak hesaplanabilmektedir. Her bir kalemtedeki değişimin ortaya konulmasıyla, işletmenin kârlılığında ve riskinde olumlu ya da olumsuz gelişmelerle ilgili önemli ip uçları yakalanabilecektir. Yüzde yöntemiyle analizde; her bir bilanço ve gelir tablosu kaleminin bilanço toplamı ya da toplam satışlara bağlı olarak ağırlıkları tespit edilmektedir. Burada da her bir kalemin toplam aktifler (pasifler) ve toplam satışlar içindeki ağırlığındaki değişimleri ortaya konulmaktadır. Trend analizinde ise, yine her bir bilanço ya da gelir tablosu kaleminin uzun döneme ilişkin değişimi incelenerek eğilimi ortaya konulmaktadır. Trend analizinde 5-10 yıl gibi uzun bir dönemdeki gelişmeler ele alındığı için işletmeyle ilgili daha doğru değerlendirmeler yapılabilecektir.

Kendimizi Sıneyalım

1. İşletmelerin belirli bir tarihte düzenlenmiş veya belirli bir döneme ait mali tablolarındaki çeşitli kalemler arasındaki ilişkilerin tespiti ve değerlendirilmesine yönelik analize ne ad verilir?

- Kredi analizi
- İç analiz
- Dış analiz
- Statik analiz
- Dinamik analiz

2. Aşağıdakilerden hangisi işletmelerin varlıklarını ne derecede verimli kullandıklarını değerlendirmede kullanılan oranlardır?

- Likidite oranları
- Faaliyet oranları
- Kaldıraç oranları
- Mali yapı oranları
- Kârlılık oranları

3. Aşağıdakilerden hangisi bir işletmenin yapmış olduğu yatırımın kârlılığını göstermekte kullanılan orandır?

- Dönem net kârı / Toplam varlıklar
- Dönem net kârı / Öz sermaye
- Dönem net kârı / Net satışlar
- Brüt satış kârı / Net satışlar
- Faiz ve vergi öncesi gelir / Toplam kaynaklar

4, 5 ve 6. soruları aşağıdaki verilere göre cevaplandırınız.
(A) İşletmesine ilişkin veriler şu şekildedir:

Hazır değerler	1.500
Menkul Kıymetler	2.500
Alacaklar	5.000
Stoklar	3.000
Duran varlıklar	10.000
Satışlar (Tümü kredili)	56.100
Satılan malın maliyeti	45.600
Cari oran	1,5
Borç oranı	0,55

4. Yukarıdaki bilgilere göre (A) işletmesinin kısa vadeli borçları ne kadardır?

- 2.000
- 4.000
- 6.600
- 8.000
- 10.000

5. Yukarıdaki bilgilere göre (A) işletmesinin öz sermayesi ne kadardır?

- 7.000
- 8.800
- 9.900
- 11.000
- 12.000

6. Yukarıdaki bilgilere göre (A) işletmesinin stok devir hızı ne kadardır?

- 12,7
- 13,4
- 15,2
- 17,9
- 18,7

7. İşletmenin kârlılığını finanslama kararlarının etkilerini dikkate almaksızın ölçen oran aşağıdakilerden hangisidir?

- Faiz ve vergi öncesi gelir/ Satışlar
- Faiz ve vergi öncesi gelir / Toplam Borçlar
- Dönem net kârı/ Net satışlar
- Dönem net kârı/ Öz sermaye
- Dönem net kârı/ Toplam varlıklar

8. Aşağıdakilerden hangisi ortakların kârlılığını gösteren oranlardan birisidir?

- Borç oranı
- Borç-öz sermaye oranı
- Mali rantabilite
- Faizin kazanılma sayısı
- Net kâr marjı

9. Aşağıdaki ifadelerden hangisi **yanlıştır**?

- Borç oranı arttığı ölçüde öz sermayenin kârlılığı da artacaktır.
- Öz sermaye çarpanı ne kadar büyükse öz sermaye kârlılığı da o kadar büyür.
- Negatif kârlılığın olduğu bir işletmede, borç oranı arttıkça zarar da o oranda azalacaktır.
- Du Pont sistemi aktif devir hızı ile net kâr marjını bir araya getirmektedir.
- Du Pont sistemi, kârlılık, etkinlik ve finansal kaldıraç gibi üç ayrı yön üzerinde odaklaşmıştır.

10. Aşağıdakilerden hangisi bir işletmenin uzun bir zaman dönemi içindeki değişimlerinin o işletmenin baz olarak alınan yılına oranla ne yönde olduğunu belirlemek üzere yapılan analizdir?

- Dikey analiz
- Trend Analizi
- Karşılaştırmalı tablolar analizi
- Oran analizi
- Du Pont analizi

Yaşamın İçinden



İSO, “Türkiye’nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu-2015” Araştırmasının Sonuçlarını Açıkladı

İstanbul Sanayi Odası (İSO), Haziran başında kamuoyu ile paylaştığı “İSO Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu-2015” araştırmasının ardından, araştırmanın ikinci ayağı olan “Türkiye’nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu Araştırması”nın 2015 yılı sonuçlarını açıkladı.

Sıralama ölçütü olarak şirketlerin üretimden satışlarının kullandığı İSO Türkiye’nin İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu-2015 araştırmasının, temel bazı verileri şu şekilde ortaya çıktı.

İSO İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu’nda Temel Göstergeler

	2012		2013		2014		2015		Değişim (%)		
	Tutar (Milyon TL)	Pay (%)	Tutar (Milyon TL)	Pay (%)	Tutar (Milyon TL)	Pay (%)	Tutar (Milyon TL)	Pay (%)	2013/2012	2014/2013	2015/2014
Üretimden Satışlar (Net)	57.157	88,1	63,641	86,5	71,824	87,7	75,642	86,6	11,3	12,9	5,3
Faaliyet Karı (Zararı)	3.591	5,5	5.367	7,3	6.182	7,5	7.409	8,5	49,5	15,2	19,9
Finansman Giderleri	1.563	2,4	2.716	3,7	2.581	3,2	3.785	4,3	73,8	-5,0	46,6
Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (EBITDA)	-	-	6.933	9,4	8.905	10,9	10.375	11,9	-	28,4	16,5
Dönem Karı (Zararı) (V.Ö.)	3.161	4,9	2.206	3,0	4.547	5,6	4.394	5,0	-30,2	106,2	-3,4

Not: Paylar net satışlara göre hesaplanmıştır.

2015 yılında İSO İkinci 500’ü oluşturan sanayi şirketlerinin 2014 yılında 71,8 milyar lira olan üretimden net satışları 2015 yılında yüzde 5,3 oranında artarak 75,6 milyar TL olarak gerçekleşti. Bu veriler, enflasyon ve GSYH deflatörü ile karşılaştırıldığında, 2015 yılında sanayi büyümesinin sınırlı kaldığını ortaya koydu.

İSO İkinci 500’de FAVÖK mutlak büyüklüğü, 2015’te 10,4 milyar TL olarak hesaplandı. 2014 yılında bu büyüklük 8,9 milyar TL idi. Böylece İSO İkinci 500, bir önceki yıla göre FAVÖK büyüklüğünü yüzde 16,5 oranında artırdı. Kısacası sanayiciler, son iki yılda FAVÖK oranlarındaki iyileşmeye ağırlık vererek 2014 ve 2015 yıllarında İSO İkinci 500’ün FAVÖK oranlarını iyileştirme başarısı gösterdi.

2015 yılında sanayicilerimiz esas faaliyetlerinden elde ettiği karını da 2014 yılına göre artırdı. Faaliyet karının net satışlara oranı son yılların en yüksek düzeyi olan yüzde 8,5’e ulaştı. Böylece sanayici 2014 yılında 6,2 milyar TL olan faaliyet karını yüzde 19,9’luk bir artışla 7,4 milyar TL’ye çıkarmayı başardı.

Fakat benzer şekilde finansman giderleri de artarak net satışlara oranla yüzde 3,2’den yüzde 4,3’e, yani 2 milyar 581 milyon liradan 3 milyar 785 milyar liraya yükseldi. Sonuç olarak faaliyet karlarındaki artışa rağmen finansman giderlerindeki yüksek artışın etkisiyle, İSO İkinci 500’ün karlılıklarında da, tıpkı İSO Birinci 500’deki gibi düşüş yaşandı.

Bu sonuçlar, İSO 500’de de görülen finansman gideri sorununun, İkinci 500 Büyük’te de kendini gösterdiğini ortaya koydu. Sanayiciler binbir emekle oluşturdukları faaliyet karının büyük bölümünü finansman gideri olarak harcamak zorunda kaldı. Finansman giderlerinin bir önceki yıla göre yüzde 46,6 artması bunu açıkça gösterdi. Sanayici elde ettiği 7,4 milyar TL’lik faaliyet karının 3,8 milyar lirasını, bir başka ifadeyle yüzde 51,1’ini, finansman gideri olarak harcadı.



Kaynak: <http://www.iso.org.tr/haberler/diger-haberler/> 08.08.2016

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. d	Yanıtınız yanlış ise “Finansal Analiz Türleri, Analizde Kullanılan Finansal Tablolar ve Teknikler” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. b	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. a	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. d	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. c	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. c	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. a	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. c	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. c	Yanıtınız yanlış ise “Oran Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. b	Yanıtınız yanlış ise “Eğilim Yüzdeleri Analizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Statik analizde sadece bir döneme ilişkin mali tablo verilerinden hareket edilmektedir. Ele alınan yılın normal bir dönemi yansıtmayabileceği tehlikesi vardır. Tek bir döneme ilişkin veriler zaman içindeki gelişimi göstermeyeceği için değerlendirmede yanlış payı yüksektir.

Sıra Sizde 2

Sıla A.Ş'nin:

$$\text{Cari Oranı} = 17.350/16.830 = 1,03$$

$$\text{Asit Test Oranı} = (17.350 - 2.540)/17.350 = 0,85$$

$$\text{Alacakların Ortalama Tahsil Süresi} = 8.480/46.750:360 = 65 \text{ gün}$$

$$\text{Alacak Devir Hızı} = 360:65 = 5,5$$

$$\text{Stok Devir Hızı} = 38.000:2.540 = 14,96$$

	Sıla A.Ş.	Sektör
Cari Oran	1,03	1,18
Asit-Test Oranı	0,88	0,92
Alacakların Devir hızı	5,5	10,2
Stok Devir Hızı	14,96	18

Sıla A.Ş'nin likidite oranları sektöre göre düşüktür. Bu nedenle kısa vadeli borç ödeme gücü sektöre göre zayıf görülmektedir. Devir hızlarının yüksek olması durumunda likidite oranlarının düşük olması sorun yaratmayabilecekti. Ancak Sıla A.Ş'nin stok devir hızı, alacak devir hızı da sektöre göre önemli boyutlarda düşüktür. Özellikle alacakların devir hızı sektörün yarısı kadardır. Sıla A.Ş'de ortalama tahsil süresi 65 gün iken sektörde 32,5 gündür. Bu ise, Sıla A.Ş'nin likidite gücünü daha çok zayıflatmaktadır.

Sıra Sizde 3

Zeynep A.Ş'in toplam kaynakları;

$$13.000.000 + 5.300.000 + 6.500.000 = \text{₺}24.800.000$$

$$\text{Borç Oranı} = \frac{13.000.000}{24.800.000} = \%52,4$$

$$\text{Faizin Kazanılma Sayısı} = \frac{1.150.000}{300.000} = 3,8$$

	Zeynep A.Ş	Sektör
Borç oranı	%52,4	%35
Faizin kazanılma sayısı	3,8	4,5

Zeynep A.Ş sektöre göre daha çok borçla finanse edilmiş. Faiz yükü fazla olduğu için faizin kazanılma sayısı da düşük çıkmıştır. Sektörde kaynakların %35'i borçla karşılanırken Zeynep A.Ş kaynakların %52,4'ü borçla karşılanmıştır. Zeynep A.Ş'e borç vereceklerin riski sektör ortalamasına göre daha fazla olmaktadır.

Sıra Sizde 4

Zeynep A.Ş'nin sektöre göre daha yüksek oranda borçtan faydalandığı daha önceki sıra sizde de gösterilmişti. Öz sermaye ve toplam varlıkların kârlılığı aşağıdaki gibi karşılaştırılabilir:

$$\text{Zeynep A.Ş'nin vergi öncesi kârı}$$

$$1.150.000 - 300.000 = \text{₺}850.000$$

$$\text{Vergi tutarı} = 850.000 \times 0,20 = 170.000$$

$$\text{Net kâr} = 850.000 - 170.000 = 680.000$$

$$\text{Öz sermaye} = 5.300.000 + 6.500.000 = 11.800.000$$

$$\text{Toplam kaynaklar} = 13.000.000 + 11.800.000 = 24.800.000$$

	Zeynep A.Ş.	Sektör
Öz sermaye kârlılığı	% 5,8	%4
Toplam varlık kârlılığı	% 2,7	%2

Zeynep A.Ş'nin kârlılık oranları sektöre göre daha yüksek bulunmuştur. Firma açısından olaya bakıldığında artan borçlanma ve artan risk karşılığında kârlılıkta da artış elde edilmiştir denebilir.

Sıra Sizde 5

İşletmenin iki yılına ait, pasif yapısıyla ilgili verileri bulunmaktadır. Bu verilerden hareketle mutlak ve yüzde değişim şu şekilde yapılır:

	Mutlak Değişim	Yüzde Değişim
Kısa vadeli borçlar	(150.000)	- %21
Uzun vadeli borçlar	100.000	%25
Nominal sermaye	0	0
Dağıtılmamış kârlar	20.000	%13,3
Dönem kârı	5.000	%7,7

İşletmenin kısa süreli borçları geçen yıla göre %21 azalırken, uzun süreli borçları %25 artmıştır. Ayrıca dağıtılmamış kârlarında ve dönem kârında da artış olmuştur. İşletmenin sermaye yapısında uzun vadeli borçlara ağırlık verilmesi işletmenin riskini düşürmektedir. İşletmenin dönem kârında ve dağıtılmamış kârlarında bir artış olmasına rağmen bu artışın daha önceki yıllardaki artış oranıyla karşılaştırılması gerekir. Daha önceki yıllardaki artışa eşit ya da daha yüksek ise, işletmenin uzun süreli borca ağırlık vererek finansman maliyetini artırmasına rağmen kârlılığını düşürmediği şeklinde yorumlanabilir.

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Aydın, Nurhan; Başar M. ve Coşkun M. (2010). **Finansal Yönetim**, Ankara: Detay Yayıncılık,
- Akgüç, Öztin. (2006). **Mali Tablolar Analizi**, (12.Baskı) İstanbul: Arayış Yayınları.
- Bodie, Zvi ve Robert C. Merton(1998). **Finance** (1. Baskı) New Jersey: Prentice- Hall, Inc.
- Brealey, A. Richard ve Diğerleri (2007). **İşletme Finansının Temelleri** (Çev: Ünal Boskurt ve Diğerleri), İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Fabozzi, J. Frank ve Diğerleri (1998). **Foundations of Financial Markets and Institutions** (2. Baskı) New Jersey: Prentice-Hall International Inc.
- Gürsoy, Cudi Tuncer (2007). **Finansal Yönetim İlkele-ri**, İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları
- Ross, A. Stephan, ve Diğerleri (2005). **Fundamentals of Corporate Finance** (3. Baskı) Boston: Mc Graw-Hill Irwin, Boston.

5

Amaçlarımız

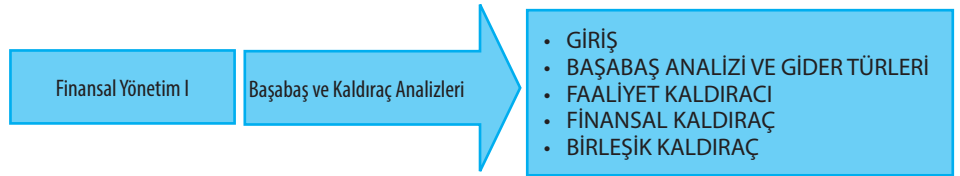
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Başabaş analizinin anlamını, önemini ve varsayımlarını açıklayabilecek,
- Başabaş noktasını hesaplayabilecek,
- Faaliyet kaldırıcı derecesini tanımlayabilecek ve hesaplayabilecek,
- Finansal kaldırıcı derecesini tanımlayabilecek ve hesaplayabilecek,
- Birleşik kaldırıcı derecesini tanımlayabilecek ve hesaplayabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Sabit Gider
- Değişken Gider
- Başabaş Noktası
- Faaliyet Kaldırıcı
- Finansal Kaldırıcı
- Birleşik Kaldırıcı

İçindekiler



Başabaş ve Kaldıraç Analizleri

GİRİŞ

Temel amacı işletmenin piyasa değerini maksimum kılmak olan finans yöneticisi, bu amaç doğrultusunda işletme faaliyetlerinin kârlılığıyla ilgilenmek zorundadır. En basit tanımıyla kâr, toplam gelirler ile toplam giderler arasındaki farktır. Bununla birlikte işletmenin gelir ve giderlerinin tespiti ve tahmini kendi içinde büyük güçlükler içerir. Özellikle geleceğe ilişkin kâr planlaması (başabaş analizi) açısından söz konusu olan bu güçlüklerin bazı kolaylaştırıcı varsayımlarla aşılması mümkündür. Buna göre, işletmenin maliyetleri değişken, sabit ve yarı değişken şeklinde bir ayırıma tabi tutulabilir. Kira, amortisman, yönetici maaşları gibi giderler sabit giderlerdir. Üretim ve satış miktarı ne olursa olsun bu giderlerin aylık ya da yıllık tutarları değişmez. Hammadde ve üretim işçiliği gibi giderler ise üretim ve satış miktarıyla doğru orantılı olarak değiştiğinden değişken giderlerdir.

Başabaş ya da diğer bir ifade ile maliyet-hacim-kâr analizi, işletmelerin çeşitli üretim düzeylerindeki satış gelirleriyle, maliyet ve giderleri arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik bir analiz aracıdır. Finansal yönetim açısından önemli bir araç olan başabaş analizi; üretime ilişkin hesaplamalarda, masrafların kontrolünde ve kâr planlamasında finans yöneticisine yardımcı olur. İşletmelerin maliyetlerinin içerisinde sabit giderlerin bulunması kaldıraç olgusunu karşımıza çıkarır. Sermaye yoğun üretim teknolojilerinden yararlanma derecesi “*faaliyet kaldıraç*” borçtan yararlanma derecesi ise “*finansal kaldıraç*” olarak adlandırılır.

BAŞABAŞ ANALİZİ VE GİDER TÜRLERİ

Maliyet-hacim-kâr analizi olarak da ifade edilen başa baş (kâra geçiş noktası) analizi, finans yöneticileri için önemli finansal araçlardan biridir. Finans yöneticisi başabaş analizi ile faaliyet giderlerini karşılayacak satış seviyesinin ne olduğunu ve belirli satış seviyelerinde ortaya çıkacak kâr miktarının ne olacağını belirlemeye çalışır. Başabaş analizinin amacı, işletmenin başabaş olduğu faaliyet noktasının saptanmasıdır. Başabaş noktası, işletmenin ne kâr ne de zarar ettiği faaliyet noktasıdır. Bu noktada, toplam satış gelirleri toplam maliyetlere eşittir.

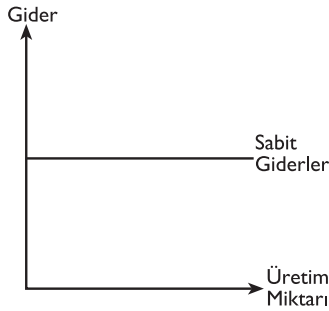
Başabaş analizi, geçmiş dönemlere ait finansal tablolara dayandığından, statik bir analiz yöntemi olarak nitelendirilebilir. Ancak bu analiz ile gelecek dönemlerde ne gibi değişikliklerin ortaya çıkabileceği konusunda tahminler yapmak mümkün olduğundan analizin dinamik bir niteliğinin de olduğunu belirtmek gerekir. Başabaş analizinin dayandığı varsayımlar şunlardır:

Başabaş noktası, kâr ya da zararın söz konusu olmadığı, başka bir deyişle kârın sıfır olduğu satış miktarı veya tutarını ifade eder.

- Değişkenler arasındaki ilişki kısa dönemlidir.
- Değişken giderler belirli bir süre üretim miktarı ile orantılı olarak değişir. Yani birim başına değişken gider sabit kalmaktadır. Buna karşılık birim başına sabit giderler ise değişkendir.
- Birim satış fiyatı, kabul edilen dönem içinde değişmemektedir.
- Analizi kapsayan dönem için belirlenen faaliyet hacmi değişmemektedir.
- Üretilen miktarın tamamı satılmaktadır. Diğer bir ifadeyle stoklama yoktur.
- İlgili dönemde girdi maliyetlerinde bir değişme söz konusu değildir.
- Analizin yapıldığı dönem içinde üretim faktörlerinin verimliliği değişmemektedir.

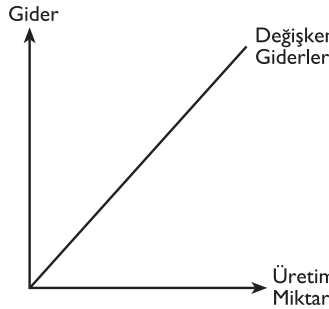
Şekil 5.1

Sabit Giderler



Şekil 5.2

Değişken Giderler



Başabaş analizinde, işletme faaliyetlerine ilişkin katlanılan giderlerin sabit ve değişken giderler şeklinde iki gruba ayrılabilmesi varsayılır. İşletme faaliyetlerine ilişkin giderlerin sabit ve değişken giderler şeklinde ayrılabilmesi halinde başabaş analizinin uygulanabilmesi mümkündür. Sabit giderler, üretim ve satış hacmindeki farklılaşmalardan etkilenmeyen giderlerdir. Amortisman giderleri, kira giderleri, vergiler ve faiz giderleri gibi giderler bu grup giderlere örnek olarak verilebilir.

Değişken giderler, üretim ve satış hacmine bağlı olarak değişen giderlerdir. Bu grup giderler üretim ve satış hacmine bağlı olarak artar ya da azalır. Hiç üretim yapılmadığında değişken giderler sıfır seviyesindedir. Direkt hammadde, direkt işçilik ve enerji giderleri bu grup giderlere örnek olarak verilebilir. Şekil 5.2'de değişken giderlerin üretim miktarına bağlı olarak nasıl değiştiği görülmektedir.

DİKKAT



Sabit giderler farklı üretim ve satış düzeyleri için aynı kalırken, değişken giderler üretim ve satış hacmine bağlı olarak değişmektedir.

Uzun dönemde tüm giderler değişkendir, çok kısa dönemde (üç aydan daha kısa) tüm giderler sabittir, orta uzunluktaki bir dönemde ise personel ücretleri gibi sabit giderler değişken olabilmektedir.

Başabaş analizi, finans yöneticisinin kısa vadeli planlamaları için uygun bir tekniktir. Çünkü uzun vadede tüm parametreler (satış fiyatı, giderler, verimlilik vb.) değişken olduğundan, başabaş analizi kısa vadeli değerlendirmelerde kullanılan bir araç olmaktadır.

K İ T A P



Başabaş analizinin kullanımı konusunda daha ayrıntılı açıklamayı Öztin Akgüç'ün Finansal Yönetim (İstanbul, 1998) kitabında (s.109-136) bulabilirsiniz.

Başabaş Noktasının Hesaplanması

Başabaş noktasına sıfır kâr noktası da denildiğini ifade etmiştik. Burada söz konusu olan kâr, faiz ve vergi öncesi kâr olup şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Kâr} = \text{Toplam Gelir} - \text{Toplam Gider}$$

Yukarıdaki eşitlikte toplam gelir, birim satış fiyatı ve satış miktarının çarpımı ile bulunur. Toplam giderler ise sabit ve değişken giderler toplamına eşittir. Değişken giderleri, birim başına değişken gideri üretim ve satış miktarı ile çarparak hesaplarız. Buna göre yukarıdaki eşitliği şu şekilde gösterebiliriz:

$$\text{Kâr} = \text{Birim Satış Fiyatı} \times \text{Satış Miktarı} - (\text{Sabit Giderler} + \text{Değişken Giderler})$$

Eğer,

P; Birim satış fiyatı

Q; Üretim ve satış miktarı

V; Birim başına değişken gider*

F; sabit gider, olarak ifade edilirse,

Kâr = $P \times Q - (F + Q \times V)$ olacaktır.

Başabaş noktası kârın sıfır olduğu nokta olduğuna göre,

Kâr = $Q(P - V) - F = 0$ olarak ifade edilebilir.

Bu durumda kârı sıfır yapan üretim ve satış miktarı (Q) diğer bir ifadeyle başabaş noktası şu şekilde hesaplanacaktır:

$$Q = \frac{\text{Sabit Giderler}}{\text{Birim Satış Fiyatı} - \text{Birim Değişken Gider}}$$

$$Q = \frac{F}{P - V}$$

Örnek: Yıllık Üretim kapasitesi 50.000 birim olan (A) işletmesi, üretimde birim başına ₺100 değişken maliyete katlanmaktadır. Ürünün birim satış fiyatı ₺190 olup, sabit maliyetler toplamı ₺1.440.000'dir. İşletmenin başabaş noktası üretim düzeyini hesaplayınız.

$$Q = \frac{F}{P - V} = \frac{1.440.000}{(190 - 100)} = 16.000 \text{ birim}$$

İşletme, 16.000 birim üretip sattığında başabaş noktasında olacaktır. Bu noktada, elde edilen satış gelirlerinin katlanılan faaliyet giderlerine eşit olacağı nokta olup, bu noktada işletme mevcut kapasitesini %32 seviyesinde kullanıyor olacaktır. Eğer işletme 16.000 birimin üzerinde üretim ve satış gerçekleştirebilirse kâr edecek, 16.000 birim altındaki üretim ve satış düzeylerinde ise zarar edecektir. İşletmenin farklı üretim ve satış seviyeleri için sabit giderleri, değişken giderleri, toplam giderleri ve kârı aşağıdaki gibi olacaktır.

Üretim ve Satış Miktarı	Sabit Giderler	Değişken Giderler	Toplam Giderler	Satış Hasılatı	Kâr veya Zarar
8.000	1.440.000	800.000	2.240.000	1.520.000	720.000 zarar
10.000	1.440.000	1.000.000	2.440.000	1.900.000	540.000 zarar
12.000	1.440.000	1.200.000	2.640.000	2.280.000	360.000 zarar
16.000	1.440.000	1.600.000	3.040.000	3.040.000	0
20.000	1.440.000	2.000.000	3.440.000	3.800.000	360.000 Kâr
30.000	1.440.000	3.000.000	4.440.000	5.700.000	1.260.000 Kâr
50.000	1.440.000	5.000.000	6.440.000	9.500.000	3.060.000 Kâr

SIRA SİZDE



X) İşletmesinin ürettiği malların birim satış fiyatı ₺1.000'dir. Birim değişken gideri ₺300 olan işletmenin sabit giderleri toplamı ₺7.000.000 ise, işletme başabaş noktasına hangi üretim hacminde ulaşacaktır?

Başabaş noktasını miktar olarak değil de parasal tutar olarak hesaplamak istersek, başabaş satış tutarını aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz:

$$\text{Başabaş Satış Tutarı} = \frac{\text{Sabit Giderler}}{1 - \text{Değişken Gider Oranı}}$$

Formülde verilen değişken gider oranı, birim başına değişken giderin birim satış fiyatına bölünmesiyle hesaplanır. Buna göre:

$$\text{Başabaş Satış Tutarı} = Q = \frac{F}{\left(1 - \frac{V}{P}\right)} \text{ olacaktır.}$$

Özellikle gelir tablosu üzerinden yapılacak analizlerde, satışlar, sabit giderler ve değişken giderler toplam tutar olarak verildiğinde başabaş noktası, başabaş satış tutarı olarak hesaplanabilecektir.

Örnek: Bir işletme birim satış fiyatı ₺20 olan bir ürün için, ₺10 birim değişken gidere katlanmaktadır. Sabit giderleri toplamı ₺5.000 olan işletmenin başabaş satış hâsılatını hesaplayınız.

$$Q = \frac{F}{\left(1 - \frac{V}{P}\right)} = \frac{5.000}{\left(1 - \frac{10}{20}\right)} = ₺10.000$$

Örneğimizdeki işletmenin kâr elde edebilmesi için satış hâsılatının ₺10.000'nin üzerinde olması gerekmektedir. ₺10.000'nin altındaki satış tutarlarında işletme zarar edecektir.

SIRA SİZDE



Bir işletme birim satış fiyatı ₺30 olan bir ürün için, ₺15 birim değişken gidere katlanmaktadır. Sabit giderleri toplamı ₺15.000 olan işletmenin başabaş satış hâsılatını hesaplayınız.

Nakit Başabaş Noktası

İşletmelerin minimum nakit bulundurma zorunluluğu ya da eldeki likiditenin fırsat maliyetinin olduğu düşünüldüğünde, nakit harcamaları karşılayacak bir satış hacmi belirlenmek istenebilir. Söz konusu satış düzeyi, nakit başabaş noktası olarak adlandırılır.

Amortismanlar ve tükenme payları gibi giderler, gider olarak gözüktür fakat işletmeden herhangi bir nakit çıkışı gerçekleşmez.



DİKKAT

İşletmelerin yapmış olduğu bazı giderler nakit çıkışı gerektirmez. Bu durumda nakit başabaş noktası, nakit çıkışı gerektirmeyen amortismanlar ve tükenme payları gibi giderler dikkate alınarak şu şekilde hesaplanır:

$$Q_{\text{Nakit}} = \frac{(F - A)}{(P - V)}$$

Formülde verilen (A) parametresi nakit çıkışı gerektirmeyen giderleri ifade etmekte olup, nakit başabaş noktası, nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin sabit giderlerden düşülmesiyle hesaplandığından, yukarıda genel olarak ele aldığımız başabaş noktasından daha düşük olacaktır. Fon yöneticileri ve kredi analistleri için nakit başa baş analizi daha anlamlı sonuçlar ifade etmektedir. Çünkü bu analiz doğrudan nakit giriş ve çıkışlarına dayalı olarak yapıldığından işletmenin ödeme gücünü daha açık bir şekilde göstermektedir.

Örnek: Bir tekstil işletmesinin ürettiği ürünlerin satış fiyatları ₺20'dir. Değişken maliyetler birim başına ₺10 iken, toplam sabit maliyetler ₺10.000'dir. İşletmenin nakit çıkışı gerektirmeyen giderleri ₺4.000 olup, işletmenin başabaş noktası üretim düzeyini hesaplayınız.

$$Q_{\text{Nakit}} = \frac{(F - A)}{(P - V)}$$

$$Q_{\text{Nakit}} = \frac{(10.000 - 4.000)}{(20 - 10)} = 600 \text{ birim}$$

Eğer nakit çıkışı gerektirmeyen giderleri dikkate almaksızın başabaş noktası hesaplasaydık başabaş noktasını;

$$Q = \frac{F}{P - V} = \frac{10.000}{(20 - 10)} = 1.000 \text{ birim olarak bulurduk.}$$

Görüldüğü gibi, nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin dikkate alınmaması halinde başabaş noktası daha yüksek seviyede oluşmaktadır.

(Y) İşletmesi ürettiği dondurma makinelerini ₺2.000'den satmaktadır. Değişken maliyetler birim başına ₺750 iken, toplam sabit maliyetler ₺60.000'dir. İşletmenin ₺20.000 amortisman ve karşılık giderleri bulunmaktadır. Bu durumda işletmenin başabaş üretim düzeyini hesaplayınız.



SIRA SİZDE

3

Birden Fazla Ürün İçin Başabaş Noktasının Hesaplanması

İşletmenin birden fazla ürün ya da hizmet üretip sattığı durumda, başabaş noktasının hesaplanması için işletmenin bütününe temsilen bir değişken gider oranının hesaplanması gerekir. Bu durumda değişken gider oranı, her bir ürünün satış toplamı içerisindeki ağırlığı ve değişken gider oranına bağlı olarak ağırlıklı ortalama değer olarak hesaplanır.

Örnek: Güneş Tekstil A.Ş. dört farklı ürün üretip satmaktadır. Her ürünün tahmini satış tutarı ve değişken gider oranı aşağıdaki gibidir:

Ürün	Tahmini Satış Tutarı	Değişken Gider Oranı (birim başına değişken)
A	2.000	%80
B	3.000	%60
C	1.000	%70
D	2.000	%65
Toplam	8.000	

Güneş Tekstil A.Ş.'nin sabit giderleri toplamı ₺1.300'dir. İşletmenin başabaş satış tutarını hesaplayabilmek için, her bir ürünün değişken gider oranı farklı olduğundan, ortalama değişken gider oranının hesaplanması gerekmektedir. Ortalama değişken gider oranı, her ürünün tahmini toplam satış hacmi içindeki payı ile değişken gider oranı çarpılarak bulunan ağırlıklı değerlerin toplamı olarak bulunur.

Model	Satış Hacmi İçindeki Payı	Değişken Gider Oranı	Ortalama Değişken Gider Oranı
A	%25	%80	0.20
B	%37.5	%60	0.225
C	%12.5	%70	0.0875
D	%25	%65	0.1625
Toplam			0.6750

İşletmenin ürettiği dört ürün için ortalama değişken gider oranı 0,6725'dir. Buna göre, başabaş satış tutarı aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$\text{Başabaş Satış Tutarı} = \frac{\text{Sabit Giderler}}{1 - \text{Değişken Gider Oranı}} = \frac{1.300}{1 - 0,6750} = \text{₺4000}$$

Güneş Tekstil A.Ş.'nin satış bileşiminin değişmeyeceği, her satış düzeyinde bu dört ürünün satış hacmi içindeki paylarının aynı kalacağı varsayımına göre, kâra geçiş noktasındaki toplam satış hasılatının ürünler arasındaki dağılımı aşağıdaki gibi olacaktır.

Model	Başabaş Noktasındaki Satış Tutarı	Satış Hacmi İçindeki Payı	Her Modelin Satış Tutarı
A	₺4.000	%25	₺1.000
B	₺4.000	%37.5	₺1.500
C	₺4.000	%12.5	₺500
D	₺4.000	%25	₺1.000
Toplam		₺4.000	

Güneş Tekstil A.Ş.'nin ürettiği A, B, C ve D ürünlerinin katkı payları (1- Değişken Gider Oranı) sırasıyla, %20, %40, %30 ve %35'tir. İşletme, katkı payı yüksek olan mamullerinin üretimine ağırlık vererek veya katlı payı düşük olan mamullerin üretim hacmi içerisindeki payını aşağıya çekerek başabaş satış tutarını aşağıya çekme olanağına sahiptir. Bununla birlikte, üretilen mamullerin bileşiminde yapılacak bir değişikliğin, işletmenin sabit maliyetlerine etkisi ve piyasa koşulları açısından uygunluğunun dikkate alınması gereklidir. Örnek işletmemizde B ürünü katkı payı en yüksek olan üründür. İşletmenin, bu ürünün üretim ve satışına ağırlık verebilmesi için öncelikle, ürüne olan talebin yeterli olması gereklidir. Öte yandan, söz konusu ürünün üretim ve satış seviyesindeki değişikliğin, bir bütün olarak işletmenin sabit giderlerini ne şekilde etkileyeceğinin dikkate alınması gereklidir.

(B) işletmesi üç farklı ürün üretilip satmaktadır. Her ürünün tahmin edilen satış tutarı ve değişken gider oranı aşağıda belirtildiği gibidir. Sabit giderleri ₺375 olan işletmenin, her bir ürün için başabaş satış tutarı ne kadar olmalıdır?



SIRA SİZDE

Model	Tahmini Satış Tutarı	Satış Hacmi İçindeki Payı	Değişken Gider Oranı
X	2.000	%50	%60
Y	1.000	%25	%70
Z	1.000	%25	%60

Başabaş Noktasının Grafik Üzerinde Gösterimi

Başabaş noktasını grafik üzerinde de gösterebiliriz. Yatay eksen üretim ve satış miktarını dikey eksen ise faaliyet giderleri ve satış gelirlerini göstermek üzere, Şekil 5.3'de görüldüğü gibi, toplam gelir ve toplam giderlerin kesiştiği noktadaki (A noktası) üretim miktarı (Q_b) başabaş üretim miktarı olup bu nokta, işletmenin kârının sıfır olduğu noktadır.

- Firmanın üretim kapasitesinin artırılması halinde, böyle bir büyümeyi haklı kılacak satış hacminin belirlenmesi,
- İşletmenin tevsi yatırımına ihtiyacı olup olmadığının belirlenmesi,
- Yeni yapılacak yatırımlarda, risk derecesini veya emniyet marjını dikkate alarak, asgari üretim kapasitesinin ne olması gerektiğinin saptanması,
- Firmanın izleyeceği üretim, fiyat, yatırım politikaları konusunda alınacak kararlara yardımcı olması,
- Kâra geçiş için önceden tahmin edilen iş hacmi ile firmanın kâra geçiş noktasına fiilen ulaştığı iş hacmi arasında karşılaştırmalar yapılarak, faaliyetlerin kontrol edilmesi, firmanın izlediği politikaların ve yönetiminin değerlendirilmesi.

Başabaş analizinin oldukça yaygın bir kullanım alanı olmakla birlikte, analizde kullanılan varsayımların geçerliliği konusunda bazı eleştiriler vardır ve bu eleştiriler şu şekilde özetlenebilir:

- Faaliyet giderlerinin sabit ve değişken gider şeklinde ayrılması kolay değildir.
- Üretim ve satış hacminin eş olması sıklıkla karşılaşılan bir durum değildir.
- Birim satış fiyatının üretim miktarından bağımsız ve sabit olması ancak tam rekabet koşullarında mümkündür.
- Analizde kullanılan veriler geçmiş ve mevcut duruma bağlı olarak oluşmuş veriler olup, gelecekte değişmeyeceklerini varsaymak, geleceğin belirsizliğini dikkate almama sonucunu doğurmaktadır.

Başabaş analizine yöneltilen eleştirilere ilişkin detaylı açıklamayı Semih Bükler, Rıza Aşıkoğlu ve Güven Sevil tarafından yazılan Finansal Yönetim (Ankara, 2018) kitabında (s.189-191) bulabilirsiniz.



K İ T A P

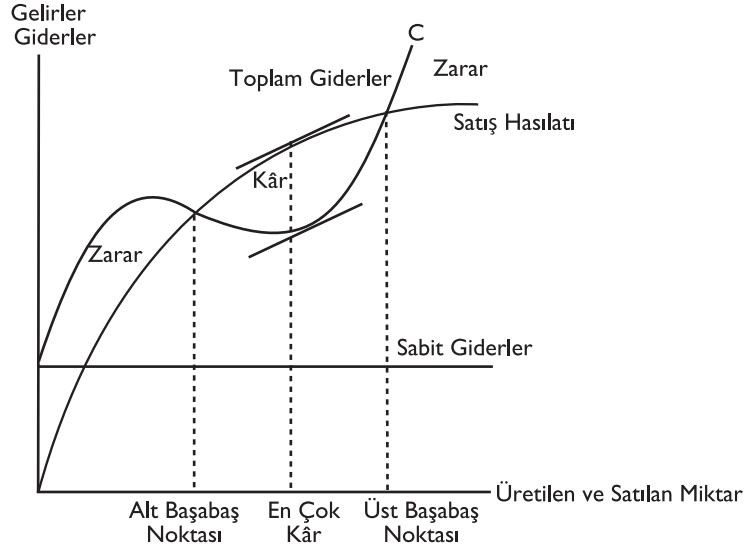
Doğrusal Olmayan Başabaş Analizi

Başabaş analizine ilişkin anlatımlarımızda üretim ve satış hacmine bağlı olarak toplam gelir ve toplam giderlerin farklılaşacağını varsaydık. Gerçekte ise üretim ve satış hacmindeki farklılaşmalar toplam gelir ve toplam giderlerde eş seviyede farklılaşmaya yol açmaz. Çoğu durumda üretim ve satış hacmi arttıkça toplam gelir daha düşük seviyede artış sergiler. Benzer şekilde, işletmenin üretim hacmi arttıkça belirli bir seviyeye kadar birim başına giderler de bir azalış söz konusu olabilir. Ancak üretim hacmi belirli bir seviyeyi aşınca birim başına giderler daha büyük bir hızla artacaktır. Bu gelişmeler sonunda toplam giderlerin önce eğimi azalan, tam kapasiteye yaklaşıldığında ise eğimi artan bir eğri şeklinde çizilmesi gerekmektedir.

Başabaş analizinin birim satış fiyatının sabit kalacağı varsayımı da her zaman geçerli olmayabilir. Üretim miktarı arttıkça satış fiyatlarında da düşme gözlemlenebilir. Üretim düzeyi arttıkça birim satış fiyatı düşeceğinden toplam satış hasılatının, eğimi gittikçe azalan bir eğri şeklinde gösterilmesi daha doğru olacaktır.

Bu bilgiler ışığında, üretim ve satış hacmi ile toplam gelir ve toplam giderler arasındaki ilişkinin Şekil 5.4'te olduğu gibi gösterilmesi daha gerçeğe yakın olacaktır.

Şekil 5.4

Doğrusal Olmayan
Başabaş Noktası

Şekil 5.4'te görüldüğü gibi, üretim hacmindeki değişmeye bağlı olarak toplam giderler ve toplam gelirlerdeki değişme, iki ayrı başabaş noktası ile karşılaşılmasına yol açmaktadır. İşletme, bu iki başabaş noktası arasında bir noktadaki üretim ve satış hacminde en çok kârı elde edecektir.

K İ T A P



Doğrusal olmayan başabaş analizine ilişkin detaylı bilgi için Atilla Gönenli'nin *İşletmelerde Finansal Yönetim* (İstanbul, 1983) kitabından (s.110-111) yararlanabilirsiniz.

Başabaş analizinin temel varsayımlarından hareketle ve analizde kullanılan değişkenler yardımıyla işletmelerin faaliyet ve finansal kaldıraçlarının, bunların ortak etkisinin bir ifadesi olarak bileşik kaldıraç derecesinin hesaplanması mümkündür.

FAALİYET KALDIRACI

Faaliyet giderleri içerisinde sabit nitelikte giderlerin olması faaliyet (iş) riskinin kaynağını oluşturmaktadır. Bunun nedeni, sabit giderlerin üretim miktarından bağımsız olmasıdır. Hiç üretim yapılmasa bile sabit giderlere katlanılacak olması nedeniyle iş riskinden ya da faaliyet kaldıraç derecesinden bahsedebiliriz.

Faaliyet kaldıraç, sabit giderler ile değişken giderler arasında ilişki kurarak sabit giderlerin nereye kadar kabul edilebileceğini araştıran bir analiz tekniğidir. Faaliyet kaldıraç ile analizden amaç, belirli bir üretim düzeyinden sonra üretim arttığında kârdaki artışları ortaya koymaktır.

Sabit giderleri az olan emek yoğun işletmelerin başabaş noktaları düşük üretim düzeylerinde gerçekleşmektedir. Sermaye yoğun işletmelerde ise sabit giderler fazla olduğu için başabaş noktası yüksek üretim düzeylerinde gerçekleşmektedir.

D İ K K A T



Sabit giderleri yüksek olan işletmelerin başabaş noktaları yüksek üretim düzeyindedir.

Faaliyet kârının, satış hacmindeki değişmelere karşı duyarlılığı ya da tepkisi faaliyet kaldıraç derecesi (FKD) olarak adlandırılır. FKD, faaliyet kârının esnekliğini gösterir. Belirli bir satış (üretim) düzeyinde satış hasılatındaki %1 değişik-

liğin FVÖK’te oluşturacağı yüzde değişikliği gösteren faaliyet kaldıraç derecesini aşağıdaki gibi hesaplamamız mümkündür:

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kârdaki \% Değişim}}{\text{Satışlardaki \% Değişim}}$$

Faaliyet kaldıraç derecesi, satışlardaki değişime karşı faiz ve vergi öncesi kârların (FVÖK) göstereceği değişim seviyesini ifade eder.

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\frac{\Delta \text{FVÖK}}{\text{FVÖK}}}{\frac{\Delta \text{Satışlar}}{\text{Satışlar}}}$$

Faaliyet kaldıraç derecesi hakkında daha geniş bilgiyi Osman Okka’nın Analitik Finansal Yönetim (Ankara, 2009) kitabının faaliyet kaldıraç başlığında (s.474-476) bulabilirsiniz.



K İ T A P

Örnek: Bir gıda işletmesinin ₺300.000’lik satış düzeyindeki faiz ve vergi öncesi kârı ₺100.000’dir. İşletmenin satışları ₺330.000 olduğunda faiz ve vergi öncesi kârının (FVÖK) ₺120.000 olacağı beklenmektedir. Bu işletmenin faaliyet kaldıraç derecesini hesaplayalım,

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\frac{\Delta \text{FVÖK}}{\text{FVÖK}}}{\frac{\Delta \text{Satışlar}}{\text{Satışlar}}}$$

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\frac{120.000 - 100.000}{100.000}}{\frac{330.000 - 300.000}{300.000}} = 2$$

Örnek işletmemizde faaliyet kaldıraç derecesinin 2 olduğunu hesapladık. Bunun anlamı şudur; eğer işletmenin satışlarında yüzde 10 seviyesinde bir değişme olursa faiz ve vergi öncesi kârları yüzde 20 seviyesinde değişecektir. Başka bir deyişle, satışların yüzde 10 artması halinde faiz ve vergi öncesi kâr yüzde 20 artacak iken satışlardaki yüzde 10 seviyesinde bir düşüş halinde de faiz ve vergi öncesi kârlar yüzde 20 seviyesinde düşecektir.

Bir imalat işletmesinin ₺10.000.000’lik satış düzeyindeki FVÖK’ü ₺2.000.000’dir. İşletmenin satışlarının % 20 artığı durumda faiz ve vergi öncesi kârın ₺2.800.000 olması beklenmektedir. Bu işletmenin faaliyet kaldıraç derecesini hesaplayınız.



SIRA SİZDE

5

Yüksek bir faaliyet kaldıraç derecesi, diğer şeyler sabit olduğunda, satışlardaki nispeten küçük bir değişimin faiz ve vergi öncesi kârlarda (FVÖK) daha büyük bir değişmeye yol açacağı anlamına gelir.

Faaliyet Kaldıraç Derecesi ve Başabaş Noktası Arasındaki İlişki

Faaliyet Kaldıraç derecesinin başabaş analizinde kullandığımız parametreler yardımıyla hesaplanması mümkündür,

$$\text{Faaliyet Kaldırıcı Derecesi} = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F}$$

Örnek: (X) Gıda işletmesi, satış fiyatı ₺150 ve birim değişken maliyeti ₺100 olan bir ürün üretmektedir. Toplam sabit maliyetleri ₺500.000 olan İşletmenin 110.000 birimlik satış düzeyindeki faaliyet kaldırıcı derecesini hesaplayınız.

$$\text{Faaliyet Kaldırıcı Derecesi} = \frac{110.000(150 - 100)}{110.000(150 - 100) - 500.000} = 1,1$$

Örneğimizdeki işletmenin başabaş noktası ise aşağıdaki gibi hesaplanır,

$$Q = \frac{F}{P - V} = \frac{500.000}{(150 - 100)} = 10.000 \text{ birim}$$

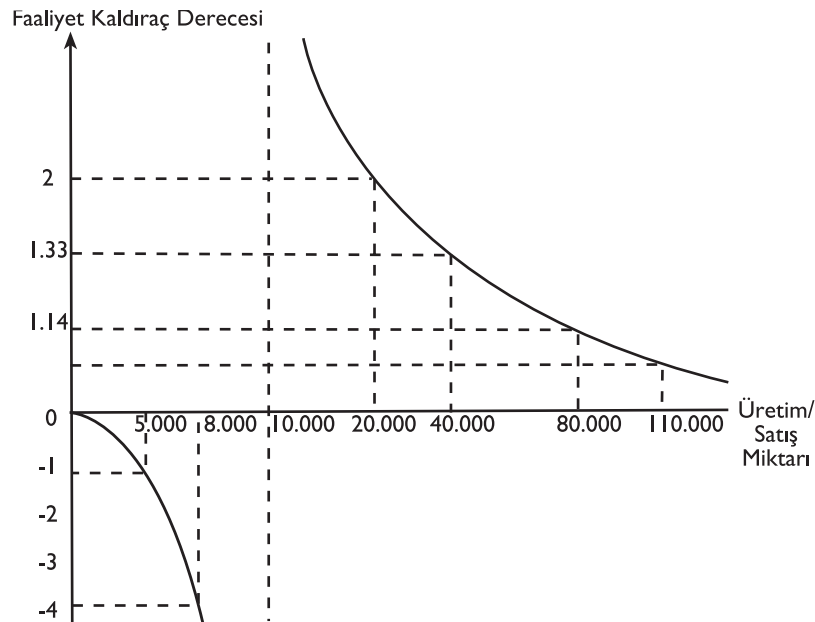
10.000 birimlik üretim ve satış seviyesi sonrasında kâra geçebilen işletmenin, farklı üretim ve satış seviyeleri için faaliyet kaldırıcı derecesi aşağıdaki gibi olacaktır.

