T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari
Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 1, Yıl: 1987

# İŞLETMELERDE SERMAYE ARTIRIMINI ETKİLEYEN VE GEREKLİ KILAN FAKTÖRLER

Sanver SÜZEK (*) Ali KABAKÇI (**)

## ÖZET

Türkiye, 1980'den bu yana uygulanan politikaların ve finansal yönetimin değişkenliğini ve dinamizmini ortaya koyan ilginç bir dönemi yaşamaktadır.

Hatırlanacağı gibi 24 Ocak kararlarının gündeme getirdiği uygulamlarla 80'li yılların başlarında özellikle ihracat potensiyeli yaratacak firmalara önemli teşvikler getirilerek, döviz darboğazının giderilmesi esas alınmıştı.

Son yıllarda özelliğini ve verimini yitirmiş görünen bu teşvik politikası, uygulamaya konulduğu ilk yıllarda büyük canlılık yaratmış; bir çok firma bir yandan varolan kapasite kullanma oranını ve diğer yandan üretim kapasitelerini arttırmışlardır. Kapasite büyümesi, finansman sorunlarını da beraberinde getirmiş ve firmalar büyük ölçüde **sermaye artırımı** zorunluluğu ile karşı karşıya kalmışlardır.

Bu araştırma; 1985 yılında sermaye artırımına giden 14 firmanın 1982-1984 yılları arasındaki finansal verileri esas alınarak, sermaye artırımı sonucunu önceden ortaya çıkarabilecek belirleyicilerin neler olabileceğinin saptanabilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

(*) Araş. Gör., D.E.Ü.İ.İ.B.F., İşletme Bölümü
(**) Araş. Gör., D.E.Ü.İ.İ.B.F., İşletme Bölümü

## 1. GİRİŞ

Ekonominin gelişen şartları doğrultusunda firmalar bazında sabit sermaye yatırımları ve enflasyonun etkisiyle artan işletme sermayesi gereksinimi, «**sermaye artırımı**» olgusunu sürekli güncel tutmaktadır. Bunun sonucu olarak finans yöneticisinin karar verme sürecindeki işlevi daha da yoğunlaşmaktadır. Finansal yapı ile sermaye yapısı arasındaki nitelik farklılığının yanısıra, «sermaye» ile ilgili kavram zenginliği, belli anlamda standartlaşmayı da güçleştirmektedir. Bir yandan bu yoğunluğu ve güçlüğü daha aşağıya çekebilmek, öte yandan yapılan araştırmaya yön vermek amacıyla önce bazı temel kavramların verilmesi uygun görülmüştür.

Bilindiği gibi işletme finansı literatüründe **finansal yapı** ve **sermaye yapısı** iki ayrı kavramdır. **Finansal yapı**; firmanın bilançosunda pasif kalemleri oluşturan hesaplardan meydana gelir. Bu doğrultuda finansal yapıyı kısa süreli borçlar, uzun süreli borçlar ve özsermaye toplamı biçiminde anlamak gerekir.

**Sermaye yapısı** ise firmanın kısa süreli borçlarının dışında kalan özsermaye ve uzun süreli borçlardan oluşur.

Sermaye kavramı, firmaların bilançolarının aktif hesaplarının dağılımında, uzun süreli aktiflerin paralelinde ve bu aktiflerin finansmanı konusunda kullanılan bir ifadedir. Bina, tesis, ekipman gibi sabit aktiflerin temini sermaye harcamaları veya yatırım harcamaları olarak ifade edildiğinde, bu harcamaların finansman kaynağı sermaye kavramı içinde düşünülmelidir.

Bunun yanısıra döner varlıkların, kısa süreli borçların zamanında ödenmesi, yeni alımları sağlayarak çalışmaların sürmesini amaçlayan ve «emniyet marjı» olarak ifade edilen bölümü de duran varlık niteliğinde olup, bu bölümün finansmanı büyük çapta finansal yapıdan çok sermaye yapısını ilgilendirmektedir.

Sermaye kavramı Türk Hukuk sisteminde işletmeye konan sermayenin niteliklerine göre değişik şekillerde tanımlanmıştır. Buna göre; kuruluşta, statü veya kuruluş kanunu ile işletmenin mali gereksinimlerine göre saptanan sermayeye «esas sermaye» (nominal sermaye, itibari sermaye) denilmektedir. Esas sermayenin şirket ortakları tarafından fiilen işletmeye yatırılmış kısmına «ödenmiş sermaye», esas sermaye ile ödenmiş sermaye arasındaki farka da «ödenmemiş sermaye» adı verilmektedir.

Bunların yanısıra Sermaye Piyasası Kanununda (S.P. Kanunu) üç türlü sermaye tanımlanmıştır.

a. **Kayıtlı Sermaye:** Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanununun (TTK) sermaye artırımına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren ve Ticaret Sicilinde tescil edilmiş sermayeleridir.

b. **Başlangıç Sermayesi:** Kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların sahip olmaları zorunlu olan asgari çıkarılmış sermayeleridir.

c. **Çıkarılmış Sermaye:** Kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeleridir.

Yukarıda da değinildiği gibi sermaye yapısı gelenksel olarak özsermaye ve uzun süreli borçlardan oluşmaktadır. Buna paralel olarak, günümüz uygulamasında giderek yoğunlaştığı ve bu araştırmada analize tabi tutulan anonim ortaklıkların bilançolarında da standartlaştırıldığı gibi özsermaye yapısını:

—Hisse senetleri karşılığı çıkarılan sermaye
—Yedek akçeler
—Dağıtılmayan kârlar
—Karşılıklar
—Değer artış fonu

şeklinde gruplamak yolu izlenmiş ve sermaye yapısının diğer unsurunu teşkil eden «**uzun süreli borçlanma**», aşağıda özetlenmeye çalışılan nedenlerle bir sermaye artırım yöntemi olarak düşünülmemiştir.

Uzun süreli borçlanma, her ne kadar sermaye yapısı içinde değerlendiriliyorsa da, geçici bir fon sağlama yöntemi olarak irdelenmiş, örneğin tahvil, anaparasının uzun dönemde geri ödenecek olması gibi bir nedenle «**sermaye artırımı**» kavramı içinde düşünülmemiştir. Çünkü, uzun dönemli fon sağlama amacına yönelik olarak ihraç edilen tahvillerle; şirketin ortak sayısının artırılmaması ve ortaklara ek bir külfet yüklenmemesi hedeflenmektedir.

Çalışmada örnek alınana 14 firmanın verileri, 1982-1984 dönemi verileridir. 1980'den bu yana daha etkin bir şekilde izlenen antienflasyonist politikalardan bu zaman dilimini soyutlamak mümkün değildir. Çünkü, sıkı para politikasının izlenmekte olduğu dönemlerde firmalar açısından tahvil çıkarılması akılcı bir uygulama olarak kabul edilmez.

Aslında genel hatlarıyla araştırmanın kapsadığı 1982-1984 arası dönem, firmaların tahvil ihraç tavanına ulaştıkları bir dönem olarak bilinmektedir. Borçlanarak fon sağlama sıkıntısı içinde bulunan bu tip firmalar, ancak 1983'de S.P. Kanununun halka açık anonim ortaklıklarda tahvil çıkartma sınırını yükseltmesi sonucunda sıkıntılarını biraz olsun giderebilmişlerdir. Bu yönüyle sermaye artırımını gerektiren içsel faktörlerin incelenmesi ve değerlendirilmesi sırasında ortaya çıkabilecek hatalı yaklaşımlardan kaçınabilmek için uzun süreli borçlanma olgusu üzerinde durulmamıştır.

Araştırmaya tabi tutulan 14 firma arasında uzun süreli borçlanarak/ tahvil ihraç ederek fon sağlama yoluna giden firma bulunmamaktadır. Zaten bu firmaların pasif yapıları içinde orta ve uzun süreli yabancı kaynakların payı ancak % 17 dolayındadır.