Üretim ve Satış Miktarı	Faaliyet Kaldırıcı Derecesi
5.000	-1
8.000	-4
10.000	∞
20.000	2
40.000	1,33
80.000	1,14

İşletmenin üretim ve satış miktarı başabaş seviyesine ne kadar yakınsa, faaliyet kaldırıcı derecesi o kadar büyük olmaktadır. Başabaş noktasına ulaşmadan önce faaliyet kaldırıcı derecesi < 0 iken, başabaş noktasının üstünde üretim ve satış seviyelerinde faaliyet kaldırıcı derecesi > 0 dır. Başabaş noktası için faaliyet kaldırıcı derecesinin değeri sonsuza yaklaşırken, üretim ve satış miktarındaki artışa bağlı olarak faaliyet kaldırıcı derecesi düşmektedir.

Şekil 5.5

Faaliyet Kaldırıcı Derecesi ve Başabaş Noktası İlişkisi



Faaliyet kaldırıcı derecesi ve başabaş noktası arasındaki ilişki ile ilgili detaylı bilgiye Serpil Canbaş ve Gamze Vural'ın Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler (Adana, 2010) kitabından (s.66-67) ulaşabilirsiniz.



K İ T A P

(X) İşletmesinin, birim satış fiyatı ₺600, birim değişken giderleri ₺250, sabit giderleri ₺600.000'dir. Üretim miktarı 4.000 birimdir. Bu işletmenin faaliyet kaldırıcı derecesini hesaplayınız.



SIRA SİZDE

Örnek: Bir turizm işletmesine ait gelir tablosu bilgileri aşağıda verilmiştir:

Satışlar	: ₺42.000
Değişken Maliyetler	: (₺21.000)
Brüt Kâr	: ₺21.000
Sabit Maliyetler	: (₺9.000)
Faiz ve vergi Öncesi Kâr	: ₺12.000
Faiz	: (₺6.000)
Vergi Öncesi Kâr	: ₺6.000
Vergi (%40)	: ₺2.400
Vergi Sonrası Kâr	: ₺3.600

Mevcut üretim düzeyindeki faaliyet kaldırıcı derecesini hesaplayınız.

$$\text{Faaliyet Kaldırıcı Derecesi} = \frac{\text{Satışlar} - \text{Değişken Maliyetler}}{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}$$

$$\text{Faaliyet Kaldırıcı Derecesi} = \frac{42.000 - 21.000}{12.000} = 1.75$$

Yukarıdaki örnekte işletmenin sabit giderleri ₺300.000 olsaydı faaliyet kaldırıcı derecesi kaç olurdu?



SIRA SİZDE

Faaliyet kaldırıcı derecesinin, faaliyet giderleri içerisindeki sabit nitelikteki giderlerin seviyesine bağlı olduğu görülmektedir. Buna göre, sabit giderleri nispeten yüksek olan işletmelerin faaliyet kaldırıcı derecesi de nispeten yüksek olacaktır. Bir işletmenin toplam giderleri içerisinde sabit ve değişken giderlerin nispi ağırlığı işletmeden işletmeye farklı olur. Kimi işletmelerde sabit giderler nispeten fazla iken kimi işletmelerde değişken giderlerin toplam giderler içerisindeki payı nispeten fazladır. Bu durum işletmenin niteliğiyle de ilişkilendirilebilir. İşletmelerin toplam giderleri içerisinde sabit ve değişken giderlerin ağırlıklarının farklı olması nedeniyle, satışlardaki bir farklılaşmanın her bir işletmenin faiz ve vergi öncesi kârlarında yol açacağı farklılaşmada farklı olacaktır. Örnek olarak eğer gelecekte satışlarda bir artış eğilimi söz konusu olur ise, bu satış artışının faiz ve vergi öncesi kârlarda yol açacağı artış, daha yüksek sabit gidere ve dolayısıyla daha yüksek faaliyet kaldırıcı derecesine sahip işletmelerin faiz ve vergi öncesi kârlarını daha yüksek seviyede artıracaktır. Satışlardaki bir azalma ise, yüksek seviyede sabit gider ve faaliyet kaldırıcı derecesine sahip işletmelerin faiz ve vergi öncesi kârlarını daha büyük oranda azaltacaktır.

FINANSAL KALDIRAÇ

Varlıkların finansmanında yabancı kaynak kullanılması halinde, kullanılan yabancı kaynaklar için bir faiz ödenmesi söz konusudur. İşletme faaliyetlerinde yabancı kaynak kullanımı, hiç yabancı kaynak kullanmamaya kıyasla işletmenin kârlılığını artıracaktır. Belirli bir yabancı kaynak kullanımı seviyesine kadar geçerli olan bu lehte durum, yabancı kaynak kullanımından ileri gelen kaldıraç etkisi olarak adlandırılır. Eğer işletme yabancı kaynak kullanımında aşırıya kaçarsa, kullanılan yabancı kaynaklar için ödenen faizler, elde edilen bu kaynakların kullanımıyla sağlanan kârlarla karşılanamayacak seviyelere yükseleceğinden, başlangıçta lehte olan yabancı kaynak kullanımı işletme açısından zararlı sonuçlar doğurabilecektir.

İşletmelerin finansman kaynakları arasında işletmeye sabit yükümlülükler getiren kaynakların (borçlanmanın) bulunması finansal kaldıraçın varlığına imkân tanımaktadır. Finansal kaldıraç, işletmenin belirli bir dönemde borçlandığı varsayımıyla, borçların kârlılığı ne ölçüde etkilediğini ortaya koymak için yararlanılan bir analiz tekniğidir.

DİKKAT



Finansal kaldıraç etkisi, faiz ödemeleri yabancı kaynak kullanımıyla sağlanan kârların altında kaldığı sürece işletme kârlılığını olumlu yönde etkiler.

Finansal Kaldıraç Derecesi, faiz ve vergi öncesi kârlardaki bir farklılaşmanın hisse başına kazançlarda ne seviyede bir farklılaşmaya yol açacağını ifade eder.

Yabancı kaynak kullanan işletmeler, kullanılan yabancı kaynak seviyesine bağlı olarak bir finansman riski ile karşı karşıyadırlar. Finansal riskin göstergesi ise **finansal kaldıraç derecesidir**. Faaliyetlerinin finansmanında yabancı kaynak kullanan işletmeler için söz konusu olan finansal kaldıraç derecesi, faiz ve vergi öncesi kârlardaki bir farklılaşmanın hisse başına kazançlarda ne seviyede bir farklılaşmaya yol açacağını ifade eder.

K İ T A P



Finansal kaldıraç derecesi hakkında daha geniş bilgiye Semih Büker, Rıza Aşıkoğlu ve Güven Sevil tarafından yazılan Finansal Yönetim (Ankara, 2018) kitabından (S.199-200) ulaşabilirsiniz.

Finansal kaldıraç derecesi şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Hisse Başına Kârdaki \% Değişme}}{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kârdaki \% Değişme}}$$

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\frac{\Delta \text{HBK}}{\text{HBK}}}{\frac{\Delta \text{FVÖK}}{\text{FVÖK}}}$$

Örnek: (Z) işletmesinin faiz ve vergi öncesi kârı ₺20.000 olduğu durumda hisse başına kârı ₺1.000 olmaktadır. İşletmenin faiz ve vergi öncesi kârı %10'luk bir artışla ₺22.000 olduğunda hisse başına kârı ₺1.500 olmaktadır. Bu durumda işletmenin finansal kaldıraç derecesini hesaplayınız.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\frac{1.500 - 1.000}{1.000}}{\frac{22.000 - 20.000}{20.000}}$$

Örnekteki işletmenin finansal kaldıraç derecesi 5 olarak bulunmuştur. Buna göre, işletmenin faiz ve vergi öncesi kârında yüzde 10 seviyesinde bir artış ya da azalış hisse başına kazancı yüzde 50 seviyesinde artıracak ya da azaltacaktır.

Finansal kaldıraç derecesinin, faiz ve vergi öncesi kâr (FVÖK) ve finansman giderlerine (C) bağlı olarak aşağıda verildiği gibi hesaplanması da mümkündür:

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{FVÖK} - C}$$

Örnek: Bir imalat işletmesinin 2010 yılına ait faiz ve vergi öncesi kârı ₺5.200'dir. İşletme kullanmakta olduğu krediler karşılığında yıllık ₺1.200 faiz ödemesi yapmaktadır. Bu işletmeye ait finansal kaldıraç derecesini hesaplayınız.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr} - \text{Faiz Giderleri}}$$

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{5.200}{5.200 - 1.200} = 1.3$$

İşletmenin finansal kaldıraç derecesinin 1,3 olması, işletmenin faiz ve vergi öncesi kârında yüzde 10 seviyesinde bir artış ya da azalışın hisse başına kazancı yüzde 13 seviyesinde artıracak ya da azaltacağı anlamına gelmektedir.

Bir giyim firmasının 2011 yılı faiz ve vergi öncesi kârı ₺15.000'dir. İşletmenin yıllık faiz ödemeleri toplamı ₺5.000 ise işletmenin finansal kaldıraç derecesini hesaplayınız.



SIRA SİZDE

Finansal kaldıraç derecesini başabaş noktası hesabında kullandığımız parametreler yardımıyla hesaplamak istersek aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz:

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - (F + C)}$$

Örnek: Bir gıda işletmesi yılda 8.000 adet konserve ürün üretmektedir. Üretilen her ürünün değişken maliyeti ₺8 ve satış fiyatı ₺12'dir. Sabit giderler toplamı ₺10.000'dir. İşletme kullanmış olduğu borçları için ödediği faiz toplamı ₺2.000'dir. Bu işletmenin finansal kaldıraç derecesini hesaplayınız.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{8.000(12 - 8) - 10.000}{8.000(12 - 8) - (10.000 + 2.000)} = 1.1$$

Bir imalat işletmesi yılda 10.000 adet kutu deterjan üretmektedir. Üretilen her deterjanın değişken maliyeti ₺10 ve satış fiyatı ₺15'dir. Sabit giderler toplamı ₺20.000'dir. İşletmenin ödediği faiz ödemeleri toplamı ₺6.000'dir. Bu işletmenin finansal kaldıraç derecesini hesaplayınız.



SIRA SİZDE

Bir işletme özkaynaklarla finanse edilmiş ise, bu işletmede, faiz ve vergi öncesi kâr ile vergiden önceki kâr arasında bir fark yoktur. Diğer bir ifadeyle öz sermaye ile finanse edilmiş bir işletmede finansal kaldıraçtan söz edilemez. Ancak, dış

kaynaklara, yani sabit finansal yükümlülükler getiren borçlanmaya gidildiğinde finansal kaldıraç derecesinden söz edilebilir.

BİRLEŞİK KALDIRAÇ

Faaliyet kaldıraç derecesi ve finansal kaldıraç derecesine ilişkin yaptığımız değerlendirmelerde; (1) Faaliyet kaldıraç derecesi nispeten büyük olan işletmelerin faiz ve vergi öncesi kârlarının (FVÖK) satış hacmindeki değişmelere duyarlılığının yüksek olduğunu ve (2) Finansal kaldıraç derecesi nispeten yüksek olan işletmelerin hisse başına kazançlarının (HBK) faiz ve vergi öncesi kârlarındaki değişmelere duyarlılığının yüksek olduğunu görmüştük. Hem faaliyet kaldıraç derecesinin (iş riski) ve hem de finansal kaldıraç derecesinin (finansman riski) söz konusu olduğu işletmeler için, bu iki kaldıraç derecesinden hareketle üçüncü bir kaldıraç derecesi hesaplamak mümkündür. Faaliyet ve finansal kaldıraç derecesine bağlı olarak hesaplanabilecek kaldıraç derecesine **birleşik (toplam) kaldıraç derecesi** denir. Birleşik kaldıraç derecesi, satış hacmindeki bir değişimin hisse başına kârlarda ne seviyede bir değişmeye yol açacağını ifade eder.

K İ T A P



Birleşik kaldıraç derecesi hakkında ilave bilgiye Scott Besley ve Eugene F. Brigham'ın Essentials of Managerial Finance (South-Western,2005) kitabından (s.529-530) ulaşabilirsiniz.

Birleşik Kaldıraç Derecesi, satış hacmindeki bir değişimin hisse başına kârlarda ne seviyede bir değişmeye yol açacağını ifade eder.

Birleşik kaldıraç derecesini şu şekilde hesaplayabiliriz;

Birleşik (Toplam) Kaldıraç Derecesi = Faaliyet Kaldıraç Derecesi * Finansal Kaldıraç Derecesi

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{\frac{\Delta FVÖK}{FVÖK}}{\frac{\Delta \text{Satışlar}}{\text{Satışlar}}} * \frac{\frac{\Delta HBK}{HBK}}{\frac{\Delta FVÖK}{FVÖK}}$$

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{\frac{\Delta HBK}{HBK}}{\frac{\Delta \text{Satışlar}}{\text{Satışlar}}} = \frac{\text{Hisse Başına Kârdaki \% Değişim}}{\text{Satışlardaki \% Değişim}}$$

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F} * \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - (F + C)}$$

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - (F + C)}$$

Örnek: Bir işletmenin satışlarında %6'lık artış olduğunda Hisse başına kârında %3'lük bir artış oluyorsa işletmenin birleşik kaldıraç derecesi kaç olur?

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Hisse Başına Kârdaki \% Değişim}}{\text{Satışlardaki \% Değişim}}$$

$$\text{Birleşik Kaldıraç Seviyesi} = \frac{\%3}{\%6} = 0,5$$

İşletmenin birleşik kaldıraç derecesi 0,5 olarak bulunmuştur. Bu değer, işletmenin satışlarında ortaya çıkabilecek yüzde 10 seviyesinde bir artış ya da azalış durumunda hisse başına kârında yüzde 5 seviyesinde bir artış ya da azalış olacağına işaret eder.

Örnek: Plastik ürünler üreten Ece İmalat işletmesinin sattığı 10.000 birim ürünün birim satış fiyatı ₺10, birim değişken giderleri ₺5 ve sabit giderleri toplamı ₺20.000'dir. İşletmenin ödemesi gereken yıllık faiz ödemesi ₺5.000'dir. İşletmenin birleşik kaldıraç derecesini hesaplayınız.

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - (F + C)}$$

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{10.000(10 - 5)}{10.000(10 - 5) - (20.000 + 5.000)} = 2$$

Otomobil üreten Fırat Oto üretim işletmesinin sattığı 100 birim ürünün birim satış fiyatı ₺65.000, birim değişken giderleri ₺45.000 ve sabit giderleri toplamı ₺100000'dir. İşletmenin ödemesi gereken yıllık faiz ödemesi ₺20.000'dir. İşletmenin birleşik kaldıraç derecesini hesaplayınız.



SIRA SİZDE

Özet



Başabaş analizinin anlamını, önemini ve varsayımlarını açıklamak.

İşletmelerin çeşitli üretim düzeylerindeki satış gelirleriyle, maliyet ve giderleri arasındaki ilişkinin incelenmesini amaçlayan, faaliyet giderlerini karşılayacak satış seviyesinin ne olduğunu ve belirli satış seviyelerinde ortaya çıkacak kâr miktarının ne olacağını belirlemeye çalışan bir analiz türüdür. Başabaş analizi; üretime ilişkin hesaplamalarda, masrafların kontrolünde ve kâr planlamasında finans yöneticisine yardımcı olur. Tüm analiz türlerinde olduğu gibi başabaş analizi de birtakım varsayımlara dayanır. Bu varsayımlar şu şekilde sıralanabilir; maliyetler sabit ve değişken maliyetler olarak ikiye ayrılmaktadır, değişkenler arasındaki ilişki kısa dönemlidir, değişken giderler belirli bir süre üretim miktarı ile orantılı olarak değişir, birim satış fiyatı, kabul edilen dönem içinde değişmemektedir, analizi kapsayan dönem için belirlenen faaliyet hacmi, üretim faktörlerinin verimliliği ve girdi maliyetleri değişmemektedir, üretilen miktarın tamamı satılmaktadır.



Başabaş noktasını hesaplamak.

Başabaş noktası, toplam gelirle giderlerin birbirine eşit olduğu diğer bir ifadeyle toplam kârın sıfır olduğu noktadır:

$$\text{Kâr} = \text{Toplam Gelir} - \text{Toplam Gider}$$

Yukarıdaki eşitlikte toplam gelir, birim satış fiyatı ve satış miktarının çarpımı ile bulunur. Toplam giderler ise sabit ve değişken giderler toplamına eşittir. Değişken giderleri, birim başına değişken gideri üretim ve satış miktarı ile çarpılarak hesaplarız.



Faaliyet kaldırıcı derecesini tanımlamak ve hesaplamak.

İşletmenin satışlarında ortaya çıkabilecek bir farklılaşmanın (artış ya da azalış) faiz ve vergi öncesi kazançları hangi seviyede farklılaştıracağını ifade eden faaliyet kaldırıcı derecesi, iş riskinin göstergesi olup, yönetimin geleceğe ilişkin planlamalarında kullanışlı bir araçtır. Faaliyet kaldırıcı derecesi, faiz ve vergi öncesi kârdaki yüzde değişimin satışlardaki yüzde değişime bölünmesiyle bulunur.



Finansal kaldırıcı derecesini tanımlamak ve hesaplamak.

Faiz ve vergi öncesi kazançlardaki bir farklılaşmanın (artış ya da azalış) hisse başına kazançlarda yol açacağı farklılaşma seviyesini ifade eden finansal kaldırıcı derecesi, finansal riskin bir göstergesi olup, yönetimin geleceğe ilişkin planlamalarında kullanışlı bir araçtır. Finansal kaldırıcı derecesi, hisse başına kârdaki yüzde değişimin faiz ve vergi öncesi kârdaki yüzde değişime bölünmesiyle bulunur.



Birleşik kaldırıcı derecesini tanımlamak ve hesaplamak.

İşletmenin satışlarında ortaya çıkabilecek bir farklılaşmanın (artış ya da azalış) hisse başına kazançlarda yol açacağı farklılaşma seviyesini ifade eden birleşik kaldırıcı derecesi, işletmenin toplam riskinin göstergesi olup, yönetimin geleceğe ilişkin planlamalarında kullanışlı bir araçtır. Birleşik kaldırıcı derecesi, faaliyet kaldırıcı derecesi ile finansal kaldırıcı derecesinin çarpılmasıyla, diğer bir ifadeyle hisse başına kârdaki yüzde değişimin satışlardaki yüzde değişime bölünmesiyle bulunur.

Kendimizi Sıyalım

1. Bir giyim firmasının satışlarında %10'luk artış olduğunda hisse başına kârında %40'lık bir artış oluyorsa, işletmenin birleşik kaldıraç derecesi aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. 5
 - b. 4,4
 - c. 4
 - d. 5,4
 - e. 3
2. Aşağıdakilerden hangisi "satışlardaki değişime karşı faiz ve vergi öncesi kârların göstereceği değişim seviyesini" ifade etmektedir?
 - a. Başabaş noktası
 - b. Faaliyet kaldıraç derecesi
 - c. Finansal kaldıraç derecesi
 - d. Birleşik kaldıraç derecesi
 - e. Nakit başabaş noktası
3. Aşağıdakilerden hangisi finansal riskin göstergesidir?
 - a. Başabaş noktası
 - b. Faaliyet kaldıraç derecesi
 - c. Finansal kaldıraç derecesi
 - d. Birleşik kaldıraç derecesi
 - e. Nakit başabaş noktası
4. Aşağıdakilerden hangisi kâr ya da zararın söz konusu olmadığı, kârın sıfır olduğu satış miktarı veya tutarını ifade etmektedir?
 - a. Finansal kaldıraç derecesi
 - b. Faaliyet kaldıraç derecesi
 - c. Sıfır kâr noktası
 - d. Birleşik kaldıraç derecesi
 - e. Finansal risk
5. Bir imalat işletmesinin 2017 yılına ait faiz ve vergi öncesi kârı ₺8.400'dir. İşletme kullanmakta olduğu krediler karşılığında yıllık ₺2.800 faiz ödemesi yapmaktadır. Bu işletmeye ait finansal kaldıraç derecesini hesaplayınız.
 - a. 2,5
 - b. 2,4
 - c. 2,0
 - d. 1,8
 - e. 1,5
6. Aşağıdakilerden hangisi iş riskini ifade etmektedir?
 - a. Finansal kaldıraç derecesi
 - b. Finansman riski
 - c. Birleşik kaldıraç derecesi
 - d. Faaliyet kaldıraç derecesi
 - e. Başabaş noktası
7. Bir imalat işletmesi üretimde birim başına ₺200 değişken maliyete katlanmaktadır. Ürünün birim satış fiyatı ₺220 olup, sabit maliyetler toplamı ₺100.000'dir. İşletmenin başabaş noktası üretim düzeyi aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. 7.500
 - b. 5.000
 - c. 4.500
 - d. 3.000
 - e. 2.000
8. Aşağıdakilerden hangisi nakit harcamaları karşılayacak satış düzeyini ifade etmektedir?
 - a. Nakit başabaş noktası
 - b. Finansal kaldıraç derecesi
 - c. Faaliyet kaldıraç derecesi
 - d. Finansal risk
 - e. İş riski
9. Bir işletme birim satış fiyatı ₺40 olan bir ürün için, ₺10 birim değişken maliyete katlanmaktadır. Sabit giderleri toplamı ₺15.000 olan işletmenin başabaş noktasına ulaşacağı satış hâsılatını hesaplayınız.
 - a. ₺10.000
 - b. ₺15.000
 - c. ₺20.000
 - d. ₺25.000
 - e. ₺30.000
10. Bir imalat işletmesinin ₺400'lik satış düzeyindeki faiz ve vergi öncesi kârı ₺2.000'dir. İşletmenin satışları ₺500 olduğunda faiz ve vergi öncesi kârının ₺3.000 olacağı beklenmektedir. Bu işletmenin faaliyet kaldıraç derecesi aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. 2
 - b. 3
 - c. 1,5
 - d. 2,5
 - e. 4

Yaşamın İçinden

“



12.11.2001 - 15:22

Mazda, rekor zararın ardından başabaşı yakalayacak

TOKYO - Japon Mazda'nın, mali yılın ikinci yarısında, dolar karşısında değeri düşen yen ve maliyet kısma çalışmaları sayesinde başabaş noktasını yakalayacak. Yüzde 33'ü Ford Motor'a ait olan Mazda, 30 Eylül'de sona eren ilk 6 ay'da toplam 1.3 milyar yen (11 milyon \$), hisse başına da 1.07 yen net gelir elde ettiğini açıkladı. Bu yılın ilk yarısında şirket dönem sonu itibarıyla 1 milyar yen kâr beklediğini duyurmuştu.

Geçen yıl zarar rekoru kırmıştı

Geçen yılı rekor sayılabilecek 9.6 milyar yenlik zararlar kapatan Mazda'nın bu yıl kâra geçmesindeki en büyük etkenlerin, şirket bünyesinde uygulamaya sokulan oldukça kapsamlı tasarruf tedbirleri ve maliyet kısıntıları olduğu bildiriliyor. Mazda, sene başından itibaren kapasite fazlası üretimi azaltmış, dağıtım ve işgücü maliyetlerinde büyük kısıntılar yapmıştı. Şirket tasarruf tedbirleri yürürlükteyken piyasaya çıkması beklenen yeni modellerinin satışları daha da artıracığını öne sürdü. Uzmanlar, Mazda yönetiminin, üretim ve pazarlama alanlarında uyguladıkları tedbirlerin başarıya ulaşmasının ardından, geçen yıl sarsılan güvenlerini geri kazandığını söylüyorlar.

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|--|
| 1. c | Yanıtınız yanlış ise “Birleşik Kaldıraç” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 2. b | Yanıtınız yanlış ise “Faaliyet Kaldırıcı” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 3. c | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Kaldıraç” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 4. c | Yanıtınız yanlış ise “Başabaş Analizi ve Gider Türleri” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 5. e | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Kaldıraç” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 6. d | Yanıtınız yanlış ise “Faaliyet Kaldırıcı” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 7. b | Yanıtınız yanlış ise “Başabaş Analizi ve Gider Türleri” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 8. a | Yanıtınız yanlış ise “Başabaş Analizi ve Gider Türleri” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 9. c | Yanıtınız yanlış ise “Başabaş Analizi ve Gider Türleri” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 10. a | Yanıtınız yanlış ise “Faaliyet Kaldırıcı” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

$$P = 1000 \text{ ₺/Birim}$$

$$V = 300$$

$$F = 7.000.000$$

$$Q = \frac{F}{P - V} = \frac{7.000.000}{1.000 - 300} = 10.000 \text{ Birim}$$

Sıra Sizde 2

$$P = 30 \text{ ₺/Birim}$$

$$V = 15 \text{ ₺/Birim}$$

$$F = 15.000$$

$$\text{Başabaş Satış Tutarı} = \frac{F}{\left(1 - \frac{V}{P}\right)} = \frac{5.000}{\left(1 - \frac{10}{20}\right)} = 10.000$$

Sıra Sizde 3

$$P = 2.000 \text{ ₺/Birim}$$

$$V = 750 \text{ ₺/Birim}$$

$$F = \text{₺}60.000$$

$$\text{Amortismanlar (A)} = \text{₺}20.000$$

$$Q = \frac{F - A}{P - V} = \frac{60.000 - 20.000}{2.000 - 750} = 32 \text{ Birim}$$

Sıra Sizde 4

Model	Satış Hacmi İçindeki Payı	Değişken Gider Oranı	Ortalama Değişken Gider Oranı
X	%50	%60	0,30
Y	%25	%70	0,175
Z	%25	%60	0,15
Toplam			0,625

$$\begin{aligned} \text{Başabaş Satış Tutarı} &= \frac{\text{Sabit Giderler}}{1 - \text{Değişken Gider Oranı}} \\ &= \frac{375}{1 - 0,625} = \text{₺}1.000 \end{aligned}$$

Model	Başabaş Noktasındaki Satış Tutarı	Satış Hacmi İçindeki Payı	Her Modelin Satış Tutarı
X	₺1.000	%50	500
Y	₺1.000	%25	250
Z	₺1.000	%25	250
Toplam			1.000

Sıra Sizde 5

$$\begin{aligned} \text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} &= \frac{\frac{\Delta \text{FVÖK}}{\text{FVÖK}}}{\frac{\Delta \text{Satışlar}}{\text{Satışlar}}} \\ &= \frac{\frac{2.800.000 - 2.000.000}{2.000.000}}{\frac{12.000.000 - 10.000.000}{10.000.000}} = 2 \end{aligned}$$

Sıra Sizde 6

$$P = 600 \text{ ₺/Birim}$$

$$V = 250 \text{ ₺/Birim}$$

$$F = \text{₺}600.000$$

$$Q = 4.000 \text{ Birim}$$

$$\begin{aligned} \text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} &= \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \\ &= \frac{4.000(600 - 250)}{4.000(600 - 250) - 600.000} \\ &= 1,75 \end{aligned}$$

Sıra Sizde 7

$$P = 600 \text{ ₺/Birim}$$

$$V = 250 \text{ ₺/Birim}$$

$$F = \text{₺}300.000$$

$$Q = 4.000 \text{ Birim}$$

$$\begin{aligned} \text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} &= \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - F} \\ &= \frac{4.000(600 - 250)}{4.000(600 - 250) - 300.000} \\ &= 1,27 \end{aligned}$$

Sıra Sizde 8

$$\begin{aligned} \text{Finansal Kaldıraç Derecesi} &= \frac{\text{FVÖK}}{\text{FVÖK} - C} \\ &= \frac{15.000}{15.000 - 5.000} = 1,5 \end{aligned}$$

Sıra Sizde 9

$$P = 15 \text{ ₺/Birim}$$

$$V = 10 \text{ ₺/Birim}$$

$$F = \text{₺}20.000$$

$$Q = 10.000 \text{ Birim}$$

$$C = \text{₺}6.000$$

$$\begin{aligned} \text{Finansal Kaldıraç Derecesi} &= \frac{Q(P - V) - F}{Q(P - V) - (F + C)} \\ &= \frac{10.000(15 - 10) - 20.000}{10.000(15 - 10) - (20.000 + 6.000)} = 1,25 \end{aligned}$$

Sıra Sizde 10

P = 65.000 ₺/Birim

V = 45.000 ₺/Birim

F = ₺100.000

Q = 100 Birim

A = ₺20.000

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - (F + C)}$$

$$= \frac{100(65.000 - 45.000)}{100(65.000 - 45.000) - (100.000 + 20.000)} = 1,06$$

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Akgüç, Öztin. (1998). **Finansal Yönetim**, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aydın, Nurhan; Başar, Mehmet ve Coşkun, Metin. (2006). **Finansal Yönetim**, Eskişehir: Aktüel Tanıtım ve Ofset Hizmetleri.
- Berk, Niyazi. (2010). **Finansal Yönetim**, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Besley, Scott ve Brigham, Eugene F. (2005). **Essentials of Managerial Finance**, South- Western: Thomson.
- Büker, Semih, Aşıkoğlu, Rıza ve Sevil, Güven. (2018). **Finansal Yönetim**, Ankara: Sözkese Matbaacılık.
- Canbaş, Serpil ve Vural, Gamze. (2010). **Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler**, Adana: Karahan Kitabevi.
- Gönenli, Atilla. (1983). **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul: Formül Matbaası.
- Okka, Osman. (2009). **Analitik Finansal Yönetim**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Quiry, Pascal. (2005). **Corporate Finance: Theory and Practice**, Haddington: John Wiley and Sons
- Usta, Öcal. (2008). **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Ankara: Detay Yayıncılık.

6

Amaçlarımız

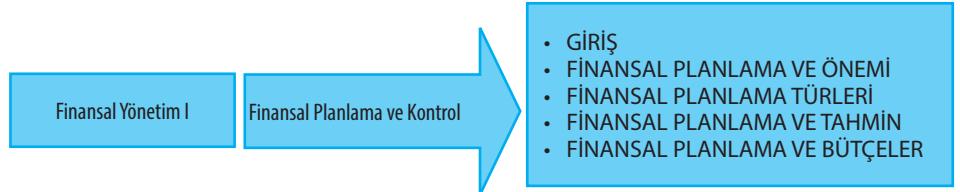
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Finansal planlama kavramını ve işletmeler açısından önemini kavrayabilecek,
- Finansal planlama türlerini açıklayabilecek,
- Finansal planlama faaliyetleri çerçevesinde tahmin yöntemlerini analiz edebilecek,
- Bütçe kavramını ve işletmeler açısından önemini kavrayabilecek,
- Nakit bütçesinin önemini ve nasıl hazırlandığını tanımlayabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Finansal Planlama
- Finansal Planlama Türleri
- Tahmin
- Proforma Finansal Tablolar
- Satışların Yüzdesi Yöntemi
- Regresyon Yöntemi
- Nakit Bütçesi

İçindekiler



Finansal Planlama ve Kontrol

GİRİŞ

İşletmelerde finans yöneticileri zamanlarının önemli bir kısmını gelecekte izlenecek uygulamaların belirlenmesine, politikaların saptanmasına ve saptanmış politikaların gözden geçirilmesine ayırmak zorundadırlar. Geleceğe ilişkin bu faaliyetler çerçevesinde finans yöneticisi, varlıklarının bileşiminin ne olacağı ve varlıkların nasıl bir finansal yapı ile finanse edileceklerini de belirlemek zorundadır. Finansal planlama olarak adlandırılan bu faaliyetler finans yöneticilerinin temel görevlerinden biridir.

Finansal planlama sürecinde finans yöneticisi, varlıkların bileşimine ve finansal yapıya ilişkin alınacak kararlara bağlı olarak ortaya çıkacak sonuçları da dikkate alarak, söz konusu sonuçların işletme amaçları açısından tatmin edici sonuçlar olup olmadığını değerlendirecek ve alınan kararların temel işletme amacı olan piyasa değerini maksimum kılma amacını gerçekleştirecek kararlar olmasına özen gösterecektir. Bu nedenle finansal planlama, işletmenin bir bütün olarak ele alınmasını ve analizini gerektiren bir faaliyettir.

Finansal planlar kapsadıkları döneme göre kısa süreli finansal planlar ve orta ve uzun süreli finansal planlar olarak sınıflandırılırlar. Finans yöneticileri uzun süreli finansal planlama aracı olarak, tahminlemeye dayanan proforma mali tablolarından yararlanırken, kısa süreli planlama aracı olarak işletme bütçelerinden, özellikle nakit bütçesinden yararlanırlar.

FİNANSAL PLANLAMA VE ÖNEMİ

Temel işletme fonksiyonlarından biri olarak finans fonksiyonu çerçevesinde işletmelerde finans yöneticisinin yaptığı işlerden birisi de finansal planlamadır. Büyüklüğü ne olursa olsun **finansal planlama** tüm firmalar için temel bir faaliyettir. Firmanın ileriye dönük faaliyetleri finansal planlama ile şekillendirilir. Bu açıdan, finansal planlama faaliyetinin geleceğe dönük bir faaliyet olduğunu söyleyebiliriz.

Finansal planlama, işletmenin, gelecekte bir bütün olarak hangi noktada olmasının istendiğinin belirlenmesidir. Finansal plan ise, firmanın gelecekte nasıl davranacağını, hedeflerini, hareket tarzını belirleyen, gelecekteki alternatif yatırımlarının ve finansal kararlarının finansal yönden etkilerini değerlendiren ve şekillendiren sistematik bir yaklaşımdır. Her finansal planın bir modeli, girdileri ve çıktıları vardır. Örneğin girdiler; satışlar, alacaklar, faiz oranları, stoklar ve borç durumları olabilir. Çıktılar ise proforma bilanço, gelir tablosu ve diğer tablolar ile işletme bütçeleridir.

Finansal planlama, işletmenin, gelecekte bir bütün olarak hangi noktada olmasının istendiğinin belirlenmesidir.

Firmanın uzun dönemdeki temel amacı piyasa değerini maksimum kılmaktır. Finansal yöneticiler bu hedefe uygun planlar yapar ve sonradan söz konusu planları firmanın gerçek durumu ile karşılaştırırlar. Planlar yapılırken, işletmenin temel verilerinden başka işletme faaliyetlerini etkileyen ekonomik durum, sektördeki rekabet yapısı, finansal kurumların kredi kaynakları, vergi uygulamaları, bireysel ve kurumsal yatırımcıların davranışları, müşteri talebindeki değişimler ve satıcıların durumu gibi temel faktörlerden yararlanılarak firmanın rakiplere oranla güçlü ve zayıf yönleri belirlenir.

DİKKAT



Finansal planlama sürecinde işletmenin temel verilerinin yanında, işletmenin içinde bulunduğu sektör veya ekonomik yapıya ilişkin işletme dışı verilere de ihtiyaç vardır.

Artan rekabet koşullarında işletmeler, geleceğe ilişkin çok sayıda belirsizlikle karşı karşıyadırlar. Geleceğin belirsizliği nedeniyle işletmelerin, her zaman için istenmeyen gelişmelerle karşı karşıya kalma olasılığı vardır. Finansal planlama faaliyeti ile gelecekte ortaya çıkabilecek nakit akımlarının (para giriş ve çıkışlarının) belirlenmesine çalışılır. Gerekli özen gösterilerek yapılan bir finansal planlama, işletmeler açısından şu bakımlardan önemlidir;

- Finansal planlama ile işletmenin finansal yapısına ilişkin belirli bir tercihin nakit akışlarına, karlılığa ve dış kaynak ihtiyacına etkisi hakkında bir yargıya sahip olabiliriz,
- Finansal planlama sayesinde işletme yönetimi, satışların beklenen seviyenin altında olması veya hammadde temininde beklenmeyen sorunlarla karşılaşılması gibi, piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek değişimlere daha kolay uyum sağlayabilirler,
- Finansal planlama, farklı zamanlarda gerçekleşen para giriş ve çıkışları arasında uyumlaştırma olanağı sağlar. Böylece işletme, yükümlülüklerini yerine getirememeye ya da atıl fon tutma gibi istenmeyen sonuçlardan korunma imkânına sahip olur.

Finansal planlamadan beklenen faydaların sağlanabilmesi için belirlenen plan hedeflerinin:

- İşletmedeki tüm ilgili birimlerin görüşlerini yansıtır olması,
- Gerçekçi ve ulaşılabilir olması,
- Güçlü varsayımlara dayanması gerekmektedir.

K İ T A P



Finansal planlamanın önemine ilişkin ayrıntılı açıklamaları Pamela P. Peterson'ın *Financial Management and Analysis* (McGraw-Hill, 1994) kitabında (s.786-789) bulabilirsiniz.

Finansal planlamanın işlevi yalnızca plan ve bütçelerin yapılmasından ibaret sayılamaz. Finansal kontrol süreci ile planlamada öngörülen ya da tahmin edilen değerlerin (plan değerleri) gerçekte ortaya çıkan ödeme akımları (gerçekleşen değerler) ile uyumlu olup olmadığı ortaya koyulur. Planlanan ve gerçekleşen değerler arasında sapma yüksek görülürse, finansal düzeltmeye ihtiyaç duyulur. Etkili bir kontrol, ancak ödeme ve tahsilatların planlama döneminde olduğu gibi kontrol döneminde de aynı sistematik içerisinde değerlendirilmesiyle olanaklıdır.

FINANSAL PLANLAMA TÜRLERİ

Finansal planlar kapsadıkları döneme göre kısa ve orta ve uzun süreli finansal planlar olarak ikiye ayrılırlar.

Kısa Süreli Finansal Planlar: Planlama dönemi bir yıldan az bir dönemi kapsıyor ise hazırlanan plan kısa süreli bir plandır. Kısa süreli finansal planlar işletmelerin, günlük, haftalık, aylık işlemlerden doğacak nakit giriş ve çıkışlarını önceden belirlemek amacıyla yapılan planlardır. Bu planlar oldukça detaylı hazırlanırlar. Kısa süreli planlarla (işletme bütçeleri), işletmenin günlük faaliyetlerini başarılı olarak sürdürebilmesi için gerekli olan varlıklara ilişkin olarak ortaya çıkabilecek nakit gereksinimi önceden belirlenip önlem alınabileceği gibi, muhtemel nakit fazlalarının da nerelerde değerlendirileceğinin belirlenmesi yapılır. Kısa süreli finansal planlamada nakit yönetimi temel amaçtır.

Bir işletmenin, gelecekteki üç ay için işletmeye olacak nakit giriş ve çıkışlarını belirlemek amacıyla yaptığı planlamaya ne ad verilir?



SIRA SİZDE

Orta ve Uzun Süreli Finansal Planlar: İşletmelerin temel amacı piyasa değerlerini artırmaktır. Bu amacın gerçekleşmesi bir kısmı işletme içi bir kısmı ise işletme dışı pek çok faktöre bağlıdır. Orta ve uzun süreli planlar, işletmenin piyasa değerini artırmaya yönelik olarak izleyeceği stratejiler doğrultusunda yapılan finansal planlardır. Bu tür finansal planlar, işletmenin diğer departmanlarının hazırladığı planların parasal olarak ifadesini içerir. Planlama süresi uzadıkça belirsizlik ve risk artacağından bu tür planların her zaman tam olarak uygulanması söz konusu olmayabilir. Orta ve uzun süreli amaçlar değişikliğe uğrayabileceğinden bu tür planlarda bazı durumlarda revize işlemleri yapmak söz konusu olabilmektedir.

Finansal planlar işletmenin amacına göre ise olağan, özel ve olağanüstü finansal planlar olarak üçe ayrılırlar.

Olağan Finansal Planlar: İşletme faaliyetleri ilgili gerek miktar, gerekse zaman bakımından birbirini tamamlaması gereken bütün gelir ve giderleri kapsayan planlardır. Olağan finansal planlar, nakit planı, kredi planı ve ödeme araçları planı olmak üzere birbirini tamamlayan üç ayrı plandan oluşurlar.

Özel Finansal Planlar: İşletmelerin kurulmaları, genişletilmeleri, birleşmeleri ve tasfiye edilmeleri durumunda yapılan finansal planlardır.

Olağanüstü Finansal Planlar: Genellikle yatırım ve uzun süreli sermaye ihtiyacını kapsayan finansal planlardır. Sermaye ihtiyacının hesaplanması finansal planlamanın ağırlık noktasıdır. Bir başka deyişle olağanüstü finansal planlar, yatırımlar için gerekli olan fonların sağlanmasında bu fonlarla ilgili ayrıntılı bilgileri gösterir.

Finansal planlama ve türlerine ilişkin daha geniş bir açıklamayı Osman Okka'nın Finansal Yönetime Giriş (Ankara, 2006) kitabından (s.139-143) bulabilirsiniz.



K İ T A P

FİNANSAL PLANLAMA VE TAHMİN

Finansal planlama faaliyetinin gerçekleştirilebilmesi için birtakım varsayımlara, verilere ve tahminlere ihtiyaç vardır. Varsayımlar finansal planlamayı önemli ölçüde yönlendirmektedir. Genellikle; konjonktürel gelişmeler, vergi politikaları, para-kredi ve faiz konusundaki değişiklikler, enflasyon, bankalar kanunu vb. konulardaki olası gelişmelere ilişkin varsayımlar finansal planlama sürecinde dikkate alınmaktadır. Finansal planlama sürecinde ihtiyaç duyulan diğer bir faktör olan veriler ise çevre hakkındaki veriler, rakipler hakkındaki veriler ve firma hakkındaki veriler olmak üzere üç grupta toplanmaktadır. Finansal planlama sürecinin belki de en önemli bileşeni ise tahminlerdir. Çeşitli varsayımlar altında, verilere dayanılarak yapılan tahminler, finans yöneticisine firmanın geleceğe dönük faali-

yetleri, varlık ve kaynakları konusunda önemli bilgiler vererek, sorunların önceden tespit edilmesi ve gerekli önlemlerin alınmasına imkân tanır.

Finansal planlama süreci gelecek dönemlere ilişkin satış tahmini ile başlar. Tahmin edilen satış hedeflerinin tutturulabilmesi için ihtiyaç duyulan varlıklar belirlenir. Bu aşamada çeşitli finansman tercihleri dikkate alınarak gelecek dönemlere ilişkin bilanço ve gelir tabloları oluşturulmalı ve hisse başına kâr gibi temel göstergeler tahmin edilmelidir.

DİKKAT



Finansal planlama süreci geçmiş yıllardaki verilere dayanarak yapılan satış tahminleri ile başlar.

Başta satışlar olmak üzere para akımlarına ilişkin yapılacak tahminler şunları içermelidir;

- Belirli bir dönem boyunca firmanın ne miktarda paraya ihtiyaç duyacağı,
- Aynı dönemde işletme faaliyetlerinden yaratılacak kaynakların ne miktarda olacağı,
- Toplam kaynak ihtiyacı ile işletme faaliyetlerinden yaratılacak kaynaklar arasındaki fark anlamında dış kaynak ihtiyacının ne miktarda olacağı.

Gelecek dönemlerde ortaya çıkacak para akımlarının tahmininde kullanılan yöntemler şunlardır;

- Satışların Yüzdesi Yöntemi
- Bilanço Kalemlerinin Günlük Satış Tutarına Oranı Yöntemi
- Regresyon Yöntemi
- Oranlar Yöntemi

K İ T A P



Proforma bilanço hazırlanması konusunda ayrıntılı açıklama ve örnekleri Ali Ceylan'ın İşletmelerde Finansal Yönetim (Bursa,1998) kitabında (s.54-66) bulabilirsiniz.

Satışların yüzdesi yönteminde, geçmiş bilanço kalemleri ile satışlar arasındaki ilişki belirlenerek bu ilişkinin gelecekte de devam edeceği varsayımı altında, tahmin edilen satış seviyesi için proforma bilanço hazırlanır.

Satışların Yüzdesi Yöntemi

Satışların yüzdesi yöntemi, satışlar belirli bir oranda arttığında ortaya çıkacak fon gereksiniminin saptanmasında kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntem satışlar ile bilanço kalemleri arasındaki ilişkilerden hareket eder. Satışlar ile bilanço kalemleri arasındaki ilişkiler saptanırken, işletmenin geçmişteki satışları ile bilanço kalemleri arasında ilişki kurulur.

Yöntemde bilanço kalemleri satışların yüzdesi şeklinde tahmin edilerek gelecek dönemlere ilişkin olarak işletmenin proforma tabloları düzenlenir ve gelecekteki finansman gereksinimi belirlenir. Öncelikle satışlarla ilişkili olarak doğrudan artan ya da azalan bilanço kalemlerinin belirlenmesi gerekir. Bu amaçla, geçmiş bilanço kalemleri ile satışlar arasındaki ilişki belirlenerek bu ilişkinin gelecekte de devam edeceği varsayımı altında, tahmin edilen satış seviyesi için proforma bilanço hazırlanır.

Satışların yüzdesi yönteminde, satışlarla ilişkili olarak doğrudan artan ya da azalan bilanço kalemlerinin belirlenmesi önemlidir. Satışlara bağlı olarak artan ya da azalan ve satışların belirli bir yüzdesi olarak tahmin edilebilen bilanço kalemleri, aktifler için, hazır değerler, alacaklar, stoklar ve maddi duran varlıklardan oluşur iken, pasifler için, ticari borçlar, ödenecek giderler, ödenecek vergi ve prim borçlarından oluşur. Aktifte iştirakler pasifte ise ödenmiş sermaye ve yedek akçeler satışlardan bağımsız bilanço kalemlerine örnek olarak verilebilir.

Örnek: (X) işletmesinin 2018 yılına ilişkin özet bilanço ve gelir tablosu aşağıda verilmiştir. Bu işletmenin 2018 yılı satışları ₺90.000 iken, 2018 yılında satışların %25 arttırılarak ₺112.500'ye çıkması hedeflenmektedir. Hedeflenen satış düzeyine ulaşılması için işletmenin varlık yapısı ne olmalıdır? Bu varlık yapısının oluşturulabilmesi için işletme hangi kaynaklardan fon sağlayacak ve ne kadar fona ihtiyaç duyacaktır?