Son olarak firmaların özel finansal konumları nedeniyle tahvil ihraçlarında ve satışında bazı güçlüklerle karşılaşabilecekleri düşünülmelidir.

Çünkü;

a. Ciddi bir özkaynak yapısına sahip olmayan,
b. Tasarruf sahiplerinin gözünde olumlu bir imaj yaratmayan,
c. Özellikle satışları ve kârları dalgalanma gösteren

firmalar bakımından ihraç edilecek tahvillerin satışı, pazarlanabilirlikleri açısından oldukça güç görülmektedir.

Sermaye artırımı ise, firmaların sermayelerinin nakit ya da ayni yöntemlerle, şu andaki yada gelecekteki gereksinmlerinin ve beklentilerinin zorunlu kıldığı düzeye çıkarmalarıdır.

Sermaye artırımında yeni kaynaklar sağlanması, ya ortakların nakit halde fon koymaları yada nakit dışında menkul ve gayrimenkul değerler koymaları yoluyla olur. Bunlardan nakit halde olanlara nakit sermayesi, nakit halde olmayanlara da aynî sermaye adı verilir.

Kuşkusuz aynî sermayenin de parasal değerlerle ifade edilmesine rağmen ayrım, parasal değerlerin tesbiti ve bu sermaye karşılığında elde edilecek hisse senetlerinin üçüncü kişilere devrindeki farklılıklarda ortaya çıkmaktadır. (1)

---

(1) TTK'nun 404. maddesinde sermayenin korunması ilkesinin bir uygulaması olarak, ayin karşılığı olan hisse senetlerinin, şirketin tescilinden itibaren 2 yıl geçmeden başkasına devrinin hükümsüz olduğu ifade edilmiştir

Burada;

a. Hisse senetleri karşılığı çıkarılan sermaye (Ödenmiş sermaye)
b. Yedek akçeler
c. Dağıtılmayan kârlar
d. Karşılıklar
e. Değer artış fonu

şeklinde grupladığımız özsermaye yapısı içinde, sermaye artırımı sözkonusu olduğu takdirde iki farklı yol karşımıza çıkmaktadır. Buna göre birinci yol, doğrudan doğruya sözleşmede yer alan şirket sermayesinin yükseltilmesine yöneliktir. Bu yol sermaye artırımında mevcut ortakların nakit olarak sermaye katılım paylarını artırmak veya yeni ortakların sermayeye katılımlarını sağlamak esasına dayanmaktadır. Yani a şıkkının nakit olarak artırılması ,doğrudan özsermaye artışı sonucunu getirmektedir.

Genel nitelikleriyle ikinci yol ise şirketin faaliyetleri süresince önce kârlılık, sonra da vergi uygulamaları ve finans tekniği ilkelerine göre, elde edilen fonların ödenmiş sermayeye aktarılması yoluyla gerçekleşen sermaye artırımı olarak ele alınmaktadır. Bu yöntemde a,b,c,d ve e şıklarının toplamı olan özsermayede bir artış meydana gelmemekte; b,c,d,e şıkların birinin yada birkaçının a şıkkına eklenmesiyle sadece bir şekil değişikliği ortaya çıkmaktadır.

Bu anlamda yöntem olarak **yeni hisse senetleri çıkarılması** birinci grup içinde değerlendirilirken, diğer yöntemler ikinci grup içinde elè alınmıştır.

Bu yapı içinde hiç kuşku yok ki birinci grup, uygulamada ağırlık taşımaktadır. Çünkü bu şekilde bilançolarda salt rakamsal değişikliklerin ötesinde gerçek bir sağlamlaştırma meydana gelmektedir. 1985 yılında ülkemizin 500 büyük sanayi kuruluşu bünyesinde incelenen özsermaye yapıları şu sonucu vermiştir.

| | **Özsermaye yapısı (%)** |
|---|---|
| Ödenmiş Sermaye | 59.0 |
| Değer artış fonu | 33.3 |
| Diğer | 7.7 |

Değer artış fonunun 1984 yılına özgü geniş uygulaması da dikkate alınacak olursa ödenmiş sermaye olarak ifade ettiğimiz hisse senetleri karşılığı çıkarılan sermayenin etkin yapısı hemen göze çarpmaktadır.

## II. SERMAYE ARTIRIM KARARINI ETKİLEYEN VE SERMAYE ARTIRIMINI GEREKLİ KILAN NEDENLER

Kısaca ifade edilmeye çalışılan bu belirleyicilerin ışığı altında, firmaları sermaye artırımına iten nedenleri ve sermaye artırımı anında verilecek kararları içiçe ve daha detaylı olarak değerlendirebilmek mümkün olacaktır.

Bu mantıktan hareketle, önce makro açıdan sermaye artırımını firma dışından etkileyen belli başlı dışsal faktörler üzerinde durulduktan sonra, finans teorisi açısından artırımı gerektiren içsel faktörler üzerinde durulmuştur.

### II.1.Dışsal Faktörler

#### II.1.1.Ekonomik ve Politik Konjonktür

Sermaye artırımı konusunda firmaların verecekleri kararları etkileyen dışsal faktörlerden birisi ekonomik ve politik konjonktürdür. Gerçekten yaşanılan ekonomik sıkıntılar, uygulanan para ve maliye politikaları, firmaların sermaye artırımı anında verecekleri kararları doğrudan etkileyen faktörlerdir. Bu anlamda enflasyonist veya deflasyonist ortamlarda firma yöneticilerinin verecekleri karar, sermaye artırımını özkaynakla mı, yabancı kaynakla mı (borçlanarak) gerçeleştirecekleri konusunda yoğunlaşmaktadır.

Genel kabul gören anlatımı ile enflasyonda milli gelirin bölüşümü; sabit gelirliler aleyhine, spekülatörler lehine gelişirken, servet; tasarruf ederek kredi verenlerden, borçlanarak yatırımda bulunanlara geçer. Hele uygulanan faiz politikaları ile reel faizler negatif ise borçlanmak çok daha kârlı bir hale gelir. Bunun yanısıra enflasyonda daha yüksek temettü dağıtılması suretiyle sermaye temini daha avantajlı bir yol olarak görülür.

Yine enflasyon dönemlerinde dağıtılacak temettünün daha çok ortak arasında paylaştırılarak «**sulandırma**» **(delusion)** olayının önlenmesi [2] hisse senedi yerine tahvil çıkarılmasında önemli bir etkendir.

---

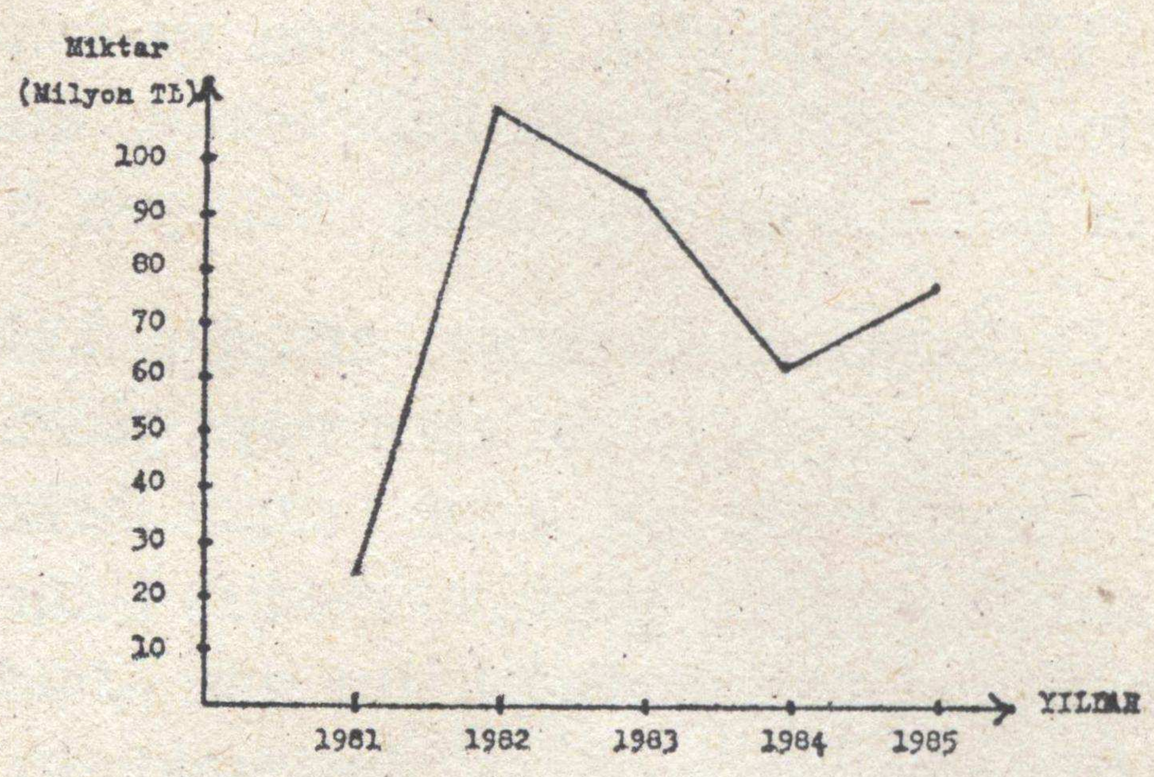
(2) Duran varlık yatırımlarında ve kısa dönemde özellikle firma kazancında bir artış olmayacağı varsayımı altında hisse senedi sayısının artırılması yoluyla ortak sayısının ve dolayısıyla sermayenin artırılması, hisse senetlerinin sulandırılması etkisini yaratır. Bu durum mevcut ortakların hisse başına kazançlarını aşağı çekeceğinden olumlu karışlanmaz. Ancak mevcut ortaklar özellikle öncelikli pay alma haklarını kullanarak sermaye içindeki paylarını koruyabildikleri takdirde toplam hisse senedi gelirinde yine bir düşme olmayacaktır.

Buna karşılık enflasyonun önlenmesine yönelik antienflasyonist politikalar gereği uygulanacak sıkı para politikaları sonucunda faiz oranlarının genel olarak yüksek tutulması, yabancı kaynak maliyetini artıracağından, bu kez özkaynakla finansman kaçınılmaz hale gelecektir.

Bu kuramsal yaklaşımlara paralel olarak uygulama bölümünde örnek alınan firmaların analize tabi tutuldukları dönemlerde özel sektör hisse senedi ihraçları şu gelişmeyi göstermiştir.

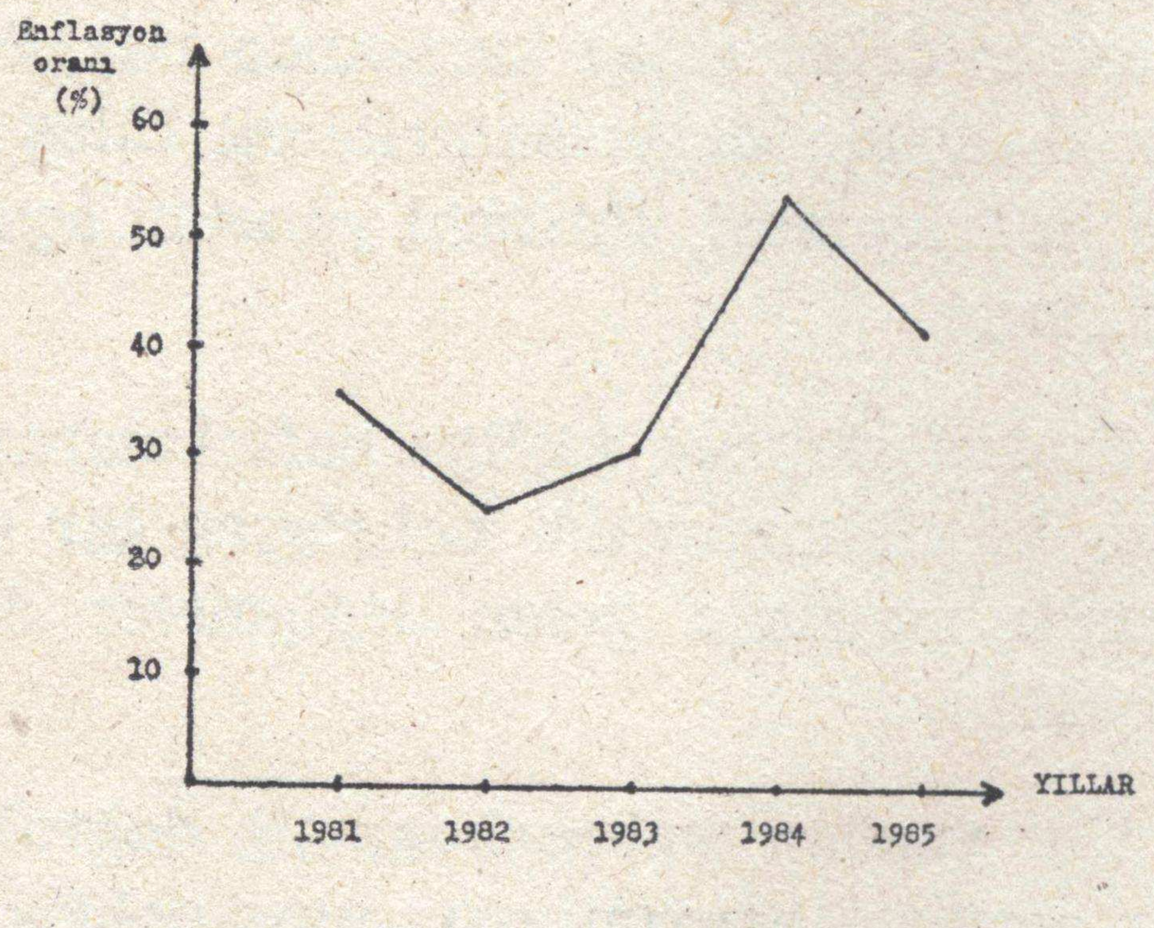
Özel Sektör
Hisse Senedi İhraçları

| Yıllar | Miktar (Milyon TL.) |
|---|---|
| 1981 | 25.307 |
| 1982 | 109.523 |
| 1983 | 95.900 |
| 1984 | 6.844 |
| 1985 | 75.578 |




Aynı dönemde gerçekleşen enflasyon oranları ise:

| Yıllar | Enflasyon Oranı (%) |
|---|---|
| 1981 | 36.8 |
| 1982 | 25.2 |
| 1983 | 30.6 |
| 1984 | 52.0 |
| 1985 | 40.0 |




Grafiklerden görüldüğü gibi, hisse senedi ihraçlarıyla enflasyon oranı arasında ters yönlü ilişki olduğu söylenebilir. Enflasyon oranının daha yüksek olduğu 1980 ve öncesi dönemde hisse senetlerine yatırım riskine karşılık olarak, tasarruf sahiplerinde birikimlerinin; gayri menkul, altın hatta banker felaketinin yaşanmasından bir süre öncesine kadar mevdu-

at sertifikalarına yatırma eğilimi oldukça yüksekti. Ancak özellikle 1982'den sonra hisse senedi piyasasında bir canlanma gözlenmeye başlandı. Bu canlanmada, nisbi olarak azalmaya başlayan enflasyon oranının yanısıra, firmaların daha sonraki sermaye artırımlarına ortam hazırlamak üzere yüksek temettü dağıtmaları, dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının yükselmeye başlaması etkili olmuştur.

Kuşkusuz bu artışta, tasarruf sahiplerinde hisse senetlerinin değer kazanması gibi bir bilinçlenme oluşmasının ve 1983 de uygulamaya konan değer artış fonu uygulamasının etkili olduğunu da eklemek gerekir.