(X) İşletmesi 31 Aralık 2017 Tarihli Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa ve Banka	3.000	Kısa Vadeli Borçlar	9.000
Alacaklar	12.000	Orta Vadeli borçlar	3.000
Stoklar	24.000	Uzun Vadeli borçlar	6.000
Dönen Varlık Toplamı	39.000	Dağıtılmayan Karlar	3.000
Duran Varlıklar	6.000	Sermaye	24.000
Toplam Varlıklar	45.000	Toplam Kaynaklar	45.000

(X) İşletmesi 31 Aralık 2017 Tarihli Gelir Tablosu	
Satışlar	90.000
Satışların Maliyeti (Vergi ve Faiz dâhil)	85.500
Net Kar	4.500
KârPayı Ödemeleri	1.500
Dağıtılmayan Karlar	3.000

İşletmenin ₺45.000 tutarındaki mevcut varlıkları ile ₺90.000 tutarında satış yapılabilir. Satışlar %25 arttığında her bir varlık kaleminin işletmenin önceki deneyimine ve durumuna uygun olarak %25 artması gerekmektedir. Satışların %25 arttığı durumda, satışlarla ilgili bilanço kalemleri de aynı oranda artırılarak aşağıdaki gibi hesaplanır:

Kasa ve Banka	: 3.000*1,25= 3.750
Alacaklar	: 12.000*1,25= 15.000
Stoklar	: 24.000*1,25= 30.000
Duran Varlıklar	: 6.000*1,25= 7.500
Kısa Vadeli Borçlar	: 9.000*1,25= 11.250
Orta Vadeli borçlar	: 3.000*1,25= 3.750
Uzun Vadeli borçlar	: 6.000*1,25= 7.500
Dağıtılmayan Karlar	: 3.000*1,25= 3.750

Hesaplanan değerlere bağlı olarak, satışların %25 arttığı durumda işletmenin tahmini (proforma) bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır;

(X) İşletmesi 31 Aralık 2018 Tarihli Proforma Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa ve Banka	3.750	Kısa Vadeli Borçlar	11.250
Alacaklar	15.000	Orta Vadeli borçlar	3.750
Stoklar	30.000	Uzun Vadeli borçlar	7.500
Dönen Varlık Toplamı	48.750	Dağıtılmayan Karlar	3.750
Duran Varlıklar	7.500	Sermaye	24.000
		Ek Fon Gereksinimi	6.000
Toplam Varlıklar	56.250	Toplam Kaynaklar	56.250

İşletme, satışlarını %25 artırdığında sahip olduğu varlıklarında aynı oranda artması halinde ₺6.000 ek kaynağa ihtiyaç duyacaktır. İşletme yönetiminin sermaye yapısının oluşumuna ilişkin tercihlerine bağlı olarak ihtiyaç duyulan bu kaynak, ilave borçlanma yoluyla veya sermaye artışı yoluyla temin edilebilecektir. Ek fon gereksiniminin aşağıdaki gibi hesaplanması mümkündür:

$$\text{Ek Fon Gereksinimi} = \left[\frac{V}{S} (\Delta S) - \frac{KB}{S} (\Delta S) - (GA - K) \right]$$

V= İşletmenin mevcut düzeydeki toplam varlıkları

S= Mevcut düzeydeki satışlar

KB= Mevcut düzeydeki kısa vadeli borçlar

ΔS = Satışlardaki değişim

GA= Gelirdeki net artış

K= Kâr payı ödemeleri

$$= \left[\frac{45.000}{90.000} (22.500) - \frac{9.000}{90.000} (22.500) - (4.500 - 1.500) \right] = 6.000$$

SIRA SİZDE



Barış Gıda A.Ş.'nin 2017 yılına ilişkin özet bilanço ve gelir tablosu aşağıda verilmiştir. Bu işletmenin 2017 yılı satışları ₺60.000 iken, 2018 yılında satışların %25 arttırılarak ₺75.000'ye çıkması hedeflenmektedir. Hedeflenen satış düzeyi için işletmenin ek fon gereksinimini hesaplayınız.

Barış Gıda A.Ş. 31 Aralık 2017 Tarihli Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa ve Banka	2.000	Kısa Vadeli Borçlar	6.000
Alacaklar	8.000	Orta Vadeli borçlar	4.000
Stoklar	16.000	Uzun Vadeli borçlar	2.000
Dönen Varlık Toplamı	26.000	Dağıtılmayan Karlar	2.000
Duran Varlıklar	4.000	Özsermaye	16.000
Toplam Varlıklar	30.000	Toplam Kaynaklar	30.000

Satışların yüzdesi yöntemine ilişkin ilave açıklama ve örnekleri Öcal Usta'nın İşletme Finansı ve Finansal Yönetim (Ankara, 2008) kitabında (s.152-153) bulabilirsiniz.



K İ T A P

Bilanço Kalemlerinin Günlük Satış Tutarına Oranı Yöntemi

Bilanço kalemlerinin satışlarla ilişkisine dayanarak proforma bilanço hazırlanmasında kullanılabilecek yöntemlerden birisi de bilanço kalemlerinin günlük satış tutarına oranı yöntemidir. Bu yöntemde ilk olarak, bilanço kalemlerinin kaç günlük satışa eşit oldukları bulunur. Daha sonra, tahmini satış tutarına bağlı olarak her bir bilanço kaleminin değeri hesaplanır.

Örnek: Ece Ticaret A.Ş.'nin 2017 yılı bilançosu aşağıdaki gibidir;

Ece Ticaret A.Ş. 31.12.2017 Tarihli Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa ve Banka	1.500	Kısa Vadeli Borçlar	1.200
Alacaklar	900	Uzun Vadeli borçlar	3.600
Stoklar	1.500	Özsermaye	6.600
Dönen Varlık Toplamı	3.900		
Duran Varlıklar	7.500		
Toplam Varlıklar	11.400	Toplam Kaynaklar	11.400

İşletmenin 2017 yılı satışları ₺108.000 olup 2018 satışlarının ₺126.000 olacağı tahmin edilmektedir. Günlük satış tutarı esasına göre işletmenin 31.12.2018 tarihli proforma bilançosunu düzenlemek için yapılacak işlemler aşamalar halinde aşağıdaki gibi olacaktır:

1. Adım: 2017 yılı toplam satışları üzerinden günlük satış tutarı bulunur.

$$2017 \text{ yılının günlük satış tutarı} = \frac{\text{Satışlar}}{360} = \frac{108.000}{360} = 300$$

2. Adım: 2017 yılında her bir bilanço kaleminin kaç günlük satışa karşılık olduğu bulunur. Bu aşamada her bir bilanço kalemi günlük satış tutarına bölünerek, günlük satış cinsinden değerleri bulunmaktadır.

Kasa ve Banka	: 1.500/300= 5 günlük satış
Alacaklar	: 900/300= 3 günlük satış
Stoklar	: 1.500/300= 5 günlük satış
Duran Varlıklar	: 7.500/300=25 günlük satış
Kısa Vadeli Borçlar	: 1.200/300= 4 günlük satış
Uzun Vadeli Borçlar	: 3.600/300= 12 günlük satış

3. Adım: 2018 yılı satış tahmini üzerinden 2018 yılı tahmini günlük satış tutarı bulunur.

$$2018 \text{ yılının tahmini günlük satış tutarı} = \frac{\text{Tahmini Satışlar}}{360} = \frac{126.000}{360} = 350$$

4. Adım: 2018 yılı tahmini günlük satış tutarı ve 2017 yılı için 2.adımda hesapladığımız değerlere bağlı olarak 2018 yılı proforma bilançosu hazırlanır.

Kasa ve banka mevcudunun 5 günlük satışa eşdeğer olduğunu ve 2018 yılı tahmini günlük satış tutarının 350 olduğu bilindiğine göre 2018 yılı kasa mevcudu:

$$350 \times 5 = \text{₺}1.750$$

Aynı işlemleri diğer kalemler için yaptığımızda;

Alacaklar : $350 \times 3 = \text{₺}1.050$
 Stoklar : $350 \times 5 = \text{₺}1.750$
 Duran Varlıklar : $350 \times 25 = \text{₺}8.750$
 Kısa Vadeli Borçlar : $350 \times 4 = \text{₺}1.400$
 Uzun Vadeli Borçlar : $350 \times 12 = \text{₺}4.200$ olur.

Bulunan sonuçları bilançoda yerine koyduğumuzda, işletmenin ek fon gereksiniminin $\text{₺}1.100$ olduğu görülmektedir. Satış hacminin $\text{₺}108.000$ 'den $\text{₺}126.000$ 'ye yükselebilmesi için ihtiyaç duyulan varlıkların finansmanına yönelik olarak $\text{₺}1.100$ ilave kaynak gereksinimi olan işletmenin, bu kaynağı hangi oranda öz-kaynaklarla hangi oranda yabancı kaynaklarla karşılayacağı kararı ise sermaye yapısının oluşumuna ilişkin tercihiine bağlı olarak şekillenecektir.

Ece Ticaret A.Ş. 31/12/2018 Tarihli Proforma Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa ve Banka	1.750	Kısa Vadeli Borçlar	1.400
Alacaklar	1.050	Uzun Vadeli borçlar	4.200
Stoklar	1.750	Özsermaye	6.600
Dönen Varlık Toplamı	4.550	Gerek Duyulan Fon	1.100
Duran Varlıklar	8.750		
Toplam Varlıklar	13.300	Toplam Kaynaklar	13.300

K İ T A P



Bilanço kalemlerinin günlük satış tutarına oranı yöntemi ile ilgili olarak ilave açıklama ve örnekleri Serpil Canbaş ve Gamze Vural tarafından yazılan Finansal Yönetim: Açıklamalı Örnekler ve Problemler (Adana,2010) adlı kitabında (s.86-88) bulabilirsiniz.

Regresyon Yöntemi

Bu yöntemde bilanço kalemleri, satışların bir fonksiyonu olarak ele alınır. Bilanço kalemlerinin bağımlı değişken satışların bağımsız değişken olarak ele alındığı bu yöntemde, tahmin edilecek bilanço kalemleriyle satışlar arasında geçmiş yıllarda görülen ilişki saptanır ve bu ilişkiye en uygun düşen regresyon denklemi bulunur. Bulunan regresyon denklemi yardımıyla, gelecek yıllara ilişkin tahmini satış tutarlarına bağlı olarak işletmenin proforma bilançosu oluşturulur.

D İ K K A T



Regresyon yönteminde satışlar bağımsız değişkendir. Bilanço kalemleri bağımlı değişkendir ve satışların bir fonksiyonudur.

Örnek: (A) İşletmesinin yıllar itibarıyla satış ve stok tutarları aşağıda verildiği gibidir. İşletmenin satışları ile stokları arasında bir ilişki olup olmadığını regresyon analizi yöntemi ile belirleyiniz.

Yıllar	Satışlar	Stoklar
2011	60	15
2012	72	16
2013	75	20
2014	80	24
2015	86	28
2016	90	30
2017	120	40

Satışlar ve stok seviyesi arasındaki ilişkiyi aşağıdaki denklem yardımıyla gösterebiliriz;

$$y = a + b \cdot x \text{ denkleminde,}$$

y; Yıllar itibarıyla stok miktarı

x; Yıllar itibarıyla satış seviyesi

b; Satışlardaki bir değişikliğin stoklarda yol açacağı değişmeyi ifade eden regresyon katsayısı

a; Denklem sabiti

Öncelikle satışlar ve stok seviyesi arasında bir ilişki olup olmadığına bakalım. Örneğimizdeki gibi, iki değişken arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin göstergesine Korelasyon Katsayısı denilmektedir. Korelasyon katsayısı (r) aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$r = \frac{N(\sum xy) - (\sum y)(\sum x)}{\sqrt{[(N\sum x^2) - (\sum x)^2] - [(N\sum y^2) - (\sum y)^2]}}$$

Yıllar itibarıyla satışlar (x) ve stoklar (y) için denklem değişkenlerini aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz.

Yıllar	Satışlar (x)	Stoklar (y)	x ²	y ²	xy
2011	60	15	3.600	225	900
2012	72	16	5.184	256	1.152
2013	75	20	5.625	400	1.500
2014	80	24	6.400	576	1.920
2015	86	28	7.396	784	2.408
2016	90	30	8.100	900	2.700
2017	120	40	14.400	1.600	4.800
Toplam	583	173	50.705	4.741	15.380

$$r = \frac{(7 * 15.380) - (173 * 583)}{\sqrt{[(7 * 50.705) - (583)^2] - [(7 * 4.741) - (173)^2]}}$$

$$r = 0,9713$$

Elde edilen korelasyon katsayısı ($r=0,9713$) satışlar ile stoklar arasında doğrusal bir ilişki olduğunu göstermektedir. Stoklar ve satış seviyesi arasında ilişkinin varlığı tespit edildikten sonra, iki değişken arasındaki ilişkiyi ifade eden $y = a + bx$ doğru denklemi için, (a) ve (b) parametrelerinin belirlenmesi gerekmektedir. Denklem sabiti olan (a) değeri aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$a = \frac{(\sum x^2) \sum y - \sum x \sum xy}{N \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

$$a = \frac{(50.705 - 173) - (583 * 15.380)}{(7 * 50.705) - (583)^2}$$

$$a = -12,93$$

Denklemdaki regresyon katsayısı(b) ise;

$$b = \frac{(N \sum xy - (\sum x)(\sum y))}{N \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

$$b = \frac{(7 * 15.380) - (583)(173)}{7 * 50.705 - (583)^2}$$

$$b = 0,452$$

Hesaplanan (a) ve (b) değerlerine bağlı olarak, satışlar ve stok seviyesi arasındaki ilişkinin denklemi aşağıdaki gibi olacaktır;

$$y = a + bx \text{ idi,}$$

$$y = -12,93 + 0,45x$$

Eğer işletmenin 2012 yılına ait tahmin edilen satışlarının 140 olduğu varsayılırsa, oluşturduğumuz denklem yardımıyla tahmini stok tutarını hesaplayabiliriz;

$$y = -12,93 + 0,45 * 140$$

$$y = 50,07$$

₺140'lık satış tahminine bağlı olarak, 2018 yılına ait proforma (tahmini) bilanço da stokların değeri ₺50,07 olacaktır. Diğer bilanço kalemleri de benzer şekilde belirlenerek, işletmenin tahmini bilançosu düzenlenir.

SIRA SİZDE



Akdeniz A.Ş. 'nin geçmiş yıllara ilişkin satışları ile stok değerleri aşağıda verildiği gibidir. İşletmenin 2018 yılı satışlarının ₺500 olarak tahmin edildiği durumda tahmini stok tutarını hesaplayınız.

Yıllar	Satışlar	Stoklar
2013	100	50
2014	200	150
2015	250	150
2016	200	100
2017	250	150

Oranlar Yöntemi

Oranlar yöntemi, geleceğe ilişkin satış tahminine bağlı olarak proforma bilanço düzenlenmesinde, özellikle yeni kurulmuş işletmeler için kullanılabilecek bir yöntemdir. Bu yöntemin kullanılabilmesi için işletmenin gelecek dönemler için planladığı satış hacminin bilinmesi gereklidir. Bu yöntemde, işletmenin faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin tipik oranlar ile işletme için tahmin edilen satışların bilinmesi, proforma bilanço düzenlenmesi için yeterli olmaktadır.

Oranlar yönteminde işletmenin faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin tipik oranlar ile işletme için tahmin edilen satışların bilinmesi, proforma bilanço düzenlenmesi için yeterli olmaktadır.

Oranlar yönteminin neden “özellikle yeni kurulmuş işletmeler için kullanışlı bir yöntem” olduğunu açıklayınız.



SIRA SİZDE

Örnek: (Y) imalat işletmesinin 2018 yılı için satış tutarının ₺50.000 olacağı tahmin edilmektedir. İşletmenin faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin temel oranlar aşağıdaki gibidir:

Satışlar/Öz sermaye	: 2
Kısa Vadeli Borçlar/Özsermaye	: 0,4
Toplam Borçlar/Öz sermaye	: 0,6
Cari Oran	: 2
Satışlar/ Stoklar	: 10
Alacaklar/ Satışlar	: 0,20
Duran Varlıklar/ öz sermaye	: 0,8

Bu veriler ışığında işletmenin 2018 yılı proforma bilançosunun düzenlemesi için bilanço kalemlerini belirlemeye dönük aşağıdaki işlemler yapılacaktır;

Öz sermaye için:

Satışlar/Özsermaye= 2 idi, tahmin edilen satışları yerine koyduğumuzda $50.000/\text{Özsermaye} = 2$ ve **Öz sermaye=₺25.000** olur.

Stoklar için:

Satışlar/ Stoklar= 10 idi, tahmin edilen satışları yerine koyduğumuzda $50.000/\text{Stoklar} = 10$ ve **Stoklar= ₺5.000** olur.

Alacaklar için:

Alacaklar/ Satışlar= 0,20 idi, tahmin edilen satışları yerine koyduğumuzda $\text{Alacaklar}/50.000 = 0.20$ ve **Alacaklar= ₺10.000** olur.

Duran Varlıklar için:

Duran Varlıklar/Özsermaye= 0,8 idi, bulduğumuz öz sermaye değerini yerine koyduğumuzda

$\text{Duran Varlıklar}/25.000 = 0,8$ ve **Duran Varlıklar= ₺20.000** olur.

Kısa Vadeli Borçlar için:

Kısa Vadeli Borçlar/Özsermaye= 0,4 idi, bulduğumuz öz sermaye değerini yerine koyduğumuzda

$\text{Kısa Vadeli Borçlar}/25.000 = 0,4$ ve **Kısa Vadeli Borçlar = ₺10.000** olur.

Dönen Varlıklar için:

Cari Oran=Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Borçlar olup, kısa vadeli borçların değerini yerine koyduğumuzda

$\text{Dönen Varlıklar}/10.000 = 2$ ve **Dönen Varlıklar= ₺20.000** olur.

Kasa ve Banka için:

Dönen varlık toplamı, stoklar ve alacaklara ilişkin bulduğumuz değerlerden hareketle Kasa ve Bankalardaki tutarı aşağıdaki gibi hesaplarız,

$\text{Dönen Varlıklar} - (\text{Stoklar} + \text{Alacaklar}) = 20.000 - (5.000 + 10.000) = \text{₺5.000}$ olur.

Toplam Borç için:

Toplam Borçlar/Öz sermaye= 0,6 idi, bulduğumuz öz sermaye değerini yerine koyduğumuzda

Toplam Borçlar/25.000= 0,6 ve **Toplam Borç= ₺15.000** olur.

Uzun vadeli borçlar:

Toplam borç ve kısa vadeli borçlardan hareketle uzun vadeli borçları hesaplarız,

Uzun Vadeli Borçlar=Toplam Borçlar-Kısa Vadeli Borçlar= 15.000-10.000= **₺5.000** olur.

Bulduğumuz değerleri bilanço formunda düzenlediğimizde, işletmenin 31.12.2012 tarihli proforma(tahmini) bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır.

(Y) İşletmesinin 31.12.2018 Tarihli Proforma Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa ve Banka	5.000	Kısa Vadeli Borçlar	10.000
Alacaklar	10.000	Uzun Vadeli Borçlar	5.000
Stoklar	5.000	Özsermaye	25.000
Dönen Varlık Toplamı	20.000		
Duran Varlıklar	20.000		
Toplam Varlıklar	40.000	Toplam Kaynaklar	40.000



Finansal tabloların tahmini konusunda ilave açıklama ve örnekleri Nurhan Aydın, Mehmet Başar ve Metin Coşkun tarafından yazılan Finansal Yönetim (Eskişehir, 2007) kitabında (s.149-156) bulabilirsiniz.

Proforma Fon Akım Tablosu Hazırlanması

Fon akım tablosu, bir işletmenin belirli bir dönemde sağlamış olduğu kaynaklarla bu kaynakların kullanım yerlerinin belirtildiği tablodur. Proforma fon akım tablosu ise, işletmenin gelecek dönemlere ilişkin sağlayacağı tahmin edilen fon kaynakları ile bu kaynakların tahmini kullanım yerlerini gösteren tablodur. Bir planlama aracı olarak proforma fon akım tablosu yardımıyla işletmenin gelecek dönemlerde yaratacağı kaynakları, yaratılacak bu kaynakların işletme hedefleri açısından yeterli olup olmayacağını ve varsa ek kaynak gereksiniminin ne şekilde karşılanacağını görülmesi mümkündür.

Uzun süreli bir planlama aracı olan proforma fon akım tablosu, planlanan dönem için firmaya ilişkin şu bilgileri ortaya koymaktadır;

- Firmanın gelecek dönemlerde sağlayabileceği kaynakları,
- Firmanın, planın kapsadığı dönem içindeki fon (kaynak) gereksinimi,
- Firma tarafından yaratılan kaynakların ihtiyaçlar için yeterli olup olamayacağı,
- Firma tarafında yaratılan kaynaklar yeterli değilse, ihtiyacın hangi yollarla karşılanabileceği.

Proforma fon akım tablosu başlıca iki kısımdan oluşur; fon kaynakları ve fon kullanımları. İşletmeler açısından başlıca fon kaynakları aktiflerdeki azalışlar, yabancı kaynaklardaki artışlar, sermaye artışı ve nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerden oluşur. Fon kullanımları ise, varlıklardaki artışlar, yabancı kaynaklardaki azalışlar, sermaye azalışı, ödenecek vergi ve kâr paylarından oluşur. Proforma fon akım tablosunun hazırlanması için proforma bilanço, proforma gelir tablosu, işletmenin kâr dağıtım politikasının bilgisine ve işletmenin imzalamış olduğu kredi sözleşmelerinin bilgisine ihtiyaç duyulur.

Örnek: Mavi A.Ş.'nin 2017 yılı bilançosu ve 2018 yılına ait proforma bilançosu ile 2018 yılına ilişkin beklentileri aşağıda verildiği gibidir. İşletmenin 2018 yılı proforma fon akım tablosunu hazırlayınız.

Mavi A.Ş. 31/12/2017 Tarihli Bilançosu			
Varlıklar		Kaynaklar	
<i>Dönen Varlıklar</i>		<i>Kısa Vadeli Borçlar</i>	
Hazır Değerler	8.000	Satıcı Kredileri	24.000
Alacaklar	24.000	Banka Kredileri	20.000
Stoklar	72.000	Diğer Kısa Süreli Borçlar	12.000
Dönen Varlık Toplamı	104.000	Kısa Vadeli Borç Toplamı	56.000
<i>Duran Varlıklar</i>		<i>Uzun Vadeli Borçlar</i>	
Finansal Duran Var. ve İştirakler	16.000	Uzun Vadeli Banka Kredileri	60.000
Uzun Süreli Alacaklar	14.000	Tahviller	-
Maddi Duran Varlıklar (Brüt)	90.000	Uzun Vadeli Borç Toplamı	60.000
Birikmiş Amortisman	40.000	Özsermaye	
Maddi Duran Varlıklar (Net)	50.000	Ödenmiş Sermaye	36.000
Duran Varlık Toplamı	80.000	Yedek Akçe	22.000
		Dönem Karı	10.000
Toplam Varlıklar	184.000	Toplam Kaynaklar	184.000

Mavi A.Ş. 31/12/2018 Tarihli Proforma Bilançosu			
Varlıklar		Kaynaklar	
<i>Dönen Varlıklar</i>		<i>Kısa Vadeli Borçlar</i>	
Hazır Değerler	60.000	Satıcı Kredileri	48.000
Alacaklar	60.000	Banka Kredileri	70.000
Stoklar	40.000	Diğer Kısa Süreli Borçlar	20.000
Dönen Varlık Toplamı	160.000	Kısa Vadeli Borç Toplamı	138.000
<i>Duran Varlıklar</i>		<i>Uzun Vadeli Borçlar</i>	
Finansal Duran Var. ve İştirakler	16.000	Uzun Vadeli Banka Kredileri	40.000
Uzun Süreli Alacaklar	14.000	Tahviller	30.000
Maddi Duran Varlıklar (Brüt)	110.000	Uzun Vadeli Borç Toplamı	70.000
Birikmiş Amortisman	52.000	Özsermaye	
Maddi Duran Varlıklar (Net)	58.000	Ödenmiş Sermaye	36.000
Duran Varlık Toplamı	88.000	Yedek Akçe	54.000
Fon Fazlası	90.000	Dönem Karı	40.000
Toplam Varlıklar	338.000	Toplam Kaynaklar	338.000

2018 yılına ilişkin beklentiler aşağıdaki gibidir;

- Tahmini satış tutarı ₺400.000'dir.
- 2018 yılında ₺110.000 tutarında olacağı beklenen maddi duran varlıklar için ortalama ₺12.000 amortisman ayrılacaktır.
- İşletmenin 2018 yılına ilişkin ₺40.000 tutarındaki beklenen dönem kârı üzerinden %20 oranından ₺8.000 vergi ödenecektir.

Mavi A.Ş.'nin verilen 2017 yılı bilançosu, 2018 yılı proforma bilançosu ve ek bilgilere bağlı olarak 2018 yılı proforma fon akım tablosu aşağıdaki gibi olacaktır.

Mavi A.Ş. 2018 Yılı Proforma Fon Akım Tablosu			
Kaynaklar		Kullanımlar	
Faaliyet Sonucu Yaratılan Kaynaklar		Ödenecek Vergi	8.000
Kâr	40.000	Varlıklarda Artış	
Amortisman	12.000	Dönen Varlıklarda Artış	56.000
Varlıklarda Azalış	-	Duran Varlıklarda Artış (Brüt)	20.000
Yabancı Kaynaklarda Artış		Yabancı Kaynaklarda Azalış	
Kısa Vadeli Borçlarda Artış	82.000	Kısa Vadeli Borçlarda Azalış	-
Uzun Vadeli Borçlarda Artış	30.000	Uzun Vadeli Borçlarda Azalış	20.000
Sermaye Artışı	-	Sermayede Azalış	
		Kaynak Fazlası	60.000
Kaynak Toplamı	164.000	Kullanım Toplamı	164.000

DİKKAT



Fon akım tablosu fon kaynakları ve fon kullanımları olmak üzere iki kısımdan oluşur.

Proforma fon akım tablosunun düzenlenmesinde varlıklardaki azalış ve kaynaklardaki artışlar fon kaynağı, varlıklardaki artış ve kaynaklardaki azalışlar fon kullanımı olarak dikkate alınmıştır.

FINANSAL PLANLAMA VE BÜTÇELER

Bütçe, bir yıllık veya dönemlik finansal faaliyetlerin rakamlara dökülmüş ve özetlenmiş halidir.

Finansal planlama faaliyetinde temel uygulama aracı **bütçeler**dir. Finansal planlama faaliyeti çerçevesinde, para akımlarına ilişkin bütçeler yapılır. Bir işletmede nakit girişi ve çıkışları anlamında para akımlarına yol açan işlemler başlıca üç grupta toplanır; Satışlardan doğan nakit akımları, faaliyetlerden doğan nakit akımları, finansmandan doğan nakit akımları.

Satışlardan doğan nakit akımları, gerçekleştirilen satışlara bağlı olarak işletmeye giren nakit akımlarıdır.

Faaliyetlerden doğan nakit akımları; satışların gerçekleştirilebilmesi için yapılan harcamalara bağlı olarak ortaya çıkan nakit akımlarıdır.

Finansmandan doğan nakit akımları; varlıkların finansmanına ilişkin tercihlere bağlı olarak ilave borçlanma yada sermaye artışı yoluyla kaynak temini ile kullanılan kaynaklara ilişkin anapara, faiz ve kâr payı ödemeleri finansmandan doğan nakit akımları olarak değerlendirilir.

SIRA SİZDE



İşçilik giderleri ve kira ödemelerinden kaynaklanan nakit akımları nasıl nakit akımlarıdır?

Bütçeler, performans değerlendirmesine olanak verdiği gibi, tahminlerden sapmaların saptanmasını ve geleceğe ilişkin tahminlerimizi gözden geçirmemizi de kolaylaştırır.

İşletmelerde, para akımına yol açan her bir işlem için bütçeler yoluyla (satış bütçesi, üretim bütçesi vb.) yapılacak tahminler, gerçekleşen para akımlarıyla karşılaştırılır. Bütçeler yoluyla yapılan bu karşılaştırmalar, işletmenin çeşitli bölümlerinin veya bir bütün olarak işletmenin performansı hakkında bir yargıya ulaşmamıza olanak sağlar. İşletmeler, yoğun rekabet koşullarında ve sürekli değişen bir çevrede faaliyetlerini sürdürmektedirler. Rekabet koşulları, teknoloji ve tüketici davranışları gibi faktörlerdeki değişimler, gelecekteki para akımlarının tahminini zorlaştırmak-

tadır. Bütçeler yoluyla iyi hazırlanmış bir finansal planlama, işletmelerin bu değişen koşullara uyumunu kolaylaştıracaktır. Ünitinin bu bölümünde, finansal planlama faaliyetleri çerçevesinde büyük öneme sahip nakit bütçesi ele alınacaktır.

Finansal planlama ve bütçeleme konusunda ilave açıklamaları Niyazi Berk'in Finansal Yönetim (İstanbul, 2010) kitabında finansal planlama süreci (s.509-515) kısmında bulabilirsiniz.



K İ T A P

Nakit Bütçesi

Kısa dönemli finansal planlamanın en temel araçlarından biri nakit bütçesidir. Nakit bütçesi, gelecek dönemlere ilişkin nakit giriş ve çıkışlarının tahmin edilip özetlendiği bütçedir. Nakit bütçesinin hazırlanmasındaki amaç, ele alınan döneme ilişkin işletmenin nakit ihtiyaçlarının ve fazlalıklarının önceden tespit edilmesidir. Böylece işletme, ne zaman nakit açığı olacağını görerek bu açığın ne şekilde karşılanacağını kararını önceden vermek suretiyle likidite sıkışıklığını önleyebilecektir. Nakit fazlalığının olduğu dönemlerde ise bu fazlalığın ne şekilde değerlendirileceğinin kararını yine önceden verme imkânına sahip olacaktır.

Proforma finansal tablolar, firmanın uzun süreli finansman gereksinimini saptanması açısından elverişli araçlar olmalarına karşın, kapsadıkları dönem içerisindeki nakit akışlarını göstermezler. Bu nedenle ek finansman ihtiyacı tespit edilmemiş olsa bile planlanan dönem içerisinde önemli tutarlara ulaşabilen fon açığı ya da fazlası oluşabilir. Bu bağlamda nakit bütçeleri, proforma finansal tabloların eksikliğini gidererek, finans yöneticilerinin planlamada kullanabilecekleri bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Nakit bütçeleri, yalnız firmanın belirli bir dönem sonundaki toplam finansman gereksinimini değil, aynı zamanda bu ihtiyacın zaman içerisindeki dağılımını da ortaya koyarak zamanlama sorununun çözümüne katkıda bulunur.

Nakit bütçesinin uygulanacağı zamanın bilinmesi, fon akışının sınırlarının saptanması açısından zorunludur. Aksi halde, bütçenin kontrol ve karşılaştırma aracı olarak kullanılamaz. Genel olarak nakit bütçelerinin süresi altı ay ve bir yıl olmakla birlikte, bu süre kesin değildir. Nakit bütçeleri yapılan işin türüne göre üçer aylık veya aylık bütçeler olarak da düzenlenebilir.

Nakit Bütçesinin Hazırlanması

Nakit bütçesinin hazırlanmasında ilk aşama, söz konusu bütçenin kapsayacağı sürenin belirlenmesidir. Nakit bütçesi günlük, haftalık, aylık, yıllık vb. zaman aralıkları için hazırlanabilmektedir. Hazırlanacak bütçenin kapsayacağı süre, işletme nakit akımlarının istikrarlılığı ve tahmin edilebilirliği ile yakından ilişkilidir. Süre uzadıkça veya ekonomik koşullara ilişkin istikrarsızlık arttıkça nakit akımlarına ilişkin sağlıklı tahmin yapma olanağı azalacağından, hazırlanan bütçe nispeten daha kısa süreleri kapsayacaktır. Nakit akımlarının istikrarlı olduğu ve para akımlarına ilişkin belirsizliğin azaldığı ölçüde para akımı tahminleri daha sağlıklı yapılabileceğinden, nispeten daha uzun süreleri kapsayan bütçeler hazırlanabilecektir.

Nakit bütçesinin hazırlanmasında ilk aşama, söz konusu bütçenin kapsayacağı sürenin belirlenmesidir. Nakit bütçesi günlük, haftalık, aylık, yıllık vb. zaman aralıkları için hazırlanabilmektedir.

Nakit bütçesinin kapsayacağı süre uzadıkça veya ekonomik istikrarsızlık arttıkça nakit akımlarına ilişkin sağlıklı tahmin yapma olanağı azalacaktır.



D İ K K A T

İstikrarsızlığın yoğun olduğu dönemlerde hazırlanacak bütçelerin süresi ne kadar olmalıdır?



S İ R A S İ Z D E

6

Nakit bütçesinin hazırlanmasında ikinci aşama, ele alınan döneme ilişkin para giriş ve çıkışlarının saptanmasıdır. İşletmelerin en önemli nakit girişleri peşin satışlardan ve önceden yapılmış kredili satışlardan doğan tahsilâtlardan oluşur. Eğer varsa nakit girişine yol açacak diğer işlemlerde (faiz tahsilâtları, kâr payı tahsilâtları, yeni borçlanmalardan sağlanan kaynaklar vb.) dikkate alınmalıdır. İşletme faaliyetlerine ilişkin nakit çıkışına yol açan bazı önemli işlemler ise hammadde malzeme alımı, maaş ve ücret ödemeleri, dağıtım giderleri gibi işlemlerdir. Eğer varsa nakit çıkışına yol açan diğer tüm işlemlerde (borç anapara ve faiz ödemeleri, ortaklara kârpayı ödemesi vb.) saptanmalıdır. İşletmenin kredili satış koşulları da dikkate alınarak nakit giriş ve çıkışları aylar, haftalar vb. her bir dönem için tahmin edilir.

K İ T A P



Nakit bütçesinin hazırlanması konusunda ilave örnek ve açıklamaları Semih Büker, Rıza Aşıkoğlu ve Güven Sevil tarafından yazılan Finansal Yönetim (Ankara,2018) kitabının nakit bütçesi kısmında (s.165-175) bulabilirsiniz.

Örnek: (B) imalat işletmesinin satış tahminleri aşağıda verildiği gibidir (Ocak ve Şubat ayı verileri gerçekleşen değerler iken diğerleri tahmini verilerdir):

Aylar	Satış Değerleri
Ocak	4.000
Şubat	5.000
Mart	5.000
Nisan	6.000
Mayıs	6.000
Haziran	5.000

İşletmenin satışlar üzerinden nakit girişlerinin aşağıdaki şekilde olacağı beklenmektedir:

- İşletme aylık satışlarının %40'ını peşin, %60'ını kredili yapmaktadır.
- Alacakların %50'si 30 gün içinde tahsil edilirken, kalan alacakların tamamı 60 gün içinde tahsil edilmektedir.

Bu politikalar gerçekleştiğinde işletmenin satışlarından sağlanan nakit girişleri aylar itibarıyla aşağıdaki gibi olacaktır.

(B) İşletmesinin Nakit Girişleri					
	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs
1.Peşin Satışlar (Satışların %40'ı)	1.600	2.000	2.000	2.400	2.400
2.Tahsilât (30 gün)	-	1.200	1.500	1.500	1.900
3.Tahsilât (60 gün)	-	-	1.200	1.500	1.500
Toplam Nakit Girişleri	1.600	3.200	4.700	5.400	5.800

Ocak Ayı Nakit Girişlerinin Hesaplanması

Ocak ayında işletmenin elde ettiği toplam satışların tutarı ₺4.000'dir. İşletmenin belirlediği politikaya göre, satışların %40 peşin olarak gerçekleştirilmektedir. Bu durumda; $4.000 \times 0.40 = \text{₺}1.600$ peşin satış yapılacaktır ve aynı tutarda nakit girişi sağlanacaktır.

Şubat Ayı Nakit Girişlerinin Hesaplanması

Şubat ayında işletmenin elde ettiği toplam satışların tutarı ₺5.000'dir. İşletmenin belirlediği, "satışların %40 peşin olarak yapılması" politikasına göre; $5.000 \times 0,40 = \text{₺}2.000$ peşin satış yapılacaktır ve aynı tutarda nakit girişi sağlanacaktır.

Ocak ayında gerçekleşen kredili satışların yarısı 30 gün vadeli yani Şubat ayı içerisinde, kalan yarısı 60 gün vade olduğundan, Mart ayı içerisinde tahsil edilecektir. Bu durumda, her bir aya ait kredili satışların da değerlendirilmesi gerekmektedir. Buna göre, Ocak ayı satışlarından kalan ₺2.400'nin %50'si olan ₺1.200'de Şubat ayında tahsil edilecek olup Şubat ayının toplam nakit girişi ₺3.200 olacaktır.

Mart Ayı Nakit Girişlerinin Hesaplanması

Mart ayında işletmenin elde ettiği toplam satışların tutarı ₺5.000'dir. İşletmenin belirlediği politikaya göre, satışların %40'ı peşin olarak gerçekleştirilmektedir. Bu durumda; $5.000 \times 0,40 = \text{₺}2.000$ peşin satış yapılacaktır ve aynı tutarda nakit girişi sağlanacaktır. Mart ayında, peşin satışlardan sağlanan bu nakit girişinin yanı sıra Ocak ve Şubat aylarında yapılan satışlara ilişkin tahsilât da yapılacaktır. Buna göre, ocak ayı satışlarından geriye kalan ₺1.200 ve Şubat ayı satışlarından kalan ₺3.000'lik tutarın %50'si olan ₺1.500 Mart ayında tahsil edilecektir. Bu durumda mart ayındaki nakit girişleri toplamı ₺4.700 ($2.000 + 1.200 + 1.500$) olacaktır.

Nisan ve Mayıs aylarına ilişkin nakit girişleri de benzer şekilde hesaplanarak bulunur.

İşletmenin nakit çıkışına yol açan işlemlerinden hammadde ve malzeme alışları satışların olacağı tarihten 1 ay önce yapmakta olup, alışlar ilgili ayın satışlarının %30'u kadar olmaktadır. Hammadde ve malzeme alışlarının %40'ını peşin, kalan %60'ını 1 ay sonra ödeyecek olan işletmenin, aylar itibarıyla nakit çıkışları aşağıdaki gibi olacaktır.

(B) İşletmesinin Nakit Çıkışları				
	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs
1. Alışlar (1 ay sonraki satışların %30'u)	1.500	1.800	1.800	1.500
2. Kredili Alışlar (Alışların %60'ı)	900	1.080	1.080	900
3. Kredi Ödemeleri		900	1.080	1.080
4. Peşin Alışlar (Alışlar %40'si)		720	720	600
5. Kiralar ve diğer ödemeler		1.000	1.000	1.000
6. Faiz Ödemeleri		1.500	2.700	900
7. Vergiler		300	300	300
Toplam Nakit Çıkışları(3+4+5+6+7)		4.420	6.500	3.880

Nakit giriş ve çıkışlarına göre işletmenin Mart ayı başında kasa mevcudu ₺2.500 olup, işletme her ay satışlarının %50'sine eşit bir miktarı nakit olarak kasada bulundurmak istemektedir. Mevcut veriler temelinde işletmenin nakit bütçesi aşağıdaki gibi olacaktır.

(B) İşletmesinin Nakit Bütçesi			
	Mart	Nisan	Mayıs
Nakit Girişleri	4.700	5.400	5.800
Nakit Çıkışları	(4.420)	(6.500)	(3.880)
Fark	280	(-1.100)	1.920
Dönem Başı Nakit Mevcudu	2.500	2.780	2.700
Minimum Kasa	(2.350)	(2.700)	(2.900)
Aylık Nakit Açığı/Fazlası	430	-1.020	1.720

Gelecek aylara ilişkin nakit giriş ve çıkış tahminlerine bağlı olarak düzenlediğimiz nakit bütçesine göre işletmenin mart ayında ₺430 Nakit fazlası, nisan ayında ₺1.020 Nakit açığı ve mayıs ayında ise ₺1.720 Nakit fazlasının olacağı görülmektedir. Hazırlanan nakit bütçesi yardımıyla işletme, nakit açığı olan aylar için kısa süreli borçlanma yoluyla bu açığın kapatılması gerekliliğini önceden görüp gerekli önlemleri alacak olup, nakit fazlasının ortaya çıkacağı aylar içinde bu fazlanın ne şekilde değerlendirileceği konusunu önceden belirleme imkanına sahip olacaktır.

SIRA SİZDE

7

Nakit Bütçesi hazırlamanın işletme açısından başlıca faydası nedir?

Özet



Finansal planlama kavramını ve işletmeler açısından önemini kavramak.

- İşletmenin, gelecekte bir bütün olarak hangi noktada olmasının istendiğinin belirlenmesine dönük faaliyetler finansal planlama faaliyetleri olarak adlandırılmaktadır. Bu belirleme çeşitli açılardan olabilir; satış büyüklüğü, aktif büyüklüğü veya pazar payı vb. Finansal planlama faaliyetinin işletmeler açısından önemini şu şekilde sıralayabiliriz,
- Finansal planlama ile işletmenin finansal yapısına ilişkin belirli bir tercihin nakit akışlarına, karlılığa ve dış kaynak ihtiyacına etkisi hakkında bir yargıya sahip olabiliriz.
- Finansal planlama sayesinde işletme yönetimi, satışların beklenen seviyenin altında olması veya hammadde temininde beklenmeyen sorunlarla karşılaşılması gibi, piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek değişimlere daha kolay uyum sağlayabiliriz.
- Finansal planlama, farklı zamanlarda gerçekleşen para giriş ve çıkışları arasında uyumlaştırma olanağı sağlar. Böylece işletme, yükümlülüklerini yerine getirememeye ya da atıl fon tutma gibi istenmeyen sonuçlardan korunma imkanına sahip olur.



Finansal planlama türlerini açıklamak.

Finansal planlar, sürelerine göre kısa süreli finansal planlar ve orta ve uzun süreli finansal planlar şeklinde gruplandırılabilir. Kısa süreli finansal planlar bir yıldan az bir dönemi kapsayan, işletmelerin, günlük, haftalık, aylık işlemlerden doğacak nakit giriş ve çıkışlarını önceden belirlemek amacıyla yapılan planlardır. Orta ve uzun süreli finansal planlar ise işletmenin piyasa değerini artırmaya yönelik olarak izleyeceği stratejiler doğrultusunda hazırlanan finansal planlardır. Finansal planlar işletmenin amacına göre ise olağan, özel ve olağanüstü finansal planlar olarak üçe ayrılırlar. Olağan finansal planlar işletme faaliyetleri ilgili gerek miktar, gerekse zaman bakımından birbirini tamamlaması gereken bütün gelir ve giderleri kapsayan planlardır. Özel finansal planlar işletmelerin kurulmaları, genişletilmeleri, birleşmeleri ve tasfiye edilmeleri durumunda yapılan finansal planlardır. Olağanüstü finansal planlar ise genellikle yatırım ve uzun süreli sermaye ihtiyacını kapsayan finansal planlardır.



Finansal planlama faaliyetleri çerçevesinde tahmin yöntemlerini analiz etmek.

Finansal planlama faaliyeti geleceğe ilişkin bir faaliyet olup tahmin yapmayı gerektirir. Gelecek

dönemlere ilişkin mali tablo bilgilerinin ve ek finansman gereksiniminin tahmininde kullanılan başlıca yöntemler şunlardır:

- Satışların yüzdesi yöntemi
- Bilanço Kalemlerinin Günlük Satış Tutarına Oranı Yöntemi
- Regresyon yöntemi
- Oranlar yöntemi



Bütçe kavramını ve işletmeler açısından önemini kavramak.

Bütçe, bir yıllık veya dönemlik finansal faaliyetlerin rakamlara dökülmüş ve özetlenmiş halidir. Bütçeler, finansal planlama faaliyetinde temel uygulama aracı olup, ancak gerekli özen gösterilerek hazırlanmış bütçeler yardımıyla finansal planlamadan beklenen faydalar sağlanabilir. İşletmelerde, para akımına yol açan her bir işlem için bütçeler yoluyla yapılacak tahminler, gerçekleşen para akımlarıyla karşılaştırılır. Yapılan bu karşılaştırmalar, işletmenin çeşitli bölümlerinin veya bir bütün olarak işletmenin performansı hakkında bir yargıya ulaşmamıza olanak sağlar. Rekabet koşulları, teknoloji ve tüketici davranışları gibi faktörlerdeki değişimler, gelecekteki para akımlarının tahminini zorlaştırmaktadır. Bütçeler yoluyla iyi hazırlanmış bir finansal planlama, işletmelerin bu değişen koşullara uyumunu kolaylaştıracaktır.



Nakit bütçesinin önemini ve nasıl hazırlandığını tanımlamak.

Nakit bütçesi, gelecek dönemlere ilişkin nakit giriş ve çıkışlarının tahmin edilip özetlendiği bütçedir. Nakit bütçeleri yardımıyla, ele alınan döneme ilişkin işletmenin nakit ihtiyaçlarının ve fazlalıklarının önceden tespit edilmesi mümkün olmaktadır. Böylece işletme, ne zaman nakit açığı olacağını görerek bu açığın ne şekilde karşılanacağını kararını önceden vermek suretiyle likidite sıkışıklığını önleyebilecektir. Nakit fazlalığının olduğu dönemlerde ise bu fazlalığın ne şekilde değerlendirileceğinin kararını yine önceden verme imkânına sahip olacaktır. Nakit bütçesinin hazırlanmasında ilk aşama, söz konusu bütçenin kapsayacağı sürenin belirlenmesidir. Nakit bütçesinin hazırlanmasında ikinci aşama ise, ele alınan döneme ilişkin para giriş ve çıkışlarının saptanmasıdır.

Kendimizi Sınyalım

1. Aşağıdaki yöntemlerden hangisinde bilanço kalemleri satışların yüzdesi şeklinde tahmin edilerek proforma bilanço düzenlenir?

- Regresyon yöntemi
- Yüzde alma yöntemi
- Uzun süreli finansal planlama
- Satışların yüzdesi yöntemi
- Bütçe oluşturma

2. Aşağıdaki yöntemlerden hangisi bilanço kalemleri ile satışlar arasındaki ilişkinin denklemini oluşturmayı gerektirir?

- Satışların yüzdesi yöntemi
- Regresyon yöntemi
- Oranlar yöntemi
- Finansal planlama
- Nakit bütçesi

3. 2017 yılı itibarıyla İşletmenin satışları ve stok seviyesi arasındaki ilişki $y = -125 + 12X$ olarak ifade edilmektedir. İşletmenin 2018 yılına ait tahmin edilen satışları 100 olduğu durumda, işletmenin tahmini stok tutarı aşağıdakilerden hangisidir?

- 1.025
- 1.050
- 1.075
- 1.100
- 1.150

4. Gelecek dönemlerde ortaya çıkacak para akımlarının tahmininde kullanılan yöntemlerden hangisi özellikle yeni kurulmuş işletmeler için kullanışlı bir yöntemdir?

- Satışların yüzdesi yöntemi
- Regresyon yöntemi
- Nakit bütçesi
- Finansal planlama
- Oranlar yöntemi

5. Aşağıdakilerden hangisi finansmandan doğan nakit akımlarıdır?

- Satışlardan doğan nakit akımları
- İşçilik giderlerinden kaynaklanan nakit akımları
- Kira ödemelerinden kaynaklanan nakit akımları
- Kârpayı ödemelerinden kaynaklanan nakit akımları
- Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımları

6. Aşağıdakilerden hangisi bir yıllık veya dönemlik finansal faaliyetlerin rakamlara dökülmüş ve özetlenmiş halini ifade etmektedir?

- Regresyon yöntemi
- Bütçe
- Finansal planlama
- Oranlar yöntemi
- Satışların yüzdesi yöntemi

7. Aşağıdakilerden hangisi finansal planlamadan beklenen faydanın sağlanabilmesi için belirlenen plan hedeflerinin taşınması gereken özelliklerden biridir?

- Gerçekçi olması
- Kolay değiştirilir olması
- Basit olması
- Plan döneminin kısa olması
- Plan döneminin uzun olması

8. Satışlar ve alacaklar arasındaki ilişkinin $y = -15 + 1,5x$ denklemi ile ifade edilebileceğini tespit eden işletme gelecek döneme ilişkin alacak tutarını ₺75 olarak tahmin etmektedir. Bu durumda işletmenin, gelecek döneme ilişkin tahmini satış tutarı kaç liradır?

- 45
- 50
- 55
- 60
- 65

9. Aşağıdakilerden hangisi nakit bütçesinin hazırlanması sürecindeki ilk aşamadır?

- Ele alınan döneme ilişkin para girişlerinin tespit edilmesi
- Ele alınan döneme ilişkin para çıkışlarının tespit edilmesi
- Bütçenin kapsayacağı dönemin belirlenmesi
- Nakit giriş ve çıkışlarının saptanması
- Nakit açığının tespit edilmesi

10. Aşağıdakilerden hangisi işletmenin gelecekte bir bütün olarak hangi noktada olmasının istendiğinin belirlenmesini ifade etmektedir?