Görüldüğü gibi, enflasyon ve faiz oranları, ekonomi politikalarında önemli bir araç olarak belirlendiği durumlarda, işletmelerin sermaye artırım kararlarını doğrudan etkileyen bir değişken olarak kabul edilebilir.

Deflasyonist baskıları ortadan kaldırabilmek için para ve kredi hacmini, dolayısıyla talebi artırmaya yönelik önlemlerin uygulanmaya başlandığı dönemlerde ise, hisse senedi ihracı yoluna gidilmesi çoğu iktisatçılar tarafından uygun görülmektedir. Çünkü enflasyonist ortamda borçluların avantajlı olması durumu bu kez ortadan kalkmakta ve yabancı kaynak yoluyla finansman cazip olmamaktadır. Bu nedenle deflasyon dönemleri daha çok özkaynakla finansman yöntemlerinin arandığı ve tercih edildiği dönemler olarak bilinmektedir. Ancak firma değerinin artması ve hisse senetlerinin değer kazanması, sermaye artırımı konusunda firma kararlarının yeniden gözden geçirilmesini gerektirebilir. Nitekim, hisse senetlerinin değer artışı karşısında risk değişkenlerini birlikte kullanarak, optimal ölçüde değerlendirilecek bileşimin saptanması için firma kararının belirlenmesi, finansal yönetici açısından güç ve önemli bir konu olmaktadır.

Bunun yanısıra maliye politikalarının etkisinden de sözedilebilir. Örneğin, tahvil maliyetini belirleyen bir değişken olarak kurumlar vergisi oranında meydana gelen değişmeler doğrudan sermaye maliyetini etkileyecektir.

Öte yandan makroekonomik doğrultular içinde değerlendirilmesi gereken sermaye artırımı olgusunu, politik kararlardan arındırmak mümkün değildir. Bir başka ifade ile, politik konjonktürü, bu oluşum içinde faaliyette bulunan firmaların verecekleri kararlardan ayrı düşünmemek gerekir.

Ekonomik ve politik kararların birbirlerinden etkilenme dereceleri hayli yüksek olmasına rağmen, politik konjonktürün, ekonomik konjonktüre oranla daha kalıcı esaslara dayalı olduğu yada en azından köklü değişik-

liklerin meydana gelme olasılığının daha az olduğu gerçeğini de ifade etmekte yarar vardır.

### II.1.2.Kredi Maliyetlerindeki Artış

Konuyu Türkiye koşullarında değerlendirdiğimizde, başta kısa süreli olmak üzere, orta ve uzun süreli kredi maliyetlerindeki yükseklik kendini açıkça belli etmektedir. Bu ise firmaları büyük ölçüde finansman gideri yükü altına sokmakta ve bunun doğal sonucu olarak firmalar çok düşük kâr marjlarıyla çalışmak zorunda kalmaktadırlar.

Genel hatlarıyla duran varlıklarını orta ve uzun sürel yabancı kaynaklarla finanse etmek isteyen firmalar için, yüksek maliyetlerin yanısıra bunların sağlanmasındaki güçlükler, bir başka sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Bu noktada şirket genel kurullarının kararına bağlı bulunan temettü politikaları, özkaynağın maliyeti yönünden avantaj sağlamaktadır.

### II.1.3.Sektörün Durumu

Sektörün durumu, firmaları sermaye artırımına iten önemli faktörlerden biridir. Ancak bu konuyu bir yönüyle ekonomik uygulamalardan bağımsız olarak irdelememek gerekir. Örneğin piyasadaki para miktarını etkilemek üzere yapılacak müdahaleler, bazı sektörlerde durgunluk yaratırken, bazılarında canlanma olacak ve dolayısıyla büyümeyi kaçınılmaz hale getirecektir.

Ayrıca Devletin gelişim göstermesini istediği yada artık yatırıma doymuş olduğuna inandığı sektörlere karşı izlediği politikalar (yatırımlarda sektörel bazda farklı öz kaynak oranları gibi) alınacak kararları etkileyebilir.

Öte yandan sermaye artırımının boyutu da büyük ölçüde sektörün durumundan etkilenecektir. Örneğin yapılması planlanan sabit yatırımın gerektirdiği sermaye artışı; demir-çelik sektöründe farklı, gıda sektöründe farklı boyutta olacaktır.

Bu arada mevsimlik ve kojonktürel hareketlerden etkilenme derecesinin her sektörde farklı olduğu unutulmamalıdır.

Uygulama bölümünde analize tabi tutulan firmaların sektörlerin dağınıklığı nedeniyle, elde edilen sonuçlarla ilgili sektörel genelleştirmeler ve karşılaştırmalar yapılması yolu izlenmemiştir.

### II.1.4. Rekabet Koşulları

Tekniğin hızlı gelişimi, sermayenin çoğalması, toplumun üretim gü-

cünü ve dolayısıyla rekabeti (yarışmayı) kuvvetlendirmiştir. Buna rağmen rekabet koşulları, sektörün etkinliğine karşın sermaye artırımı olayında ters görüntüler verebilir. Temelde sektörün büyümeye ve genişlemeye açık bir özelliğe sahip olabilmesine rağmen, sektörün kendi içinde gelişen yoğun rekabet, firmalar bazında (hem yönetim, hem tasarruf sahibi açısından) gelirin elde edilmesindeki riski arttırabilir. Alt sektörün bu rekabet koşullarının iyi değerlendirilmesi, önce sermaye artırım kararını, sonra da sermaye artırımının niteliğini doğrudan etkileyecektir.

Sektör olarak sermaye artırım olayında pozitif bir sektör olarak değerlendirilen gıda sektörünün alt sektörleri olan salça, makarna ve konserve sektöründe yaşanılan yoğun rekabet, bu konudaki çarpıcı örneklerdir.

### II.1.5. Teşvik ve Kredi Koşulları

Başta gelişmekte olan ülkelerde olmak üzere Türkiye'de de girişimcilerin yatırım eğilimleri devlet tarafından teşvik edilmektedir Ülkemizde, devletin gerçekleşmesini gerekli bulduğu yatırımların özendirilmesi ve hızlandırılması için bazı önlemler alınması, proje bazında ise teşvik uygulamaları 1967 yılından bu yana benimsenmiş, 1980 yılından bu yana ise daha etkin bir şekilde uygulanmaya başlanmıştır.

Yatırım maliyetini düşürmek, finansman gereksinimini hafifletmek ve kârlığı arttırmak amacına yönelik teşvikler, genel yapısı ile işletmelerde belli bir finansal yapının korunmasını da hedeflerler. Örneğin Türkiye'de Devlet Planlama Teşkilatı, gelişmiş bölgelerde yatırımların % 40 - % 60 oranında özkaynak-yabancı kaynakla finanse edilmesini öngörürken, kalkınmada öncelikli yörelerde ve bazı sektörlerde yatırımların yine Devlet Planlama Teşkilatı tarafından daha düşük oranlarda belirlenecek özkaynakla finanse edilmesi ilkesi kabul edilmiştir. (3) Yine Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planında:

**«Yatırımların finansmanında özkaynak kullanımı teşvik edilecektir.»**

ifadesi yer almaktadır (DPT, 1982: 32)

Devlet, bunun yanısıra, uyguladığı politikalarla belirlediği özkaynak yabancı kaynak oranları doğrultusunda firmaların, başta T.C. Merkez Ban-

---

(3) 14.10.1986 tarihli ve 86/11103 sayılı Bakanlar Kurulu kararı, «1987 yılı Programının Uygulanması, Koordinasyonu ve İzlenmesine dair karar» ve eki, 19852 Sayılı ve 15 Ekim 1986 tarihli Resmi Gazete, s. 11

kası kaynaklarından düşük faizli iç ve dış yatırım kredisi kullanmalarına imkan tanımaktadır.