- Finansal planlama
- Satışlardan doğan nakit akımlarının belirlenmesi
- Nakit girişlerinin belirlenmesi
- Faaliyetlerden doğan nakit akımlarının belirlenmesi
- Nakit çıkışlarının belirlenmesi

Yaşamın İçinden



‘Finansal planlama tasarruf oranını artıracak’

İSTANBUL - Doğuş Grubu Yönetim Kurulu Başkanı Ferit Şahenk, Aile, Çalışma ve Sosyal Hizmetler Bakanlığının, İSMEK ve Doğuş Grubu desteğiyle düzenlediği “İstanbul Finans Merkezi Yolunda 20 bin Kadın” başlıklı projenin tanıtımında, küresel kriz ve son 8 yılda Türkiye’deki ekonomik değişimle birlikte oluşan ortamda finansal okuryazarlığın konuşulan, tartışılan bir konu haline geldiğini söyledi.

Finansal okuryazarlığın, az gelişmiş ülkelerle ilgili bir kavram olduğunun düşünüldüğünü ancak bunun doğru olmadığı kaydeden Şahenk, “Son küresel krizin temelinde, dünyanın en gelişmiş ülkelerinden ABD’deki konut kredileri problemi yatıyor. Bu problemi irdelediğiniz zaman maalesef ABD’de konut kredisi kullanan kişilerin, tabir caizse, finansal cehaleti ile karşılaşılıyor. Aslında teknik ve karmaşık bir terim gibi görünüyor ama bence finansal okuryazarlığın temelinde paranızı bilgili, ilgili, ihtiyatlı, ölçülü hareket ederek harcamak, belirli bir plan, program dahilinde hareket etmek, yani büyüklerin deyimiyle ayağını yorganına göre uzatmak yatıyor. Bu bakımdan gelişmiş, az gelişmiş ülke ayrımını bir tarafa bırakıp geniş kapsamlı düşündüğünüzde, finansal okuryazarlığı en basitinden çarşıya, pazara, alışveriş merkezine gidip alışveriş yapan herkesi ilgilendiren bir kavram olduğunu görürsünüz” diye konuştu. Şahenk, ihtiyaç duyulan şeyin, finansal sektördeki teknolojik ilerlemeye paralel olarak doğru bilgilendirilmeyi ve ihtiyaçlara en uygun, en doğru seçimleri yapmayı sağlamak olduğunu dile getirerek, “Başka bir ifadeyle, artan finansal ürün, hizmet çeşitliği ile yeni imkanlar ve fırsatlar konusunda farkındalık yaratmak ve farkındalığı artırmak gerekiyor” dedi.

Türkiye’nin son yıllarda finans sektöründeki gelişmeler ve teknolojik yeniliklere ayak uydurma konusunda mesafe kat ettiğini ifade eden Şahenk, şunları söyledi: “Sıfırdan başlamak söz konusu değil artık. Burada, başta bankalar olmak üzere tüm finansal kuruluşlara önemli görevler düşüyor. Bu kuruluşların geliştirdikleri, sizlerin kullanımına sundukları hizmetler ve ürünler konusunda doğru ve anlaşılır biçimde bilgilendirme önem arz ediyor. Tek tek bireyler ve aileler düzeyinde doğru finansal kararların alınması birçok açıdan çok önemli. Daha fazla finansal eğitim, kısa, orta ve uzun vadeli harcama-tasarruf dengesinin kurulmasını, büyük ölçekli harcamaların daha sağlıklı planlanmasını sağlayacaktır. Makroekonomik açıdan

baktığımızda, bireyler ve aileler bazında, daha sağlıklı finansal planlama, ülkemizdeki tasarruf oranını da artıracaktır. Bu suretle, çok daha sağlıklı bir ekonomik yapıya ulaşılacaktır. Aslında hemen herkesi ilgilendiren temel bir eğitim ihtiyacından bahsediyoruz. Bu açığı kapatmaya yönelik her türlü girişimi desteklemek gerekiyor. Ancak konunun sistemli ve kapsayıcı şekilde ele alınması için, temel finansal eğitimin ilköğretimden başlayarak müfredata girmesi çok yararlı olacaktır diye düşünüyorum.”

Kaynak: <http://www.ntvmsnbc.com/id/25306698/>
(Erişim tarihi 18/01/2012)

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|---|
| 1. d | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Tahmin” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 2. b | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Tahmin” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 3. c | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Tahmin” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 4. e | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Tahmin” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 5. d | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Bütçeler” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 6. b | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Bütçeler” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 7. a | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Önem” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 8. d | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Tahmin” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 9. c | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Bütçeler” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 10. a | Yanıtınız yanlış ise “Finansal Planlama ve Önem” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

İşletmelerin, günlük, haftalık aylık işlemlerden doğacak nakit giriş ve çıkışlarını önceden belirlemek amacıyla yapılan planlar, *kısa süreli finansal planlardır*.

Sıra Sizde 2

$$\begin{aligned} \text{Ek Fon Gereksinimi} &= \left[\frac{V}{S} (\Delta S) - \frac{KB}{S} (\Delta S) - (GA - K) \right] \\ &= \left[\frac{30.000}{60.000} (15.000) - \frac{6.000}{60.000} (15.000) - (3.000 - 1.000) \right] \\ &= \text{₺}4.000 \end{aligned}$$

Sıra Sizde 3

Yıllar	Satışlar (x)	Stoklar (y)	x ²	y ²	xy
2013	100	50	10.000	2.500	5.000
2014	200	150	40.000	22.500	30.000
2015	250	150	62.500	22.500	37.500
2016	200	100	40.000	10.000	20.000
2017	250	150	62.500	22.500	37.500
Toplam	1.000	600	215.000	80.000	130.000

Öncelikle satışlar ile stoklar arasındaki ilişkinin derecesini aşağıdaki gibi belirleyebiliriz;

$$\begin{aligned} r &= \frac{N(\sum xy) - (\sum y)(\sum x)}{\sqrt{[(N\sum x^2) - (\sum x)^2][(N\sum y^2) - (\sum y)^2]}} \\ &= \frac{(5 * 130.000) - (1.000 * 600)}{\sqrt{[(5 * 215.000) - (1.000)^2][(5 * 80.000) - (600)^2]}} \\ r &= 0,9128 \end{aligned}$$

Elde edilen korelasyon katsayısı (r=0,9128) satışlar ile stoklar arasında doğrusal bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bir sonraki adımda, regresyon denklemi yardımı ile stokların değerinin saptanmasıdır.

y=a + bx doğru denklemi yardımıyla yapacağımız tahmin için öncelikle, denklemde yer alan (a) ve (b) sabitlerinin değerinin belirlenmesi gerekmektedir;

$$\begin{aligned} a &= \frac{(\sum x^2)\sum y - \sum x\sum xy}{N\sum x^2 - (\sum x)^2} \\ &= \frac{(215.000 * 600) - (1.000 * 130.000)}{(5 * 215.000) - (1.000)^2} \\ a &= -13,13 \end{aligned}$$

(a) sabit değeri bulunduktan sonra b sabitinin değerini hesaplayalım;

$$\begin{aligned} b &= \frac{N\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{N\sum x^2 - (\sum x)^2} \\ &= \frac{(5 * 130.000) - (1.000)(600)}{(5 * 215.000) - (1.000)^2} \\ b &= 0,66 \end{aligned}$$

y=a + bx denkleminde;

y=-13,13+0,66x olacaktır.

2018 yılına ait tahmin edilen satışlar 500 olduğuna göre,

$$y = -13,13 + 0,66 * 500$$

$$y = 320$$

İşletmenin 2018 yılı tahmini stok tutarı ₺320

Sıra Sizde 4

Yeni kurulmuş işletmelerin geçmiş dönem bilgileri olmayacağından, tahmini bilançolarının düzenlenmesinde oranlar yöntemi kullanışlı bir yöntem olmaktadır. Oranlar yönteminde, işletmenin faaliyette bulunduğu sektöre ilişkin tipik oranlar ile işletme için tahmin edilen satışların bilinmesi, proforma bilanço düzenlenmesi için yeterli olmaktadır.

Sıra Sizde 5

İşçilik giderleri ve kira ödemelerinden kaynaklanan nakit akımları, satışların gerçekleştirilebilmesi için yapılan harcamalara bağlı olarak ortaya çıkan *Faaliyetlerden Doğan Nakit Akımlarıdır*.

Sıra Sizde 6

Ekonomik koşullara ilişkin istikrarsızlık arttıkça nakit akımlarına ilişkin sağlıklı tahmin yapma olanağı azalacağından, hazırlanan bütçe nispeten daha kısa süreleri kapsamalıdır.

Sıra Sizde 7

Hazırlanan nakit bütçesi yardımıyla işletme, nakit açığı olan aylar için kısa süreli borçlanma yoluyla bu açığın kapatılması gerekliliğini önceden görüp gerekli önlemleri alacak olup, nakit fazlasının ortaya çıkacağı aylar içinde bu fazlanın ne şekilde değerlendirileceği konusunu önceden belirleme imkanına sahip olacaktır.

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Akgüç, Öztin. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avciol Basım Yayın.
- Aydın, Nurhan; Başar, Mehmet; Coşkun, Metin. (2007). **Finansal Yönetim**, Eskişehir: Genç Copy Center.
- Berk, Niyazi. (2010). **Finansal Yönetim**, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Büker, Semih; Aşıkoğlu, Rıza; Sevil, Güven. (2018). **Finansal Yönetim**, Ankara: Sözkese Matbaacılık.
- Canbaş, Serpil; Vural, Gamze. (2010). **Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler**, Adana, Karahan Kitabevi.
- Ceylan, Ali. (1998). **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Okka, Osman. (2004). **Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Okka, Osman. (2006). **Finansal Yönetime Giriş**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Peterson, Pamela P. (1994). **Financial Management and Analysis**, USA: McGraw-Hill.
- Stephan A., Ross; Westerfield Randolph W.; Jaffe, J. (2003). **Corporate Finance**, USA: McGraw-Hill.
- Öcal, Usta. (2008). **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Vishwanath, S. R. (2007). **Corporate Finance**, New Delhi: Response Books.

7

Amaçlarımız

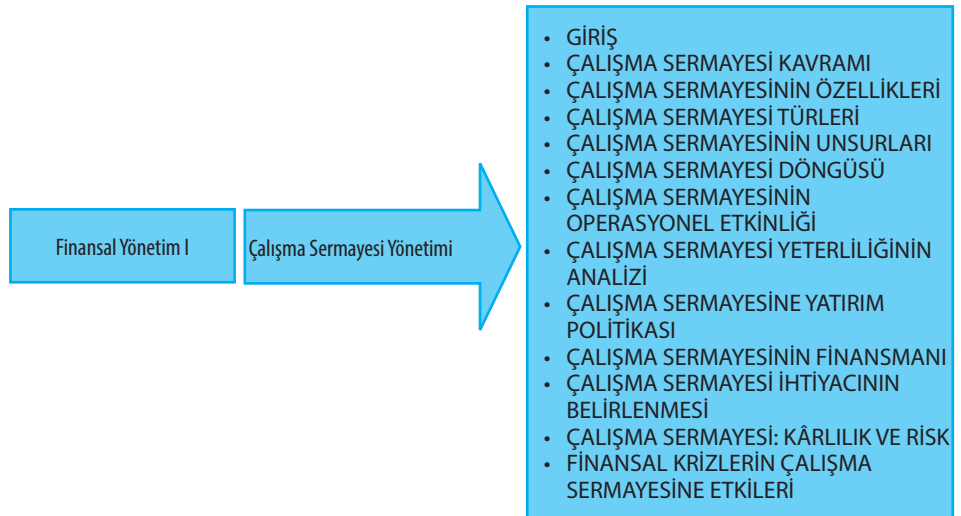
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Çalışma sermayesi kavramını tanımlayabilecek,
- Çalışma sermayesinin unsurlarını belirleyebilecek,
- Çalışma sermayesi döngüsünü açıklayabilecek,
- Çalışma sermayesine yatırım ve finansman politikalarını sınıflandırabilecek,
- Çalışma sermayesi yönetiminde kârlılık ve risk arasındaki ilişkiyi yorumlayabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Alacak Yönetimi
- Stok Yönetimi
- Nakit Yönetimi
- Çalışma Sermayesi Döngüsü
- Atak Finansman Stratejisi

İçindekiler



Çalışma Sermayesi Yönetimi

GİRİŞ

İşletmeler kısa vadede; nakit, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar ve diğer dönen varlıkların yönetimine odaklanırlar. Çalışma sermayesi olarak adlandırılan bu varlıkların düzeyini, işletmenin özelliği ve pazar koşulları belirlemekle birlikte, işletmenin duran varlıkları da önemli ölçüde etkiler. Bu varlıkların düzeyi faaliyet dönemi içinde önemli şekilde değişime uğrar. Değişim günlük, haftalık, aylık ya da işletmenin özelliğine göre sezonluk olabilir.

Çalışma sermayesi yönetimi işletmelerin varlıklarını devam ettirebilmeleri açısından hayati bir önem taşımaktadır. Çünkü çalışma sermayesi yönetimi günlük olağan faaliyetlerden, hammaddelerin tamamlanmış ürüne dönüşerek, satıştan doğan alacakların tahsiline kadar uzanan geniş bir süreci kapsamaktadır. Bu bölümde çalışma sermayesi unsurlarının özellikleri ayrıntılı olarak incelenecektir. Söz konusu varlıklara yatırım yapılırken, çalışma sermayesinin optimizasyonu, temel prensipler ve kurallar bağlamında ele alınacaktır.

ÇALIŞMA SERMAYESİ KAVRAMI

Bu bölümde finans yöneticisinin önemli bir zamanını alan çalışma sermayesi (işletme sermayesi) yönetimi tanıtılacaktır. Çalışma sermayesi yönetiminin konusu, bilançodaki dönen varlıklardır. Söz konusu varlıklar, **brüt çalışma sermayesini** oluşturan ve bir yıl içinde paraya dönüşebilen para, menkul kıymetler, alacaklar, stoklar, akreditif ve peşin ödenen giderlerdir. **Net işletme sermayesi** ise dönen varlıklar ile kısa süreli borçlar arasındaki farkı ifade etmektedir. İşletmenin hedeflerine başarılı bir biçimde ulaşmasında, çalışma sermayesi yönetiminin önemli bir rolü vardır.

Bir işletme ne kadar büyür ve faaliyetleri yayılır ise çalışma sermayesi ihtiyacı da o derece artar. En ucuz ve en uygun çalışma sermayesi, işletmenin kendi faaliyetleri sırasında oluşur. Çalışma sermayesinin etkin yönetimi, nakit oluşturarak kârlılığının artmasını sağlamanın yanı sıra nakit sıkıntısı nedeniyle oluşabilecek riskleri de azaltmaktadır.

Çalışma sermayesi yönetimi, günlük operasyonlar ya da daha somut olarak, hammaddeden tamamlanmış ürüne dönüşerek, satıştan doğan alacakların tahsiline kadar ki süreci kapsar. Bu süreç aynı zamanda satış yoluyla işletmeye nakit girişleri sağlar. Nakit fazlalığı olan işletmeler de çalışma sermayesi yönetimine ihtiyaç duyarlar. Zira işletmeye para bağlayan yatırımcılar ya da hissedarlar, kâr beklentisi

Brüt Çalışma Sermayesi, bir yıl için nakde çevrilebilen dönen varlık kalemlerinden oluşur.

Net Çalışma Sermayesi, dönen varlıklar ile kısa süreli borçlar arasındaki farkı ifade eder.

ile hareket ederler. Çalışma sermayesinin en önemli unsurları ise nakit, menkul kıymetler, alacaklar, borçlar ve stoklardır. Çalışma sermayesini oluşturan kalemlerin yapısı incelendiğinde, işletmenin etkinliği ve finansal gücü hakkında da bilgi alınır.

DİKKAT



Çalışma sermayesi ne kadar etkin yönetilirse, borçlanma ihtiyacı da o ölçüde azalır. Bir işletmenin borçlanması faiz ödemeyi, sermaye artırımını ise işletmenin faaliyet kârından kâr payı ödemeyi gerektirdiği unutulmamalıdır.

Finans yöneticisinin temel görevlerinden birisi de çalışma sermayesini başarılı bir şekilde yöneterek kârlılığı arttırmaktır. Firma açısından çalışma sermayesi yönetiminin önemini, her şeyden önce dönen varlıklara yapılan yatırımlar belirler. Diğer yandan uygulamada finans yöneticisi, günlük çalışma süresinin önemli bir kısmını dönen varlık yönetimine ayırmak zorundadır. Dönen varlık yönetimine ayrılan süre, satışların artmasını da etkiler. Bununla birlikte iş hacminin artması, genellikle işletme kârlılığına da olumlu yansır. Ancak, işletme kârlılığı ile riskinin belirlenmesinde dönen varlıkların düzeyi, kısa vadeli borçlarla da ilgilidir.

SIRA SİZDE



Brüt çalışma sermayesinin yanı sıra net çalışma sermayesini belirlemenin önemini açıklayınız?

İşletme faaliyetlerinde ödemeler genellikle vadeli olarak yapılıyor olsa da, varlık alımlarında en azından tutarın belli bir oranının peşin ödenmesi gerekmektedir. Buna bağlı olarak nakit ödeme oranı arttığında, çalışma sermayesi ihtiyacı da artmaktadır. Çalışma sermayesinin finansmanında aşağıdaki kaynaklar kullanılmaktadır:

- Kasa ve bankadaki rezervler,
- Kârın nakit tutarı,
- Satıcı kredileri,
- Hissedarların yeni sermaye koyması ya da borç vermesi,
- Banka kredi limitlerinin aşılması ve
- Uzun süreli kredilerden kısa süreli faaliyetlerin finansmanı

Yetersiz çalışma sermayesine rağmen satışlar arttırılmak isteniyorsa, işletme faaliyetlerinin riski artmaktadır. Çalışma sermayesinin gerilimi olarak bilinen; daha açık bir ifade ile işletmenin kaldıramayacağı bir yükümlülüğün altına girmesi olarak da nitelendirilen bu gerilim, aşağıdaki uyarı sinyalleri ile belirlenebilir:

- İşletmenin nakit pozisyonu üzerinde baskı oluşması,
- Nakit arttırmak amacıyla, müşterilere erken ödeme için yüksek iskonto uygulanması,
- Banka kredi limitlerinin aşılması,
- Başka bankalardan yeni kredi limitlerinin araştırılması,
- Satıcılara borçların zamanında ödenmemesi,
- Yeni alım için satıcılara tutarın tamamının nakit ödenmesi,
- Bankalardan acil kredi talebinde bulunulması,

ÇALIŞMA SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ

Çalışma sermayesi unsurları ile sabit varlıklar arasında önemli farklılık bulunmaktadır. Söz konusu farklar:

1. Çalışma sermayesi unsurları bölünebilir niteliktedir: Duran varlıklar nispeten bölünmezlik (bütünlük) özelliği gösterirken, çalışma sermayesinin unsurları çoğu zaman bölünebilir özelliktedir.

2. Çalışma sermayesi unsurlarının vadesi bir yıldan kısa ve likittir: Çalışma sermayesini oluşturan kalemler bir yıl içinde paraya dönüşebilir. Bir işletmenin toplam varlıkları içinde dönen varlıkların payı nispeten yüksekse, bu varlıkların likidite özelliğinden dolayı işletme riskini aşırı derecede artırmadan, finansmanında görece olarak daha fazla dış kaynak kullanabilir.
3. Çalışma sermayesini oluşturan dönen varlık kalemleri hareketli olup aralarında yakın bir ilişki vardır: Çalışma sermayesini oluşturan kalemler bir faaliyet yılı içinde kısa ve uzun süreli başka bir varlığa dönüşebilir. İşletme bilançosunda yer alan nakit, stoklara dönüştüğünde likit varlıklar azalır. Vadeli satış yapıldığında ise stoklar azalır, nakit pozisyonu tekrar artarken alacaklar azalır.
4. Çalışma sermayesi kararları kısa sürede revize edilebilir: Çalışma sermayesi ile ilgili kararlar birkaç aylık bir dönemde revize edilebilmesine ve düzeltilmesine rağmen, duran varlık yatırımlarında bu esneklik yoktur.
5. Çalışma sermayesi yatırımlarının işletmenin risk derecesine etkisi nispeten sınırlıdır: Duran varlık yatırımları işletmenin risk derecesini önemli ölçüde değiştirir. Özellikle kaldıraç derecesi olarak bilinen borç/toplam varlık oranının aşırı yükselmesi, durgunluk ya da kriz dönemlerinde işletme iflasına da yol açabilir. Bu anlamdaki dönen varlık riskleri ise daha çok döviz pozisyonundan kaynaklanabilir.

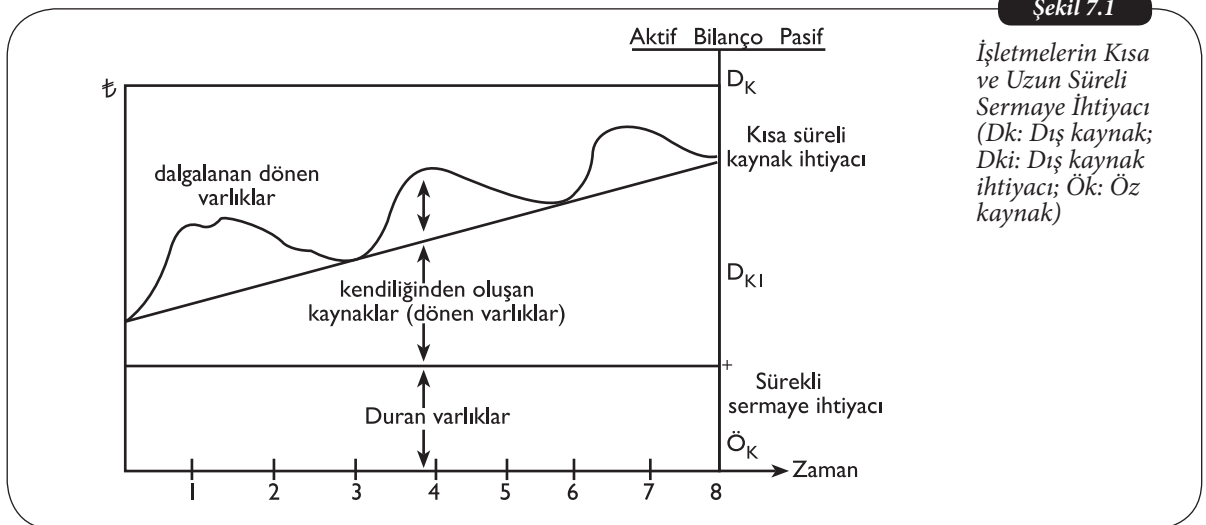
Bazı sektörlerde dönen varlıklar, duran varlıklar kadar, hatta daha büyük bir yatırım gerektirebilir.



DİKKAT

ÇALIŞMA SERMAYESİ TÜRLERİ

İşletmelerin üretim faaliyetleri, mevsimlik ve konjonktürel etkiler ya da benzeri nedenlerle önemli değişim gösterir. Finans yöneticisinin temel görevi de değişen koşullara uygun bir finansman politikası uygulamaktır. Yönetici, her şeyden önce işletmenin üretim yapısına ve pazarlama olanaklarına uygun bir sermaye yapısı oluşturmak durumundadır. Dönen varlıklardaki mevsime bağlı değişimler, kısa süreli borçlarla finanse edilebilir. Buna karşılık bazı firmalarda devamlı nitelikteki dönen varlıkların, uzun süreli borçlar ya da öz sermaye ile finanse edilmesi yönünde tercihler de görülebilir. Çalışma sermayesinin türleri Şekil 7.1'de görülmektedir.



Şekil 7.1'de sekiz aylık bir gözlem süresinde farklı konjonktür dönemleri yer almakta, duran ve dönen varlıklar beklenenin üzerinde bir gelişme göstermektedir. Yüksek satış hacmine yol açan dalgalanma, alacakların artmasına ve stokların erimesine yol açtıktan sonra yeniden durgunluk dönemine girilmektedir.

Çeşitli sektörlerde işletmelerin yatırımlarının, doğal ya da geleneksel nedenlerle en az düzeye indiği bir dönemden söz edilebilir. Bu dönemdeki yatırım, çalışma sermayesinin minimum olduğu düzeydir.

DİKKAT



Satış ve üretimin belli bir düzeye ulaştığı dönemlerde, aydan aya ya da haftalık olarak satış ve üretim birbirine yakın düzeylerde ise çalışma sermayesi yatırımı süreklilik arzeder. Bu düzey rutin dönemlerin çalışma sermayesi rakamı olarak kabul edilebilir.

Çalışma sermayesine bağlanan fonlar, pazar payına bağlı olarak büyüyen pazar koşullarında, satışlardaki artışa bağlı olarak zamanla artar. Ayrıca enflasyon koşullarında, daha yüksek çalışma sermayesine gereksinim duyulur. Bu gereksinim, dönen varlıkların bileşimine göre değişmektedir. Büyüme ve enflasyon dışında özellikle bazı sektörlerde çalışma sermayesi ihtiyacı, yılın belli dönemlerinde hissedilir artışlar gösterir.

DİKKAT



Mevsimlik satış yapan sektörlerde sezon öncesinde başlayan mal alımı ile artış gösteren çalışma sermayesi gereksinimi, satışlar sırasında alacaklar hesabındaki artışla devam eder; ancak satışların gerilediği ve sezonluk satışlardan doğan alacakların tahsili ile tekrar eski düzeyine gelir.

Çalışma sermayesinin sabit kalan kısmı **sürekli çalışma sermayesi**, iş hacmindeki değişime göre farklılaşan bölümü **dalgalandan çalışma sermayesi** olarak adlandırılır.

Çalışma sermayesinin süreklilik arzeden bölümü **sürekli çalışma sermayesi**, dalgalanan ve iş hacmine paralel olarak değişen kısmı ise **geçici ya da dalgalanan çalışma sermayesi** olarak adlandırılır.

Olağanüstü durumlarda işletmelerin karşılaştıkları güçlükleri kısmen gidermek için, mevcut çalışma sermayesi olağanüstü özellik gösterir. Tipik pazar şartlarını tahmin etme güçlüğünden dolayı işletme, ihtiyat nedeniyle nispeten yüksek bir sermaye ile çalışmak zorunda kalabilir. Olumsuz etkilenen faaliyetler etkinliği azalttığından, olağanüstü çalışma sermayesi ile ifade edilir. Böyle durumlarda faaliyetlerin azaltılması ya da küçülme de öngörülebilir. Bununla birlikte kullanılmayan varlıklar satılarak çalışma sermayesi likit hale getirilebilir. Çeşitli ülkelerde farklı uygulamalar olmakla birlikte işletmeler genellikle dönem kârlarını alıkoyarak sermaye yapılarını güçlendirirler. Bu durum, artan sermaye maliyeti nedeniyle işletme kârlılığını olumsuz etkiler. Bankacılığın güçlü, kredi kapasitesinin yüksek ve alternatif borçlanma olanaklarının kolay olması halinde ise kârların işletmede alıkonulması ihtiyacı azalır. Olağanüstü işletme sermayesi, belirsizliklerdeki artış nedeniyle çalışma sermayesi varlıklarına fazladan yapılan yatırımlardır.

Yıllık planlamada, beklenen konjonktür gerilemesinin bilanço yapısını olumsuz etkilemesi öngörülüyorsa, bu durumda varlıklarla ilgili alınması gereken önlemler, yeni alımlardan vazgeçilmesi ya da yatırımların ertelenmesi şeklindedir. Sermaye kalemleri alanında ise kısa süreli borçların ertelenmesi ya da borçların bir bölümünün öz sermayeye çevrilmesi şeklindeki konsolidasyon önlemleri de düşünülebilir. Birinci durumda beklenen satış gerilemeleri söz konusudur ve bu durumda yatırım kararları aracılığı ile ödeme ihtiyacının azaltılması amaçlanır. İkinci durumda ise borçların geri ödenme gereksiniminin ve kaldıraç riskinin azaltılması amaçlanır.

Çalışma sermayesinin sabit kalan kısmı **sürekli çalışma sermayesi**, iş hacmindeki değişime göre farklılaşan bölümü **dalgalandan çalışma sermayesi** olarak adlandırılır.

ÇALIŞMA SERMAYESİNİN UNSURLARI

Firmaların dönen varlıklara bağladıkları fonların kullanım yerleri, işletmenin özelliklerine göre değişir. Varlıkların türü ve tutarı, belirli bir işletmenin ürettiği mallara, teknik üretim sistemine ve yöneticilerin tercihlerine göre değişir. Çalışma sermayesini oluşturan unsurlar dönen varlık kalemleridir:

- Nakit (kasa ve bankadaki paralar)
- Serbest menkul kıymetler (hisse senetleri ve tahviller)
- Kısa vadeli alacaklar (alacak senetleri, müşteriler)
- Stoklar ve
- Diğer dönen varlıklar

Bilançonun dönen varlıklar kısmında yer alan kalemler, çalışma sermayesinin unsurlarını oluşturur.

Dönen varlıklar kalemlerine yapılan yatırımlar sabit varlıklara yapılan yatırımlara oranla işletme riskini daha az artırır. Bunun nedeni sizce ne olabilir?



SIRA SİZDE

Nakit Yönetimi

Nakit kavramı, para ve vadesiz mevduat anlamında kullanılır. **Nakit yönetimi**, nakit fazlası ve açıklarına meydan vermeden, işletmede bulundurulması gereken optimum para tutarının belirlenmesini amaçlar ve belli bir dönemdeki ödeme ve tahsilat arasındaki dengeyi zamansal açıdan da kurmaya çalışır. Burada işletmenin kasasında bulundurmak zorunda olduğu ortalama nakit tutarından ziyade ödemelere göre değişen bir para tutarı önem kazanır. Özellikle enflasyonist ortamda bu durum daha da önem kazanmaktadır.

Nakit Yönetimi, nakit giriş ve çıkışlarını göz önüne alarak işletme bulundurulması gereken en uygun nakit miktarının belirlenmesidir.

İşletmenin çeşitli bölümler arasında sürekli nakit akışı gerçekleşir. Nakit akışı bir işletmenin hayatta kalması için gerekli kan dolaşımıdır.



DİKKAT

Her yöneticinin görevi kâr elde etmek için nakit akışına katkıda bulunmaktır. Bir işletmenin operasyonel kârlılığı teorik olarak nakit fazlalıklarının oluşmasını gerektirir. Faaliyetler nakit fazlalıkları oluşturmaz ise nakit dar boğazı sebebiyle işletmenin faaliyeti son bulur.

Nakit, bir işletmenin adeta can simididir. Likiditede bir bozulma olursa işletmenin fonlama operasyonları, yatırımların finansmanı ve ödemelerde de problem yaşanır. Yatırım kararı almadan önce işletmenin nakit akış yapısı belirlenmelidir. Bir işletmenin nakit akım tahminlerinin gerçekleştirilmesi için çalışma sermayesi yönetimini analiz etmek gerekmektedir.

İşletmeler, kasada minimum nakit bulundurarak, fonlamayı daha çok bankalar hesabından yapmalıdırlar. Bu durum alternatif maliyeti minimum kılarken aynı zamanda nakit bulundurma riskini de azaltır. Ancak bu kasada hiç nakit bulundurulmaması gerektiği anlamına gelmemektedir. İşletmeler farklı nedenlerle kasa ya da bankalar hesabında nakit bulundurmalıdırlar. Keynes, bireyler gibi işletmelerin de üç temel neden ile para bulundurduklarını belirtmiştir;

İşlem nedeni ile, Firmaların günlük normal faaliyetlerinin gerektirdiği gereksinimleri karşılamak amacıyla, para bulundurmalarını ifade eder.

İhtiyat nedeni ile, işletmelerin beklenmeyen gelişmeler karşısında hazırlıklı olma amacıyla para bulundurmalarıdır.

Spekülasyon nedeni ile, gelecekteki kârlı yatırım fırsatlarından yararlanmak için para bulundurulmasıdır. Nakit burada, diğer nedenlerde olduğundan farklı olarak savunma amacıyla olmayıp, atılcı bir düşünce ile bulundurulur.

DİKKAT



Nakit yönetiminin amacı, gelecekteki gereksinimleri karşılayacak, işletme kârlılığını olumlu etkileyecek bir para yönetimi gerçekleştirmektir. Finans yöneticisi, ne zaman yatırımlar için aşırı fon bulundurulması ve ne zaman borçlanmaya başvurulması gerektiğini, planlamak zorundadır.

Kasada para bulundurulmasını belirleyen faktörler şu şekilde özetlenebilir;

- İşletmenin nakit yönetim politikası,
- Cari likidite durumu,
- İşletme yönetiminin likidite ve risk konusundaki tercihleri,
- Borç ödenim tablosu (borçların vade yapısı),
- İşletmenin borçlanma yeteneği,
- Kısa ve uzun dönemdeki tahmini nakit akımları.

Nakit akımı, yönetimin işlem ve kontrol maliyetlerini azaltarak kontrol, enformasyon akışı ve raporlama etkinliğini artırarak, nakit akımının optimizasyonunu sağlamayı amaçlar. Bu amaca ulaşılmasında ise işletmenin çalışma planı modeli belirleyici olur. Tek tip kaynak planı oluşturarak, süreçlerin harmonizasyonu finansal başarıyı arttırırken, güvenilir bir raporlama sistemini de teşvik eder. Merkezi ödeme sistemi daha iyi bir nakit akımı ve likidite yönetimine olanak sağlar. Satın alma ve likidite yönetimindeki nakit akış modeli Şekil 7.2'de görülmektedir.

Şekil 7.2

*Satın Alma ve
Likidite Yönetimi*



Nakit akım yönetiminde maksimum etkinlik sağlandıktan sonra hazine yöneticisi likidite yönetimine odaklanır. Amaç minimum fonlama maliyetlerinin sağlanması böylece, çalışma sermayesinin getirisinin maksimize edilmesidir.

Günlük operasyonel nakit akımları çeşitli cari hesapların bakiyelerinden oluşur. Nakit yöneticisi bu hesapların tek tek getirilerinin maksimizasyonunu sağlamayı amaçlar. Güvenilir bir nakit tahmininde uzun dönem nakit dengesinin oluşturulması, birkaç günlük bir nakit dengesine göre çok daha önemlidir.

DİKKAT



İşletmelerin farklı para birimleri ile faaliyet göstermesi halinde geçerli kurların dönemsel olarak tahmini ve günlük kurların belirlenmesi, para birimleri arasında değişim ve swapların uygulanması uzun dönem likidite yönetimi için önemlidir.

Bilançonun yapısına bağlı olarak farklı enstrümanlara yatırılan nakdin üç temel profili belirlenebilir:

- Günlük dalgalanan operasyonel likidite,
- Birkaç gün ile üç ay arasında ihtiyaç duyulmayan kısa süreli nakit ve
- Üç aydan fazla süre ile ihtiyaç duyulmayan uzun süreli nakit.

Günlük dalgalanan likidite mevduat hesaplarına yatırılırken bunun yüksek getirili olmasına dikkat edilir. Kısa süreli likidite, haftalık mevduat veya para piyasası araçlarına bağlanır. Uzun süreli likidite ise fonlara veya finansman bonosuna ya da diğer yapılandırılmış uzun vadeli finansal ürünlere bağlanabilir.

Yatırım araçlarının seçiminde bir yandan hazine politikası, diğer yandan da risk ve getiri konuları üzerinde odaklanılır. Bir firma genel olarak bankalar arası riskli varlıklara yatırım yaparak yüksek getiri elde edebilir. Bununla birlikte, hazine yönetiminin sahip olduğu fırsatların realize edilmesi işletmenin cari nakit yönetimi yapısına bağlıdır.

Grup firmaları, holdingler ve çok uluslu şirketlerde nakit yönetimi diğer işletmelerden farklıdır. Uygulamada, *merkeziyetçi* bir şirket ile *merkezkaç* bir şirket yapısını yansıtan farklı likidite ve nakit akış modelleri yer alır. Genel olarak aşırı *merkezcil olmayan* yönetim modelleri belirli esneklikler sayesinde yüksek kazanç fırsatları sunabilir. Bir işletmenin aşırı merkeziyetçi bir yönetim uygulaması ancak belirli ortam ve şartlara bağlıdır.

Merkezi nakit yönetiminde nakit tek merkezden yönetilir, fonksiyonları lokal birimlere devredilerek veya devredilmeden yönetilebilir. Merkezi nakit yöneticisi likiditeyi bir para birimi ve bir merkezde yönetirken, yerel otoritelerden ve bankacılık sisteminden enformasyon edinir. AB Bölgesi ve Amerika'daki firmalar genellikle bu yönde bir yapı oluştururlar. Çoklu para birimlerinde de nakit yönetimi bir merkezden yapılır. Bu bölgelerdeki firmalar merkezdeki likidite yönetiminin kurallarına bağlı olarak hareket ederler. Nakit yönetimi yetkisi merkezidir, operasyonel harcamalar ve tahsilâtlar ise yerel şirket tarafından yürütülür. Faiz giderlerinin optimizasyonu için bu model en uygun olanıdır. Model ayrıca, yerel işletmelere merkezdeki firma kaynaklarından fon temini imkânı sağlar. Nakit yönetimi tamamen merkezkaç ise her birim ya da şubenin operasyonel olarak belli bir nakit pozisyonuna sahip olması gereklidir. Aşırı merkezkaç uygulamaların ölçek ekonomilerini ve sinerji etkilerini hesaba katmadığı belirtilmelidir.

Merkezi Nakit Yönetimi, firmaya bağlı diğer yan firmaların nakit ihtiyaç ve fazlalarının ana firma tarafından kontrol edilmesidir.

Merkezi nakit yönetimi ile ilgili detaylı bilgiye Jeff Madura'nın International Financial Management (South Western College Publishing, 2000) kitabından (s. 570-573) ulaşabilirsiniz.



K İ T A P

Nakit yönetimi bir işlem merkezinden tek bir bankaya bağlı olarak yerel clearing mekanizmasını kullanabilir. Likidite yönetimi, likidite pozisyonu taşımayan yerel firma yönetimi tarafından gerçekleştirilir. Diğer bölgeler devre dışı bırakılır. Böyle bir yapı teorik olarak çoklu para sistemleri için uygun olabilir. Fakat Avrupa para bölgesinde uygulanması zordur. Bu modelin amacı likidite yönetimini yerel işletmelere bırakarak, işlem maliyetlerini azaltmaktır.

Çokuluslu bir işletmenin merkezi nakit yönetiminden sağlayacağı avantajlar sizce nelerdir?



SIRA SİZDE

Alacak Yönetimi

Yavaş ödemeler işletmelerin faaliyet yapısını olumsuz etkilemekte, özellikle likiditesi zayıf işletmeler bu durumdan daha çok etkilenmektedir. Alacaklar hızlı tahsil

Alacak Yönetimi, firmanın piyasa değerini maksimize edecek alacak düzeyinin belirlenmesidir.

edilebildiğinde ise nakit akışı önemli ölçüde artmaktadır. Bu nedenle **alacak yönetimi** işletmeler için oldukça önemlidir.

Alacaklar, bağlanan sermayenin alternatif gelir olanakları nedeniyle işletmenin bir yatırımı olarak değerlendirilmelidir. Alacak hesaplarıyla ilgili temel kural, vadeli satışlarda satış tutarı ve ödeme süresinin belirlenmesidir. Kredili satışların koşulları, firmanın maliyet ve kârlılığını önemli ölçüde etkiler. Örneğin kredi koşulları katı olduğunda, alacaklara daha az yatırım yapılır ve buna paralel olarak kötü alacaklar da azalır, azalan alacak nedeniyle kârda belirli bir düşüş yaşanacaktır.

Potansiyel bir müşterinin ödeme yeteneği değerlendirilirken; firmanın ödeme alışkanlığı, finansal gücü, teminat olarak sunulan varlıklar ve genel ekonomik koşullar dikkate alınmalıdır. Bir müşterinin kredi değerliliği, finansal analiz, regresyon analizi vb. sayısal tekniklerle belirlenir. Çok sayıda küçük müşteriye satış yapan firmalar bu teknikten önemli derecede yararlanabilirler. Özellikle firmanın kredi politikasında uzun süre değişiklik olmuyorsa, bu yolla değersiz alacakların tutarı en aza indirilebilir.

Alacaklar işletmenin nakit mevcutlarının önemli bir kaynağı olarak görülürken, alacakların yönetimi görevi, esneklik nedeniyle her zaman finansal alanda olmayabilir. Bazı işletmelerde, iskontolu satışlar, sevkiyat kredileri, yurtiçi ve yurtdışı müşterilere tanınacak ödeme koşulları pazarlama bölümünce belirlenebilir. Böylece satıcı (sevkiyat) kredileri, fiyat, dağıtım politikası ve reklamın yanı sıra satışları özendirici bir çaba olarak da değerlendirilebilir. Diğer yandan, krediler bankalar açısından pazarlama politikasının temelini oluşturur çünkü, ticari kredilerin bir işletmenin ürünlerinin satışını özendirmede önemli ve etkili bir araç olduğu kabul edilmelidir.

DİKKAT



Esnek bir alacak politikası, işletme satışlarını artırırken, brüt kârın da artmasını sağlar. Ancak, söz konusu politikanın işletmeye maliyetlerini de düşüncük gerekir.

Esnek bir satış politikası sonucu aşağıdaki maliyetlerin ortaya çıkması mümkündür:

1. Esnek bir kredi politikası sonucu satışlar daha geniş bir müşteri grubuna yayıldığında, yeni müşterilerin analizi nedeniyle maliyetler artacağı gibi, tahsilat giderleri ve tahsil edilemeyen alacakların maliyeti de artabilmektedir.
2. Alacakların herhangi bir kaynaktan finanse edilmesi gerekir. Firmanın alacaklarını yeni yabancı kaynaklarla finanse etmesi durumunda ödenen ek faizler nedeniyle maliyetler artar.
3. Firma artan alacakları kendi öz sermayesi ile finanse ederse, bu kez öz sermayenin yeterince kârlı kullanılmaması nedeniyle alternatif maliyetler artar, bu da hisse senetlerinin fiyatına yansır.

Her üç maliyet unsurunun toplamı, esnek bir satış politikası sonucu sağlanan ek kârdan fazla olduğunda, firmanın yeni satış politikası avantajlı olmayabilir. Buna karşın, yeni politika sonucu sağlanan ek gelirler, ek maliyetleri aştığında firmanın net varlığında olumlu bir artış görülür. Bu durumu firma yönetiminin değerlendirmesi gerekir. Söz konusu fonksiyonu genellikle finans yöneticisi yerine getirir. Finans yöneticisi, satışları maksimum kılmak yerine, alacaklara yapılan yatırımları optimum bir düzeyde gerçekleştirmekle yükümlüdür. Bu bölümün ilerleyen sayfalarında belirtileceği gibi aynı durum firma stoklarına yapılan yatırımlar için de geçerlidir.

Alacak yönetiminde aşağıdaki noktalara özen gösterilmelidir:

- Alacak tahsili işletmenin öncelikli konusu olmalıdır,
- Alacak tahsili ile ilgili işletmenin kesin bir politikası olmalıdır,
- Alacak tahsil politikası işletme çalışanları, müşteriler ve satıcılar tarafından bilinmelidir,
- Yeni vadeli alım talebinde bulunan özellikle büyük müşterilere karşı profesyonel davranılmalıdır,
- Vadeli satış kararı vermeden önce müşteriler analiz edilmelidir. Bu amaçla, Ticaret Sanayi Odaları, müşterinin rakipleri, bankalardan, derecelendirme kuruluşlarından ve Merkez Bankasının risk santralizasyonu merkezinden bilgi edinilebilir.
- Her müşteri için kredi limiti tahsis edilmeli, limitleri sürekli gözden geçirilmeli özellikle sektörü etkileyen olumsuz gelişmelerin belirmesi halinde daha dikkatli davranılmalıdır,
- Büyük müşteriler yakından takip edilmelidir,
- Satış yapıldığında derhal fatura düzenlenmelidir,
- Gecikmiş ödemelere vade farkı yüksek tutulmalıdır,
- Alacaklar yaşlandırılarak eskiler tahsil edilmeden bu gruba yeni satış yapılmamalıdır.

Bir işletmenin alacak yatırımlarını genellikle kredi standartları, kredi koşulları ve tahsilât politikası belirlemektedir. Kredi standartları, işletmenin alacaklarını arttırıp arttırmaması gerektiği konusunda önemli bir kriter olarak kullanılabilir. Bu kriterin uygulanması ile standartlar, kredili satışlar konusunda karar almaya katkıda bulunur. Alacak yönetiminde de firmanın uygulayacağı kredi politikası sayesinde net işletme sermayesi olumlu etkilenebilir. Kredili satış kararı vermeden önce aşağıdaki faktörler özenle değerlendirilmelidir:

- Kredi değerliliği,
- Kredi standartları,
- Tahsil politikası,
- Kredili satış tutarı,
- Kredi vadesi,
- Erken ödemelerde iskontodan yararlanılma,
- Alacakların tahsil ve firmaya kazandırma çabaları.

Kredi standartları, kredi koşulları ve tahsil politikası firmanın kredi politikasını oluşturur. Bazı firmalar bu alanda esnek bir kredi politikası izlerken, bazıları sıkı bir kredi politikasını tercih etmektedirler.



DİKKAT

Amerika'da vadeli satışlarda yaygın olarak uygulanan 2/10 net 30, ilk 10 günde ödeme halinde fatura tutarı üzerinden % 2 iskontodan yararlanmayı 30 gün içinde ödenmesi halinde herhangi bir vade farkı uygulanmayacağını ifade eder, takip kolaylığı ve müşteriler arasında ayırım yapmaması nedeniyle üstün bir politika olarak bilinmektedir.

Örnek: Delta'nın satış ve alacak yönetim politikasının incelenmesi:

Delta'nın satışları ₺120 milyon ve vergiden sonraki kârı ₺9.156.000'dir. Firmanın kâr marjı son iki yılda gerilemiş ve kredi yöneticisi de bu durumun nedenlerinden birini, kredi politikasının aşırı liberal oluşuna bağlamıştır. Yönetici, daha katı bir kredi politikası uygulayarak tahsilatta sorun yaşadığı marjinal müşteriler olarak bilinen ve toplam satışların yaklaşık % 10'unu oluşturan bir müşteri grubunu elimine etmeyi düşünmektedir. Finans yöneticisi, firmanın geçmiş

verilerini kullanarak mevcut kredi politikası ile daha katı bir kredi politikasının kârlılıklarını karşılaştırmalı olarak hesaplama ile işe başlamıştır. Tarihi veriler kullanarak ve işletmenin geçmiş deneyimlerinden yararlanarak finans yöneticisi aşağıdaki tabloyu oluşturmuştur (% olarak):

	Toplam	Sabit	Değişken
Satışların Maliyeti	75	-	75
Genel Yönetim Giderleri	14	8	6
Tahsil Edilemeyen Alacaklar	0,5	-	0,5
Tahsil Giderleri	0,2	-	0,2
Vergi vb. Yükümlülükler	3,3	2,8	0,5
Toplam Maliyetler	93	10,8	82,2

Finans yöneticisi, bazı marjinal alacakların elimine edilmesi halinde sabit maliyetin değişmeyeceğine, bununla birlikte değişken maliyetlerin azalacağına inanmaktadır. Ayrıca ödenmeyen alacakların tamamının da söz konusu marjinal alacaklar arasında olduğunu düşünmektedir. Finans yöneticisi bu verileri kullanarak Delta'nın gelir ve giderlerini marjinal müşteriler ile iyi müşteriler arasında dağıtmıştır:

	Tüm Müşteriler	Normal Müşteriler	Marjinal Müşteriler
Net Satışlar	120.000.000	108.000.000	12.000.000
Satışların Maliyeti (-)	90.000.000	81.000.000	9.000.000
Brüt Kâr veya Zarar	30.000.000	27.000.000	3.000.000
Genel Yön. Gider.	9.600.000	9.600.000	-
Sabit (%8)	7.200.000	6.480.000	720.000
Değişken (%6)			
Tahsil Edilmeyen Alacaklar	60.000	-	60.000
Tahsil Giderleri	24.000	-	24.000
Faaliyet Kâr veya Zararı	13.116.000	10.920.000	2.196.000
Vergi vb. Yükümlülükler	3.360.000	3.360.000	-
Sabit (%2,8)	600.000	540.000	60.000
Değişken (%0,5)			
Dönem Kârı veya Zararı	9.156.000	7.020.000	2.136.000
Net Kâr Marjı	%7,63	%6,50	%17,80

$$\text{Net Kâr Marjı} = \frac{9.156.000}{120.000.000} = \%7,63$$

$$\frac{7.020.000}{108.000.000} = \%6,5$$

$$\frac{2.136.000}{12.000.000} = \%17,8$$

Marjinal müşteriler için net kâr marjı % 17,8, normal müşterilerin net kâr marjı % 6,5'dir. Marjinal müşteriler, kârlılığı arttırdığı için bu gruba satış yapılabilir. Ayrıca müşteri kazanmak oldukça zordur. Bu nedenle bu gruba da satış sürdürülmelidir.

Tahsil politikası ile satışlar ve kârlılık arasında yakın bir ilişki vardır. Bu açıdan finans yöneticisinin temel görevi, bu ilişkiyi firmanın pazar değerinin maksimizasyonu yönünde geliştirecek optimum bir tahsil politikasının izlenmesidir.

Alacak yönetimi ile ilgili detaylı bilgiyi Stephen A. Ross, Randolph Westerfield ve Bradford D. Jordan'ın *Essentials of Corporate Finance* (Mcgraw Hill, 2007) kitabında (513-538) bulabilirsiniz.



K İ T A P

Alacaklar içinde eski aylara ya da yıllara ait alacakların artması, işletmenin tahsil yeteneğinin azaldığını göstermektedir. Bu durumda borçlular analiz edilerek, ödeme yapılmamasının neden kaynaklandığını belirlemek gerekmektedir. Bu durumda aşağıdaki noktalara dikkat edilmesi finans yöneticisine yardımcı olacaktır:

- Zayıf kredi kararı,
- Tahsil sürecinin etkin olmaması,
- Kredi koşullarının gereğinden fazla esnek olması,
- Geç fatura çıkarılması ve satışların kaydının gecikmesi,
- Hatalı fatura düzenlenmesi,
- Müşteri memnuniyetsizliği.

Normal pazar şartlarında ödemesi 90 gün gecikmiş alacakların tahsil edilmesinin güç olduğu bilinmektedir. Bu nedenle müşteriler ile yapılan görüşmeler sonucunda ödenemeyeceği anlaşılan alacaklar için derhal yasal takibe geçilmelidir.

Alacak tahsilâtı işletme yönetiminin en zor konuları arasında yer alır. Paraya dönüşmemiş satış, gerçek satış sayılamaz, bu nedenle tahsil hızlandırılarak işletmenin likiditesi güçlendirilmelidir. Aşağıda sıralanan öneriler tahsilâtın hızlandırılmasına yardımcı olacaktır:

- Geç ödemeler ile ilgili uygun prosedürlerin geliştirilmesi,
- Geç ödemelerin peşine düşülmesi,
- Tahsilâtın amaç haline getirilmesi,
- İşletme çabalarının sonuç vermemesi halinde dışsal destek aranması,
- Alacaklar işletmenin varlıklarıdır. Bu nedenle tahsilât çabalarından mahcupiyet duyulmaması, görüşmelerde somut ödeme belirtileri olmadan, ödenecek arasına dâhil edilmemesi,
- Olağanüstü pazar koşullarında anlaşma şartlarında değişikliğe gidilmesi ve
- Alacakların gerektiğinde factoringe devredilmesi.

Alacak yönetiminde sıkı politika yürütülmesi çalışma sermayesini nasıl etkiler?



SIRA SİZDE

4

Borç Yönetimi: Satıcılar hesabı etkin nakit yönetiminin en önemli unsurudur. Bu yüzden hesap özenle yönetilerek işletmenin nakit pozisyonu arttırılmalıdır. Her satın almanın belirli bölümü nakit gerektirir. Bu da işletmenin nakit akımını etkileyebilir. Aşağıdaki noktalara dikkat edilerek borç yönetiminin işletmenin likiditesini olumsuz etkilemesi engellenebilir:

- Satın alma ile ilgili yetkililer,
- Büyük satın almalarda miktar iskontosu,
- Satın almanın maliyeti,
- Stok taşımanın maliyeti,
- Alternatif satıcıların satış koşulları,
- Satıcıların kârlılık politikası,
- Satıcı maliyetlerdeki değişimin faturaya yansıtıp yansıtmadığı,

- Hammadde tesliminde satıcının dakiklığı,
- Satın almanın hangi periyotlarla yapıldığı (just- in- time gibi).

Uygun koşullarda hammadde satın almak, satışların da benzer koşullarda yapılmasına katkı sağlar. Bu nedenle satın alma yönetimi alacak yönetimi kadar önemlidir. Satıcıların koşullarını yakından izlemek ve geç ödemeler karşısında ne tür önlem aldıklarını bilmek işletmenin ödeme politikasında önemli rol oynar. Ayrıca iyi bir satıcının işletmenin yaşamasına ve kârlılığına katkı sağladığını da unutmamak gerekir.

Stok Yönetimi

İşletme stoklarını yönetmek profesyonel yaklaşım gerektirir. Yüksek stok tutarları işletmeye önemli maliyetler getirirken, stok yetersizliği de müşterilere zamanında mal gönderememe nedeniyle müşteri kaybına yol açar. Burada temel nokta stokların müşterilere gönderilmeden önce ne kadar süre ile raflarda yer aldığıdır. Stok düzeyi genellikle işletmenin faaliyet gösterdiği sektöre bağlıdır. Örneğin taze sebze meyve satan bir işletme stoklarını üç dört günde bir, halı satıcısı ise birkaç ayda bir devredebilir.

Alacak yönetiminde olduğu gibi firmanın stok düzeyinin belirlenmesi de işletme açısından bir yatırım kararı olarak değerlendirilmektedir. Finans yöneticisi, işletme açısından optimum stok miktarını belirlerken, firmanın pazar değerinin maksimum kılınması ilkesinden hareket etmektedir. Stok yönetiminde yöneticilerin sürekli üzerinde durması gereken temel noktalar şu şekilde sıralanabilir:

- Uygun bir stok düzeyinin sürdürülmesi,
- Miktar ve değer analizinin yapılması,
- Uygun sipariş politikalarının uygulanması,
- Hammadde, yarı mamul ve tamamlanmış ürün stoklarının detaylı analizi,
- Fire ve bozulmaların kontrolü ve önlenmesi.

İşletmeler etkin bir stok yönetimi ile diğer bir ifadeyle stok tahmini ile satış ve pazarlama çabalarını birleştirerek, merkezi bir stok politikası sayesinde stoklara bağlı paranın maliyetini azaltabilirler.

DİKKAT



Yetersiz stok bulundurmak, işletmelerde olası üretim durması nedeniyle müşteri siparişlerinin karşılanamaması riskine yol açar. Yüksek miktarda stok bulundurmak ise işletmenin bağladığı sermaye nedeniyle likiditesini olumsuz etkiler.

Üretim işletmeleri belirli bir düzeyde hammadde ve yarı mamul stokuna gereksinim duyarlar. İşletmelerde, hammadde ve yarı mamullerin yanı sıra üretim sürecindeki mallar ve üretilmiş mallar da yer alır. Hizmet işletmeleri dışındaki tüm işletmeler stoklar üzerine çalışırlar. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde stoklara müşteri siparişlerini karşılamanın dışında, spekülasyon amaçla da yatırım yapıldığı görülmektedir.

Hammadde stokları işletmelere özellikle sipariş bazlı üretimde esneklik sağlar. Ancak stokların yükleme, boşaltma ve depolama maliyetlerinin artması halinde stoklara yapılan yatırımlar ekonomik olmaz. Alacakların yönetiminde olduğu gibi, stoklara yapılan eklemeler sonucunda sağlanan gelirler, ek stok bulundurma maliyetinden yüksek olduğu sürece stoklara yapılan yatırıma devam edilebilir. Bu yatırım kararında, işletmenin dönen varlıklara ayırdığı fonlar, stok kontro-

Stok Yönetimi, satışlar ve üretimi dikkate alarak firmada bulundurulması gereken optimal stok miktarının belirlenmesidir.

lû, pazar faiz oranları, alternatif yatırım olanakları ve işletme açısından stokların niteliği belirleyicidir. İşletmelerde stoklar, nezaretçilerine ödenen ücretler, stok giriş-çıkış kayıtlarının yol açtığı giderler, sigorta ve kira giderleri gibi ödemelerle önemli bir maliyet unsurudur.

İşletmelerde stoklara yapılan yatırımları; üretim ya da satış hacmi, üretim süresi ve tekniği ile stoklanan malın bozulma olasılığı/süresi belirlemektedir. Stoklara yapılan yatırımlar yalnızca depolardaki mallara bağlanan sermayeden ibaret sayılamaz. Özellikle satın alma güçlükleri nedeniyle satıcılara avans ödemeleri ve yurtdışından getirilen mallar için açılan akreditifler de işletmelerin stoklara yaptığı yatırımlar arasında yer almaktadır. İşletmenin üretim tekniği, satın alma olanakları ve sahip olduğu depoların özelliği dikkate alınarak, stokların etkin bir biçimde kontrolü gerekmektedir. Stok kontrol sistemi, stokların işletmeye maliyetini minimum kılmaya çalışmaktadır.

Stok düzeyini etkileyen faktörler hakkında detaylı bilgiyi Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban'ın Finansal Yönetim (Ankara, 2009) kitabında (s.305-310) bulabilirsiniz.



K İ T A P

Stokların üretim süresi, teslim süresi ve satış oranı uygulamada belirsizlik gösterir. Çalışma hayatında grevler, toplu olarak işten çıkarmalar, satıcıların mal göndermede gecikmeleri ve talepte beklenmeyen dalgalanmalar işletmelerin *emniyet stoku* bulundurmalarına yol açar.

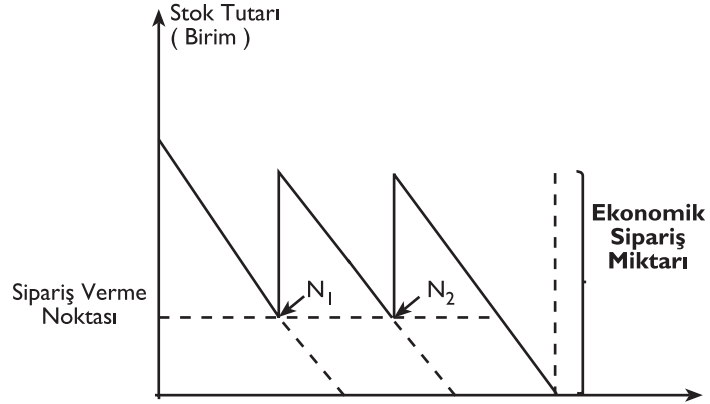
Stok bulundurma maliyetinin optimum kılınması açısından stok bulundurmama maliyeti ile taşıma maliyetleri arasında bir dengenin oluşturulması gerekmektedir. Firmada yeterli stok bulunmaması durumunda zarar ve fırsat maliyetleri gibi olumsuzluklar ortaya çıkmaktadır. Hammaddede stok yetersizliği, satıcıların malı geç sevk etmelerinden ya da hammaddenin aşırı fiyat artışından kaynaklanmaktadır. Buna karşı tamamlanmış mal stoklarındaki yetersizlik, hammaddede yetersizliğinden kaynaklanabileceği gibi işletme içi koşullardan ve finansman olanaklarından da kaynaklanabilir. Stok yetersizliği, işletmenin potansiyel satış gelirini düşürmenin yanında, firma imajının olumsuz etkilenmesine de yol açmaktadır. Stok bulundurmama maliyetinin hesaplanması oldukça zordur. Optimal stok düzeyi aşağıdaki faktörlere paralel olarak değişir:

- Katkı payının azalması ya da üretim verimsizliği,
- Kullanım ya da satış oranlarının belirsizliği,
- Teslim sürelerinin belirsizliği.

Bir işletmenin stok düzeyini; arz kaynaklarının güvenilirliği, firmanın satıcı ve alıcılarla bütünleşme derecesi, satın almada kullanılan kaynakların maliyeti, stokların fiziksel yapısı, dağıtım kanallarının şekli, üretimin niteliği ve satış hacmi gibi koşullar etkiler. Ancak yukarıda sıralanan faktörler, az sayıda değişkene indirgenir ve böylece, optimum sipariş miktarı basit bir formülle hesaplanarak söz konusu değerlere yapılan yatırımların uygunluğu denetlenabilir. Burada hareket noktası stok tutmanın yol açtığı giderler ile büyük tutarlarda satın almanın sağladığı avantajlar arasında bir denge kurulmasıdır.

Şekil 7.3

*Ekonomik Sipariş
Miktarının
Belirlenmesi*



Ekonomik sipariş miktarı (ESM), her siparişte toplam stok maliyetlerini minimum kılan optimum tutardır (N1 ve N2 sipariş verme noktalarıdır). S: Birim kullanımını, P: Sipariş başına gideri, C: Birim taşıma maliyetini ifade ederse ESM aşağıdaki formülle hesaplanabilir.

$$ESM = \sqrt{\frac{2SP}{C}}$$

Büyük miktarlardaki siparişler taşıma giderlerini, küçük miktardaki siparişler ise sipariş maliyetlerini artırır. Bir dönemde verilmesi gereken sipariş sayısı, toplam kullanım miktarının ekonomik sipariş miktarına bölünmesiyle bulunur.

Örnek:

S: 500 birim (aylık)

P: ₺40 (sipariş başına)

C: ₺4 (birim taşıma maliyeti)

$$ESM = \sqrt{\frac{2SP}{C}} = \sqrt{\frac{2 * 500 * 40}{4}} = 100 \text{ birim}$$

Her ay verilmesi gereken sipariş sayısı ise,

$$\frac{S}{ESM} = \frac{500}{100} = 5 \text{ defa}$$

İşletmeler yüksek enflasyon dönemlerinde ya da sıkı kredi politikasının uygulandığı zamanlarda stok yönetiminde esnek olmalıdır. Örneğin artan maliyetlerin yansıtılması için, ekonomik sipariş miktarı değiştirilebilir. Diğer yandan, hammadde ya da yardımcı malzeme darlığı üretimin kesilmesine yol açabilir. Stok darlığını gidermek için bir emniyet stokunun bulundurulması kaçınılmazdır. Emniyet stoku ayrıca beklenmeyen talep değişimlerini karşılamada da önemli üstünlükler sağlar. Optimum emniyet stok düzeyi, artan taşıma giderlerinin, potansiyel stok darlığı için bağlanan sermayenin fırsat maliyetine eşit olduğu noktadır. Artan taşıma giderleri, birim taşıma giderleri ile emniyet stokunun çarpımından oluşur.

Son zamanlarda birçok işletme tam zamanında (just-in-time) stok yönetimine yönelmiştir. Buna yönetime göre, stoklar üretimin yapılacağı günün sabahı veya bir önceki günün akşamı alınarak üretime verilir ya da müşteriye gönderilir ve böylece stok tutma maliyeti azaltılır. Stokların depolandığı alan ihtiyacı azalır. Ayrıca yerleştirme, bakım gibi maliyetler de en aza indirilirken bozulma, çürüme gibi riskleri de ortadan kaldırılır. Bu yolla stoklara bağlanan nakdin sistemden çekilmesi işletmenin daha çok satış yapmasını sağlar. Ancak bunun için kara, hava, deniz yollarının (altyapının) gelişmiş ve fiyatların nispeten istikrarlı olması gerekmektedir.

Firmalarda stok yönetimi ile ilgili daha fazla bilgi almak için <http://www.uzmantv.com/konu/stok-yonetimi> sitesinden yararlanabilirsiniz.



İNTERNET

Optimum stok düzeyini belirleyen faktörler şunlardır:

- Her ürünün tahmini satış miktarı,
- Hammadde ve malzemeye kolayca ulaşılabilme,
- Satıcının sevkiyat süresi,
- Büyük alımlarda peşin ödeme iskontosundan yararlanılması.

İşletme raflarında duran stokların süresi uzadıkça bu stokların işletmeye parasal maliyetleri de artmaktadır. Bu yüzden stok yönetiminde etkinlik açısından aşağıdaki noktalara özen gösterilmelidir:

- Satın alma ve depolama siteminin etkinliğinin gözden geçirilmesi,
- Her stok kaleminin kullanım miktarı ve sıklığı belirlenmesi,
- Üretimde sık ve yoğun kullanılan kalemleri daha sık kontrol ederken önemsiz kalemlerin periyodik kontrol edilmesi,
- Sürümü ağır malların ya da modası geçmiş, çürümeye yüz tutmuş malların hızla satılması,
- Gerektiğinde fason üretim imkânlarından yararlanılması,
- Stokların arka kapıdan çıkışının önlenmesi.

ÇALIŞMA SERMAYESİ DÖNGÜSÜ

Yüksek bir çalışma sermayesi firmaların kısa süreli yükümlülüklerini karşılamalarını kolaylaştırır. Bu da borçlanma kapasiteleri sayesinde iflas riskinin minimizeasyonu anlamına gelir. Böylece çalışma sermayesi etkin olan firmalar sadece kısa süreli kârlılıklarını değil, aynı zamanda uzun süreli finansal performanslarını da artırırlar (firma değeri maksimizasyonu). Çalışma sermayesi yönetimi likit ve likit olmayan varlıkları kapsar ve nakit, alacak, stok ve nakit benzeri varlıkların uygun bir bileşimi olarak yapılandırılır.

Tipik bir sanayi ve ticaret işletmesinin kısa süreli faaliyetleri aşağıdaki işlem ve kararlardan oluşur.

İşlemler:

- Hammadde satın alınması,
- Satın almada nakit ödeme,
- Üretim süreci,
- Satış süreci,
- Nakit tahsilatı.

Kararlar:

- Verilecek sipariş miktarı,
- Borçlanma ya da nakit dengesinin düşürülmesi,
- Üretim teknolojisinin seçilmesi,

Çalışma sermayesi döngüsü, üretim için harcanan nakdin işletmeye kaç günde geri döndüğünü gösteren süredir.

Faaliyet Döngüsü, hammadde stoklarının firmaya ulaşması ile satışlarından doğan alacakların tahsil edilmesi arasında geçen süredir.

Nakit Döngüsü, hammadde alımları için ödemenin yapılması ile satışlarından doğan alacakların tahsil edilmesi arasında geçen süredir.

- Peşin ya da vadeli satış koşullarının belirlenmesi,
- Alacakların tahsil edilmesi.

İşletme faaliyetlerinden ortaya çıkan nakit giriş ve çıkışları vade uyumsuzluğu ve kesin olmama riskini içerir. Hammadde alımı için yapılan ödeme aynı andaki bir satış geliri ile çakışmayabilir. Ayrıca gelecekteki satış ve maliyetler kesin bir şekilde bilinemez.

Hammadde stoklarının firmaya ulaşması ile satışlardan doğan alacakların tahsil edildiği gün arasında geçen süre faaliyet çemberi ile ifade edilir. Nakit döngüsü ise hammadde-malzeme için nakit ödeme günü ile alacakların nakit olarak tahsil edildiği gün arasında geçen süreyi kapsar. **Faaliyet döngüsü**, finansal analiz bölümünde belirtildiği gibi stok devir süresi ile alacak tahsil süresinden oluşur. **Nakit döngüsü** ise nakit ödeme ve nakit tahsilatı arasındaki süreyi kapsar. Diğer bir ifade ile:

Nakit Döngüsü= Faaliyet Döngüsü - Borç Ödeme Süresi'dir.

Faaliyet çemberi ve nakit dönüşüm süresinin ölçülmesi bir örnek üzerinde gösterilebilir.

CB işletmesinin bilanço ve gelir tablosunun seçilmiş kalemleri aşağıdaki gibidir:

	31.12.2009	31.12.2010
Hazır Değerler	150.000	150.000
Menkul Kıymetler	135.000	150.000
Ticari Alacaklar (net)	480.000	600.000
Stoklar	600.000	900.000
Toplam Dönen Varlıklar	1.365.000	1.800.000
Net Duran Varlıklar	1.080.000	1.200.000
Ticari Borçlar	225.000	300.000
Net Satışlar	3.210.000	3.450.000
Satışların Maliyeti	2.305.200	2.460.000

Faaliyet çemberi ve nakit dönüşüm süresinin belirlenebilmesi için stok devir süresinden başlayarak ilgili oranları hesaplayalım:

$$i. \text{ Ortalama Stok} = \frac{600.000 + 900.000}{2} = 750.000$$

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stok}} = \frac{2.460.000}{750.000} = 3,28$$

$$\text{Stok Devir Süresi} = \frac{365}{3,28} = 111 \text{ gün}$$

$$ii. \text{ Ortalama Alacaklar} = \frac{480.000 + 600.000}{2} = 540.000$$

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar}}{\text{Ortalama Alacaklar}} = \frac{3.450.000}{540.000} = 6,4$$

$$\text{Alacak Tahsil Süresi} = \frac{365}{6,4} = 57 \text{ gün}$$

$$iii. \text{ Ortalama Borçlar} = \frac{225.000 + 300.000}{2} = 262.500$$

$$\text{Borç Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Borçlar}} = \frac{2.460.000}{262.500} = 9,37$$

$$\text{Borç Ödeme Süresi} = \frac{365}{9,37} = 39 \text{ gün}$$

Yukarıdaki hesaplamalardan sonra faaliyet döngüsü ve nakit dönüşüm süresi aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

Faaliyet Döngüsü=Stok Devir Süresi+Alacak Devir Süresi=111+57=168 gün

Nakit Dönüşüm Süresi=Faaliyet Döngüsü-Borç Ödeme Süresi=168-39=129 gün

Ortalama bir işletmenin bir yıllık çalışma döneminde döngüyü üç defa tamamlaması gerektiği düşünüldüğünde sürenin 150 günün altında olması gerekir ($360/3 = 120$ gün). Örneğimizdeki işletmenin faaliyet döngüsü ve buna bağlı olarak nakit çemberi nispeten yüksektir.

Nakit akışı süreci, faaliyet döngüsü ve nakit döngüsünden oluşur. Nakit girişleri ile nakit çıkışları arasındaki zaman boşluğu kısa süreli finansal kararlara dayanır. Bu da faaliyet döngüsü ile borç ödeme döneminin süresi ile ilgilidir. Söz konusu zaman aralığı borçlanma ile finanse edilebileceği gibi menkul kıymetler şeklinde likidite rezervi tutulması ile de karşılanabilir.

ÇALIŞMA SERMAYESİNİN OPERASYONEL ETKİNLİĞİ

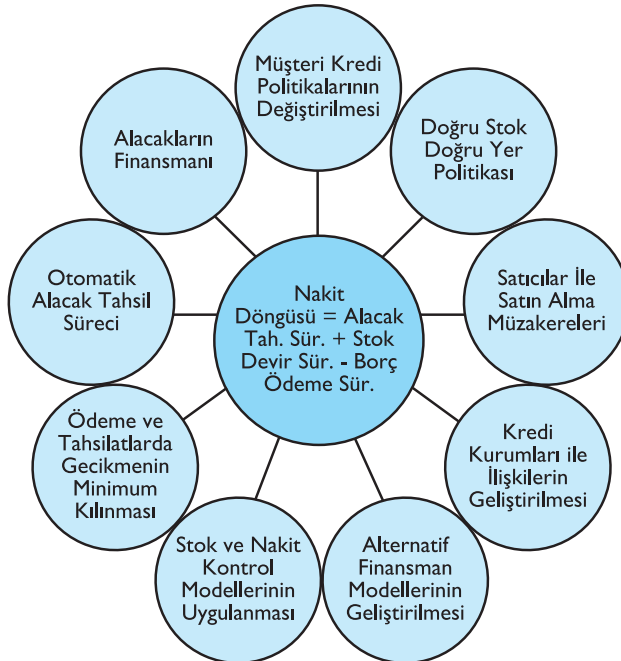
Çalışma sermayesi yönetiminin belirlenmesinde her şeyden önce sektörün ya da faaliyet alanının temel belirleyici olduğu vurgulanmalıdır. Ayrıca faaliyet bölgelerinin ve bu bölgelerin gelişme düzeylerinin önemi de unutulmamalıdır. Özellikle çokuluslu şirketler büyük miktarlarda satın alma sayesinde satıcılarıyla pazarlık yaparak maliyeti düşürme avantajına sahiptirler. Çok uluslu şirketlerde çalışma sermayesinin azaltmasında operasyonel tedarik zincirlerine bağlı farklı yolların kullanılması temel karakteristiktir.

Çalışma sermayesinin etkinliği, nakit döngüsünün çabuklaştırma ve çalışma sermayesine bağlı nakit ihtiyacını azaltma ile sağlanır.

Çalışma sermayesine bağlı nakit ihtiyacının azaltılması ve nakit dönüşümünün hızlandırılması etkin bir çalışma sermayesi yönetimini gerektirir. Çalışma sermayesi yönetiminin etkinleştirilmesi aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Şekil 7.4

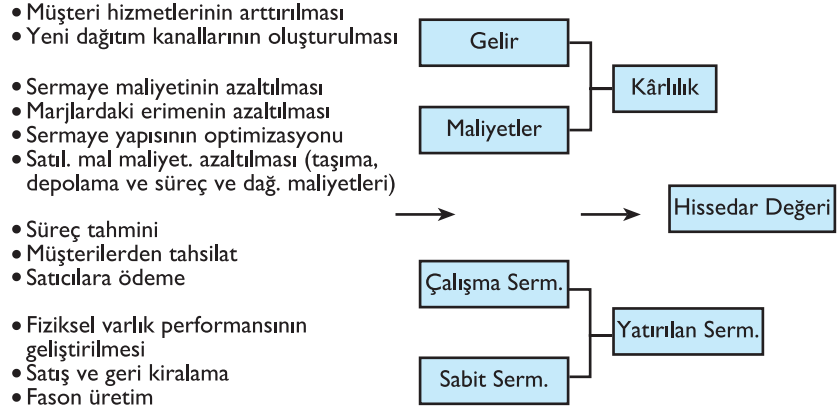
Çalışma Sermayesi Yönetiminin Etkinleştirilmesi ve Likiditenin Maksimizasyonu



Çalışma sermayesinin etkinliği bazı çokuluslu şirketlerde faaliyet süreci ya da stoklar azaltılarak gerçekleştirilebilir. Çalışma sermayesi değer zincirleri aşağıdaki şekilde görülmektedir.

Şekil 7.5

Etkin Çalışma Sermayesi ile Hissedar Değerinin Geliştirilmesi



Satıcılar ile ödeme şartları konusundaki görüşmelerde ödeme süresinin uzatılması ya da kredi limitinin artırılması çalışma sermayesinin daha etkin kullanılmasını ve satışların artmasını sağlar.

İşletmenin ihtiyaç duyduğu çalışma sermayesinin dönemsel tutarını belirlemede standart yaklaşımlar kullanılabilir. Standart tutar işletmenin kısa vadeli başarısı ve finansal gücü için önemli bir avantaj sağlar. Geliştirilecek fırsatların analizi, fon akımı ve çeşitli alanlardaki ürün ve varlıkların değerlendirilmesini gerektirir.

K İ T A P



Çalışma sermayesi tutarının belirlenmesi hakkında örneklere Ali Bülent Pamukçu'nun Finansal Yönetim (Der Yayınevi, 1999) kitabından (318-324) ulaşabilirsiniz.

Çalışma sermayesine bağlı operasyonel maliyetlerin azaltılmasını üç temel faktör belirler: alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi ve stok devir süresi. Alacak ve ödemelerin uyumlaştırılması ticaret ve sanayi işletmelerinde ortak faaliyeti oluşturur. Sanayi işletmelerinde ise üretim süreci ve stok devir süresinin ayrıca değerlendirilmesi gerekmektedir.

SIRA SİZDE



İşletmenin finansman kaynaklarına ulaşmada sıkıntı yaşaması ile çalışma sermayesi etkinliği arasında nasıl bir ilişki vardır?

ÇALIŞMA SERMAYESİ YETERLİLİĞİNİN ANALİZİ

Çalışma sermayesi yönetimi firmanın tam kapasitede çalışabilmesi, üretimin kesintisiz olarak devam edebilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, faaliyet riskini azaltması, kredi değerliliğini artırması, iflas riskini azaltması ve faaliyetlerini kârlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi için gereklidir.

Çalışma sermayesinin düzeyini belirleyen faktörler aşağıda özetlenmektedir:

- İşletmenin niteliği, faaliyette bulunduğu sektör,
- Üretim süresi veya satılacak malların tedarik süresi,
- Satılacak malların birim maliyeti,
- İşletmenin satış hacmi,
- Satın alma ve satış koşulları,
- Stok devir hızı,

- Alacak devir hızı,
- Dönen varlıkların değer kaybetme olasılığı,
- Konjonktürel hareketler,
- Satışların belirli ay veya mevsimlerde yoğunlaşması ya da yıla düzenli dağılması,
- Örgütsel yapı ve üretim teknolojisi.

Yeni bir işletmenin faaliyete geçebilmesi için duran varlık yatırımlarını tamamlamış olması yeterli değildir. İşletmenin faaliyete başlarken üretim için gerekli stokların satın alınması, işçilik ve genel üretim giderlerinin ödenmesi ve ayrıca genel yönetim giderlerinin ödenebilmesi için gereklidir.

İşletme sermayesi yetersiz olan firmalar faaliyetlerini başarıyla sürdüremez, sektördeki kârlı yatırım fırsatlarını değerlendiremez, üretim ve satış faaliyetlerinin aksaması halinde ise faaliyet riski ile karşı karşıya kalırlar.



DİKKAT

Çalışma sermayesinin yetersizliğini belirlemede aşağıdaki göstergelerden yararlanılabilir:

- Dönen varlıkların kısa süreli borçları karşılayamaması,
- Borçların zamanında ödenememesi,
- Yetersiz stok ile çalışılması,
- Vade farkı gelirlerinden yararlanılamaması,
- Uygun koşullarda girdi sağlanamaması,
- Değişen pazar koşullarına zamanında uyum sağlanamaması,
- İşletme ile ilgili kamuoyunda olumsuz haberler yayınlanması,
- Borsaya kayıtlı firmaların hisse senedi fiyatlarının değer kaybetmesi.

Çalışma sermayesinin yetersizliğine neden olan faktörler; aşırı maliyet artışları nedeniyle kronik hale gelen zararlar, hesapsız duran varlık yatırımları, satış fiyatlarına yeterli kâr marjının eklenememesi, girdi fiyatlarındaki artışlar, yüksek faiz oranları üzerinden borçlanmalar, sektördeki teknolojik gelişmelere uyum sağlanamaması ve hatalı kâr dağıtım politikası olarak özetlenebilir.

Ekonomik durgunluğun müşterilerin ödeme güçleri üzerinde yaptığı olumsuz etkiler sonucu şüpheli alacakların artması, firmalarda işletme sermayesi ihtiyacını şiddetlendirmektedir. Enflasyonun, çalışma sermayesi ihtiyacını arttırdığı söylenebilir. Enflasyonun türü de bu gereksinimin şiddetini etkilemektedir. Talep enflasyonu dönemlerinde firmaların artan çalışma sermayesi gereksinimi daha ılımlı ölçülerde kalabilmektedir. Ancak, maliyet enflasyonunun şiddetlendiği dönemlerde firmaların günlük olağan faaliyetlerini yürütebilmek ve ödemelerini zamanında yapabilmek için ihtiyaç duydukları nakit tutarı artmaktadır.

Enflasyonun çalışma sermayesi ihtiyacına etkisi ilgili olarak Öztin Akgüç'ün Finansal Yönetim (Ankara, 1998) kitabından (s. 208-209) yararlanabilirsiniz.



K İ T A P

İşletme yeteri kadar nakit oluşturamazsa kısa süreli yükümlülüklerini yerine getiremez, ücret ve maaşlar ödenemez ve günlük operasyonlar nedeniyle teknik açıdan başarısız olur. Diğer taraftan yüksek fonlarla donatılmış işletmelerin kârlılığında da bir azalma olacağı göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle dönen varlıkların toplam varlıklara oranı önemli bir ölçü olarak alınmalıdır. Çeşitli işletmeler için sabit oranlar bulunmamakla birlikte, bazı sektörlerle ilişkin uygun dönen varlık toplam varlık oranları aşağıda verilmiştir:

Sektörler	Oran (%)
Otel-motel	20
Elektrik dağıtım şirketleri	30
Alüminyum ve gemicilik	35
Demir-çelik ve kimyasallar	45
Tekstil	65
Ticaret işletmeleri	85

Düşük bir çalışma sermayesi işletme varlığını tehdit ederken, gereğinden fazla bir çalışma sermayesi de işletmenin kârlılığını olumsuz etkiler. Faiz oranlarının nispeten yüksek olduğu 90'lı ve 2000'li yılların başında işletmeler yüksek faiz gelirleri ile kârlılığı dengeleyebiliyordu. Ancak faiz oranlarındaki düşüşler repo gelirlerine de yansyarak likiditenin alternatif getirisini önemli ölçüde azaltmıştır.

Aşırı yüksek çalışma sermayesi aşağıdaki göstergelerden anlaşılabilir:

- Duran varlıklara aşırı yatırım,
- Stokların üretim ve satış sürecine uyarlanamaması,
- İşletmenin kredibilitesinin düşük olması,
- Güçlü bir sermaye imajının avantaj kabul edilmesi,
- Alacak tahsil süresinin yüksek olması.

DİKKAT



Finans yöneticisi etkin bir likidite planlaması ile özellikle alacak, stok ve nakit değerlere yatırımları optimal bir düzeyde tutmalıdır.

Finans yöneticisi, aşağıda belirtilen konular üzerinde durarak; işletmenin çevresi ile uyum sağlar ve aynı zamanda işletmenin pazar değerini olumlu yönde etkileyebilir:

- Tam kapasitede kesintisiz bir üretimin sürdürülebilmesini güvenceye almak,
- Değişen pazar koşullarında risk ve getiri dengesini sürdürülebilmek,
- Para ve sermaye piyasalarında yatırım fırsatlarını değerlendirmek,
- İşletmenin genel kredibilitesini artırıcı finansal önlemleri almak,
- Kredi kurumları ile ilişkileri geliştirerek, ihtiyaç durumunda kredi limitlerini kullanmak.

ÇALIŞMA SERMAYESİNE YATIRIM POLİTİKASI

Finans yöneticisinin riske karşı tutumu çalışma sermayesinin düzeyinde önemli rol oynamaktadır. Atak bir politika çalışma sermayesinin yüksek riskli olmasına yol açarken, ihtiyatlı bir tutum çalışma sermayesi riskini en aza indirir. Ayrıca bu iki uç davranışın arasında normal düzeyde risk üstlenerek de çalışma sermayesi yönetimi mümkündür. Çalışma sermayesi politikaları Şekil 7.6'da görülmektedir.

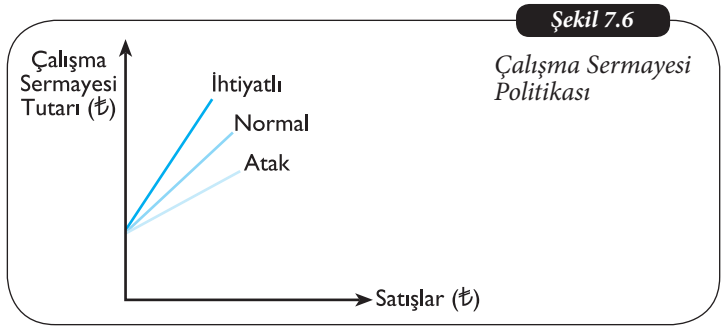
Atak Çalışma Sermayesi Politikası: Dönen varlıklara daha az yatırım yapılarak, likiditenin düşük tutulması ve risk düzeyinin artırılarak dönen varlık yapısının oluşturulmasıdır.

İhtiyatlı Çalışma Sermayesi Politikası: Dönen varlıklara daha fazla yatırım yapılarak, likiditenin yüksek tutulması ve risk düzeyinin düşürülerek varlık yapısının oluşturulmasıdır.

Normal Çalışma Sermayesi Politikası: Bu iki yaklaşımın ortasında, "optimum" düzeyi hedefleyen politika'dır.

Atak Çalışma Sermayesi politikası dönen varlıklara yatırımların azaltılması, likiditenin düşük tutulması ve risk düzeyinin artırılarak dönen varlık yapısı oluşturulmasıdır.

Şekilde görülen yatırım politikalarında, satışların düzeyine göre farklı dönen varlık ile çalışılmaktadır. Yatay eksene en yakın olan atak politikada dönen varlıklar en az düzeyde iken, dikey eksene yakın olan ihtiyatlı politikada ise en yüksek tutarda dönen varlık ile satışlar desteklenmektedir. Normal politika olarak adlandırılan çalışma sermayesi yatırım politikası ise her ikisi politika arasında yer almaktadır.



ÇALIŞMA SERMAYESİNİN FİNANSMANI

Çalışma sermayesi yönetiminde atak bir politikanın izlenmesi durumunda kısa vadeli borçlar yüksek oranda kullanılırken ihtiyatlı bir politika izlendiğinde uzun vadeli borçlanma tercih edilir.

Kısa vadeli borçlanma, vadesi dolduğunda yenilenme riski taşır. Bununla birlikte işletme kârlılığına daha çok katkı sağlar.



K İ T A P

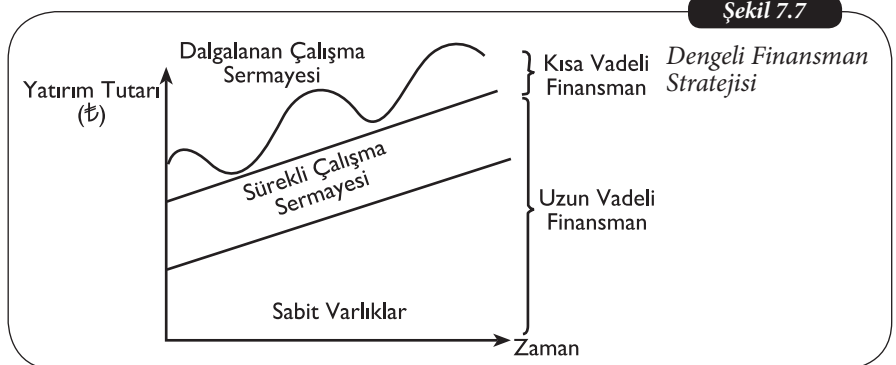
Kısa ve uzun vadeli borçlanma ile ilgili farklılıklar aşağıdaki gibi sıralanabilir;

1. Uzun vadeli borçlara oranla kısa vadeli borçlanmak daha hızlı ve kolay gerçekleştirilir. Bankaların kredi kapasitesi sınırlı olduğu için daha detaylı araştırma ve değerlendirme yaparlar. Ayrıca uzun vadeli borçlanabilmek için işletme sermayesi yönetiminden ziyade geliştirilen projeler önem kazanır.
2. Konjonktürel nedenlerle sermaye ihtiyacı ortaya çıktığında uzun vadeli borçlanma tercih edilmez.
3. Uzun vadeli borçların maliyeti kısa vadeliye göre daha yüksektir. Ayrıca borçların vadesinden önce geri ödenmesi de kolay değildir. Nihayet uzun vadeli borçlanma katı şartlara tabidir. İşletmenin esnekliğini olumsuz etkileyebilir.
4. Gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli kredi olarak kullanılabilir fonlar yetersiz olduğundan bu krediler daha çok büyük ölçekli firmalara ve kârlılığı yüksek olan projelere kullandırılır.

Dengeli Finansman Stratejisi, çalışma sermayesinin süreklilik gösteren kısmının ve duran varlıkların uzun vadeli kaynaklarla, çalışma sermayesinin dalgalanan bölümünün ise kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir.

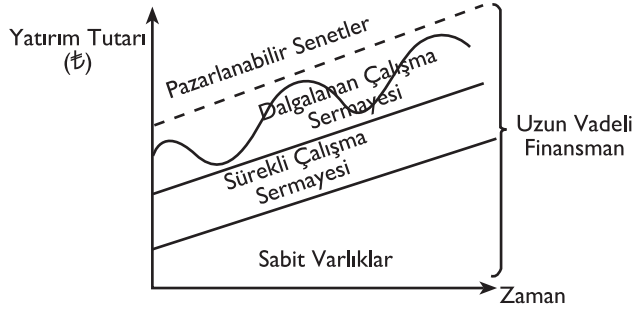
Çalışma sermayesinin finansmanı konusunda dengeli finansman ihtiyatlı finansman ve atak finansman stratejisi olmak üzere üç temel strateji yer alır. Söz konusu stratejiler sırasıyla aşağıda açıklanmaktadır.

Dengeli Finansman Stratejisi: Duran varlıklar ile çalışma sermayesinin süreklilik gösteren kısmı uzun vadeli kaynaklarla, dalgalanan bölümü ise kısa vadeli kaynaklarla finanse edilir. Çalışma sermayesini oluşturan varlıkların tutarlarında dalgalanma olmadığında kısa vadeli kaynak kullanılır. Nispeten yüksek maliyeti nedeniyle işletme kârlılığının düşük gerçekleşmesine neden olabilir.



Şekil 7.8

İhtiyatlı Finansman Stratejisi



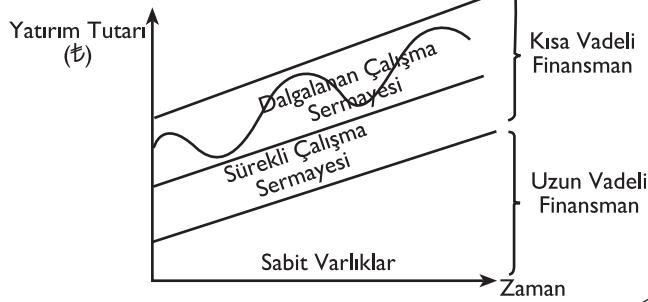
İhtiyatlı finansman stratejisi, işletme varlıklarının tamamının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir.

sının özellikle küçük ve orta boy işletmeler açısından önemli sakıncaları vardır. Çünkü uzun vadeli fonlamanın maliyeti kısa vadeliye göre daha yüksektir. Ayrıca uzun süreli fonlamanın yetersiz olduğu gelişen pazarlarda uygulama güçlüğü bulunmaktadır.

İhtiyatlı Finansman Stratejisi: İşletme varlıklarının tamamı uzun vadeli kaynaklarla finanse edilir. Planlama açısından önemli bir üstünlüğe sahip olmakla birlikte uzun vadeli kaynak maliyetleri ve değişen pazar koşullarına uyaranamaması nedeniyle ülkemizde uygulanma-

Şekil 7.9

Atak Finansman Stratejisi



Atak finansman Stratejisi, işletmenin sabit varlıklarının uzun vadeli kaynaklarla, dönen varlıklarının ise kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir.

artırılmasına imkan tanır. Yüksek konjonktür dönemlerinde kısa vadeli fonlamanın esnekliğinden yararlanılarak özkaynak kârlılığının artmasını ve bunun da işletmenin piyasa değerine yansımaları sağlar. İhtiyatlı finansman stratejisi, İşletme varlıklarının tamamının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir.

İşletme finansı temel prensibine göre dönen varlıkların kısa süreli kaynaklarla duran varlıkların ise uzun süreli borçlar ve öz kaynaklarla finanse edilmesi gerekir. Bu kuralın yerine getirilmemesi durumunda işletme faaliyetlerinde karşılaşılabilecek riskler de artar.

Ekonomik durumun kötüye gitmesi, kredi kurumlarının finansal yapılarının bozulması nedeniyle kredi kanallarının daraltarak kısa vadeli fonlama için ayrılan tutarları azaltır. Özellikle son yıllarda olduğu gibi işletmelerin finansal yapılarının bozulması, kredi kurumları açısından kredibilite incelemelerinde başarılı firmaların sayısını azaltmakta bu da kısa vadeli borçlanmaların yenilenmesini olumsuz etkilemektedir.

Kısa vadeli kredilerin üstünlüğüne rağmen işletmeler normal ortam ve şartlarda uzun vadeli borçlanmayı tercih ederler. Çünkü kısa vadeli borçların yüksek risk taşıması firma yöneticilerini planlama açısından olumsuz etkiler. Uzun vadeli borçların faiz oranları genellikle sabittir, oysa kısa vadeli borçların faizi değişir

Atak Finansman Stratejisi: Duran varlıkların uzun vadeli kaynaklarla, dönen varlıkların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir. Diğer stratejilere göre riskli olmakla birlikte, işletmenin büyüyen pazar ve artan konjonktür ortamında kârlılığını

SIRA SİZDE



Fiyat istikrarının sağlanamadığı bir ülkede firmaların çalışma sermayesinin ne şekilde etkileneceğini tartışınız?

ÇALIŞMA SERMAYESİ İHTİYACININ BELİRLENMESİ

İşletmelerde finans yöneticilerinin önemli görevlerinden biri de sermaye ihtiyacının doğru belirlenmesidir. İşletmelerde ihtiyaç duyulan sermaye, ortam ve şart-

lara göre değişir. İşletme faaliyetlerinin niteliğine, ölçeğine ve kullanılan finansal tekniklere göre değişmekle birlikte sermaye ihtiyacını belirleyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Ortalama stoklar,
- Yıllık satışlar,
- Yıllık genel giderler,
- Brüt ve net kâr marjı,
- Satıcılara ödeme süresi,
- Müşterilere sunulan ödeme süresi,
- Mevsimsel ve konjoktürel değişimler.

Bu faktörler göz önünde bulundurularak çalışma sermayesi ihtiyacı belirlenir. Finans yöneticisi, her şeyden önce yatırılacak fonların tutarını ve bu fonların ne kadar süre ile bağlanabileceğini belirlemelidir.

Malların üretimi, stoklanması ve satılan mal bedelinin tahsili uzun zaman aldığından, sermaye likit hale gelmeden önce günler ya da haftalarca bağlı kalır. Bağlı kalış süresi arttıkça çalışma sermayesi gereksinmesi de artar.



DİKKAT

İşletmenin yaklaşık nakit gereksinmesi aşağıdaki formül ile hesaplanabilir:

Nakit gereksinimi= Günlük Giderler * Sermayenin Bağlı Kalış Süresi

Örnek:

Üretimde kullanılan günlük sermaye	:₺47.000
Hammadde ve malzeme ortalama stok süresi	:20 gün
Mamullerin ortalama stok süresi	:40 gün
Kredili satışlarda ödeme süresi	:50 gün

Bu koşullar altında, satışlar yoluyla paranın işletmeye geri dönmesi 110 (20+40+50) gündür. Bu durumda çalışma sermayesi ve nakit gereksinimi aşağıdaki gibi hesaplanabilir;

Nakit Gereksinimi=47.000 * 110=₺5.170.000

Buna göre; 110 gün geçtikten sonra, günlük döner sermaye gereksinimi satışlardan yapılan tahsilâtlarla karşılanabilir. Nakit girişleri ile nakit çıkışları arasında zamansal açıdan büyük bir uyum olması halinde, firma nispeten düşük bir nakit düzeyi ile çalışabilir. Bununla birlikte, finans yöneticisi nakit tutarlarını, nakit gereksinimini, bunun yönünü ve kaynağını doğru tahmin etmelidir. Söz konusu verilerin hem kısa, hem de uzun vadeli olarak düşünülmesi gerekir. Tahmin; finans yöneticisi, en uygun zamanda fonlama, borçları geri ödeme ve hesaplar arasında transfere yardımcı olur.

ÇALIŞMA SERMAYESİ: KÂRLILIK VE RİSK

Kısa süreli borçlarla uzun süreli fonlama, işletmelerde likidite açısından yüksek risk taşır. Bir işletme mevsimlik ya da geçici bir mal almak istediğinde bunu kısa süreli borçlarla finanse eder. Kısa süreli borç işletmeye esneklik sağlar. Diğer taraftan firmanın devamlı nitelikteki varlıklarının öz sermaye ve uzun süreli borçlarla finanse edilmesi gerektiği finansal analiz ve planlama bölümünde belirtilmiştir.