Bundan başka kredi talep edilen finans kurumları, firmaların iyi bir özkaynak, yapısına sahip olmalarını istemektedirler.

Bu durum, iyi bir özkaynak yapısına sahip olan firmaların kredi değerliliğini yükseltirken, finansman kuruluşları, verecekleri krediler karşılığında yatırımların özkaynakla finanse edilen kısmının daha yükseğe çıkarılması konusunda firmaları zorlayabilirler.

Sonuçta, gerek Devlet Planlama Teşkilat, gerekse finans kurumlarının teşviki ve finansmanında firmaları belli bazda özkaynak teminine zorlamaları, bu firmalara sermaye artırımını **«zorlayıcı faktör»** olarak gündeme getirmektedir.

## II.2.İçsel Faktörler

### II.2.1. Mevcut Finansal Yapı - İşletme Sermayesi

Genel olarak bilançonun pasif yapısı olarak nitelendirdiğimiz finansal yapıyı:

—Kısa süreli borçlar
—Orta ve uzun süreli borçlar
—Özkaynaklar

şeklinde ayrımlamak mümkündür.

Bu finansal yapının belli başlı belirleyicileri ise şöyle sıralanabilir. (Weston, Brigham, 1981 : 577)

1. Firmanın aktif yapısı
2. Gelecekte satışların büyüme oranı,
3. Satışların istikrarı,
4. Sektör içindeki rakiplerin yapısı,
5. Sahiplerin veya yöneticilerin «risk» açısından yaklaşımları,
6. Firma ve sektör açısından borç verenlerin tutumları.

Bu belirleyiciler içinde hiç kuşkusuz en etkin olanı firmanın aktif yapısıdır. Zaten firmanın aktif yapısı belirlenmeden, sermaye yapısını değerlendirmek mümkün değildir.

Bilindiği gibi aktif yapısı içinde işletme sermayesi; kasa, alacaklar, stoklar gibi kısa süreli yatırımlardan oluşmaktadır.

Brüt işletme sermayesi firmanın toplam cari varlıklarıdır. Net işletme sermayesi ise cari varlıkların kısa süreli kaynakları aşan kısmıdır.

Duran varlıkların uzun süreli kaynaklar ve özsermaye ile finanse edilmesi bir kural olarak genelleştirilebildiği halde, brüt işletme sermayesinin finansmanı, işletmelere özgü çeşitli farklılıklarıyla önemini hep canlı tutmaktadır.

Genel ifadesiyle, bir sanayi işletmesinde işletme sermayesini zaman ve maloluş faktörlerinin oluşturduğu ileri sürülebilir. Zaman unsuru çoğu işletme varlıklarının emre hazır bir şekilde bekletilmesini zorunlu kılar. Çünkü işletmeye para giriş ve çıkışlarının zamanlama açısından tam bir uyum içerisinde gerçekleşmesini beklemek doğru olamaz. Bu nedenle işletmeler en alt düzeyde dahi olsa herhangi bir anda para, alacak ve stok bulundurmak zorundadırlar. Bu en alt düzey kavramı beraberinde «sürekli (değişmez=devamlı) işletme sermayesi» kavramını da getirmiştir. İşletme sermayesinin bunu aşan kısmı ise «dalgalanan işletme sermayesi» olarak nitelendirilmektedir.

Genel olarak firmaların faaliyette bulunduğu işkolunun özellikleri tarafından belirlenen sürekli ve dalgalanan işletme sermayesinin finansmanı konusunda çeşitli alternatifler geliştirilmiştir.

ALTERNATİF 1 : Kısa süreli aktiflerin (döner varlıkların) kısa süreli kaynaklarla, sabit varlıkların uzun süreli kaynaklar ve özsermaye ile finansmanı.

ALTERNATİF 2 : İşletme sermayesinin dalgalanma gösteren kısmının kısa süreli kaynaklarla, süreklilik gösteren kısmının ve sabit varlıkların uzun süreli kaynaklar ve özsermaye ile finansmanı.

ALTERNATİF 3 : Dalgalanan işletme sermayesi ve sürekli işletme sermayesinin bir kısmının kısa süreli kaynaklarla, sabit varlıkların ve sürekli işletme sermayesinin geri kalan kısmının uzun süreli kaynaklar ve özsermaye ile finansmanı.

ALTERNATİF 4 : İşletme sermayesinin dalgalanma gösteren bölümünün en likit kısmının kısa süreli finansman araçlarıyla, varlıkların geri kalan kısmının ise uzun süreli kaynaklar ve özsermaye ile finansmanı.

Bu alternatiflerden de anlaşılabileceği gibi genel hatlarıyla **sermaye artırımını, sabit aktifleri finanse ettikten sonra net işletme sarmayesi yatabilecek boyutta düşünmek gerekir.**

Diğer bir açıdan net işletme sermayesi yetersizliği, firmanın finansal yapısındaki bozuklukla ilişkisi kurularak değerlendirilebileceği gibi, finansal yapının kabul edilebilir düzeyde olmasına rağmen yine de sorun olarak gündemde kalabilir. Şöyle ki: kabul edilebilir aktif ve pasif yapısı içinde bile eğer sabit yatırımın kapasitesi, işletme sermayesi yetersizliği nedeniyle kullanılamıyorsa, rekabet gücü giderek azalacaktır.

### II.2.2.Aktif-Pasif Yapı İlişkileri

Aktif-Pasif yapısı ile ilgili değerlendirmelerde daha spesifik olmak istendiğinde, sermaye artırımı kararının aşağıdaki oranların düzeyi ve yıllara göre değişmelerle yakın ilişkisi olduğu vasayım olarak kabul edilebilir.

Kuramsal olarak sermaye artırımına gidilmesini gerektiren ve aşağıda incelenen bu varsayımlar, örnek anonim ortaklıkların değerlendirildiği uygulama bölümünde analizin esasını oluşturmuşlardır.

1. Cari oranın standartın altında ve yıllara göre azalan bir seyir izlemesi.
2. Stok ve alacak devir hızlarının standartın altında ve yıllara göre azalan bir seyir izlemesi.
3. Net işletme sermayesinin yıllara göre azalması yada (—) bakiye vermesi.
4. Toplam Borç/Toplam Aktif oranının giderek yükselmesi.
5. Özkaynak/Toplam Aktif oranında yıllara göre azalma olması.
6. Toplam Borç/Özkaynak oranının giderek yükselmesi.
7. Duran varlıkların oransal artışı.
8. Özkaynak devir hızının giderek yükselmesi.
9. Kâr/Özkaynak oranı.
10. Finansal giderlerin oransal artışı:
    a. Finansal gider/Satışlar oranının giderek yükselmesi.
    b. Finansal gider/Kâr oranının giderek yükselmesi.

11. Özkaynak/Duran Varlık oranı azalırken, OUVYK/Duran Varlık oranının artıyor olması.

12. OUVYK/Duran Varlık oranı azalırken, KVYK/Toplam Pasif oranının artıyor olması.

Bu varsayımların gerekçeleri kısaca şöyle özetlenebilir.

**1. Cari Oranının standartın Altında ve Yıllara Göre Azalan Bir Seyir izlemesi:**

Firmanın kısa süreli borçlarını ödeyebilme yeteneği ve işletmé sermayesinin yeterliliği konusunda bilgi veren bu oranın endüstri standardı konusunda ülkemizde yapılmış ciddi çalışmalar bulunmamaktadır. 2/1 dolayında çıkması olumlu karşılanmakla beraber, endüstri (sektör) itibariyle bu rakamı ölçü almak mümkün değildir. Bu nedenle standarttan çok, yıllara göre azalan bir seyir izlemesi, net işletme sermayesi ve likidite yetersizliği olarak değerlendirilmiştir.