Çalışma sermayesinde kârlılık ve risk yatırım ile finansman politikasındaki değişimlerden etkilenir.

İşletme sermayesi yönetimi, risk ve kârlılık arasında uygun bir dengenin kurulmasını gerektirir. Çalışma sermayesinin atıl kalması kârlılığın azalmasına yol açarken, işletme sermayesi açığı da işletmenin borçlarını ödeyememe riskini ortaya çıkarır. Normal pazar şartlarında, dönen varlıkların sağladığı kazanç, duran varlıklara oranla düşüktür. Genel finansman politikasında olduğu gibi çalışma sermayesine yatırım politikası da işletmenin kârlılığını ve riskini etkiler.

DİKKAT



Çalışma sermayesinin finansmanında daha fazla kısa vadeli kaynaklara yönelmek işletmenin riskini arttırırken, finansman maliyetlerinin düşmesi nedeniyle kârlılığını da arttırır. Toplam varlıklar değişmezken çalışma sermayesine daha fazla yatırım, işletmenin riskini azaltırken, kârlılığını da düşürür.

Finans yöneticisi, üretim ya da kredili satış süresi boyunca riskleri minimum kılmak amacıyla kredili satışların ödenmemesi ve sermaye bağlama maliyetlerini azaltarak, sınırlayıcı bir kredi politikası izlemeyi tercih edebilir. Aksine pazarlama yöneticisi ise liberal bir satış politikası izlemeyi tercih ederek, uzun ödeme süresi ve olabildiğince fazla satış ilkesiyle maksimum satış amacına ulaşmayı isteyebilmektedir. Böyle bir çelişkinin olması halinde kuşkusuz işletmenin üst hedefleri gözetilerek politika belirlenir.

Basit bir örnek üzerinde açıklarsak AB işletmesinin stokları domates, patates, soğan ve baharattan oluşmakta ve bir parti üretim için ₺10.000'lik bir ödemeyi gerektirmektedir. Bir hafta içinde işletme bu stokları üretime dönüştürerek, satışını gerçekleştirmekte ve onu takip eden hafta da müşteri çekleri firmaya ulaşmaktadır. Satılan ₺10.000 değerindeki stokların paraya dönüştürülmesi ya da tahsilâtı işletmelerin tahsilât etkinliğine göre değişir. Bu süreci hızlandırmak yerine işletme üretilen malları stoklarında tutarsa çalışma sermayesi stoklara bağlanan paranın maliyeti yüzünden başarılı yönetilemez. İşletme ürettiği malları bekletmeden ne kadar erken müşterilere satarsa tahsilâtı da onunla orantılı olarak hızlandırılmakta ve yeni bir parti üretim için hammadde satın alma süreci de öne alınmaktadır. Satıcılara ödeme vadeleri dolduğunda firma stokları ya da mamul maddeyi hala depolarında tutuyorsa satıcılara ödemelerde de problemle karşılaşır. Bu durum müşteri ödemeleri açısından da irdelenebilir. Müşteriler ödemeleri zamanında yapamazsa satıcılara ödemelerde yine problem yaşanır ve işletmenin maliyetleri artar.

FINANSAL KRİZLERİN ÇALIŞMA SERMAYESİNE ETKİLERİ

2008 yılındaki finansal kriz incelendiğinde çalışma sermayesinin krizden önemli derecede etkilendiği görülür. Ancak krizin etkileri çalışma sermayesi ile sınırlı değildir. Azalan talep müşterilerin ödemede gecikmesi veya ödeyememesi zincir satış mağazalarının satış performanslarındaki azalma ya da başarısızlıkları birçok işletmenin finansal tablolarını olumsuz etkilemiştir. Böylece alacaklarını tahsil etmede zorlanan firmaların borç ödemede likit kaynak sorunu yaşadıkları anlaşılmaktadır. Bu zor durumu aşmada temel görev işletmelerin finans yöneticilerine düşer.

Finansman politikalarının değiştirilerek, ödeme ve tahsilât alışkanlıklarının yeniden yapılandırılması, böylece şirketin gelir ve büyüme hedeflerinin yeniden oluşturulması gerekir. Kısaca, çalışma sermayesinin kapsamlı bir yaklaşım ile irdelenerek, fonlama maliyetlerinin azaltılması, nakit akım sürecinin hızlandırılması ve işletmenin ödemeler sisteminin tekrar eski pozisyonuna getirilmesi gerekir.

Çalışma sermayesi yönetiminde nakit yönetime özel önem verilmesi işletmede gereksiz atıl likiditeye yer verilmeyen politikanın izlenmesi önemlidir. Döviz, pay senetleri ve vadeli işlem pozisyonu olan işletmelerin belirsizliklere karşı korunma (hedge) amaçlı işlem yapmaları; günlük nakit harcamalarını aksettirmeden aynı zamanda dönemsel nakit planları yapmaları gerekir.

Özellikle finansal dalgalanmaların olduğu dönemlerde işletmelerin çalışma sermayesi ile ilgili işletmelerin optimal planlarının olması önem kazanır.

Finansal kriz hakkında tanımlayıcı bilgilere <http://www.ekodialog.com/Konular/finansal-kriz-nedir.html> sitesinden ulaşabilirsiniz



İNTERNET

Çalışma sermayesinin yönetiminde işletmelerin bütçe alışkanlığını oluşturması nakit bütçesi ve likidite planları ile dönemsel likidite açık ve fazlarından kaçınmaları gerekir. Türkiye’de ihracata yönelmiş firmaların nakit finansmanında alternatif finansman kaynaklarından yararlanmaları mümkündür. Bu amaçla Eximbank kaynaklarından ve prefinansmandan yararlanılabilir.

Çalışma sermayesinin geliştirilmesi işletmenin finans pazarlama muhasebe ve üretim departmanları arasında koordinasyonu da dikkate alınmalıdır.

Bir işletme içinde sıfır ile en yüksek seviye arasında sürekli nakit akışı gerçekleşir. Nakit akışının bağımsız ölçülmesi ve değerlendirilmesi “benchmark” (kıstas) kullanılarak en erken ve en genç ödeme zamanlarını belirlemesi işletmede kullanılacak kısa, orta, uzun vadeli kaynakların yeterliliğini de kendiliğinden sağlar. Kaynaklar arasında vade açısından geçici transferler işletmenin toplam kaynak ihtiyacını azaltır, çalışma sermayesi yönetimini etkinleştirir.

Pazar şartları sürekli değişirken işletmelerin ayakta kalmaları için sektör ortalaması yerine en iyi performans sağlamış bir firmayı kendine örnek alması pazar dalgalanmalarına karşı korunurken, likiditeleri sayesinde yeni fırsatları da değerlendirmelerine olanak verir.

Son finansal krizde ortaya çıkan likidite dar boğazı düşük likidite ile çalışan firmaların olumsuz etkilendiğini göstermiştir. Yeni kısa vadeli kaynak arayışındaki firmalar yüksek maliyetlerle karşılaştılar. Kriz öncesi işletmeler daha çok tahsilâtı artırarak çalışma sermayesi geliştirmek isterken kriz süresince ve sonrasında borç ödemeleri önem kazandı. Satıcılarla likidite artırıcı çabalar görüşülürken özellikle işletme açısından stratejik önemi olmayan satıcılarla pazarlıklarda yüksek risklerle karşılaşıldı. Bu da çalışma sermayesinin maliyetini arttırmıştır.

Ekonomide yaşanan bir kriz durumunda çalışma sermayesinde nasıl değişiklikler olacağını düşünüyorsunuz?



SIRA SİZDE

Özet



Çalışma sermayesi kavramını tanımlamak.

Çalışma sermayesi işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için kullanılan, kısa sürede paraya dönüşme özelliğine sahip varlıklara yapılan yatırımlardır. Çalışma Sermayesi dönen varlıklar toplamını ifade eden brüt çalışma sermayesi olarak da görülebilir. Net çalışma sermayesi ise cari aktiflerden cari borçların çıkarılmasıyla ulaşılan değerdir. Duran varlıklardan farklı olarak çalışma sermayesi genellikle bölünebilir niteliktedir. Bir yıldan kısa vadeli ve likiditesi yüksektir. Çalışma sermayesi; sürekli çalışma sermayesi, değişken işletme sermayesi ve olağanüstü işletme sermayesi olarak üç bölüme ayrılır. Çalışma sermayesi yönetimi, işletmenin tam kapasitede çalışabilmesi, üretimin kesintisiz devam edebilmesi, iş hacminin artırılması, yükümlülüklerini karşılama riskinin elimine edilmesi ya da azaltılması, kredi değerliliğinin artırılması ve faaliyetlerin kârlı bir şekilde yürütülmesi açısından önemlidir.



Çalışma sermayesi unsurlarını belirlemek.

Çalışma sermayesi unsurları, işletme bilançolarının aktifinde dönen varlıklar başlığı altında yer alır. İşletme faaliyetleri süresince nakit akışını emen stoklar ve alacaklardır. Nakit kaynağını ise banka borçları ve satıcılara borçlar oluşturur. Çalışma sermayesinin her unsurunun iki temel boyutu vardır. Bunlar zaman ve paradır. İşletme alacakları daha hızlı tahsil eder veya varlıklara bağlanmış paraları azaltırsa dış kaynağa daha az ihtiyaç duyar. Stokların hızlı çevrilmesi nakdi serbest bırakır. Stokların yavaş çevrilmesi ise daha çok nakit kullanımına yol açar. Alacaklar yavaş tahsil edildiğinde alacaklar nakdi kendi içinde tutar. Çalışma sermayesinin unsurları olan nakit, alacak ve stoklar üzerine yapılacak yatırımların firmanın piyasa değerini en üst düzeye çıkarma amacını sağlayacak şekilde belirlenmesi gereklidir.



Çalışma sermayesi döngüsünü açıklamak.

İşletmelerde çalışma sermayesine ihtiyaç duyulmasının nedeni üretim, satış ve tahsilâtın eş zamanlı olarak gerçekleşmemesidir. Nakit giriş ve çıkışları arasında bir döngü bulunur ve çalışma sermayesi döngüsü olarak ifade edilir. Döngü, stok tutma süresi ve alacak devir süresinden oluşan faaliyet çemberi ya da vadeli mal alış yapılıyorsa faaliyet çemberinden borç ödeme süresinin çıkarılmasıyla elde edilen nakit döngüsü ile ifade edilir. Çalışma sermayesi döngüsünde farklı kaynaklardan nakit sağlanarak hammadde

alımı ile başlayan süreç, hammaddenin işlenerek ürüne, ürünlerin satılarak alacaklara, alacakların tahsil edilerek tekrar paraya çevrilmesi suretiyle devam eder.



Çalışma sermayesine yatırım ve finansman politikalarını sınıflandırmak.

Çalışma sermayesine yapılacak yatırımlarda atak, ihtiyatlı ve normal olmak üzere üç farklı politika izlenebilir. Dönen varlıkla yapılan yatırım düzeyinin en az olduğu riski yüksek atak politika ile en fazla olduğu riski düşük ihtiyatlı politika arasında normal politika yer alır. Çalışma sermayesinin finansmanında üç farklı politika izlenebilir. Bunlar, dengeli, atak ve ihtiyatlı finansman stratejileridir. İhtiyatlı politikada tüm çalışma sermayesi riski düşük uzun vadeli kaynaklar ile finanse edilir. Çalışma sermayesinin dalgalı kısmının da uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi sağlanan finansmanın atıl kalması sebebiyle işletme için olumsuz bir sonuç doğurabilir. Dengeli politikada çalışma sermayesinin sabit kısmı uzun vadeli fonlar ile dalgalanır kısmı ise kısa vadeli fonlar ile finanse edilir. Son olarak atak politikada maliyeti düşük kısa vadeli kaynaklar ile tüm çalışma sermayesinin finansmanı gerçekleştirilir. Atak politikada vadesi gelen borçların ödenmesinde sıkıntı yaşanabilmesi nedeniyle yüksek riskli bir politika alternatifidir.



Çalışma sermayesi yönetiminde kârlılık ve risk arasındaki ilişkiyi yorumlamak.

Çalışma sermayesine yapılan yatırımların belirlenmesinde finans yöneticisi, farklı alternatiflerin faaliyet ve faydalarını belirlemek, gerektiğinde net şimdiki değeri özenle hesaplayarak, varlıkların riskini tespit etmek ve böylece en yüksek, en düşük ve optimal tutarları belirleyerek, yönetmek durumundadır. Çalışma sermayesinin kısa vadeli borçlarla finanse edilmesi riski artırırken, kârlılığı da arttırabilir, uzun vadeli borçlarla finanse edilmesi riski azaltırken, kârlılığın da azalmasına neden olabilir. Çalışma sermayesi varlıklarına yatırımda atak bir politika çalışma sermayesinin yüksek riskli olmasına yol açarken, ihtiyatlı bir tutum çalışma sermayesi riskini en aza indirir. Çalışma sermayesine daha az yatırım yapılması (atak politika) durumunda kârlılık artacaktır. Finans yöneticisinin riske karşı tutumu çalışma sermayesinin düzeyini belirler. Çalışma sermayesinin atıl kalması kârlılığın azalmasına yol açarken, çalışma sermayesi açığı da işletmenin borçlarını ödeyeme riskini ortaya çıkarır.

Kendimizi Sınavalım

1. Dönen varlıklardan kısa süreli borçların çıkartılmasıyla aşağıdakilerden hangisi elde edilir?
 - a. Brüt çalışma sermayesi
 - b. Faaliyetsel çalışma sermayesi
 - c. Etkin çalışma sermayesi
 - d. Net çalışma sermayesi
 - e. Artık çalışma sermayesi
2. Aşağıdakilerden hangisi belirsizliklerdeki artış sebebiyle çalışma sermayesi varlıklarına fazladan yapılan yatırımları ifade eder?
 - a. Dalgalanır çalışma sermayesi
 - b. Olağanüstü çalışma sermayesi
 - c. Net çalışma sermayesi
 - d. Değişken çalışma sermayesi
 - e. Artık çalışma sermayesi
3. Aşağıdakilerden hangisi çalışma sermayesinin unsurları ile doğrudan ilgili **değildir**?
 - a. İnsan kaynakları yönetimi
 - b. Alacak yönetimi
 - c. Stok yönetimi
 - d. Dönen varlıklar
 - e. Nakit yönetimi
4. Aşağıdakilerden hangisi faaliyet çemberini artırır?
 - a. Stok tutma süresinin azalışı
 - b. Borç ödeme süresinin artışı
 - c. Borç devir hızının artışı
 - d. Alacak tahsil süresinin azalışı
 - e. Alacak devir hızının azalışı
5. Bir işletmenin alacak tahsil süresi 76 gün, stok tutma süresi 45 gün ve borç ödeme süresi 80 gün ise nakit çemberi aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. 111
 - b. 49
 - c. 41
 - d. 121
 - e. 76
6. Aşağıdakilerden hangisi çalışma sermayesinde etkinliği artırır?
 - a. Stok tutma süresini arttırmak
 - b. İşlem nedeniyle tutulan nakitleri arttırmak
 - c. İhtiyat nedeniyle tutulan nakitleri arttırmak
 - d. Satışlarda daha az vade tanımak
 - e. Sabit varlık yatırımlarını azaltmak
7. Çalışma sermayesine yatırımlarda atak politika izleyen bir işletme için aşağıdakilerden hangisi söylenebilir?
 - a. Dönen varlıklara fazla yatırım yapması nedeniyle kârlılığı düşüktür
 - b. Dönen varlıklara fazla yatırım yapması nedeniyle kârlılığı yüksektir
 - c. Dönen varlıklara fazla yatırım yapması nedeniyle riskliliği yüksektir
 - d. Dönen varlıklara az yatırım yapması nedeniyle riskliliği yüksektir
 - e. Dönen varlıklara az yatırım yapması nedeniyle kârlılığı düşüktür
8. Kısa vadeli kaynaklarla dönen varlıkların sadece dalgalanır kısmının finanse edildiği strateji aşağıdakilerden hangisidir?
 - a. İhtiyatlı finansman stratejisi
 - b. Değişken finansman stratejisi
 - c. Dengeli finansman stratejisi
 - d. Kısa vadeli finansman stratejisi
 - e. Atak finansman stratejisi
9. Aşağıdakilerden hangisi çalışma sermayesinin yetersizliğine neden olan faktörlerden birisi **değildir**?
 - a. Hesapsız duran varlık yatırımları,
 - b. Satış fiyatlarına yeterli kâr marjının eklenememesi,
 - c. Girdi fiyatlarındaki artışlar,
 - d. Sektördeki teknolojik gelişmelere uyum sağlanamaması
 - e. Faiz oranlarındaki düşüşler.
10. Bir işletme üretimde kullanılan günlük sermaye ₺90.000, hammadde ve malzeme ortalama stok süresi 15 gün, mamullerin ortalama stok süresi 30 gün ve kredili satışlarda ödeme süresi 20 gün ise işletmenin nakit gereksinmesi ne kadardır?
 - a. ₺2.250.000
 - b. ₺5.850.000
 - c. ₺1.800.000
 - d. ₺4.050.000
 - e. ₺3.150.000

Yaşamından İçinden

Radikal

Bankalara Sinirlendi Şirketi Satışa Çıkardı

Ali Haydar Güçlü, kurucusu ve yönetim kurulu başkanı olduğu Frigo-Pak'ı bankaların işletme sermayesi kredisi vermemesi üzerine satışa çıkardı.

İSTANBUL- Frigo-Pak'ın sermayesinin yüzde 62,51'ine karşılık gelen hisselerin satışı için muhtemel bir alıcı ile görüşmeler devam ederken, Ali Haydar Güçlü'nün şirketi satma nedeni bir hayli ilginç. Ali Haydar Güçlü, kurucusu ve yönetim kurulu başkanı olduğu Frigo-Pak'ı bankaların yeterli işletme sermayesi kredisi vermemesi üzerine sinirlenerek satışa çıkardı. Gazlı ve gazsız içecekler, meyve suyu, konserve ve dondurulmuş gıda üreten şirketin faaliyetinin işletme sermayesi gerektirdiğine dikkat çeken Güçlü, 2007'de 15 milyon dolarlık kredi limitleri varken, şu andaki limitin 1 milyon dolar olduğunu söyledi. Faaliyet gösterdikleri 26 yıl boyunca bir kez bile temerrüde düşmediklerini ayrıca çek bile kesmediklerini ifade eden Güçlü, "Geçen yıla göre ciroyu yüzde 50'ye yakın arttırdık. İpoteğimiz de yok. Teminatımız var, sicilimiz tertemiz ama bankalara göre kredi verme sırası bize gelmiyor. Teminatın karşılığı kadar bile kredi bulamadık" dedi.

Debelenip duramayız

'Küçük olsun benim olsun' mantığına karşı olduğunu belirterek, yollarını geçen yıl ayırdıkları İngiliz Pride Foods ile de işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle ortaklık kurduklarını hatırlatan Güçlü, "Ben bu şirketin kurucusuyum. İşletme sermayesi için yine kredi bulamadık. Geçen seneye göre yüzde 50 ciro artınca bankalar değişik yaklaşır dedik. Ama yine olmadı. Bankara kredileri kısın baskısı yapılırken, hemen sanayinin kredileri kısıldı. Tüketici kredileri tatlı para kazandırıyor. Biz de burada debelenip duracağımıza şirketi satarız dedik. Yaptığımız yatırımları heba etmek istemedik. 40 yaşında olsaydım uğraşırdım, 63 yaşındayım uğraşamam" dedi. Frigo Pak'ta Ali Haydar Güçlü, Frigo Pak'ta dolaylı olarak yüzde 36 paya sahip bulunuyor. Halka açıklık oranı yüzde 35 olan şirketin piyasa değeri 17.2 milyon dolar civarında bulunuyor.

Kaynak: <http://www.radikal.com.tr/Default.aspx?aType=HaberYazdir&ArticleID=1072748>

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|---|
| 1. d | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesi Kavramı" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 2. b | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesi Türleri" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 3. a | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesinin Unsurları" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 4. e | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesi Döngüsü" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 5. c | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesi Döngüsü" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 6. d | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesinin Operasyonel Etkinliği" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 7. d | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesine Yatırım Politikası" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 8. c | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesinin Finansmanı" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 9. e | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesinin Yeterliliğinin Analizi" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 10. b | Yanıtınız yanlış ise "Çalışma Sermayesi İhtiyacının Belirlenmesi" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Çalışma sermayesi yönetiminin amacı işletmenin faaliyetlerinin aksamadan sürdürebilmesidir. Faaliyetlerin aksamadan sürdürülmesi faaliyetlerin gerektirdiği harcamaların yapılabilmesinin yanı sıra vadesi gelen borçların ödenebilmesini de ifade eder. Net işletme sermayesi firmanın dönen varlıklarına olan yatırımlarıyla cari borçlarını ödeme gücünü ve özellikle negatif olması durumunda işletmenin faaliyetini sürdürmede sıkıntı yaşayacağını göstermesi bakımından önemli bir göstergedir.

Sıra Sizde 2

İşletmenin gelecek dönemdeki satışları belirsizdir bu durum işletme için risk oluşturur. Dönen varlık kalemlerine yatırımlar satışlarla aynı oranda artış gösterir ancak duran varlık yatırımları bir yıldan uzun vadeli yatırımlardır bu kadar uzun süre için işletmenin satışlarını doğru şekilde tahmin etmesi ve duran varlık yatırımı gerçekleştirmesi mümkün değildir. Ekonomik konjonktürdeki ve sektördeki değişimler yüzünden iş-

letme faaliyetlerinden elde ettiği gelirler ile sabit yatırımlarını karşılayamaz duruma gelebilmektedir.

Sıra Sizde 3

Fon fazlası olan birimler tespit edilerek ellerindeki fon fazlaları belirlenen fon açığı olan birimlere yönlendirilir böylece finansman maliyetleri minimize edilir. Çok uluslu işletmelerde nakit fazlasının nerede ve ne şekilde değerlendirileceği üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Nakit yönetimi konusunda uzmanlaşmış merkezi birim fonların değerlendirilebileceği en uygun alanları belirleyebilir. Farklı ülkelerde bulunan yan kuruluşların bulundurdıkları nakit miktarı en alt düzeye indirilerek politik riskler, kur riski gibi nedenlerle varlıklarda meydana gelebilecek kayıplar önlenir.

Sıra Sizde 4

Çalışma sermayesi cari varlıklardan oluşur. Bunlar; nakit ve menkul kıymetler, stok, alacaklar ve diğer dönen varlıklardır. Alacak yönetiminde sıkı politika izlenmesi, müşterilere yapılan kredili satışların ve tanınan vadenin azaltılması demektir. Kredi koşulları katılaştırıldığında alacak devir hızı artacak yani alacak kalemine yapılan yatırımlar azalacaktır. Firmanın alacak politikasında sıkı davranması geri dönmeyen alacakları yani uzun süreler boyunca alacaklara bağlanan nakdi önleyecektir. Alacak yönetiminde sıkı politika izlemek satın alma gücü düşük müşteri grubunu dışlanmasına yol açacağından işletmenin satış hacmi düşer. Satış hacminin düşmesi sadece alacak kalemlerinin değil diğer dönen varlık kalemlerinin yani brüt çalışma sermayesinin de azalmasına neden olur.

Sıra Sizde 5

Çalışma sermayesi etkinliği finansman kaynaklarına erişimde sıkıntı yaşayan işletmelerde daha yüksek düzeyde olabilir. Çünkü bu tür işletmelerde stoklar ve alacaklar nakde çevrilmeye çalışılacak, daha az vadeli satış yapılacaktır. Finansman sıkıntısı dönen varlık kalemlerine faaliyetlerin yürütülmesine olanak verecek mümkün olan en düşük düzeyde yatırım yapılması şeklinde bir politikaya zorlar. Bu nedenlerle çalışma sermayesi etkinliği yükselecektir.

Sıra Sizde 6

Fiyat istikrarının sağlanamaması ülkede mali sistem tarafından firmalara sağlanan kaynakların büyük ölçüde kısa vadeli kalmasına neden olur çünkü uzun dönemdeki belirsizlik finansman maliyetini arttırmaktadır. Çalışma sermayesinin hem sürekli hem de dal-

galanır kısmını kısa vadeli kaynaklar ile finanse etmek zorunda kalan işletmeler bu borçların geri ödenmesi dolayısıyla risk üstlenmiş olurlar. İşletmeler çalışma sermayesi finansmanında atak politika izlerler. Fiyat istikrarının sağlanamamış olması çalışma sermayesinin olağanüstü bölümünün yüksek olmasına sebep olur. Bu nedenle işletmelerin çalışma sermayesine yatırımlarda ihtiyatlı yatırım politikası izlediği söylenebilir.

Sıra Sizde 7

Artan sistematik riskler firmaların ticari kredi kullandırma isteksiz davranmalarına neden olabilir. Ancak, dış finansman bulmada yaşanan sorunlar ticari kredi kullanımını arttırıcı bir etki de yapabilir. Ticari borç bulmada sıkıntı yaşayan işletmeler ayrıca finansman kurumlarının da fon sağlama da isteksizliğiyle mal alışlarını ve tuttukları stok miktarını azaltmak zorunda kalabilirler. İşletmeler nakit varlıklarını yatırımlara yönlendirmek istememeleri ve geleceğin belirsiz olması nedeniyle kriz dönemlerinde bulundurdıkları nakit miktarlarını arttırabilirler.

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Akgüç, Öztin. (1998). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aydın, Nurhan; Başar, Mehmet; Coşkun, Metin. (2007). *Finansal Yönetim*, Eskişehir: Eskişehir: Genç Copy Center.
- Berk, Niyazi. (2010). *Finansal Yönetim*, İstanbul: Türkmen Kitabevi
- Berk, J., DeMarzo P. (2009) *Corporate Finance The Core*, Boston: Pearson Education.
- Brealey, R.A., Myers, C.S. (2003). *Principles of Corporate Finance*, New York: McGraw Hill.
- Ceylan, Ali. (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Ross S.A., Westerfield R. W., Jordan B.D. (2008). *Essential of Corporate Finance*, New York: McGrawHill.
- Büker, Semih; Aşıkoğlu, Rıza; Sevil, Güven. (2018). *Finansal Yönetim*, Ankara: Sözkese Matbaacılık.
- Titman, S, A.J. Keown, J. D. Martin. (2011). *Financial Management*. New York: Pearson.
- Van Horne, J. C., Wachowicz, J. R. (2008). *Fundamental of Financial Management*, London: Prentice Hall.
- Weston, J.F., E.F., Brigham, *Essentials of Managerial Finance*, Cambridge: The Dreyden Press
- Yüksel, A. S.; Yüksel, Ü.; Yüksel, A. (2004). *Bankacılık Hukuku ve İşletmesi*, İstanbul: Beta.

8

Amaçlarımız

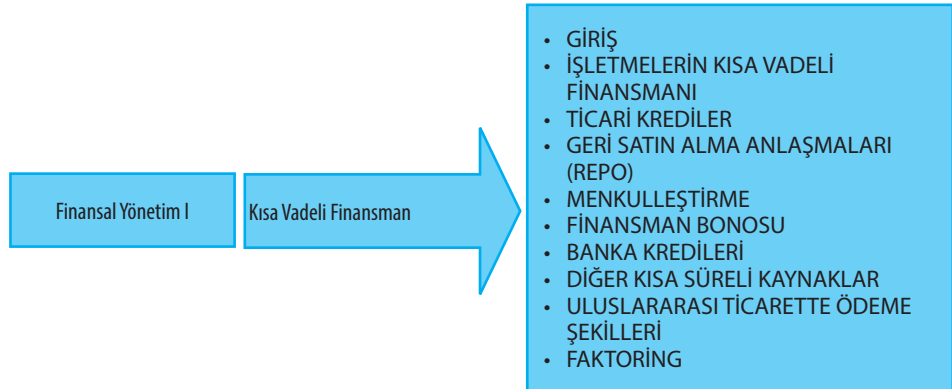
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Kısa vadeli finansman kaynaklarını tanımlayabilecek,
- Ticari kredilerin işletmeler tarafından kullanımının önemini açıklayabilecek,
- Finansman bonosunun işletme finansmanındaki yerini değerlendirebilecek,
- Banka kredileri ile kısa vadeli finansman kararları arasındaki ilişkiyi yorumlayabilecek,
- Faktoring işleminin işletmeler açısından önemini açıklayabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Kısa Vadeli Finansman Kaynakları
- Efektif Faiz Oranı
- Faktoring
- Finansman Bonosu
- Hazine Bonosu
- Menkulleştirme

İçindekiler



Kısa Vadeli Finansman

GİRİŞ

Bundan önceki ünitelerde işletmelerin yatırımları ile ilgili konular açıklanmıştır. Bu konular işletme bilançosunun aktifinde yer alan varlıkları kapsamaktadır. Bundan sonraki ünitelerde bilançonun pasifinde yer alan ve varlıkların finansmanında kullanılan kaynaklar açıklanacaktır. İşletme varlıklarının nasıl finanse edileceği, varlıklara bağlanan sermayenin hangi kaynaklardan sağlanması gerektiği ve bu kaynakların sağladığı avantajlar, bu bölümde detaylı bir şekilde ele alınacaktır. Özellikle kısa vadeli borçlanmaların işletmenin ödeme gücü ve kârlılığına olan etkisine dikkat edilmesi gereklidir. Kısa süreli finansman her işletme için önemlidir; özellikle gelişmekte olan ülkelerde uzun süreli finans kaynakları yetersiz ise kısa süreli finansman daha da önem kazanmaktadır.

İŞLETMELERİN KISA VADELİ FİNANSMANI

İşletmeler, faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli olan dönen varlıkları kısa süreli borçlarla finanse ederler. Söz konusu varlıkların büyüklüğü, işletmelerin tam kapasitede verimli çalışabilmesi, üretimini sürdürebilmesi ve yükümlülüklerini yerine getirememe riskinin azalması açısından önemlidir. Dönen varlık finansmanında satıcı kredileri, banka kredileri, repo, finansman bonosu, faktoring vb. kaynaklardan yararlanılabilir. İşletmenin ödemeleri zamanında yapabilmesi için nakde ihtiyacı vardır.

İşletme varlıklarının kısa vadeli finansmanı ile ilgili ek bilgiye Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Jeffrey F. Jaffe'in Corporate Finance (Irwin, 2002) kitabından (s.753-759) ulaşabilirsiniz.



K İ T A P

İşletmelerin kısa vadeli kaynak ihtiyacını genellikle; faaliyet hacmi, satış ve kredi politikası, sermaye yapısı ile sezonluk ve konjonktürel faktörler belirler. İhtiyaç duyulan nakit tutarının açıkça bilinmesi durumunda kısa süreli kredilerin maliyet, tutar ve esnekliği önem kazanır. Oysa birçok durumda nakde ne kadar süre ile ihtiyaç duyulacağı önceden bilinmemektedir. Bu durumda kullanılan kredi türü ne olursa olsun işletme borçlu cari hesabı kullanarak faiz ödemelerini kontrol altına alabilir.

DİKKAT



İşletmenin kısa vadeli kaynak ihtiyacını, işletmenin faaliyet hacmi, satış politikası, kredi politikası, sermaye yapısı ve ekonomik konjonktür belirler.

Kısa vadeli kaynaklar uzun vadeli kaynaklara göre daha kısa sürede temin edilebilmektedir. Bunun yanında kısa vadeli kaynakların esnek olması, sermaye yapısının dönemler arasında değişen firma ihtiyaçlarına uygun olarak değiştirilmesine imkân tanır.

Kısa vadeli kaynakların maliyetinin uzun vadeli kaynakların maliyetine göre daha düşük olduğu kabul edilmektedir. Ancak kısa vadeli kaynaklar, geri ödeme sıklıkları ve yenilemede karşılaşılabilecek sıkıntılar nedeniyle, işletme için risk oluşturur. İşletmenin elde ettiği nakit akımları, konjonktüre bağlı olarak kısa vadelere borçları karşılamayacak düzeylere inebilir. Ayrıca kısa vadeli kaynakların maliyetinin düşük olarak kabul edilmesine karşın, ekonomide yaşanan değişimler nedeniyle faiz oranlarının kısa vadeler arasında yüksek derece farklılık göstermesi, firmaların borçlanma olanaklarında belirsizliğe ve yüksek maliyetler ile borçlanmalarına yol açabilir.

K İ T A P



Kısa vadeli kaynakların firmalarda kullanımı hakkında daha fazla bilgiyi Osman Okka'nın Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler (Ankara, 2010) kitabındaki ilgili bölümden (s.494-506) edinebilirsiniz.

SIRA SİZDE



İşletmelerin kısa vadeli finansman alternatiflerini hangi faktörler belirler?

İşletmelerin yararlanabileceği kısa süreli finansman kaynakları altı grupta toplanabilir:

- Ticari Krediler,
- Geri Satın Alma Anlaşmaları (Repo),
- Menkulleştirme,
- Finansman bonosu,
- Banka Kredileri,
- Diğer Kısa Süreli Kaynaklar.

TİCARİ KREDİLER

İşletmelerin kısa süreli finansman olanaklarından ilki **ticari krediler**dir. Ticari krediler (satıcı kredileri), nakit ödeme yapmadan, satıcının alıcıya belirli bir ödeme süresi tanımasıdır. Bu kredinin kullanımı, alıcı açısından peşin ödeme iskontosundan vazgeçmek anlamına gelir. Müşterilerden alınan avanslar da aynı temele dayanmaktadır.

Ticari krediler, bir işletmenin diğerine, örneğin; hammadde üreticisinin fabrikatöre ya da toptancı işletmelerin perakendecilere sağladığı belirli bir ödeme süresidir. Bu ödeme kolaylıkları senet karşılığı açılabilen gibi, müşteri adına hesaben (hesabına borç kaydedilerek) de açılabilir. Uygulamada her iş kolu için farklı ödeme süreleri oluşmuştur. Satıcı kredilerine faiz uygulanırken vade farkı şeklinde aylık yüzde oranlar hesaplanır. Örneğin aylık %3 vade farkı uygulanan bir kredili alımın yıllık maliyeti $3 \times 12 = \%36$ olarak hesaplanır.

Ticari krediler, satışları arttırma aracı olarak kullanılan, satıcının alıcıya tanıdığı ödeme süresidir.

Vade farkı, sektör alışkanlıklarına, pazar faiz oranlarına ve satıcı ya da alıcının pazarlık gücüne göre belirlenir.



DİKKAT

Kredi kolaylığını sunan açısından satıcı kredileri bir bakıma satış artırma aracı olarak kullanılır. Satıcı kredileri kredi kurumlarından borçlanmak için yeterli bir kredi değerliliğine sahip olmayan, özellikle sermaye yapısı zayıf ve likidite sıkıntısı çeken, küçük ve orta boy işletmeler tarafından sıklıkla kullanılır. Bu tür kredilerin teminatı, firmanın ticari itibarıdır. Bazı ülkelerde, ayrıca satıcı mülkiyeti de korunmaya çalışılır.

Vadeli mal alımı, peşin ödeme iskontosundan yararlanma imkanını ortadan kaldırır. Peşin ödeme iskontosu uygulamada önemli bir yere sahiptir ve işletme kârlılığı üzerinde büyük rol oynamaktadır. Örneğin 2/10, net 30 koşulu ile mal alan bir işletmenin peşin alım iskontosundan yararlanma vadesi olan 10'uncu günden sonra, ay sonuna kadar 20 günlük bir ödeme süresi vardır. İşletme 20 günlük ödeme kolaylığından yararlanmak yerine 10. günde ödeme yaparsa %2 iskontodan yararlanır. Ancak 30 gün içinde ödeme yapmadığı takdirde vade farkı öder. Bu işlemin yıllık maliyetinin gerçekte yüksek olduğu da belirtilmelidir.

Örneğin A işletmesinin satın aldığı hammadde tutarı ₺5000, satıcının şartları "2/10, net/30." ise işletme ilk 10 gün içinde $5.000 \times \%98 = 4.900$ ödeyerek iskontodan yararlanır ya da iskontodan yararlanmadan 30. güne kadar bekler ve ₺5000'yi öder. Likiditesi yetersiz ise banka kredisi kullanarak da iskontodan yararlanabilir. Her ay alım yapan bir işletme için yılda peşin ödeme iskontolarından yararlanmak önemli bir getiri sağlar ($12 \times \%2 = \%24$). Diğer yandan satıcı açısından kredi maliyeti (k) ise aşağıdaki formül ile hesaplanabilir:

$$k = \left[\frac{\text{İskontoOranı}}{100 - \text{İskonto Oranı}} \right] \times \left[\frac{360}{\text{Kredi Süresi} - \text{Peşin İskonto Süresi}} \right]$$

$$k = \frac{2}{(100 - 2)} \times \frac{360}{(30 - 10)} = \frac{2}{98} \times \frac{360}{20}$$

$$k = 0,3673 = \%36,73$$

Örneğin iskonto oranı %3 olursa, maliyet % 55.67 olacaktır.

Yüksek maliyetine rağmen küçük ve orta boy işletmeler satıcı kredisine sıkça başvururlar. Çünkü bu kredilerinin kullanımı esnektir, herhangi bir formaliteye bağlı değildir. Gereksinim duyulduğu anda kredi kullanılabilir, ayrıca banka kredilerinde olduğu gibi başvuru tarihinden itibaren bir bekleme süresi de yoktur.

Kullanımı yaygın ve kolay olmasına karşın satıcı kredileri neden işletme kârlılığını olumsuz etkileyebilir?



SIRA SİZDE

GERİ SATIN ALMA ANLAŞMALARİ (REPO)

Bir menkul kıymetin belli bir tarihte, belli bir fiyattan geri alınma taahhüdü ile satımı **repo** olarak adlandırılır. Repo, taşınır değerlerin işlem başlangıç valöründen satılarak bitiş valöründen geri alınmasını ifade etmektedir.

Repo, bir menkul kıymetin geri alım taahhüdü ile satımıdır. Menkul kıymeti geri satmak üzere alan tarafın yaptığı işlem de **ters repo** olarak adlandırılmaktadır.

Ters repo, bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründen alınarak, bitiş valöründen geri satılmasıdır. Menkul kıymeti alan taraf, ödünç vermiş olur ve aldığı kıymetleri anlaşma ile belirlenen tarihte faizi ile birlikte geri teslim eder. Repo yapma yetkisine sahip aracı kurum ve bankalar repo için portföylerindeki menkul kıymetleri kullanabilirler. Repo yapan aracı kurum veya banka repoya konu olan menkul kıymeti müşteri hesabında saklamaya alır. Repo'yu diğer para piyasası araçlarından ayıran en belirgin özellik, bir menkul kıymetin gerçek vadesinin alıcı ve satıcının ihtiyaçlarını karşılamak için kısaltılmasıdır. Repo işlemleri Borsa İstanbul Repo-Ters Repo Pazarında organize şekilde yürütülür.

Repo vadesi işletmenin likidite süresi ile kolayca uyulanabileceği için işletmelere likiditenin alternatif getirisinden yararlanma fırsatı verir. Özellikle faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde işletme kârlılığına da önemli katkı sağlar. Repo, çalışma sermayesinin finansmanı amacıyla kullanılan kısa süreli banka kredileri ile işletme alacaklarından tahsilatların kısa vadeli olarak değerlendirilmesinde kullanılan önemli araçlardan biridir.

Repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetler; devlet tahvilleri, hazine bonoları, banka bonoları ve banka garantili bonolar, Kamu Ortaklığı İdaresi ve Toplu Konut İdaresince ihraç edilen borçlanma senetleri ile piyasada ya da borsada işlem gören VDMK dışındaki diğer borçlanma senetleri şeklinde özetlenebilir. Repo işleminde menkul kıymetlerin, fiziki teslimi yerine, müşteriye bir makbuz verilir, varlıklar TCMB'de bloke hesaplarda ya da Takasbank'ta depo edilir. Borsa İstanbul'a üye repo yapma yetkisi olan aracı kurum ve bankaların katıldıkları bu pazarda üyeler kendileri veya müşterileri için işlem yapabilirler.

Gecelik repo işlemlerinde vade bir gündür. Bu tür repo işlemlerinde aksi kararlaştırılmadıkça valör aynı gündür ve nihai takas ertesi gün gerçekleşir. Valör cuma günü ise teslimat, takip eden iş günü olan pazartesi yapılır. Belirsiz bir vade için yapılan işlemler açık repo olarak bilinir. Sözleşme herhangi bir tarihte taraflardan biri veya her ikisi tarafından sona erdirilebilir.

ÖRNEK

91 gün vadeli, ₺2 Milyon nominal değerli bir hazine bonosu %10 iskonto oranıyla satılıyor. Bu hazine bonosu, 20 gün sonra geri alınmak üzere %11 faizle satılırsa, iç iskonto metoduna göre hazine bonosunun satış fiyatı ve geri alış fiyatı ne olur?

Çözüm:

$$\text{Hazine Bonosunun Satış Fiyatı} = \frac{\text{Hazine Bonosunun Nominal Değeri}}{\left(1 + \text{İskonto Oranı} * \frac{\text{Vade}}{360}\right)}$$

$$\text{Hazine Bonosunun Satış Fiyatı} = \frac{2.000.000}{\left(1 + 0,10 * \frac{91}{360}\right)} = 1.950.838$$

$$\text{Hazine Bonosunun Geri Alış Fiyatı} = (\text{Hazine Bonosunun Satış Fiyatı} + \text{Faiz})$$

$$\text{Hazine Bonosunun Geri Alış Fiyatı} = 1.950.838 + \left(1.950.838 * 0,11 * \frac{20}{365}\right)$$

Hazine Bonosunun Geri Alış Fiyatı= ₺1.962.543

Yukarıdaki örnek dış iskonto yöntemine göre çözülürse;

Hazine Bonosunun Satış Fiyatı= Hazine Bonosunun Nom. Değeri* (1-İskonto Oranı *t)

$$\text{Hazine Bonosunun Satış Fiyatı} = 2.000.000 \times \left(1 - 0,10 * \frac{91}{365}\right) = 1.950.140$$

Hazine Bonosunun Geri Alış Fiyatı= (Hazine Bonosunun Satış Fiyatı+Faiz)

$$\text{Hazine Bonosunun Geri Alış Fiyatı} = 1.950.140 + \left(1.950.140 * 0,11 * \frac{20}{365}\right)$$

Hazine Bonosunun Geri Alış Fiyatı= ₺1.963.894

MENKULLEŞTİRME

Varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK), alacaklar karşılık gösterilerek menkul kıymet çıkarılması işlemidir. Özetle, bilançodaki alacaklar kalemi menkul kıymete dönüşür, bu da menkulleştirme (securitization) olarak bilinir.

Menkulleştirme, gelecekte gerçekleştirilecek belirli nakit akımları güvence gösterilerek, finansal piyasalardan borçlanma olanağı sağlayan bir transformasyon tekniğidir. Söz konusu teknik özellikle bankalara kredi veren kamu ya da özel kuruluşlara önemli avantajlar sağlar. VDMK çıkarılması işletmeye likiditenin artırılması, finans kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve faiz riskinin azaltılması konularında avantaj sağlar.

Varlıklar ve alacaklar yatırımcılara sunularak varlığa dayalı menkul kıymet oluşturulur. VDMK'nın en bilinen şekli finansal kurumların gayrimenkul ipotegi, otomobil kredileri ve tüketici kredileri veya senetli alacakların bilançodaki değerleri karşılığında menkul kıymet ihracıdır. Uygulamada; *ödeme aktarmalı tahviller (pay-throughs)*, *varlığa dayalı tahviller (asset-backed bonds)*, *varlığa dayalı finansman bonusu ve ayrıcalıklı pay senedi şeklinde görülen varlığa dayalı menkul kıymetlerin kullanımı yaygındır.*

Menkulleştirme uygulamasında, işletmenin varlıklarının bilanço dışına çıkarılarak finansman sağlanmasının yanında bu varlıklara ait riskler menkul kıymet yatırımcısına devredilmiş olur. Amerika'da yaşanan mortgage krizi bu şekilde devredilen risklerin tam olarak anlaşılmasına bağlı olarak gelişmiştir.



DİKKAT

FİNANSMAN BONOSU

İşletmelerin portföylerinde yer alan alacakları karşılığında maksimum 2 yıl vadeli olan menkul kıymet ihracıdır. SPK düzenlemelerine göre; son üç yılda zarar etmeyen anonim ortaklıklar ve tahvil ihraç sınırının yanı sıra son bir yıla ait bilançolarını kârla kapatan ortaklar bilançolarını denetime onaylatmaları halinde aynı koşullarda finansman bonusu çıkarabilirler.

Finansman bonolarını; anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dâhil kamu iktisadi teşekkülleri, mahalli idareler ile ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler çıkarabilir. Finansman bonolarının satışına aracılık eden aracı kurumun A serisi bankerlik belgesine sahip olması gerekir. Bonolar; garantisiz (A tipi), ortaklığa karşı taahhüt edilmiş ve ban-

Finansman Bonosu, firmaların kısa süreli borç kaynakları içinde genellikle maliyeti en düşük olan maksimum bir yıl vadeli menkul kıymet ihracıdır.

ka kredisi ile desteklenmiş (B tipi) banka garantili (C tipi) Hazine garantisi ile çıkarılan (E tipi), başka bir anonim şirketin ödeme garantisi ile çıkarılan (F tipi) finansman bonoları şeklinde gruplandırılır.

Firmaların kısa süreli borç kaynakları içinde finansman bonoları genellikle maliyeti en düşük olanıdır. Finansman bonoları ile işletme kısa süreli fon gereksinimlerini nakit olarak karşılar. Belirlenen süreler içinde kalmak koşuluyla firmanın yıl içindeki finansman gereksinimlerine uygun olarak süreyi belirleyebilmesi finansman bonosunun esnekliğini gösterir. Bu özellikleri yatırımcının ilgisini çekmektedir. Finansman bonolarını genellikle piyasaya fon arz eden tasarruf sahipleri, emekli sandıkları ve hayat sigorta şirketleri tarafından alınır. Finansman bonolarının büyük kupürler halinde çıkarılması küçük yatırımcıların yararlanmasını sınırlandırır.

Finansman bonolarının satış fiyatı basit iç ve dış iskonto ya da bileşik iskonto metodu ile hesaplanabilir. Geçmişte basit iskontoyla satış fiyatı hesaplanırken, günümüzde daha çok bileşik iskonto yöntemi kullanılmaktadır.

Finansman bonosu satış fiyatının basit iç iskonto metoduna göre hesaplanması;

$$\text{Finansman Bonosu Satış Fiyatı} = \frac{\text{Finansman Bonosunun Nominal Değeri}}{\left(1 + \frac{\text{faiz oranı} * \text{vade}}{360}\right)}$$

Finansman bonosu satış fiyatının basit dış iskonto metoduna göre hesaplanması:

$$\text{Finansman Bonosu Satış Fiyatı} = \text{Finansman Bonosunun Nom Değeri} \times \left(1 - \text{faiz oran} * \frac{\text{Vade}}{360}\right)$$

ÖRNEK

A işletmesi ₺20.000.000'lık finansman bonosunu %15 iskonto oranı ile satmak istemektedir. Finansman bonosunun vadesi 1 Haziran 2011 olduğuna göre 3 Mart 2011'de finansman bonosunun satış fiyatı iç iskonto yöntemine göre ne olur?

Çözüm:

Vade = 90 gün (3 Mart - 1 Haziran)

$$\text{Satış Fiyat} = \frac{20.000.000}{\left(1 + \frac{0,15 * 90}{360}\right)} = 19.277.108$$

Finansman bonosunun dış iskonto ile satış fiyatı ise;

$$\text{Satış Fiyatı} = 20.000.000 \times \left(1 - 0,15 * \frac{90}{360}\right) = 19.250.000$$

c: vadeye kadar gün sayısıdır.

$$\text{Finansman Bonosunun Bileşik İskonto ile Satış Fiyatı} = \frac{\text{Finansman Bonosunun Nominal Değeri}}{(1 + \text{faiz oran})^{\frac{c}{360}}}$$

Verilen örnekteki finansman bonosunun satış fiyatı bileşik iskonto yöntemi ile hesaplanacak olursa;

$$\text{Satış Fiyatı} = \frac{20.000.000}{(1 + 0,15)^{\frac{90}{360}}} = 19.313.258$$

Yatırımcı açısından finansman bonolarının hangi iskonto metodu ile satılması daha avantajlıdır?



SIRA SİZDE

Basit dış iskonto yönteminde kullanılan faiz oranı (iskonto oranı) işletmenin nominal maliyetini yansıtır. Oysa işletmenin efektif maliyeti bu faiz oranından daha yüksektir.

Nominal değer= ₺20.000.000.

Satış fiyatı= ₺19.250.000

İskonto tutarı= ₺750.000

$$\text{Efektif faiz oranı} = \frac{\text{İskonto tutarı} / \text{sağlanan fon tutarı}}{19.250.000} = \frac{750.000}{19.250.000} = 0,039 = \%3,9$$

Bulunan bu efektif faiz oranı yalnızca 90 günlüktür. Bu faiz oranının yıllık basit karşılığı ise; $(\%3,9 \times 4) = \%15,6$

Efektif faiz oranı hakkında daha fazla bilgiyi Timothy J. Gallagher ve Joseph D. Andrew'in Financial Management (New Jersey, 2003) kitabında (s.570-578) detaylı olarak bulabilirsiniz.



K İ T A P

BANKA KREDİLERİ

Bankalar müşterilerine kredi kullandırmadan önce genellikle kredibilite analizi yapmaktadırlar. Müşterinin kredi değerliliğinin belirlenmesinde 5 C kuralından hareket edilebilir: Karakter (character), kapasite (capacity), kapital (capital), teminatlar (collateral) ve koşullar (conditions). Bu kurala göre firma değerlendirilirken öncelikle firma sahip ve yöneticilerinin karakterine bakılmaktadır. Çünkü karakteri ve kapasitesi uygun olmayan müşterilerin kredilendirilmesi risk taşımaktadır. Kapital yetersiz olsa da teminat alınarak müşteriler kredilendirilebilir.

Ticari bankalar tarafından müşterilere sunulan krediler değişik açılardan sınıflandırılabilir. Örneğin, nakdi ve gayri nakdi olarak niteliklerine göre sınıflandırma yapılabilir. Güvence esasına göre teminatl ve teminatsız ve süre açısından kısa, orta ve uzun vadeli ayrımları kullanılabilir. Krediler kullanım amaçlarına bağlı olarak tüketim, yatırım ve işletme kredileri şeklinde gruplandırılabilir. Kredileri ayrıca kullanan sektörlerle ve kullandıkları alanlara göre de sınıflandırmak mümkündür. Ticari bankalar tarafından kullanılan krediler aşağıda özetlenmiştir.

Nakdi Krediler

Belirli bir vade sonunda faizi ile birlikte geri alınmak üzere tüzel ve gerçek kişilere bankalar tarafından kullanılan kredilerdir. Nakdi kredi kullanılırken bankalar ilgili komisyon oranına göre alınan ücretin yanı sıra, banka ve müşteri ilişkilerine göre kendi inisiyatiflerini kullanarak ipotek, çek veya kefalet gibi teminatlar isteyebilirler.

Nakdi krediler türlerine göre öncelikle tüketici kredileri ve ticari krediler olmak üzere ikiye ayrılır. Ticari krediler firmaların kullandığı krediler olup borçlu cari hesap, spot kredi, dövizde endeksli kredi, işletme kredileri, altın kredisi, döviz kredisi, iskonto kredisi, ve kredili mevduat hesabı şeklinde sunulabilirler.

Ülkemizde, 1980’li yıllarda katılım bankası statüsünde olan ve İslami esaslara göre çalışan Özel Finans Kurumları kurulmuştur ve bu kurumlar giderek yaygınlaşmaktadır. Bu kurumlara daha çok, faize karşı isteksiz işletmeler ya da yatırımcılar yönelmektedir. Bu kurumlar, üretim faaliyetlerinin desteklenmesi şeklinde, firmaların ihtiyaç duydukları hammadde, malzeme ve ekipmanları peşin satın alarak yine bu firmalara vadeli satmak suretiyle önemli bir finansman kaynağı sağlamaktadırlar.

Cari Hesap Kredisinde banka, müşterisine belirli bir limite kadar kredi açar; müşteri ise gereksinmelerine göre hesaptan para çeker, kredi de bu şekliyle bir cari hesap üzerinden yürütülür. Daha çok kısa süreli olan cari hesap kredisi, genellikle çalışma sermayesi gereksinmesinin karşılanmasında kullanılır.

Bankacılıkta geniş bir uygulama alanı olan cari hesap, bir kredi olmaktan çok bir bankacılık tekniğini ilgilendiren hesaplaşma şeklidir. Diğer kredi türleri açılmış bir cari hesaba aktarılarak buradan kullanılabilir. Ancak müşteriye açılan hesapta limitin aşılmasına izin veriliyorsa bu durumda bir cari hesap kredisinden söz edilir. Kısacası cari hesap, sürekli işleyen formal, kısa süreli, kayıtlı bir kredi sistemi olup daha çok aşağıdaki konular için kullanılır:

- İşletme malzemesi,
- Sezon kredisi,
- Ara (köprü) kredisi,
- Geçici likidite darboğazının finansmanı.

Ticari bankalar bazı kredileri kredi değerliliğine güven duyulan kefil ya da kefiller ve müşterinin kendisinin olmak üzere, en az iki imza karşılığında kullanırlar. Borçlu cari hesap şeklinde çalışan bu kredi, çoğu banka tarafından bazı temel şubeler hariç genel müdürlüğün iznine tabidir. Burada müşterinin ve kefilin itibarı, ticari deneyim ve karakteri ve iş konusunun niteliği gibi faktörler özenle incelenir. Bu amaçla alacak senetleri, emtia ve menkul kıymetler sıkça kullanılmaktadır.

Güvenilir müşterilere sunulan kısa süreli kredilerin önemli bir bölümü *açık kredi* şeklinde kullanılır. Sadece müşteri imzası karşılığında sunulan krediler, cari hesap şeklinde çalışır. Bu krediler uygulamada daha çok ihracat hazırlık, akreditif teminatı ve kasa kolaylığı şeklinde kullanılır. Teminatsız olmaları nedeniyle riskli diye düşünülür, ancak sadece seçkin müşterilere sunulduğundan risk, müşteri seçimiyle elimine edilir. Bu amaçla müşterinin uzun bir ticari geçmişe sahip olması, kamuoyundaki itibarı, rekabet yeteneği, likiditesi ve işinde deneyimli olması gibi konular özenle değerlendirilir.

DİKKAT



Güvenilir müşterilere sunulan açık krediler uygulamada çoğunlukla, ihracat hazırlık, akreditif teminatı ve kasa kolaylığı şeklinde kullanılır.

Zaman içinde değeri düşmeyen, fiyatı istikrarlı ve kolayca paraya dönüştürülebilen varlıkların rehini karşılığında da kredi kullanılmaktadır. Muhtemel değer düşmesine karşı banka lehine % 20- 30 marj uygulanır. Borçlu cari hesap şeklinde açılan senetler karşılığı kredinin geniş bir uygulama alanı vardır. Bu amaçla vadesi en çok 181 gün olan bonolar yaygın olarak kullanılır. Ayrıca kabul edilmiş poliçeler de teminata alınabilir. Çekler ise görüldüklerinde ödenmeleri gerektiğinden teminata kabul edilmez.

Söz konusu varlıkların rehinde kullanılabilmesi için aşağıdaki özellikleri taşıması gerekmektedir:

- İtfa edilmemiş olması,
- Üzerine mahkemece ödeme yasağı konulmamış olması,
- Nama yazılı olanların ait oldukları kuruluşların defterine kaydedilmiş olması.

Bu tür kredilerde müşteriden faizin yanı sıra muhafaza ve kontrol komisyonu ile kupon tahsil komisyonu da alınır.

Firmalar yurt içi bankalardan kredi kullanabildikleri gibi yurt dışı bankalardan da kredi kullanabilmektedirler. Bankalar firmalara sundukları kaynakları sermaye yeterlilik rasyolarına uygun olarak genişletebilirler. 2008 finansal krizi ertesinde Avrupa'da borç krizi gündeme gelmiştir. Bankaların sermaye yeterlilik rasyolarını yükselterek daha risksiz bir yapıya erişmeleri hükümetler tarafından arzulanmaktadır. Sermaye yeterlilik oranlarının yükseltilmesi bankaların firmalara kullandıkları kaynakların azalmasına yol açabilir.

Avrupa bankalarının son zamanlardaki likidite sorunu işletmeleri nasıl etkiler?



SIRA SİZDE

Spot Kredi

Firmaların kısa süreli nakit ihtiyaçlarını karşılamak için aldığı, vadesi geldiğinde tek seferde ödemesi yapılan kredilerdir. Spot kredilerde müşteri istese de ara ödeme yapamaz. Spot kredilerin tutarı, uygulanacak faiz oranı ve vadesi, kredinin kullanıldığı tarihteki piyasa koşulları ve firma ile yapılan görüşmeler sonucunda saptanır ve kredinin süresi boyunca değişmez. Faiz oranının hesap açılışında sabitlenmesi ile vade sonunda ödenecek faiz tutarı belli olduğu için nakit yönetimine yardımcı olur.

Spot krediler maksimum 360 güne kadar kullanılabilir. Ancak *spot döviz kredilerinde* vade 18 aya kadar çıkabilir. Faiz ödemeleri, kredinin vade sonunda olabileceği gibi, kullanım tarihinden itibaren üçer aylık dönemlerin sonunda da yapılabilir. Döviz kredilerinde olduğu gibi, taahhüt kapaması yapıldığı takdirde; vergi, resim, harç ve fon muafiyeti içerir. Spot krediler vade tarihi geldiğinde başlangıçta belirlenen anapara ve faiz tutarının tamamı ödenerek kapatılır.

İştirâ-İskonto Kredileri

Ticari işlemde doğmuş ve henüz vadesi gelmemiş ticari senetlerin nakde çevrilebilmesine olanak sağlayan bir kredi uygulamasıdır. Kredi, çek/senedin bankaya verilme tarihinden vade sonuna kadar geçecek süre için, çek/senet tutarı üzerinden hesaplanan faiz, komisyon, Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu (KKDF) ve Banka Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) düşüldükten sonra kalan tutar ödenerek kullanılır. Uygulamada bankalar senetlerini portföylerinde tutmak yerine Merkez Bankası'na reeskont ettirmeyi tercih ederler. Böylece bankalar, bir yandan kredi kapasitelerini arttırarak ek gelir kaynakları elde ederken, diğer yandan müşteri gereksinimlerini de karşılayarak gelecekte iş yapma olanağı sağlar.

Uygulamada senet kırdırılması olarak bilinen iskonto işlemi, bankalarca süresi henüz dolmamış polişe, bono gibi kıymetli evrakların vadesine kadar olan faiz ve komisyonların düşülmesinden sonra bedelinin müşteriye peşin olarak ödenmesidir. Bu amaçla senetlerin iskontoya uygun olması ve ayrıca şekil şartları bakımından herhangi bir eksikliğinin olmaması gerekir. İskonto kredisinin sunulabilmesi için ayrıca, para ve sermaye piyasalarındaki faiz oranları, senedin kalitesi ve tutarı, müşterinin banka açısından önemi, yerel rekabet durumu ve bankanın likidite yapısı gibi noktaların da dikkate alınması gerekir.

Bu kredi türü çek/senet portföyü geniş olan firmalara kısa süreli nakit gereksinimlerini gidermek için henüz vadesi gelmemiş çek/senetlerinin iskontosu karşılığı nakit kredi olanağı sağlar. Ödeme yerinin belediye sınırları dahilinde olup olmaması, senetlerin iskonto veya iştira yoluyla kabul edilmesini belirler. Ayrıca, krediye konu olan çek/senedin ticari bir işlemten doğmuş olması ve senetlerin temlik cirosu ile devredilmesi gerekir.

DİKKAT



Çek/senedin kırdırılmasında ödeme yapan banka ile borçlu aynı il sınırları içerisinde iskonto işlemi değilse iştira işlemi söz konusudur.

Rotatif Nakit Krediler

Belirlenen vade ve limit içinde kalınmak şartıyla firmanın, imza ve/veya nakit karşılığında, istenen zaman ve miktarda para çekmesine, istendiği zaman ise krediyi kısmen veya tamamen kapatmasına olanak veren avans niteliğindeki (borçlu cari hesap şeklinde çalışan) kredi türüdür. Vadesinden önce kapatılabilme özelliği, firmalara likidite kolaylığı sağlar ve finansman giderlerinin azaltır. Faiz ödemeleri genellikle 3 ayda bir kredi kapaması sırasında yapılır. Kredi sadece firma adına imzalanan *genel kredi* sözleşmesi teminatı ile ve kefil/kefiller alınarak verilebileceği gibi, gayrimenkul ipotegi veya hisse senedi, tahvil vb. menkul değerler, vadeli mevduat ya da senet ve/veya çek karşılığında da kullanılabilir.

K İ T A P



Rotatif krediler ile ilgili detaylı bilgiye Lawrence J. Gitman'ın *Principles of Managerial Finance* (Boston, 2002) kitabından (s.643-646) ulaşabilirsiniz.

Prefinansman Kredisi

Ticari bankalar uluslararası ticaretin finansmanında kullanılmak üzere müşterilerine akreditif ve prefinansman ile ihracat ve döviz kredileri kullanırlar. Yurt dışından mal ithal eden müşterilerinin akreditif avans ödemesini üstlenirler. Böylece akreditifin açılması ile malın yurda gelmesine kadar geçen süredeki finansman ihtiyacını karşılarlar. Aynı şekilde yurt dışına yapılacak ihracatın üretimini gerçekleştirmek için müşterilerine borçlu cari hesap şeklinde çalışan ticari senet ve vesaik karşılığı kredi kullanırlar.

Prefinansman kredisi, işletme veya onun adına hareket eden bankanın yurtdışından sağladığı döviz kredilerinin vadeleri sonunda tekrar döviz olarak geri ödenebilmesi için bankanın verdiği bir garanti olarak tanımlanabilir. Bu kredilerin vadeleri genellikle en fazla 1 yıl olarak uygulanır. Prefinansman kredisi her şeyden önce onaylanması gerekli kredilerdir ve ayrıca muhabir banka kullanımını gerektirir.

Prefinansman kredileri, ihracat ve döviz kazandırıcı faaliyetlerle ilgili mal ve hizmet alımının finansmanında kullanılmak üzere, firmalarca bizzat yurt dışındaki alıcıdan veya uluslararası piyasalardan sağlanarak, Türkiye'deki bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla (garanti verilerek veya verilmeden) yurda getirilerek alış yapılması suretiyle kullanılır. Döviz olarak kullanılamayan bu kredilerin anapara, faiz v.b giderleri, ihracat bedelleri, ihracat sayılan satış ve teslimler ile döviz kazandırıcı faaliyetlerden sağlanan bedellerle ödenmek zorundadır. Söz konusu kredi kullanımına ticari bankalarca garanti verilerek ya da verilmeden aracılık edilir. Prefinansman kredisi işletmelere aşağıdaki avantajları sağlar:

- İhracatı önceden finanse etme olanağı,
- Sağladığı döviz girdisine oranla maliyet avantajı,
- ₺ esasına dayalı kredilere göre maliyet avantajı,
- Süresinden önce hesabın kapatılması halinde faizsiz döviz kullanma olanağı,
- İhraç bedellerinin tahsil edilmesiyle kapatılabilmesi.

Döviz Kredileri ve Döviz Endeksli Krediler

İhracata dönük satışları ile döviz kazandırıcı faaliyetlerin finansmanı amacıyla işletmeler kısa vadeli döviz kredileri kullanabilirler. Bir döviz cinsi üzerinden faiz belirlenerek alış yapılır ve ₺ olarak kullanılır. Döviz kullanılması özel şartlara tabidir. İhracat taahhüdü içerdiği için KKDF ve BSMV'den istisna edilir. Spot ya da rotatif olarak kullanılması mümkündür. Rotatif kullanımında faiz tahakkuku özel durumlar dışında 3'er aylık dönemler halinde gerçekleştirilir.

Döviz sağlayıcı projelere verilmesi açısından ihracat kredisine benzemektedir. Aralarındaki en önemli fark; *ihracat kredisi* ₺ olarak açılırken, *döviz kredisinin* döviz ve ₺ olarak kullanılabilmesidir. *Döviz kredisi*, döviz dönüşü olan işlemlerin finanse edilmesi için kullanılır ve kredi anaparası ile faizlerinin dövizle ödenmesi gerekir. Döviz kredisi faiz oranı, banka ile müşteri arasında serbestçe kararlaştırılır. Döviz kredisinin maliyeti aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$k = \text{Libor} + \text{Spread} + \text{Banka Ücret ve Komisyonu}$$

Kredinin anapara ve faiz ödemeleri vade içinde genellikle döviz kazandırıcı işlemlerle kapatılır.

Döviz Endeksli Krediler, limiti belli bir döviz cinsine endekslenen ve bu limitle sınırlı olarak borçlanma tarihindeki döviz alış kurları üzerinden ₺ olarak ödenen, geri ödemesi ve faizi endekslenen döviz cinsi ve tutarına göre hesaplanarak ₺ olarak tahsil edilen kredilerdir. Döviz kredilerinden farklı olarak ihracat taahhüdü söz konusu olmadığından taahhüt açığı ve yaptırım yoktur.

Eximbank Kredileri

İhracatın geliştirilmesi ve ihracatçıya daha düşük maliyetli fon kaynağı sağlanması amacıyla Türkiye İhracat Kredis Bankası A.Ş. (Eximbank) tarafından hazırlanan çeşitli kredi paketleri bankalar aracılığı ile ihracatçılara, ihracat taahhüdü karşılığında kullanılır.

Eximbank kredileri vergi, resim, harç ve fondan muaf oldukları için ihracatçılara düşük maliyetli fon imkânı sağlar. Bu nedenle diğer ihracat kredilerine oranla faiz avantajı vardır. Kredi, mal sevkinden önce Türk Lirası ya da döviz olarak kullanılabilir. *Sektörel dış ticaret şirketleri*, imalatçılar, imalatçı-ihracatçılar ve ihracatçı firmalara, Türk menşeli malların serbest dövizle, kesin olarak ihracı taahhüdü karşılığında, Free On Board (FOB) ihracat taahhüdünün % 100'ünün TCMB döviz alış kuru üzerinden hesaplanan ₺ karşılığı kadar kullanılabilen, kullanım koşulları ve faiz oranı Eximbank tarafından belirlenen Eximbank kaynaklı krediler ticari bankalarca kullanılır.

Firmaların yararlanabileceği Eximbank kredi olanaklarının güncel olarak takibi için <http://www.eximbank.gov.tr/> adresinden yararlanabilirsiniz.



INTERNET

Genellikle uçak, gemi alımı, nükleer enerji santrali yapımı ve kurulması gibi uzun zaman alan büyük sanayi tesislerinin finansmanında doğrudan krediler kullanılır. Küçük ve orta boy firmalara ise ihracatının özendirilmesi amacı ile bir

yıldan kısa vadeli iskontolu krediler kullandırılır. Öte yandan Eximbank, ticari bankaların riskli olmaları nedeniyle kredilendirmedikleri müşterilerinden uygun gördükleri lehine garanti vererek ithalatçının kredi almasını sağlamaktadır. Türk Eximbank, kredi ve sigorta hizmetlerini bir organizasyonda birleştirerek ihracatçıya hizmeti bir bütün olarak sunmaktadır. İhracatı desteklemeyi amaçlayan Eximbank ticari bankaların sunduğu finansal hizmetlerin tamamlayıcısı rolü ile onlarla uyum içinde çalışmakta, bölgesel ticaretin ve Türkiye Cumhuriyetleri ile ilişkilerin gelişmesine ve küçük orta boy işletmelerin rekabet gücünün artmasına önemli bir katkı sağlar.

SIRA SİZDE



İşletmelerin Eximbank kredilerine yoğun ilgisinin nedeni nedir?

DİĞER KISA SÜRELİ KAYNAKLAR

Faaliyetlerden sağlanan kaynaklar, işletme ile ilgili kişi ya da kurumlar arasında paylaşılır. Oluşan bu gelirler üzerinden ödenecek vergi, kâr payı ve ücretler belirli bir süre sonra ilgili hesaplara aktarılır. İşletmeler devletten vergi iadesi niteliğinde ya da bazı istisna muafiyetlerden yararlanabilirler. Müşterilerden alınan avans ya da bayilerden alınan depozito ve teminatlar da bu gruptaki finansman olanakları arasında yer alır.

Avans ödemesi, genel olarak açılan kredinin bir defada verilmesi ve süresi sonunda bir defada geri ödenmesi koşulu bulunan kredi biçiminde tanımlanabilir. *Avans kredisinde* müşteri kredi olarak kendine tanınan tutarın tümünü bir defada bankadan çekeceği için kredi ihtiyacını bu yolla karşılamının bazı sakıncaları olabilir. Açılan kredinin tümünün kullanılmadığı, buna karşın toplam kredi tutarı üzerinden faiz ödenmesi gerektiğinde, bu kredi işletmeye ek bir finansal yük getirecektir.

DİKKAT



Avans kredilerinde müşteri kendisine tanınan kredinin tümünü bir defada çekmek zorundadır. Faiz ödemesi ise toplam kredi tutarı üzerinden yapıldığından, kredinin tümü kullanılmadığında, kullanılan kredi işletmeye ek bir finansal yük getirecektir.

İşletmeye mal-hizmet ya da fayda sunanlara, bunların bedeli hemen ödenmeyip belirli bir süre sonra transfer edilebilir. Müşterilerden tahsil edilen KDV, ödenecek gelir vergisi ve çalışanlar için yapılan sigorta kesintileri belirli bir süre sonra ilgili kurum hesabına yatırılır. Bunlar *kendiliğinden oluşan kaynaklardır*. İşletme belirtilen süre içinde bu kaynaklardan yararlanır. Özellikle geniş bir bayi ağı ile çalışan firmalar, bayilerden *nakit teminat veya depozit* olarak faaliyetlerin finansmanında kullanırlar. Holding ya da şirketler grubu şeklinde organize olan kuruluşlar arasında sürekli nakit ya da fon transferi olur. Özellikle likiditesi güçlü olan ana şirket daha çok yeni kuruluşları finanse eder.

Takas (barter), malın mal ile değişimine dayanan bir yöntemdir. Bu ödeme şeklinde para kullanılmaz. Satıcılar sattıkları malın değeri kadar karşı taraftan mal alırlar. Takasın gelişmiş bir şekli olan “kliringde” ise ülkeler arasında bu yönde bir anlaşma düzenlenir ve işlemler kliring ofisi ile merkez bankasının denetiminde gerçekleşir. Satıcı firmanın ithalatçı ülkeden alacaklarını mal olarak tahsil etmesi *aktarma ticareti (switch trading)* olarak bilinir. Uygun mal bulunmaması durumunda ise bu hak başka bir ülkeye aktarılabilir.

Dengeleme (offset) anlaşmaları gelişmiş ülkelerin az gelişmiş ülkelere ileri teknoloji gerektiren malların satışını özendirmek için kullanılır. Malı satan ülke, ithalatçı ülkeye döviz tasarrufu sağlayıcı yönde yardımcı olur, böylece döviz rezervleri dengelenir.

Geri -alım (buy back), dengelemenin başka bir versiyonudur. Burada ihraç edilen malların bedeli, bu mallar aracılığı ile gerçekleştirilecek üretimin satın alınmasıyla ödenir. Bu yöntemde üretici kuruluş, malları alarak alacağını tahsil eder. Geri alıma benzer olarak, ihracatçının sattığı mallar karşılığında, ithalatçı ülkeden belirlenmiş sürede malın satın aldığı yöntem ise *karşı satın alma (counter purchase)* olarak bilinir.

İthalat ve ihracat işlemleri olan işletmeler çeşitli ödeme kolaylıklarından da yararlanabilirler. *Bağlı ticaret (counter trade)* şekilleri arasında yer alan aktarma, karşı alım ve dengeleme yöntemlerinden şirketler zaman zaman yararlanabilirler.

Bağlı ticaret hakkında detaylı bilgiyi Cheol S. Eun ve Bruce G. Resnick'in *International Financial Management* (New York, 2004) kitabında (s.451-453) bulabilirsiniz.



K İ T A P

Gayri Nakdi Krediler

Herhangi bir işin yapılmasını, mal teslimini veya borç ödemesini taahhüt eden işletmelerin, bu taahhütlerini kararlaştırılan koşullara uygun olarak yerine getireceklerini veya borçlandıkları paraları vadelerinde ödeyeceklerini güvenceye almak üzere, bankaca karşı tarafa hitaben taahhütte bulunulması, garanti verilmesi tarzında kullanılan parasal olmayan kredilerdir.

Teminat Mektupları

Teminat mektubu, borçlunun alacaklıya karşı üstlendiği yükümlülüğün yerine getirilmesini garanti etmek üzere, ticari bankalar tarafından alacaklıya hitaben düzenlenen bir taahhüttür. Yurt içinde ya da yurt dışında yerleşik gerçek ya da tüzel kişiler lehine bir malın teslimi, bir işin yapılabilmesi ya da bir borcun vadesinde ödenmesi vb. konularda yüklenimin yerine getirilememesi halinde, belirli bir tutarın kayıtsız şartsız ödenmesinin bir mektupla taahhüt edildiği kredi uygulamasıdır.

Teminat mektubu ile ticari bankalar, borçlunun üstlendiği yükümlülüğün alacaklı ile aralarındaki sözleşme koşullarına uygun olarak yerine getirilmemesi halinde, alacaklının talebi üzerine teminat mektubunda yazılı olan tutarı alacaklıya ödemeyi taahhüt eder. Benzer şekilde yurt dışı ticari işlemlerde, yurt dışındaki muhataba olan taahhütlerin yerine getirilmesi hakkında *harici garanti mektubu*, düzenlenir. Taahhüdün süresi içinde ve taraflar arasındaki sözleşmeye uygun olarak yerine getirilmemesi durumunda talep edilen bedel muhataba ödenir. İşin niteliğine göre, süreli ya da süresiz olarak düzenlenebilen teminat mektupları için müşteriden faiz yerine, mektubun vadesi ve türüne göre belirlenen oranlar üzerinden, özel durumlar dışında 3 ayda bir teminat mektubu komisyonu tahsil edilir.

İşletmenin kredibilitesini gösterdiği için nakit teminat vermeden iş yapabilmeye olanak sağlar. Muhatap için de, işin tamamlanmaması olasılığına karşı banka güvencesi içermesi bakımından güven ve rahatlık sağlar.

Kabul Kredisi (Banka Kabulleri)

İthalat işlemlerinde, ithalatçının mal bedelini vadeli ödemek istemesi; ihracatçının da, ithalatçının bankasından, öngörülen vade sonunda mal bedeline ilişkin ödemenin yapılacağını garanti edilmesini istediği durumlar olabilir. *Kabul (aval) kredisi*, ithalatçı firmanın malı teslim aldıktan sonra, satıcı ile anlaştıkları ve poliçe üzerinde belirtilen tarihte ödeme yapılmasını içerir. Akreditifli, vesaik veya mal mukabili olmak üzere yapılabilecek kabul kredili ödeme şeklinde, düzenlenecek poliçelerin vadeleri kabul tarihinden başlayarak herhangi bir süre ile sınırlı olmaksızın serbestçe belirlenir.

Kabul kredisi, döviz darlığı çekilen dönemlerde, bankaların özellikle dış ticaretin finansmanı için ithalatçı firmalara açtıkları bir kredi türüdür. Banka parasal ödeme yerine, belirli bir limite kadar müşterisi tarafından üzerine çekilecek poliçeleri, kabulüne ilişkin açıklama yazarak, itibarını lehdarın emrine sunar. Kredi açılırken kabul edilen senetlerin vadelerinde müşteri tarafından ödeneceği ya da karşılıklarının denkleştirileceği beklenir. İç ilişkiye göre poliçenin ödeme yükümlülüğü müşteriye, üçüncü kişiler karşısında ise bu yük gereğinde bankaya aittir.

Kabul kredisi bir ithalat kredisi niteliği taşımakla birlikte, işlemde ihracatçı tarafından ithalatçı üzerine çekilen bir poliçe söz konusudur. Satıcı mal bedelinin ödenmesini garantilemek için ithalatçının bankasının poliçeyi kabul etmesini ister. Poliçenin banka tarafından kabul edilmesi ve vadesinde ödemenin garanti edilmesi krediyi oluşturur. İhracatçı ve ithalatçının aralarındaki anlaşmaya göre mal bedeli, yüklemeden sonra 3 ay, 6 ay ve 9 ay gibi vadelerde ödenebilir. Banka kabul kredili vesaik ve mal mukabili ithalatlarda borçlusu olarak kabul edilen poliçelere aval vererek poliçenin vadesinde ödeneceğini müşteri adına garanti eder. Böylece bankadan alınan aval garantisi ile ödeme yapmadan, vadeden önce malı çekme olanağına sahip olunur.

Kabul kredisi sayesinde ihracatçı yeterli bilgiye sahip olmadığı ülke dışındaki müşterisinin ödeme yapıp yapmayacağı konusunda tereddüt etmeden ve siyasi otoritenin alabileceği dış ticareti kısıtlayıcı önlemler sonucunda satış işleminin başarısız olmasına yol açacak olumsuzluklardan çekinmeden satış işlemini gerçekleştirebilir. Ödemenin gelecek bir tarihte yapılması imkanı ise kabul kredisinin ithalatçı açısından avantajlı yönünü oluşturur. Aksi durumda ihracatçının üstlenmiş olduğu riskin önlenmesi için ödemenin sevkiyattan önce yapılması söz konusudur, bu hem önceden peşin ödeme yapılmış olması nedeniyle ithalatçının risk üstlenmesine hem de ithalatçının yaptığı erken ödemeleri finanse etme ihtiyacının doğmasına sebep olur.

K İ T A P



Kabul kredisinin sağladığı faydalar ve poliçelerin işleyişi konusunda detaylı bilgiye Halil Seyidoğlu'nun Uluslararası İktisat (İstanbul, 2003) kitabından (s.650-655) ulaşabilirsiniz.

D İ K K A T



Para piyasası gelişmiş ülkelerde bu poliçeler, ihracatçılar tarafından iskonto edilerek mal bedellerinin vadesinden önce tahsil edilmesi sağlanır. Böylece ihracatçılar, vadeli mal satışlarını kolayca finanse ederler.

Referans Mektupları

Genellikle inşaat ve taahhüt işleri ile uğraşan kredili müşterilerden, işe yetecek kredi ve nakit gücüne sahip olup olmadıklarını saptamak amacıyla referans mektupları istenebilir. İş için ihtiyaç duyulması halinde bankanın ilgili birimine başvurularak, ₺ ya da yabancı para üzerinden işletmeye referans mektubu düzenlenebilir.

ULUSLARARASI TİCARETTE ÖDEME ŞEKİLLERİ

Satıcı ile alıcının farklı ülkelerde bulunmaları, birbirlerini yeterince tanımamaları, ülkelerinin farklı ekonomik yapıları ve ülkelerarası mesafeler gibi özellikler uluslararası ticaretin daha riskli olmasına neden olur ve bu durum farklı ödeme yöntemleri kullanılmasını gerektirir. Uluslararası ticarete kullanılan ödeme yöntemleri; peşin ödeme, mal mukabili ödeme, vesaik mukabili ödeme ve akreditif olarak özetlenebilir.

Peşin Ödeme

Peşin ödeme, ithalatçının ihracatçıya mal bedelini bankası aracılığıyla ödemesi, ihracatçının da bedelini tahsil ettikten sonra malı ithalatçıya göndermesi şeklinde gerçekleşir. Bu sistemde ithalatçı satıcıya güven duyar ve bir bakıma onu kredilendirir.

Peşin ödeme, ihracatçıyı güvenceye alır, ithalatçı ise risk üstlenir. Ödeme yapılmasına rağmen ihracatçı malları göndermez ya da gönderdiği mallar sipariş anlaşmasında belirtilen özelliklere sahip değilse ithalatçı, bu işlem sonucunda kayba uğrayabilir.

Mal Mukabili Ödeme

Açık hesap (open account) olarak da adlandırılan sistemde, ihracatçı bedelini tahsil etmeden malı yükler. Vade genellikle 30 ile 90 gün arasında değişir. Mal mukabili ödeme yönteminde ihracatçı ithalatçıyı bir bakıma finanse ettiği için ithalatçı açısından en avantajlı ödeme yöntemidir.

Mal mukabili ödeme metodunda ödemeler döviz tevdiat hesabından çek verilerek, bankadan döviz çeki alınarak ya da döviz havalesi yaptırılarak gerçekleştirilebilir. Mal mukabili ödeme yönteminde ithalatçının vadesinde ödeme yapmamasının riskini ihracatçı üstlenir. Ancak ihracatçılar ihracat sigortası uygulamaları ile bu risklerin önemli bir kısmını sigorta şirketlerine transfer edebilirler.

Peşin ödemede ithalatçı malların eline ulaşmama riskini, mal mukabili ödemede ise ihracatçı malları teslim etmesine rağmen ithalatçının ödeme yapmaması riskini üstlenir.



DİKKAT

Vesaik Mukabili Ödeme

Vesaikler ihracatçının bankası aracılığı ile tahsilat bankasına ödeme talebi ile birlikte gönderilir. Vesaik, ödemenin ithalatçıdan tahsile dair alınan ödeme garantisinden sonra ithalatçıya teslim edilir. Ödeme ise tekrar bankalar kanalı ile ihracatçıya ulaşır. İthalatçıya güven duyulması, ithalatçının ülkesinde ekonomik ortam ve şartların dengeli olması ve iki firmanın aralarında sürekli ticaret yapılması durumunda tercih edilen bir yöntemdir.

Vesaik mukabili ödemelerde bankalar işlemleri kolaylaştır ancak ithalatçının ödeme yapmaması ya da malları kabul etmeme riskini üstlenmezler. Vesaik mukabili ödeme akreditifli ödemeden daha az maliyetli olduğu için uluslararası ticarette sıkça kullanılır.

Vesaik mukabili ödeme yönteminde, ithalatçı malı teslim almak için ihtiyaç duyduğu belgeler için ödeme yapar.

Akreditif

Akreditif dış ticarette alıcı ve satıcıyı güvence altına alan bir ödeme ve finansman yöntemidir. Bu yöntemde banka, akreditif yoluyla, ithalat yapan müşteriye ithalatın gerçekleşmesi için gerekli finansman olanağı sağlar.

Uluslararası ticarette de, alıcı ile satıcı arasındaki sözleşmede, satıcı teslim borcunu, alıcı ise malın bedelini ödeme yükümlülüğünü üstlenir. Satıcı, malı sattığı anda bedelini almak, alıcı ise bedeli ödediği anda satın aldığı malın depolarında olmasını ister.

Uluslar arası satım sözleşmeleri, çeşitli nedenlerle, tarafların yükümlülüklerini aynı anda yerine getirmelerini güçleştirir. Bu durumda bankalar devreye girerek riski üstlenirler. Akreditif, uluslararası ticarette, tarafların kaygılarını en aza indiren ödeme ve kredi şeklidir. Akreditif ödeme sisteminde bankalar çok önemli rol oynamaktadır çünkü bankalar hem ihracatçıyı hem de ithalatçıyı güvence altına alırlar.

Akreditif, ihracatçının, malı sattığı anda bedelini alma ve ithalatçının bedeli ödediği anda mala sahip olma isteğini karşılayan bir ödeme ve finansman yöntemidir.

İhracatçı, malları akreditif şartlarına uygun olarak sevk ederse, alacağını tahsil edeceğinden emindir. Aynı şekilde ithalatçı da sevkiyatın yapıldığı ve akreditif şartlarına uygun sevkiyatı gösteren belgeleri ihracatçı bankaya sunmadan önce ödeme yapılmayacağından emindir. Bu nedenle akreditif, uluslararası ticarete çok yaygın bir ödeme şekli olarak kullanılır.

Uluslararası ticarete kullanımının yanı sıra, ayrıca yurt içinde de alıcı ve satıcı ödeme sisteminde akreditif kullanılabilir.

Akreditif işleminde kredi mektubunda belirtilecek özellikler şunlardır:

- Akreditifin türü,
- Muhabir bankanın adı, adresi ve mektubun keşide tarihi,
- Akreditifin açılmasını isteyen müşterinin ve ödemenin yapılacağı firmanın adı,
- Akreditifin tutarı, satış ve teslim şekli,
- Sigorta koşulları,
- Malın türü ve miktarı,
- Malın yükleneceği ve boşaltılacağı limanlar,
- Kısmi sevkiyat yapılıp yapılamayacağı,
- Akreditifin vadesi ve yükleme vadesi,
- Akreditifin kullanılış şekli.

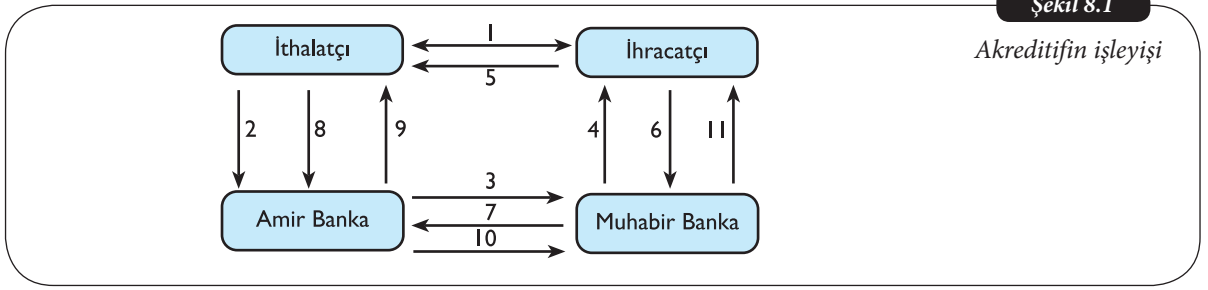
Akreditif açılmadan önce dikkat edilmesi gereken noktalar şu şekilde sıralanabilir:

- Satış sözleşmesinin doğru yapılmasına özen gösterilmeli,
- Üretim ya da tedarik süresi ile akreditif arasında uyum olmalı,
- Karmaşık işlemlerden kaçınılmalı,
- Her akreditif kendi içinde değerlendirilmeli,
- Akreditif içeriği analiz edilmeli,
- İşletmeye uymayan şartların amir bankadan değiştirilmesi istenmeli,
- İşlemin riski doğru tespit edilmeli,
- İşlemin maliyetleri karşılaştırılmalı.

Akreditifin Açılması

Alıcı, iş yaptığı bankasına başvurarak ithal edeceği malların proforma faturasını ve diğer gerekli belgeleri verir. Banka alıcı ile anlaşarak akreditif teminatını ve ithalat için açılacak akreditifi nasıl finanse edeceğini belirler. Ödeme sistemine aracılık etmesi için ticari bankaların yükümlülüklerini yazılı olarak ifade etmeleri gerekir. Bu beyanla birlikte akreditif açılmış olur.

Ödeme için gerekli koşullar şöyle özetlenebilir: İthalatçı ve ihracatçı arasında yapılan sözleşmede yer alan şartlar, ödemenin temel koşullarını oluşturur. Söz konusu şartlar ticarete konu malların kalitesi ile ilgili teknik özellikleri, cinsi ve miktarı, birim fiyatı, teslim şekli, paketleme, nakliye, ödeme şekli gibi konuları içerir. Bu konuların yerine getirildiğini gösteren fatura, orijin belgesi, taşıma belgesi, kalite kontrol belgesi, konşimento, gibi belgelerin ihracatçı tarafından bankaya sunulması gerekir. Akreditifin işleyişi aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Akreditif İşlemleri

- Alıcı ile satıcı arasında proforma faturaya dayalı sözleşmenin yapılması,
- İthalatçının bankasına ihracatçı lehine akreditif açması için talimat verilmesi,
- Amir bankanın, satıcının ülkesindeki bankasına akreditifi ihbar ya da teyit etmesi,
- Muhabir ya da teyit eden bankanın akreditifin açıldığını ihracatçıya bildirmesi,
- Açılan akreditif üzerine satıcının belirtilen zamanda malları sevk etmesi,
- Satıcının, sevkiyatın yapıldığını gösteren belgeleri kredinin açıldığı bankaya göndermesi,
- Muhabir bankanın, vesaiki ithalatçının bankasına göndermesi,
- İthalatçı firmanın bankasına ödemeyi yapması ya da kredi kullanması,
- İthalatçı firmanın bankasından vesaikin teslim alınması,
- Amir bankanın ihracatçının bankasına akreditif tutarını ödemesi,
- İhracatçının bankasının akreditif tutarını ihracatçıya ödemesi ve malların gümrükten çekilmesi.

Akreditif işleminde banka, teslim edilecek malları doğrudan onaylayarak değil, bu malların teslimini gösteren belgelere dayanarak işlem yapmaktadır. Bu nedenle akreditif işleminin doğru bir şekilde yapıldığından emin olmak için banka söz konusu belgeleri titizlikle incelemelidir.



DİKKAT

Akreditif Türleri

Dönülebilir (Kabili Rücu) Akreditif

Bu tür akreditifler, ithalatçı ya da bankası tarafından, ihracatçıya önceden haber verilmeden, her zaman değiştirilebilir veya iptal edilebilir. Mal transferi ve belgelerin ihracatçı tarafından muhabir bankaya ibraz edilmesinden önce akreditifin şartları değiştirilebileceği ya da iptal edilebileceği için ihracatçı açısından yüksek risk taşır. Öte yandan ithalatçı oldukça fazla esnekliğe sahiptir.

Belgelerin ihracatçı tarafından muhabir bankaya ibrazı durumunda, akreditif, banka ya da ithalatçı tarafından iptal edilemez ve değiştirilemez. Sevk belgeleri ihracatçı tarafından bankaya ibraz edildikten ve bankaca akreditif koşullarına uygunluğu belirlenerek ödendikten sonra, iptal ya da değişiklik bildirimi yapılsa ödeme geçerli sayılır. Böylece amir banka muhabir bankaya ödeme yapmak zorundadır. Ayrıca satış sözleşmesinde akreditifin gayri kabili rücu olduğu açıkça belirtilmemişse akreditif “dönülebilir” sayılır.

Dönülemez (Gayri Kabili Rücu) Akreditif

Gayri kabili rücu akreditif, süresinden önce bankanın onayı alınmadan değiştirilmesi ve iptali mümkün olmayan akreditiftir. Teyitli ve teyitsiz olmak üzere iki şekli vardır. Teyitli akreditifte, ithalatçı, ihracatçı, banka ve muhabir banka sorumlu iken; teyitsiz akreditifte yabancı banka sorumlu değildir.

Gayri kabili rücu akreditif, amir banka tarafından geriye alınıp üzerinde revizyon yapılamadığı için, ihracatçı açısından dönülebilir akreditife oranla daha güvenilir niteliktedir.

Gayri kabili rücu akreditifte ihracatçı ödeme riskine karşı korunur. İhracatçı, onayı olmadan akreditif şekil ve şartlarının değiştirilemeyeceği ve iptal edilemeyeceğinden emindir. İhracatçıya ödeme konusunda sağladığı güvence dolayısıyla bu tür akreditif uluslararası ödeme şekilleri arasında en çok kullanılanıdır.

Teyitli Akreditif

İhracatçı, akreditif açan bankaya, yeterince güvenmiyorsa, kendisini güvende hissetmek için poliçenin ödenmesi konusunda bir bankadan teminat vermesini isteyebilir. Amir bankadan kaynaklanan riskin ortadan kaldırılması için, işlemde amir bankanın yanı sıra ikinci bir bankanın geri dönülemez ödeme garantisi yer alır. Bu da genellikle lehtarın ülkesindeki bankasıdır. İhracat akreditif teyit kredisinde banka, firma lehine açılan gayri kabili rücu ihracat akreditifine teyidini ekleyerek, akreditif koşullarına uygun vesaikin ibrazı karşılığı ekonomik ve politik riskleri üstlenir ve vadesinde ödemeyi temin eder.

Teyit bankası, amir banka akreditiften doğan ödeme sorumluluğunu reddetse bile ödemek ya da poliçeyi kabul etmekle yükümlüdür. Teyitli akreditif, lehtar, amir banka ve teyit bankasının tümünün rızası olmadan revize edilemez, değiştirilemez veya iptal edilemez.

DİKKAT



Teyitli akreditifte amir banka akreditiften doğan ödeme sorumluluğunu reddetse bile teyit bankası ödeme yapmak ya da poliçeyi kabul etmekle yükümlüdür.

Rotatif Akreditif

Şartlara göre kısmen veya tamamen kullanıldığında değişiklik gerektirmeden önceden belirlenen tutarda yenilenen akreditiftir. Yenilemenin amacı, ihracatçının aynı şartlardan yararlanarak, ilk akreditif şartlarına uygun olmak kaydıyla yeniden ihracat yapabilmesidir.

Bu akreditif türü, ithalatçıya periyodik olarak aynı firmadan aldığı mallar için uzun vadeli bir akreditif açarak, banka ile uzun süreli kredi tesisinde yüksek maliyetlere katlanmak yerine, küçük partiler halinde akreditif açma ve kendiliğinden yenileme fırsatı sağlar. Bu akreditifin en önemli özelliği; akreditif üzerinde kaç kez revolving olduğunun ve kümülatif olup olmadığının belirtilmesidir. Kümülatif, bir önceki dönemde kullanılmayan kısmı sonraki döneme devrederken, kümülatif olmayan kullanılmayan kısmı bir sonraki döneme devretmez, iptal eder.

Rotatif akreditifler zamana ve değere bağlı olarak 2 türlü açılabilir. Zamana bağlı olanlarda; akreditifte verilen program (örneğin: ayda 5.000 adet veya \$500.000'lık sevkiyat) çerçevesinde kümülatif olup olmama şartına göre sevkiyat yapılır. Değere bağlı rotatif akreditifte ise, akreditif vadesi içinde kalmak koşuluyla kullanılan tutar aynı şekilde yenilenir.

Devredilebilir Akreditif

Akreditif metninde “*transferable*” yazma zorunluluğu olan devredilebilir akreditif, kendisine akreditif açılan lehdarın (ihracatçı) talimatı ile akreditifin açıldığı bankadan bir veya birden fazla ikinci lehdarın kullanımına izin verilebilen bir akreditiftir. Aksi belirtilmedikçe bir akreditif ancak bir kez devredilebilir. Devirde ilk akreditifte genel esaslar sabit kalmak koşuluyla; akreditif tutarı, birim fiyat, vade tarihi, vesaik ibraz süresi ve sevkiyat süresi değiştirilebilir. Akreditif sadece bir kereye mahsus devredilebilir. İkinci lehdar tekrar üçüncü bir lehdara açılan akreditifi devredemez. Ayrıca sadece gayri kabili rücu akreditifler devredilebilir. İthal edilen malın, ihracatçı tarafından doğrudan sağlanamadığı durumlarda kullanılan ve başka bir ülkeye transferi mümkün olan akreditife *nakledilebilir akreditif* denir.

Devredilebilir akreditifler daha çok üretici olmayan, düşük kâr marjı ile komisyon üzerinden işlem yapan ve sermayesi yetersiz kuruluşlarca kullanılır. Bu tür akreditif, aracı ihracatçıların kendi lehlerine açtığı akreditifleri, malları temin ettikleri kuruluş veya kuruluşlara devretmelerine olanak sağlar. Devredilen akreditif, esas akreditifin şartlarını belirli maddeler hariç aynen taşımak zorundadır.

Red Clause Akreditif

Muhabir banka, akreditif talimatında belirtilen özel bir hükme dayanarak, ihracatçı sevk belgelerini ibraz etmeden avans ödemesinde bulunur. Akreditif talimatındaki bu hükme dayanılarak, avans teminat aranmadan makbuz ya da benzeri belgeler karşılığında ödenir. Akreditif mektubunda talimat kırmızı mürekkeple yazıldığı için bu akreditife “red clause akreditif” denilmektedir.