**2. Stok ve Alacak Devir Hızlarınının Standartın Altında ve Yıllara Göre Azalan Bir Seyir İzlemesi:**

Stok ve alacak devir hızının yavaşlaması yada başka bir ifade ile stoklar ve alacakların aşırı seviyeye çıkması net işletme sermayesi gereksinimi doğuracağından, sermaye artırımında bir etken olarak düşünülmüştür.

**3. Net İşletme Sermayesinin Yıllara Göre Azalması yada (—) Bakiye Vermesi:**

Önceden detaylı olarak açıklanmaya çalışıldığı gibi net işletme sermayesi giderek azalan yada negatif ( — ) sonuç veren firmalarda sermaye artırımı, sabit aktiflerini finanse ettikten sonra net işletme sermayesi yaratacak boyutta düşünülmelidir.

Sermaye artırımı olgusuna, bu ilk iki maddedeki olumsuz sonuçların ortaya çıkmasıyla «likidite yetersizliği» açısından yaklaşırsak, artırımın hisse senedi ihracı yoluyla yapılmasının tercih edilmesi finansal yönetim yönünden daha akılcı olacaktır.

**4. Toplam Borç/Toplam Aktif Oranının Giderek Yükselmesi :**

Aktiflerin borçlarla finanse edilen kısmını gösteren bu oran, kaldıraç oranı olarak da ifade edilmektedir. Toplam borçların aktif toplamı içindeki payının belli bir noktadan sonra artması firma için tehlikeli olduğu gibi, borç verenler açısından da dikkat edilen bir

durumdur. Türkiye gibi sermaye piyasasının gelişmediği, otofinansman yöntemlerinin dar olduğu ülkelerde, oranın % 50 dolayında olması aranmaktadır. Bundan büyük olması durumunda özkaynak sağlanması kaçınılmazdır. Çünkü aktiflerin borçla finanse edilen kısmı arttıkça, firmaya binecek sabit yük (finansman giderleri) artacak, bu, doğrudan kârlılığı etkileyecektir.

Yine bu oran yüksekken, satış hacminde bir düşme meydana gelirse, yada bir iktisadi durgunluk sözkonusu ise özsermaye büyük bir tehlike ile, firma ise iflas durumu ile karşı karşıya kalabilir.

**5. Özkaynak/Toplam Aktif Oranında Yıllara Göre Azalma Olması:**

Aktiflerin özkaynaklarla finanse edilen kısmını gösterir. Toplam Borç/Toplam Aktif oranı yükselirken, Özkaynak/Toplam Aktif oranı azalan firmalarda sağlıklı bir borç-özkaynak yapısının kurulabilmesi için sermaye artışı kaçınılmaz olacaktır.

Firmanın kredi değerliliğinin de önemli bir göstergesidir.

**6. Toplam Borç/Özkaynak Oranının Giderek Yükselmesi:**

Bu oran; firmanın borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynakları ile firma sahiplerinin getirdiği sermaye arasındaki ilişkiyi gösterir. Genellikle 1/1 çıkması arzulanır, ancak çalışmada 1/1 olmasından çok, yıllar itibariyle yükselmesi, firmaya özkaynak getirilmesi gereği şeklinde değerlendirilmiştir.

**7. Duran varlıkların Oransal Artışı:**

Duran varlıkların uzun süreli borçlar ve özkaynaklarla finansmanı gereği genel bir kurul niteliğindedir. Dolayısıyla yıllar itibariyle duran varlık yatırımlarında artış olan firmalar için sermaye artırımı beklenen bir neticedir.

Öte yandan duran varlık artışlarının net işletme sermayesini azaltması ise yine sermaye artışı ile dengelenebilecektir.

**8. Özkaynak Devir Hızının Giderek Yükselmesi:**

Özkaynak devir hızının yüksek olması, firmanın sermayesini ekonomik ve etkin bir biçimde kullandığını gösterebileceği gibi, özsermayenin yetersiz oluşunun ve firmanın finansmanda, geniş ölçüde yabancı kaynaklardan yararlanmasının bir sonucu da olabilir.

Toplam Borç/Toplam Aktif oranı yükselen firmalarda, özkaynak de-

vir hızının giderek yükselmesi sermaye artırımı nedeni olarak varsayılmıştır.

Ayrıca bu oranın giderek yükselmesi, firmanın düşük bir özsermaye ile yüksek kâr elde ettiğinin de göstergesidir. Özkaynak kârlılığının arttırılması için en iyi çözüm uzun süreli borçlanma değil, şirketin kendi kaynaklarına dayalı sermaye artırımıdır.

**9. Kâr/Özkayak Oranı :**

Özkaynak kârlılığında meydana gelecek azalış büyük ölçüde yüksek finansman giderlerinden kaynaklanıyorsa sermaye artırımı yoluyla özkaynak sağlanması ve dolayısıyla borçlanmadan vazgeçilmesi gerekmektedir.

Kâr/Özkaynak oran yükselen firmalarda ise, yine sermaye artırımı yoluyla daha fazla özkaynakla daha fazla kâr elde edilmesi şeklinde bir politika izlenecektir. Bunun tersi, kârlılığın önemli boyutlarda artarken, özsermaye kârlılığının çok sınırlı ölçüler içinde kalması, finansmanda daha çok özkaynak kulanılması sonucu finansal kaldıraç etkisinin azalması ile açıklanmaktadır.

Sermaye artırımı sonucu şirketin mevcut ortaklarının menfaatlerinin ne olacağının cevabı (sermaye artırımının kâra etkinliği) bu aşamada verilecek kararı etkileyebilecek başka bir yaklaşım olabilir.

**10. Finansal Giderlerin Oransal Artışı:**

Başta kısa süreli olmak üzere orta ve uzun süreli yabancı kaynakların pasif toplamı içindeki oransal artışı firmaların giderek artan anapara ve faiz yüküyle karşı karşıya bırakmaktadır.

Bu aşamada iki kriter değerlendirmeye alınmıştır.

**a. Finansal Giderler/Satışları Oranının Giderek Yükselmesi:**

Finansal giderlerin satışlar içindeki oransal artışı, yeni sağlanacak fonların özkaynaklardan sağlanması gerektiğini ortaya koymaktadır. Uygulamada bazı firmaların borç taksitleri bir yana, faiz ödemelerinde bile güçlüklerle karşılaştıkları görülmektedir. Bunu önlemenin tek yolu ise finansmanda daha çok özkaynak kullanılmasından geçmektedir.

Yine 1985'de 500 büyük firma bazında yapılan araştırmada finansal giderlerin satışa oranını, zarar eden firmalarda, kâr eden firmalara oranla 4—5 misli fazla bulunmuştur.

| | Kârlı | Zararlı |
|---|---|---|
| 1 TL.'lık satış içindeki faiz payı | 0.057 TL | 0.217 TL |

**b. Finansal Giderler/Kâr Oranının Giderek Yükselmesi**

Çeşitli kısımlarda sık sık ifade edildiği ve edileceği gibi kısa, ve uzun süreli borçlanmalar sonucu karşılaşılan finansman giderleri, doğrudan firmanın kârlılığını etkilemektedir. Bu nedenle çok düşük kâr marjlarıyla yada zararla çalışan firmalar için özkaynak kullanılarak sermaye artırımı kaçınılmazdır.

**11. Özkaynak/Duran Varlık Oranı Azalırken, O.U.V.Y.K./Duran Varlık Oranının Artıyor Olması:**

Duran varlıkların finansmanında temel kaynakların:

a. Orta ve uzun süreli yabancı kaynaklar
b. Özkaynaklar

olduğu daha önce de ifade edilmişti. Firmanın bu dengeyi oluştururken, sağlıklı bir yapıyı koruması gereği de açıktır. Bu nedenle ortaya konan şartlar doğrultusunda özkaynak yönetiminde akılcı bir politika izlenmesi finansal yönetimin etkinliği ile mümkün olacaktır.

Bu anlamda, duran varlıkların finansmanında daha az özkaynak, fakat daha çok orta ve uzun vadeli yabancı kaynak kullanılması, sermaye artırımının özkaynakla gerçekleştirilmesini akılcı kılacaktır.

**12. O.U.V.Y.K./Duran Varlık Oranı Azalırken, K.V.Y K./Toplam Pasif Oranının Artıyor Olması:**

Duran varlıkların finansmanında ne tür zorunluluk altında olursa olsun bir önceki varsıyımdaki alternatiflerden uzaklaşılarak kısa vadeli yabancı kaynaklara yönelinmesi, sermaye artırımını kaçınılmaz hale getirecektir.

II.2.3.Ortalama Sermaye Maliyeti

Ortalama sermaye maliyetinin minimize edilmesi yada optimal sermaye yapısının kurulması sermaye artırım kararını etkileyebilir. Bilindiği gibi ortalama sermaye maliyeti, sermaye bileşimine giren türlü sermayelérin birbirlerine olan oransal önemini gözönünde tutar. Bu sermaye bileşimi içinde ise akla uygun seviyeye kadar kullanılan borçlanma sermayesinin maliyet üzerinde azaltıcı etkisi vardır. (Pınar, 1970 : 91).

(Bu noktada firmanın sermaye yapısını sadece özsermaye ve borçlanma sermayesinden oluştuğu varsayılmıştır.)

Özellikle ekonomik konjonktürle ilgili bölümde değinildiği üzere, belli bir noktadan sonra özkaynakla finansman, borçlanma sermayesine oranla daha akılcı hale gelmektedir. Bu «akılcılık» ortalama sermaye maliyetinin daha aşağıya çekilmesiyle kendini göstermektedir. Bir başka ifade ile, borçlanma sermayesinin getirdiği maliyetin giderek yükselmesi durumunda ortalama sermaye maliyetinin daha aşağıya çekilmesi için, fon gereksinimi içinde bulunan firmalar açısından özaynakla finansman kaçınılmaz hale gelmektedir.

### II.2.4.Temettü Politikaları

Hisse senetlerinin değer kazanması faktörü dışında özkaynaklarla sermaye artırımını etkileyen önemli faktörlerin başında temettü ve témêttü politikaları gelmektedir.

Uygulanan temettü politikalarını özkaynakla sermaye artırımı ile ilişkilerine firma yönetimi-tasarruf sahibi açısından bakılabileceği gibi, rüçhan hakkını kullanacak mevcut ortağı, bir an için «yönetim» kabul ederek mevcut ortak-potansiyel ortak ilişkilerini incelemek de anlamlı olabilir.

Kanunlarda ve şirket sözleşmelerinde yer alan hükümleri yerine getirdikten sonra genel kurul kararıyla belirginleşen temettü politikaları şöyle gruplanabilir :

1. Değişken oranlı temettü dağıtımı
2. Sabit oranlı temettü dağıtımı
3. Düşük oranlı temettü dağıtımı artı eklemeler

**Bir etken olarak bu politikalara karşı, mevcut olsun, potansiyel olsun, tasarruf sahibinin davranışlarının belirleyicileri; temettü oranı ve hisse senedinin pisaya fiyatıdır** (Copeland, weston, 1983 : 512)

Gerek önceki yıllarda, gerek sermaye artırım yılında dağıtılan yada dağıtılması planlanan temettü oranının en basit kıyaslama ile Kamu Ortaklığı kâr oranından düşük olduğu firmalarda sermaye artırımı oldukça güç olur. Çünkü temettü—sermaye artırımı bağlantısı daha çok, gelir yönlü tasarruf sahipleri tarafından değerlendirilir. Bu nedenle anonim şirketler sermaye artırımından önce yüksek oranda temettü dağıtma yoluna giderler.

Ancak tasarruf sahiplerinin bir kısmı dağıtılan temettü oranı ile değil de, hisse senedinin piyasa fiyatı ile ilgileniyor olabilirler, Çünkü eğer

firma, düşük oranda temettü dağıtıp, sabit varlık finansmanında dağıtılmayan kârlardan yararlanma gibi bir politika izliyorsa tasarruf sahiplerinde;

a. Hisse senedinin piyasa fiyatının yükselmesi,

b. Gelecek yıllara ilişkin (beklenen) verimin yükselmesi yönünde beklentiler oluşabilecektir. Başlangıçtaki düşük temettü oranına rağmen hisse senedinin piyasa fiyatının yüksek olması, firma için bu yolla özkaynak temin'ni kolaylaştırabilir.

Bunun yanısıra sermaye artırımı sonucu yeni ortaklar alınmasıyla, mevcut ortaklar kısa dönemde sulandırma etkisiyle temettü paylarının azalacağını düşünerek sermaye artırımına karşı çıkabilirler. Bu noktada mevcut ortaklarla potansiyel ortaklar arasında bir çelişki gözlenmektedir. Zira sermaye artırımında potansiyel ortaklar gibi temettü paylarının azalacağı o'gusunu değerlendirmemektedirler.

Temettü politikalarının sermaye artırımında etkin değişken olduğunu ileri süren görüşler karşısında; yatırımcıların inançları, zaman-artan fayda eğilimi sahibi olmaları ve pazarların tam bir kaynak dağılım etkinliği göstermesi durumunda temettünün herhangi bir rolü olmadığı görüşü de ileri sürülmektedir. (Hakanson, 1982 : 462).

### II.2.5.Sermaye Payı İçinde Ortakların Egemenliğini Koruma İsteği

Genel yapısıyla anonim şirketlerimizde batılı anlamda tam bir profesyonel yönetim geliştirilemediğinden, şirket sermayesinde çoğunluk oyları önem taşımaktadır. Ticaret Kanununun getirdiği azınlığı koruma yönündeki uygulamaların da bu eğilimi engelleyemediği bilinen bir gerçektir. Bu nedenle ortaklar % 51 oy hakkını elde tutmayı yeğlerler.

Özellikle aile şirketleri, sermaye artımı ile halka açılarak mevcut statünün dışına çıkmak istemezler. Piyasada, sermaye artırımı kaçınılmaz olduğu halde, salt bu prensibe bağlı kalabilmek için sermaye artırımına gitmeyen ve kısır bir döngü içine giren pek çok aile şirketi gözlenmiştir.

Bunun yanısıra menkul kıymetlerini halka arz eden anonim şirketlerde dahi, dikkat edilecek olursa muhtelif oransal düzenlemelerle sermaye artırımında pay dağıtımı, belli grupların denetiminde kalacak şekilde yönlendirilebilmektedir.

Uygulamada karşılaşılan şekliyle sermaye artırımı sonucu % 51 çoğun-

luğun muhtelif gruplar arasında dağılacağını düşünen sermaye grupları, sermaye artırımını engellemek isteyebilmektedirlér.

Bunun tersine % 51'i elinde bulundurma düşüncesi, anonim şirketlerde sermaye artırımına gitmeyi destekleme yönünde değerlendirilebilir. Şöyle ki; bazı gruplar artırılan sermayenin, saf dışı bırakılmak istenen pay sahipleri tarafından satın alınamayacağının hesabı içine girerek sermaye artırımına giderler. Nitekim, bir çok örnekleri olduğu üzere, sermaye artırımında finansal likiditenin dışında böyle bir düşüncenin egemen olduğu gözlenmiştir.

### II.2.6.Tevsi Yatırımları

Tevsi yatırımları genelde mevcut teknik kadronun ve bir kısım sabit tesislerin kapasiteden yararlanma oranını artırırken, birim sabit maliyetleri düşürmeye yöneliktir. Kuşkusuz bunun dışında tevsi ile birlikte, kapasite düzeltme, darboğaz giderme ve firmaların hızla büyüme arzusu ile yatırıma yönelmeleri gibi etkenler de rol oynayabilir.

Tevsi yatırımlarında sermaye artırımının gerçekleşmesi büyük ölçüde mevcut yatırımın gelir oranına bağlı olduğu için daha kolay ölçümlenip, değerlendirilebilir. Zira artırılan sermayeden pay alacak olan tasarruf sahipleri için değerleme ölçütü var demektir.