Red-clause ya da kırmızı başlıklı akreditif, ihracatçıya açık kredi şeklinde peşin ödeme yapılması ya da avans verilmesidir. Uygulamada ihracatçıya verilecek avans akreditif tutarı, açılan kredinin belli bir oranını (%60 veya daha fazlasını) geçmez. Söz konusu avans, ihracatçının hammadde satın alması, işletmesi ve ihracat hazırlık çalışmalarının finansmanında kullanılabilir. Avans, malların sevkinde aracı bankaya verilen belgelerin bedelinden düşülerek kapatılır. İhracatçı yüklemeyi yapmaz ve avansı geri ödemezse, muhabir banka, amir bankadan faizi ile birlikte geri ödenmesini ister. Amir banka da aynı şekilde ithalatçıdan talep eder.

Green Clause Akreditif

Green clause akreditifte ihracatçının mal sevkinden önce akreditiften tahsilat yapmasına olanak sağlar. Red clause akreditifte kullanıcı, akreditifi açan banka lehine bir teminat mektubu vermemiş ise, işletmeler önemli risk üstlenirler. Söz konusu riskler green clause akreditif ile minimize edilir. Ancak peşin ödemeler, malların mülkiyetini bankaya devreden ambar teslim makbuzları ile garanti altına alınır. Makbuzlar, ambar firması tarafından düzenlenir ve depolanan malların değerini belirtir.

Red clause ve green clause akreditiflerin temel amacı, ithalatçı tarafından ihracatçının finanse edilmesidir. İhracatçının ülkesindeki kredi faizlerinin, ithalatçının ülkesindeki faizlere oranla yüksek olduğu durumlarda, bu tür akreditiflerle ihracatçıya düşük maliyetli fon kullandırılabilir.

Akreditif türleri hakkında detaylı bilgiye Çetin Bedestenci ve Murat Canitez’in Dış Ticaret İşlemler ve Uygulamalar (Ankara, 2006) kitabındaki akreditif çeşitleri (s.206-221) başlığından ulaşabilirsiniz.



K İ T A P

Karşılıklı (Back To Back) Akreditif

İhracatçının lehine açılan akreditifin devredilebilir olmadığı ya da devredilse bile devir işleminin gerektirdiği ticari şartları yerine getiremediği durumlarda karşılıklı akreditif kullanılır. Reeksportta ihracatçı, bir ülkeden aldığı malı diğer bir ülkeye satar. Malı ithal ederken akreditif açar, aynı zamanda malı satacağı ülkedeki ithalatçı tarafından da kendisi için bir akreditif açılır. Bu durumda ihracatçının bankasında bir depo hesabı oluşur. İhracat bedeli döviz yurda geldiğinde, ithal bedeli tahsil edildikten sonra, kalan kısım ihracatçıya ödenir.

Malları farklı kanallardan alıyorsa lehine akreditif açılan ihracatçı, karşılıklı (back to back) akreditif kullanmayı tercih eder. İthalatçının açtığı akreditif krediye garanti gösterilerek, malın satın alındığı tedarikçi adına yeni bir akreditif açılır. Karşılıklı akreditifin geçerli olabilmesi alım ve satım akreditiflerinin aynı banka nezdinde yapılması ile mümkündür. Üretici malı yükleyip, vesaik ibrazından sonra satış akreditifinin ihracatçıya düşen kâr payı ayrılır, bakiye üreticiye ödenir ve satış bedeli de ithalatçı bankasından tahsil edilir.

Stand-By Akreditif

Bu tür akreditifler bir ödeme aracından çok bir garanti aracıdır. Taraflar arasında yapılan sözleşmelerde (genellikle müteahhitlik sözleşmeleri), taraflardan birisinin (müteahhit firma) yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumuna karşın, diğer tarafın (işveren) garanti olarak bir teminat istemesi sonucu teminat gösterimi için bankalarca müteahhit adına açılan kredilerdir.

FAKTÖRİNG

Faktoring, mal veya hizmet satışından doğan alacakları temlik olarak satıcı firmaya garanti, tahsilat/alacak yönetimi ve finansman hizmetlerinden en az birinin sunulduğu finansman yöntemidir. Faktoring, vadeli alacaklara hareket ve likidite kazandıran ve işletmeye “nakit” girişini sağlayan önemli yöntemlerden biridir. İşletmelerin faktoring kuruluşları ile yaptıkları sözleşmeler ile alacaklar güvenli ve etkili bir tahsilat ve nakit akışına dönüşür.

Faktoring işlemi sadece kısa vadeli alacaklar için söz konusu olup, bu işlemde vadeler genellikle 30 ile 120 gün arasında değişmektedir. Ancak, bazen vadeler daha uzun bir süreyi de kapsayabilmektedir. Daha çok bir kredi tekniği olarak değerlendirilen faktoring üç temel fonksiyonu yerine getirir. Söz konusu fonksiyonlar şunlardır:

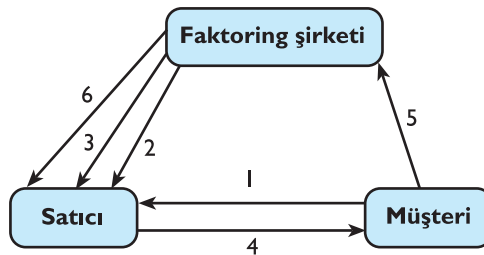
- Finansman
- Hizmet
- Risk üstlenme.

Faktoringin işleyişi Şekil 8.2 yardımıyla açıklanabilir.

Faktoring, işletmelerin kredili satışlarından olan haklarını devretmesi yoluyla, faktoring şirketinin sağladığı; alacakların tahsili, takibi, muhasebe ve ön ödeme hizmetlerinden yararlanılması işlemidir.

Şekil 8.2

Faktoringin işleyişi
 1. Sipariş
 2. Kredili Satışın onay talebi
 3. Kredili satışın onaylanması
 4. Mal sevkiyatı
 5. Bedelin ödenmesi
 6. Satıcıya ödeme yapılması



Faktoring Türleri

İşlemlerin yürütüldüğü alan bakımından faktoring, yurtiçi (domestic) ve uluslararası (international) olarak iki bölümde incelenir. Faktoring; gerçekleştirilen hizmetlerin niteliğine ve üstlenilen risk şekline göre, müşteri gereksinme ve isteklerine göre değişik türlerde sunulur.

Fatura (invoice) Faktoringi, risk üstlenilmeyen bir faktoring şeklidir. Satıcı, faktoring kuruluşu nezdinde alacağını peşin tahsil etme olanağını elde eder. Ancak faturanın ödenmemesi durumunda faktoring kuruluşu satıcıya yönelir. Alacağın tahsili de çoğu kez satıcı firma tarafından gerçekleştirilir. Buna göre satıcı fatura ve borçluların listesini her hafta faktoring kuruluşuna sunar, ödemeler de faktor hesabına yapılır. Ay sonunda satıcı ile faktoring kuruluşu arasında yapılan mutabakat sonucu hesap kapatılır.

Bazı satıcılar ticari itibarları açısından faktoring işleminin örtülü kalmasını tercih edebilirler. Bu durumda *kapalı (undisclosed) faktoring* söz konusudur ve müşteriler faktoring işlemi ve faktor kuruluşundan habersizdirler. Öte yandan faktor açısından risk üstlenme sınırlıdır.

Ticari itibarları açısından faktoring işleminin gizli kalmasını tercih eden işletmeler kapalı faktoringi tercih ederler.



DİKKAT

Faaliyetleri belirli mevsimlerde yoğunlaşan firmalar ise genellikle *sezonluk faktoringi* tercih ederler.

Ödemenin doğrudan faktoring kuruluşuna yapıldığı ancak faktörün risk üstlenmediği ve alacak tahsilini üstlendiği faktoring şekli *toptan (bulk) faktoring* olarak adlandırılır. Bu yöntemde, güvence açısından, ödeme faktoring kuruluşuna yapılmakla birlikte, kayıtlar satıcı firma tarafından tutulur.

Vade (maturity) Faktoring'de hizmet ve güvence fonksiyonları yerine getirilir, fonlama yer almaz. Faktoring kuruluşu prensip olarak her alacağın tahsilinden hemen sonra veya fatura tarihi ya da alacakların kendisine devredildiği tarihten itibaren ortalama vade esasına göre belli bir tarihte ödeme yapabilir.

Acente Faktoring'inde de iki farklı uygulama vardır. İlkinde finansman ve risk üstlenme bir arada yer alır, alacak yönetimi ise satıcı firmanın isteğine bağlıdır. İkincisinde ise alacak yönetimi ve tahsil fonksiyonu satıcı firma tarafından yürütülürken, güvence ve fonlama fonksiyonu faktor tarafından üstlenilir.

Uluslararası Faktoring: Başlangıçta yurt içi işlemlerle yoğun olarak ilgilenen faktoring kuruluşları dış ticaretteki artışa paralel olarak uluslararası faktoring işlemlerini özel uzman kadrolarla ve uluslararası acenta bağlantıları ile etkili ve yoğun bir şekilde gerçekleştirmeye başlamışlardır. Satıcılar da uluslararası faktoring işlemlerine özel bir önem vermektedirler. Çünkü yabancı ithalatçının kredibilitésinin belirlenmesi konusundaki bilgi yetersizliği, vadelerin nispeten uzun olması ve ekonomik, politik ve döviz risklerinin varlığı satıcıların doğrudan tehdit etmektedir.

Full Servis Rücu Edilemez Faktoring, genelde üretici ile factor arasında düzenli ve sürekli bir anlaşma niteliğindedir. Buna göre, üretici işletme, herhangi bir mal satışı yaptığı anda, ortaya çıkan alacaklarını hemen faktöre satar. Full servis faktoringde işletme, fatura üzerine bir kayıt düşerek, alacakların faktoring şirketine devredildiğini belirtir.

Açıklanmamış Faktoring, işletme, faktoring anlaşması yaptığı için gizli tutulması kaydıyla, full servisin sağladığı tüm hizmetlerden yararlanmak isteyebilir. Böyle

bir durumda ayrı bir pazarlama şirketi kurularak, faturaları yeni kurulan şirket (faktor) adına düzenlenir. Faktor ile işletme arasında bir faktoring anlaşması yapılarak, pazarlama şirketinin, üreticilerin tüm alacaklarını satın alacağı belirtilir.

Finansman ve hizmet işlevinin yanı sıra riskin de üstlenildiği faktoring işlemleri *gerçek faktoring* olarak adlandırılır. Faktörün risk üstlenmediği faktoring sözleşmeleri ise *gerçek olmayan faktoring* olarak bilinir.

DİKKAT



Faktoring kuruluşlarının önemli bir hizmeti de istihbarattır. Yurt içinde ve dışındaki muhabir bağlantıları sayesinde istenen firmalar hakkında piyasa araştırması yaparak özellikle vadeli satış için kredi değerliğini tesbit edebilirler.

Faktoringin Maliyeti

Faktoring maliyeti iki bölümden oluşur. Bunlar, komisyon ve firmaya avans ödemesi yapıldığında oluşan faizdir. Alacağın faktor tarafından belirlenen riskine göre komisyonu, genellikle faturanın % 1'i ile % 3'ü arasındadır. Avans ödemesinin faizi; cari faiz oranına bağlıdır.

ÖRNEK

A işletmesi ticari faaliyetlerinden doğan 90 günlük, ₺50.000'lik alacağını vadesinden önce, faktoring şirketine devrederek fon sağlamak istiyor. Faktoring şirketi, hizmet ve risk üstlenme karşılığında komisyon bedeli olarak alacak tutarının %2'sini, verilecek nakit karşılığında da 3 aylık %6 faiz uygulamaktadır. Yapılan sözleşmeye göre alacak tutarının tamamı üzerinden ödeme yapılacaktır. Bu durumda işletmenin faktoring işleminden sağlayacağı fon aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

Çözüm:

$$\begin{aligned}\text{Finansman Gideri} &= \text{Alacak Tutarı} \times \text{Faiz Oranı} \\ &= 50.000 \times 0,06 = 3.000\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Komisyon Gideri} &= \text{Alacak Tutarı} \times \text{Komisyon Oranı} \\ &= 50.000 \times 0,02 = 1.000\end{aligned}$$

$$\text{Ödenecek Tutar} = \text{Alacak Tutarı} - (\text{Komisyon Gideri} + \text{Finansman Gideri})$$

$$\text{Ödenecek Tutar} = 50.000 - (3.000 + 1.000) = \text{₺}46.000$$

Bu örnekte peşin ödeme, fatura bedelinin tamamı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Uygulamada peşin ödeme, genellikle fatura tutarının %80'i üzerinden hesaplanır. Faktoring şirketi %20 marj bırakarak (garanti payı) riske karşı kendini korurken, aynı zamanda kaynakları daha iyi değerlendirmiş olur.

Uluslararası faktoringde iskonto oranı, *Libor* (Londra Interbank piyasasında ticari bankaların ödünç vermede uyguladıkları faiz oranı), *Prime rate* (Amerikan bankaların uyguladıkları faiz oranı), *Hibor* (Hon Kong bankalararası para piyasasında uygulanan faiz oranı), veya *Sibor faiz oranı* (Singapur bankalarının uluslararası borçlanmalara uyguladıkları faiz oranı) ve borçlunun risk yapısına göre belirlenen ek risk marjına (spread) göre hesaplanır. Risk marjı, baz puan olarak ifade edilir ve değeri %0,01' dir.

ÖRNEK

Yurt dışına satış yapan A işletmesi alacaklarının tahsili için faktoringden yararlanmak istiyor. 3 ay içinde gerçekleştirilecek satış tutarı 500.000 ABD \$'dır. Faktoring şirketi, finansman gideri olarak 3 aylık Libor + 2 bp (baz puan) faiz, ayrıca kredi riskinin üstlenilmesi, muhasebe kayıt, istihbarat, vb. hizmetler için %2 komisyon ve %20'lik garanti kesintisi uyguladıktan sonra kalan tutarı firmaya ödüyor. Üç aylık Libor oranının %3 olduğu varsayılarak, işletmeye ödenecek tutar aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

Çözüm:

Kredili satış tutarı= 500.000 \$

Garanti payı= 500.000*%20= 100.000\$

(LIBOR + Spread= %3 + %0.02= %3.02)

Komisyon giderleri= 500.000*%2= 10.000\$

Finansman gideri= 500.000*%3,02= 15.100

Bu durumda işletmenin 500.000 \$'lık alacağını faktore devretmesi sonucu 25.100 \$'lık bir maliyete katlanması gerekir.

%20 garanti payı olan 100.000 \$ ve 25.100 \$'lık gider düşüldükten sonra satıcıya vadeden önce 374.900 \$ ön ödeme yapılır.

Faktoringin Yararları

Başta tekstil, otomotiv, yedek parça ve gıda olmak üzere çeşitli sektörlerde küçük ve orta boy firmalar faktoring hizmetlerinden yaygın olarak yararlanırlar. Bununla birlikte faktoringin işletmelere sağladığı en önemli faydalar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Faktoring yöntemi ile sağlanan finansman kaynağı esnektir,
- Alacaklara bağlanan fonların vadesinden önce çözülmesi, fonların başka alanlarda kullanılabilmesine imkan tanır,
- Faktoring kurumunun senet tahsili dışındaki diğer hizmetlerden de yararlanılabilir.
- Alacak hakkının satışının, firmanın bilançosu üzerine etkisi de diğer finansman yöntemlerinden farklı olarak bilançonun aktif kısmındaki alacakları düşürme şeklinde olur.
- Faktoring yöntemi ile firmalar nakit akışlarını daha iyi planlayabilir.

Faktoring'in avantajları hakkında detaylı bilgiye Kürşat Yalçınar v.d.'nin Finansal Teknikler ve Türev Araçlar (Ankara, 2011) kitabındaki faktoring işlemlerinin avantajları (s.13-16) başlığından ulaşabilirsiniz.



K İ T A P

Alacak hakkının faktoring şirketine devredilmesi işletmelere hangi avantajları sağlar?



SIRA SİZDE

Özet



Kısa vadeli finansman kaynaklarını tanımlamak. İşletmelerin en fazla bir yıl içinde geri ödemeleri gereken kaynaklar kısa vadeli olarak adlandırılır. Kısa vadeli finans kaynakları genelde işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanılır. Çalışma sermayesinin özellikle değişkenlik gösteren bölümünün finansmanında kısa vadeli kaynakların kullanımı işletme riskinin azaltılması açısından önemlidir. İş hacmindeki dalgalanmaların gerektirdiği fon ihtiyacının kısa vadeli kaynaklarla karşılanması yaygın bir uygulama şeklidir. Kısa süreli kaynaklar genellikle çalışma sermayesinin finansmanı amacıyla kullanılmakla birlikte, bazen bu kaynakların duran varlıkların finansmanında da kullanıldığı görülür. Kısa vadeli kaynakların duran varlık finansmanında kullanılmasının işletme riskini arttıracığı belirtilmelidir. Kısa vadeli finansman amacıyla işletmelerin kullandığı kaynaklar ticari krediler, banka kredileri, finansman bonusu, repo, faktoring ve kendiliğinden oluşan kaynaklar olarak özetlenebilir.



Ticari kredilerin işletmeler tarafından kullanımının önemini açıklamak.

Ticari kredi uygulamasında işletmelere herhangi bir nakit ödeme yapılmaz. Satıcının malı teslim etmesi ve ödeme için belirli bir süre tanımasına dayanır. Ticari kredi kullanan bir işletme peşin ödeme yapmadığı için nakit iskontosundan da yararlanamaz. Satıcılar açısından ticari krediler satışları arttıran bir çaba niteliği taşır. Satıcı kredilerinin uygulaması kolay olmakla birlikte uygulanan vade farklarının toplamı bankalarının yıllık faiz oranlarından daha yüksek olduğu için işletme maliyetini arttırıcı özelliği de göz ardı edilemez. Özellikle diğer finansman kaynaklarına erişimde sıkıntı yaşayan küçük ölçekteki işletmeler için kendilerine açılan ticari kredi olanaklarından yararlanma imkanı, bu işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri açısından oldukça önemlidir.



Finansman bonusunun işletme finansmanındaki yerini değerlendirmek.

İşletmeler kısa süreli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için finansman bonoları aracılığı ile piyasaya borçlanırlar. Söz konusu bonolar anonim şirketler, kamu iktisadi teşebbüsleri, yerel yönetimler ile bununla ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve kredi değerliliği yüksek anonim şirketler tarafından çıkarılan kısa vadeli menkul kıymetlerdir. Finansman bonoları genellikle diğer alternatif kaynaklara göre maliyeti en düşük olanıdır. Firmanın yıl içindeki finansman gereksinmelerine uygun olarak süreyi belirleyebilmesi finansman bonusunun firmaya esneklik avantajı sağladığını gösterir.



Banka kredileri ile kısa vadeli finansman kararları arasındaki ilişkiyi yorumlamak.

Sermaye pazarlarının yeterince gelişmediği ülkelerde kısa süreli banka kredileri işletme finansmanında önemli bir yere sahiptir. Genellikle kısa süreler için kullanıldığından işletmeye maliyeti de sınırlı kalır. Özellikle Türkiye'de işletmelerin öz kaynakları yetersiz olduğu için kaynak ihtiyacının önemli bir bölümü kısa süreli banka kredileri ve satıcı kredilerinden sağlanır. Söz konusu kaynaklar, artan iş hacmi ve vergisel nedenlerle işletmelerin öz sermaye verimliliğini de artırır.



Faktoring işleminin işletmeler açısından önemini açıklamak.

Özellikle yurt dışına vadeli satış yapan ihracatçıların müşteri kredibilitesini yeterince bilmedikleri için doğabilecek riskler alacak yönetiminde uzmanlık gerektirir. Faktoring kuruluşları muhabetleri aracılığı ile çeşitli ülkelerdeki firmalar hakkında detaylı bilgi sahibidirler. Bu da alacağın tahsil riskini azaltır. Faktoring kuruluşları ayrıca işletmelere vadesi dolmamış senetler ve alacaklar karşılığında fon da kullanırlar. Türkiye'de yurt içinde ödeme sürelerinin nispeten uzun olduğu düşünüldüğünde faktoring kuruluşlarının devraldığı yurt içi alacakların tahsili, takibi, muhasebesi ve risk yönetimi çalışmaları işletmelere önemli kolaylıklar sağlar. Faktoring genellikle vadeleri 30 ile 120 gün arasındaki senetlerin tahsiline önemli bir katkıda bulunurlar.

Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdakilerden hangisi işletmelerin kısa vadeli finansman kaynakları arasında **yer almaz**?

- a. Faktoring
- b. Forfaiting
- c. Eximbank
- d. Prefinansman kredisi
- e. Kabul kredisi

2. Satıcı kredileri ile ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisi **yanlıştır**?

- a. Aylık vade farkları toplandığında yıllık maliyet bankaların kredi faiz oranından daha yüksektir.
- b. İşletmelerin kısa vadeli kaynakları arasında önemli bir yer tutar.
- c. Borçlanma kapasitesi sınırlı olan özellikle küçük boy işletmelerin en önemli finansman kaynaklarındandır.
- d. Üretici toptancıya, toptancı da perakendeciye bir ödeme süresi tanır.
- e. İşletmelerin nakit iskontosundan yararlanmaması maliyetlerini olumlu etkiler.

3. Aşağıdakilerden hangisi finansman bonusu yoluyla fon **sağlayamaz**?

- a. Halka açık şirketler
- b. Mahalli idareler
- c. Sıradan (Adi) ortaklıklar
- d. Kamu iktisadi teşebbüsleri
- e. Özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluşlar

4. Aşağıdakilerden hangisi faktoringin fonksiyonlarından **değildir**?

- a. Finansman
- b. Vergi yönetimi
- c. Risk yönetimi
- d. Hizmet
- e. İstihbarat

5. L işletmesi ₺5 milyon'lık finansman bonosunu %15 iskonto oranından satmak istiyor. Bononun vadesi 1 Aralık 2011 olduğuna göre 1 Kasım 2011'de finansman bonosunun satış fiyatı kaç ₺'dir? (basit iç iskonto yöntemine göre)

- a. 2.509.300
- b. 3.938.272
- c. 4.938.272
- d. 4.950.300
- e. 5.010.400

6. Aşağıdakilerden hangisi üzerine repo işlemi **yapılamaz**?

- a. Devlet tahvilleri
- b. Hazine bonoları
- c. Banka garantili bonolar
- d. Borsada işlem gören borçlanma senetleri
- e. Borsaya kote edilmiş hisse senetleri

7-9 sorular aşağıdaki bilgilere göre yanıtlanacaktır.

K işletmesi ticari faaliyetlerinden doğan 180 günlük ve ₺80.000 alacağını vadesinden önce faktoring şirketine devrederek finansman sağlamak istiyor. Faktoring şirketi, hizmet ve risk üstlenme karşılığında komisyon olarak alacak tutarının %2'sini, verilecek nakit karşılığında da yıllık %15 faiz uyguluyor. Sözleşmeye göre alacak tutarının tamamı üzerinden ödeme yapılacaktır.

7. Yukarıdaki bilgilere göre işletmenin ödeyeceği komisyon gideri kaç ₺ olur?

- a. 1.400
- b. 1.500
- c. 1.600
- d. 1.700
- e. 1.850

8. Bu bilgilere göre işletmenin ödeyeceği finansman gideri kaç ₺ olur?

- a. 5.000
- b. 6.000
- c. 6.500
- d. 6.650
- e. 6.800

9. Bu bilgilere göre işletmenin faktoring işleminden yararlanarak sağlayacağı fon tutarı kaç ₺'dir?

- a. 71.300
- b. 72.400
- c. 73.100
- d. 74.500
- e. 75.600

10. Aşağıdakilerden hangisi akreditif türleri arasında **yer almaz**?

- a. Dönülemez (gayri kabili rücu)
- b. Teyitli akreditif
- c. Rotatif akreditif
- d. Eximbank kaynaklı akreditif
- e. Red Clause akreditif

Yaşamın İçinden

“

ATO'DAN ŞİRKETLERİN FİNANSMANA ERİŞİMİ ARAŞTIRMASI

18 Haziran 2011-Ankara Ticaret Odası'nın, firmaların finansman kaynaklarına ulaşım oranlarını ve finansman sağlama sürecinde karşı karşıya kaldıkları sorunları, belirlemek amacıyla gerçekleştirdiği araştırma sonuçlandı. Şirketlerin finansmana erişimde, finans kuruluşlarının küçük şirketlere daha zor kredi kullandırması, bilançolarının gerçek durumlarını yansıtmaması, öz kaynak yetersizliği, kredi maliyetinin yüksekliği, kredi rakamının çok üzerinde ipotek istenmesi, prosedürlerin fazlalığı gibi sorunlardan yakındıkları belirlendi.

ATO tarafından "Ankara Düşünce ve Araştırma Merkezi'ne yaptırılan "Şirketlerin Finansmana Ulaşımında Karşılaşılan Sıkıntıların Tespiti Araştırması" kapsamında ATO üyesi 1000 işyerine anket uygulandı. Yüz yüze görüşme tekniğiyle yapılan anketin sonuçlarına göre şirketlerin yüzde 65'i son üç yıl içerisinde firma dışından kaynak kullandı.

EN FAZLA BİLİNE FİNANSMAN KAYNAĞI BANKA KREDİSİ

Firmaların yüzde 83'ü gelecekte firma dışından kaynak kullanmayı planlıyor. Yaklaşık yüzde 18'i ise firma dışından kaynak kullanmayı düşünmüyor. Söz konusu firmaların yaklaşık yüzde 59'u gelecekte banka kredisi kullanmayı planladıklarını ifade ediyorlar. Araştırma firmaların banka kredisi dışındaki kaynakları yeterince kullanmadıklarını ve kullanmayı planlamadıklarını ortaya koyuyor. Firmaların, leasing ve faktoring hakkında bilgi sahibi olmalarına rağmen bu kaynakları kullanmadıkları forfaiting, tahvil ihracı ve finansman bonusu hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları belirlendi.

KREDİLER KISA VADELİ

Araştırmanın sonuçlarına göre firmaların yüzde 3'ü bir yıldan kısa, yüzde 30'u 1-2 yıl arasında, yüzde 27'si 2-3 yıl, yüzde 22'si 3-4 yıl, , yüzde 7'si 4-5 yıl vadeli kredi kullanırken, bey yıl ve daha uzun vadeli kredi kullananların oranı ise yüzde 11'de kaldı.

KARŞILAŞILAN GÜÇLÜKLER

Araştırmanın sonuçlarına göre firmaların finansman kaynaklarına erişimde karşılaştıkları sorunların başında "büyük ölçekli işletmelere daha kolay ve ucuz kredi sağlanmasının küçük işletmelerin finansman kaynaklarına ulaşmasını sınırlandırmasını" gösterdiler.

DIŞ FİNANSMAN NE İÇİN KULLANILIYOR

Firmalar sağladıkları dış finansmanı öncelikli olarak mal alımı, daha sonra yeni yatırımlar yapmak için kullanıyorlar. Ancak firmaların önemli bir bölümünün vadesi gelen borçlarını ödemek için dış finansman kullanımına gittikleri belirlendi.

DESTEK TÜRLERİYLE İLGİLİ BİLGİLER YETERSİZ

Şirketlerin banka kredileri dışındaki finansman destekleri hakkında da fazla bilgi sahibi olmadıkları belirlendi. Firmaların, KOSGEB destekleri hakkında bilgi sahibi oldukları halde yeterince yararlanamadıkları, büyük bölümünün ise yatırım teşvikleri, İGEME destekleri, AB proje destekleri, TÜBİTAK destekleri ve Kalkınma Ajansı destekleri gibi finansman desteklerini bilmedikleri ortaya çıktı.

Kaynak: <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=1796&l=1>

”

Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|--|
| 1. b | Yanıtınız yanlış ise "İşletmelerin Kısa Vadeli Finansmanı" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 2. e | Yanıtınız yanlış ise "Ticari Krediler" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 3. c | Yanıtınız yanlış ise "Finansman Bonusu" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 4. b | Yanıtınız yanlış ise " Faktoring" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 5. c | Yanıtınız yanlış ise "Finansman Bonusu" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 6. e | Yanıtınız yanlış ise "Geri Satın Alma Anlaşmaları (Repo)" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 7. c | Yanıtınız yanlış ise "Faktoring" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 8. b | Yanıtınız yanlış ise "Faktoring" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 9. b | Yanıtınız yanlış ise "Faktoring" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 10. d | Yanıtınız yanlış ise "Uluslararası Ticarete Ödeme Şekilleri" konusunu yeniden gözden geçiriniz |

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

İşletmelerin kısa vadeli kaynak ihtiyacını genellikle; faaliyet hacmi, satış ve kredi politikası, sermaye yapısı ile sezonel ve konjonktürel faktörler belirler. Faaliyet hacmi arttıkça daha fazla üretim yapılacağından stoklar gibi üretim giderleri artacak ve bu giderlerin finansman ihtiyacı doğacaktır. Satışları kredilendirme politikası firmanın satışlarının nakit olarak kasaya girme süresini arttırabilir mahrum kalınan nakit akımlarının kısa vadeli kaynaklar ile finanse edilmesi söz konusudur. Böyle durumlarda özellikle alacakların finansmanını sağlayan faktoring alternatifi tercihi yapılabilir. Sermaye yapısındaki değişimler firmanın riskliliğini etkilemektedir. Kısa vadeli sermaye kaynakları alternatifleri değerlendirilerek firmanın değişen risk yapısı ayarlanabilmektedir. Mevsimsel ve ekonomideki genel eğilimlere bağlı olarak firmaların üretim düzeylerinde farklılıklar oluşmaktadır. Dönemler için gerekli finansman alternatifleri arasında en uygun olabilecek kaynaktan karşılanmaya çalışılır.

Sıra Sizde 2

Vadeli mal alımı, peşin ödeme iskontosundan yararlanma imkanını ortadan kaldırır. Peşin ödeme iskontosu uygulamada önemli bir yere sahiptir ve işletme kârlılığı üzerinde büyük rol oynar. Firmanın brüt kar marjı satılan malların maliyetine bağlı olmaktadır. Peşin ödeme iskontosundan yararlanılması kar marjını arttıran bir unsurdur. Ticari kredilerin maliyetlerinin diğer finansman alternatifleri ile karşılaştırıldığında oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Finansman giderlerinde artış yaşanması firmanın net karını olumsuz etkilemektedir.

Sıra Sizde 3

Basit dış iskonto yöntemi yatırımcı açısından avantajlı olmaktadır. Yatırımcı vade sonu geldiğinde anapara ve belirlenmiş faiz oranıyla anapara üzerinden hesaplanan faiz ödemelerini elde eder. Yatırımcının vade sonunda kazanacağı tutar değişmediğinden finansman bonosuna ödediği fiyatın düşük olması durumda getirisi artmaktadır. Basit dış iskonto yöntemi alternatifi diğer yöntemlere göre daha düşük fiyat hesaplaması yaptığından yatırımcıya bu düşük fiyat farkı kadar daha fazla getiri kazanma olanağı vermektedir.

Sıra Sizde 4

İşletmelerin Avrupa'daki bankalardan sağladığı nakdi kredilerde likidite sorununun yaşanması sonrasında bir azalma görülebilir. Bu durumda işletmeler finansman bonosu, faktoring vb. gibi diğer finansman kaynaklarına yönelebilirler. Avrupa bankalarının likidite sorunu yaşamaları ile kredilendirme de gönülsüz davranmalarının yanında, yüksek faiz oranı talepleri işletmelerin finansman maliyetlerinin yükselmesine neden olabilecektir. Finansmanda oluşan sıkıntılar nedeniyle firmalar pozitif net bugünkü değere sahip yatırım olanaklarını kaçırma ya da bu yatırım kararlarını erteleme durumunda kalabilirler.

Sıra Sizde 5

İhracat, üretimden satışa uzun süren aşamalarda finansman ihtiyacı doğuran bir süreçtir. Hükümetler ödemeler dengesi açıklarını azaltmak ve ekonomik büyümeyi sağlamak için ihracatı destekleyebilmektedirler. Eximbank kredileri vergi, resim, harç ve fondan muaf olabilmekte ve firmalara ucuz kaynaklı fon imkânı yaratmaktadır. Diğer ihracat kredilerine oranla faiz avantajına sahip olmaları tercih edilme nedenleridir.

Sıra Sizde 6

İşletmelerin faktoring kuruluşları ile yaptıkları sözleşmeler ile alacaklar güvenli ve etkili bir tahsilat ve nakit akışına dönüşür. Alacaklara bağlanan fonların vadesinden önce çözülmesi, fonları başka alanlarda kullanılabilir hale getirir. Faktoring satışları vadeli gerçekleştirme olanağı yaratır bu da satış hacmini arttırarak firma için sektörde rekabet avantajı ortaya çıkarır. Eğer faktoring uluslararası işlemler için yapılmışsa bu işlemlerden doğan kur ve ülke risklerinden korunmuş olunur. İşletmenin nakit mevcudunu arttırması, likiditeyi güçlendirerek finansman temin etmede kolaylık sağlar.

Yararlanılan ve Başvurulabilecek Kaynaklar

- Akgüç, Öztin. (1998). **Finansal Yönetim**, İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aydın, Nurhan; Başar, Mehmet; Coşkun, Metin. (2007). **Finansal Yönetim**, Eskişehir: Genç Copy Center.
- Berk, Niyazi. (2010). **Finansal Yönetim**, İstanbul: Türkmen Kitabevi
- Berk, J., DeMarzo P. (2009). **Corporate Finance The Core**, Boston: Pearson Education.
- Brealey, R. A., Myers, C. S. (2003). **Principles of Corporate Finance**, New York: McGraw Hill.
- Ceylan, Ali. (2003). **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D. (2008). **Essential of Corporate Finance**, New York: McGrawHill.
- Büker, Semih; Aşıkoğlu Rıza; Sevil, Güven. (2011). **Finansal Yönetim**, Ankara: Sözkesen Matbaacılık.
- Titman, S, A. J. Keown, J. D. Martin. (2011). **Financial Management**. New York: Pearson.
- Van Horne, J. C., Wachowicz, J. R. (2008). **Fundamental of Financial Management**, London: Prentice Hall.
- Weston, J. F., E. F., Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, Cambridge: The Dreyden Press
- Yüksel, A. S.; Yüksel, Ü.; Yüksel, A. (2004). **Bankacılık Hukuku ve İşletmesi**, İstanbul: Beta.

Sözlük

A

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: İşletmede kullanılan çeşitli kaynakların toplam kaynaklar içindeki paylarıyla ağırlıklandırılmış maliyetleri.

Akreditif: İhracatçının, malı sattığı anda bedelini alma ve ithalatçının bedeli ödediği anda mala sahip olma isteğini karşılayan bir ödeme ve finansman yöntemidir.

Anüite: Taksitlerin eşit, devre faiz oranının ve devre süresinin değişmediği ödemeler serisi.

Atak Finansman Stratejisi: İşletmenin sabit varlıklarının uzun vadeli kaynaklarla, dönen varlıklarının ise kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir.

B

Basit Faiz: Faizin, aynı anapara üzerinden hesaplandığı faiz hesaplama şekli.

Başabaş noktası: Kar ya da zararın söz konusu olmadığı, başka bir deyişle karın sıfır olduğu satış miktarı veya tutarıdır.

Bilanço: İşletmenin belirli bir tarihteki varlıklarıyla varlıklarının kaynaklarını gösteren tablodur.

Bileşik Faiz: Her devre değişen paralar üzerinden hesaplanan faiz.

Borç Oranları: İşletmenin mali yapısını ortaya koyarak uzun vadeli borç ödeme gücünü gösteren oranlardır.

Birincil Piyasa: Finansal varlıkların ilk kez işlem gördüğü piyasa.

Birleşik Kaldıraç Derecesi: Satış hacmindeki bir değişimin hisse başına kârlarda ne seviyede bir değişmeye yol açacağını ifade eder.

Broker: Bir komisyon karşılığında fon arz edenlerle talep edenleri karşılaştıran kurum.

Brüt Çalışma Sermayesi: Bir yıl içinde nakde çevrilebilen dönen varlık kalemlerinden oluşur.

Bütçe: Bir yıllık veya dönemlik finansal faaliyetlerin rakamlara dökülmüş ve özetlenmiş halidir.

C-Ç

Çalışma Sermayesi: Bir tesisin faaliyete başlayabilmesi ve işletme faaliyetlerini sürdürebilmesi için kullanılan, kısa sürede paraya dönüşme özelliğine sahip varlıklar ve bu amaçla yapılan harcamalardır.

Çalışma Sermayesi Döngüsü: Üretim için harcanan nakdin işletmeye kaç günde geri döndüğünü gösteren süredir.

Çıkar Grupları: Devlet, kreditorleri, işletme çalışanları, müşterileri, satıcıları, alacaklıları, yatırımcıları gibi işletmeyle doğrudan ilişkili olan gruplar.

D

Dealer: Başkaları ve kendi nam ve hesabına işlem yapan aracı kurum.

Değişken Gider: Üretim hacmindeki artış veya azalışa paralel değişimler gösteren giderlerdir.

Dış Analiz: İşletme dışından kamu görevlilerince ya da bağımsız denetçilerce yapılan analiz.

Dış İskonto: Vadeli değer üzerinden hesaplanan iskonto.

Dikey Analiz: Mali tablolarda yer alan her bir kalemin toplam içerisindeki payı dikkate alınarak yapılan analizdir.

Dinamik analiz: Mali tabloların birbirini izleyen dönemler itibarıyla incelenmesi.

Dividant: Kâr payı, temettü.

Değer Maksimizasyonu: İşletmelerin kararlarında işletme değerini ya da hisse senetlerin değerini maksimize edecek şekilde hareket etmeleri.

Dengeli Finansman Stratejisi: Çalışma sermayesinin süreklilik gösteren kısmının ve duran varlıkların uzun vadeli kaynaklarla, çalışma sermayesinin dalgalanan bölümünün ise kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir.

Dönen Varlıklar: İşletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi için gerekli olan ve en az yılda bir kez paraya dönüşebilen varlıklar.

E

Efektif Faiz: Faizin bileşik faizle ve yıldan daha kısa süre için hesaplanması durumunda gerçekleşen faiz.

Enflasyon: Fiyatlar genel düzeyinin sürekli artması.

Etkinlik Oranları: İşletmenin varlıklarını ne derecede etkin kullanabildiğini ölçmekte kullanılan oranlardır.

F

Faiz: Parayı sunanlar açısından bugünkü kullanım hakkından vazgeçmenin getirisi; parayı talep edenler açısından da, gelecekte kullanılacak parayı bugünden kullanmanın bir bedeli.

Faaliyet Döngüsü: Nakdin hammadde stoklarına, yarı mamüle, mamüle ve alacaklara dönüşerek tekrar nakit hale gelme süreci.

Faaliyet Kaldırıcı: Sabit giderler ile değişken giderler arasında ilişki kurarak sabit giderlerin nereye kadar kabul edilebileceğini araştıran bir analiz tekniğidir.

Faaliyet Kaldırıcı Derecesi: Satışlardaki değişime karşı faiz ve vergi öncesi kârların göstereceği değişim seviyesini ifade eder.

Faktoring: İşletmelerin kredili satışlarından olan haklarını devretmesi yoluyla, faktoring şirketinin sağladığı; alacakların tahsili, takibi, muhasebe ve ön ödeme hizmetlerinden yararlanılması işlemidir.

Finans: Kişi ya da kurumların faydalanabileceği para, fon ya da sermaye.

Finansman: Fonların sağlanması.

Finansal Oran: Finansal tablolarda bulunan iki kalem arasındaki ilişkiyi ifade eden sayı.

Finansal Kaldıraç: İşletmenin belirli bir dönemde borçlandığı varsayımıyla, borçların kârlılığı ne ölçüde etkilediğini ortaya koymak için yararlanılan bir analiz tekniğidir.

Finansal Kaldıraç Derecesi: Faiz ve vergi öncesi kârlardaki bir farklılaşmanın hisse başına kazançlarda ne seviyede bir farklılaşmaya yol açacağını ifade eder.

Finansal Planlama: İşletmenin, gelecekte bir bütün olarak hangi noktada olmasının istendiğinin belirlenmesidir.

Finansal Varlıklar: Reel varlıkların yarattığı nakit akışları üzerinde alacak ya da ortaklık hakkı veren varlıklar.

Finansal Yönetim: İhtiyaç duyulan fonların sağlanması ve bunların uygun varlıklara yatırımı.

Finansman Bonusu: Şirketlerin kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için çıkardıkları teminatsız senetlere verilen isimdir.

Fizibilite Çalışmaları: Uzun vadeli faydalar sağlayacak yatırım projelerinin ekonomik, teknik ve mali açıdan yapılabilirliğinin analiz edilmesi.

G

Gelecekteki Değer: Bir yatırımın faiz kazandıktan sonraki değeri.

Gelir Tablosu: İşletmenin bir hesap döneminde elde ettiği tüm hasılat ve gelirlerle yapılan tüm maliyet ve giderleri gösteren ve dönem faaliyet sonuçlarını özetleyen tablodur.

H

Halka Açıklık Oranı: Halka açık hisselerin nominal değerleri toplamının, tüm hisselerin toplam nominal değerlerine oranını ifade eder.

Halka Açık Anonim Şirket: 250 kişiden fazla ortağı bulunan anonim şirkettir.

Halka Açık Şirket: Hisse senetleri halka arz edilen ya da edilmiş sayılan anonim şirket.

Halka Arz: Bir şirket veya devletin ihraç ettiği menkul kıymeti alması için halka çağrıda bulunmasına denir. Şirketin halkı ortaklığa çağırması, sermaye arttırımı yaptığında hisseleri borsada satması da halka arzdir.

Halka Kapalı Şirket: Hisse senetleri halka arz edilmeyen, az ortaklı anonim şirket.

Hazine Bonusu: Hazine tarafından vadesi 1 yıldan kısa süreli olarak çıkarılan ve iskontolu olarak işlem gören borçlanma senetleridir.

I

İç Analiz: İşletme içinde çalışan personelin yaptığı analiz.

İhtiyatlı Finansman Stratejisi: İşletme varlıklarının tamamının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir.

İkincil piyasa: Daha önce alınıp satılan finansal varlıkların tekrar işlem gördüğü piyasa.

İskontolama: Gelecekteki bir değer, belirli bir iskonto oranıyla indirgenerek bugünkü değerinin bulunması işlemi.

K

Kar Maksimizasyonu: İşletmelerin kararlarında karı maksimum yapacak şekilde hareket etmeleri.

Karlılık oranları: Bir işletmenin yatırım ve finanslama kararlarının ne derecede uygun olduğunu gösteren oranlardır.

Karşılaştırmalı Tablolar Analizi: Birden fazla yılın bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin göstermiş olduğu değişim esas alınarak yapılan analiz.

Kredi analizi: İşletmeye kredi verenlerle, kredi verecek olanların, işletmenin borç ödeme gücünü ölçmek amacıyla yaptıkları analizdir.

Kupon faizi: Sabit getirili menkul kıymetin üzerinde yazılı olan ve dönemler itibariyle ödenen faiz.

Kurumsal Yatırımcı: Şirketlere blok yatırımlar yapan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri gibi kurumlar.

L

Likidite: Bir varlığın istenildiği zaman gerçek değerinde nakde dönüştürülebilme özelliği.

Likidite oranları: Bir işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılayabilme yeteneğinin ölçülmesinde kullanılan oranlar.

M

Menkulleştirme: Gelecekteki belirli nakit akımları güvence gösterilerek, finansal piyasalardan borçlanma olanağı sağlayan menkul kıymet çıkarılması işlemidir.

Merkezi Nakit Yönetimi: Firmaya bağlı diğer yan firmaların nakit ihtiyaç ve fazlalarının ana firma tarafından kontrol edilmesidir.

N

Nakde Dönüşüm Süresi: Nakitten tekrar nakite dönüşüncüye kadar geçen süre.

Nakdi Kredi: Belirli bir vade sonunda faizi ile birlikte geri alınmak üzere tüzel ve gerçek kişilere bankalar tarafından kullanılan kredi.

Nakit Bütçesi: Gelecek dönemlere ilişkin nakit giriş ve çıkışlarının tahmin edilip özetlendiği bütçedir.

Net Çalışma Sermayesi: Dönen varlıklar ile kısa süreli borçlar arasındaki farktır.

Nakit Çemberi: Hammadde alımları için ödemenin yapılması ile satışlarından doğan alacakların tahsil edilmesi arasında geçen süredir.

Nominal Faiz: Piyasa faiz oranı.

O-Ö

Olağanüstü İşletme Sermayesi: Belirsizliklerdeki artış nedeniyle çalışma sermayesi varlıklarına fazladan yapılan yatırımlardır.

Oran Analizi: Bilanço ve gelir tablosunda yer alan kalemlerin birbirine oranlanması ile yapılan analiz.

Organize Piyasa: Belirli fiziki bir mekanın olduğu, işlemlerin belirli kurallar, ilkeler çerçevesinde yapıldığı, araçlarının ve kurumlarının olduğu piyasa.

Otofinansman: Faaliyetler sonucunda oluşturulan kaynakların tümünün ya da bir kısmının işletmede bırakılarak işletmelerin kendilerini finanse etmeleri.

Özkaynak: İşletmenin ortaklık haklarını gösteren kaynaklar

P

Para Piyasası: En fazla bir yıl süreli fon arz ve talebin karşılaştığı piyasalar.

Paranın Zaman Değeri: Aynı miktardaki paranın bugünkü değerinin gelecekteki değerinden daha büyük olması. Şimdiki tüketimden vazgeçmenin bedeli.

Piyasa Değeri: İşletmenin piyasadaki arz ve talebe bağlı olarak belirlenen değeri.

Proforma Finansal Tablo: İşletmenin gelecekteki finansal durumunu ve gelirler ile gideri arasındaki ilişkiyi ortaya koymak amacıyla düzenlenen tablodur.

R

Reel Faiz: Satınalma gücündeki artış oranı.

Reel Varlıklar: Makine, bina, araç gibi maddi varlıklar.

Repo: Bir menkul kıymetin geri alım taahhüdü ile satımıdır.

Risk: Gerçekleşmeme olasılığı.

S

Sabit Gider: Kısa dönemde işletmenin üretim hacmi ne olursa olsun değişmeyen giderlerdir.

Sermaye Bütçelemesi: Gelecekte sağlanacak faydalar için sermayenin uzun süreli yatırılmasıyla ilgili kararlar süreci.

Sermaye Piyasası: Orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasa.

Spot Piyasa: Ödemenin ve teslimin hemen ya da 2 iş-gününde yapıldığı piyasa.

Statik analiz: Belirli bir tarihte düzenlenmiş veya belirli bir döneme ait mali tablolardaki çeşitli kalemler arasındaki ilişkilerin saptanması.

T

Tasarruf: Bugünkü tüketimin bir kısmından vazgeçilmesi.

Temsil Maliyeti: İşletmelerde sahiplik ile yönetimin birbirinden ayrılmasından doğan çıkar çatışması sorunundan kaynaklanan maliyet.

Ters Repo: Bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründen alınarak, bitiş valöründen geri satılmasıdır.

Ticari Krediler: Satışları arttırma aracı olarak kullanılan, satıcının alıcıya tanıdığı ödeme süresidir.

Trend Analizi: Bir işletmenin uzun bir zaman dönemi içindeki değişimlerinin, endüstrideki digger işletmelere oranla ya da o işletmenin baz olarak alınan yılına oranla ne yönde olduğunu belirlemek üzere yapılan analizdir.

V

Vadeli Piyasa: Gelecekteki bir tarihte ödemenin ve teslimin yapıldığı, fiyatın ise bugünden belirlendiği piyasa.

Y

Yatırım: Gelecekte daha fazla üretim elde etmek için yapılan harcama.

Yatırım Analizi: İşletmenin ortakları, işletmeye ortak olmayı düşünenler ile işletmeye uzun süreli kaynak sağlayacak olanlar tarafından yapılan analizdir.

Yönetim Analizi: Yönetim çalışmalarının etkinliğini sağlamak ve alınacak kararlara dayanak olmak üzere yapılan analizdir.