Kuşkusuz bu ölçütün olumsuz olması halinde, yani hisse senedi fiyatının/değerinin düşük olması nedeniyle özkaynak ile sermaye artırımı zorlaşabilir.

### II.2.7.Yönetim Etkinliği

Sermaye artırımında yönetim etkinliği ve yönetime güven büyük önem taşır. Zira modern işletmecilikte sermayedar grupla, yönetim grubu genelde ayrı kişilerdir. Yönetim grubu, sermaye grubunun kazancını maksimize etmeyi ve kendini sermaye grubunun yerine koyarak onların çıkarlarını korumayı hedef alan kişilerden oluşur.

Bu mantık biraz daha ileri götürülmek istenirse; yönetim grubu açısından daha yüksek gelirin, sermaye grubuna daha yüksek temettü dağıtma koşullarının sağlanmasına bağlı olduğu varsayımıyla her iki grup arasında bir çıkar paralelliği olduğu sonucuna varılır. Bu çıkar paralelliğini optimize eden yönetimlerin varolduğu kuruluşlarda sermaye artırımı daha kolay olur.

## III. UYGULAMA SONUÇLARI

Sermaye artımına giden firmaların finansal analizi ile ilgili bir çalışma sonucunda:

a. **Analize tabi firmaların finansal yapı ve değerlendirmeleri,**

b. **Bu analiz ve değerleme sonuçlarına dayalı olarak sermaye artırımına giden firmalar için standart tip finansal yapı genellemesine gitmek,**

gibi sonuçlar elde edilmesi beklenir.

Ancak uzun çalışmalara rağmen S.P. Kurulundan, sermaye artırımına giden firmalarla ilgili olarak bu genelleşmeyi sağlayacak bilgilerin elde edilememesi önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmıştır.

Araştırmaya tabi tutulan firmalarda sermaye artırımı 1985 yılı başlarında uygulamaya konulduğu ve S.P. Kuruluna 1982-1983-1984 yılllarına ait bilanço ve gelir tabloları verildiğinden, çalışmalar bu dönemi kapsamıştır.

Öte yandan daha önce de ifade edildiği gibi, sektörlerin kendi içindeki firma sayısının az oluşu nedeniyle, araştırmayı sektörel bazda karşılaştırmalara olanak verecek yönde geliştirmek mümkün olmamıştır.

Bu nedenle araştırma ancak, çeşitli sektörlerde 1985 yılı başında sermaye artırımına giden 14 firmanın bilanço ve gelir tablolarının incelenmesi ve bu tabloları oluşturan kalemlerin birbirleri arasındaki ilişkileri veren bilgisayar sonuçlarına dayandırılmıştır. Elde edilen bu bilgisayar sonuçları, yine firmalar bazında ayrıntılı olarak verilmesine rağmen öncelikle firmaları sermaye artırımına iten nedenler kontrol edilmeye çalışılmıştır. Hemen şunu belirtmek gerekir ki, sermaye artırımına gitmede kabul edilen varsayımların, incelemeye alınan firmaların birçoğunda doğrulanmadığı görülmüştür. Ancak ayrıntıya inildiğinde firmaları sermaye artırımına iten faktörlerin, kabul edilen varsayımların çoğunluğu değil, bir yada bir kaçının etken olduğu gözlenmiştir. Gözlemlerin yorumlanmasında doğrulama yüzdelerine göre sıralanan varsayımları içeren aşağıdaki tablo esas alınmıştır.

Tablodan görüldüğü gibi, **(7,9 ve 14 nolu firmalar hariç)** duran varlıklarında oransal artış gözlemlenen 11 firma, bu artışı finanse edebilmek için sermaye artırımı olayı ile karşı karşıyadır. Bu artışın başlangıçta «...uzun süreli aktiflerin paralelinde ve bu aktiflerin finansmanında kullanılan bir ifadedir.» şeklinde tanımlanan sermaye ile karşılanması teorik olarak da benimsenmiştir.

| VARSAYIMLAR | Doğrulama yüzdesi (%) | ÖRNEK FİRMALAR | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| Duran varlıkların oransal artışı. | 79 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | — | ✓ | — | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | — |
| Fin.Gid./Kâr oranının yükselmesi. | 79 | — | — | ✓ | ✓ | — | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Fin.Gid./Satış oranının yükselmesi. | 71 | ✓ | — | ✓ | — | — | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | — | ✓ | ✓ |
| OUVYK/Duran Varlık oranı azalırken, KVYK/Top.Pasif oranının artması. | 64 | ✓ | — | ✓ | ✓ | — | ✓ | — | ✓ | — | — | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Stok Devir Hızının yıllara göre azalması. | 50 | ✓ | ✓ | ✓ | — | — | — | — | ✓ | ✓ | — | ✓ | — | * | * |
| Alacak Devir Hızının yıllara göre azalması. | 50 | ✓ | — | — | ✓ | — | — | ✓ | — | ✓ | — | ✓ | ✓ | * | * |
| Cari oranın standartın altında ve yıllara göre azalan seyir izlemesi | 50 | ✓ | — | ✓ | ✓ | — | ✓ | — | — | — | — | ✓ | ✓ | ✓ | — |
| Net İşletme Sermayesinin yıllara göre azalması yada (-) bakiye vermesi. | 50 | ✓ | — | — | ✓ | — | ✓ | — | — | — | — | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Top.Borç/Top.Aktif oranının yükselmesi. | 35 | ✓ | ✓ | — | — | — | — | — | — | — | — | ✓ | ✓ | — | ✓ |
| Özkaynak/Duran Varlık oranı azalırken OUVYK/Duran Varlık oranının artması. | 33 | — | ✓ | — | ✓ | — | — | — | — | ✓ | — | ✓ | * | — | * |
| Özkaynak/Top.Aktif oranının azalması. | 29 | ✓ | ✓ | — | — | — | — | — | — | — | — | — | ✓ | — | ✓ |
| Top.Borç/Özkaynak oranının yükselmesi. | 29 | ✓ | ✓ | — | — | — | — | — | — | — | — | — | ✓ | — | ✓ |
| Özkaynak Devir Hızının yükselmesi. | 29 | — | ✓ | — | — | ✓ | ✓ | — | — | — | — | — | ✓ | — | — |
| Kâr/Özkaynak oranının artması. | 21 | ✓ | ✓ | — | — | — | ✓ | — | — | — | — | — | — | — | — |

[✓] Varsayımı Doğrulayan  [—] Varsayımı Doğrulamayan  [*] Veri yok

Varsayımlar arasında % 70'in üzerinde doğrulama yüzdesi ile ikinci sırayı, yabancı kaynakla fon sağlamanın getirdiği finansal giderlerin yüksekliği almaktadır. Burada finansal giderlerin satış ve kâr içindeki payları hesaplanmış ve başta diğer varsayımları doğrulamayan **7 ve 10 nolu** firmalar olmak üzere tüm firmalarda finansman giderlerinin satış ve kâr içindeki paylarında bir artma gözlenmiştir **Yüksek finansman giderleri karsışında verimsiz ve düşük marjlarla çalışan firmalar için tek çözüm sermaye artırımıdır.**

Öte yandan yüksek finansman giderleri kârı olumsuz yönde etkileyerek, hisse senetlerini değerinde bir düşüş meydana getirmeden özkaynak yoluyla sermaye artırımı düşünülüyorsa, bu sürecin çabuklaştırılması, üzerinde durulması gereken bir noktadır.

Yüksek doğrulama yüzdesi ile karşımıza çıkan diğer bir gözlem, O.U.V.Y.K./Duran Varlık oranı azalırken, K.V.Y.K:/Toplam Pesif oranının giderek artmasıdır. İncelenen 14 firmanın 9 unda ortaya çıkan bu durum, finansal yönetimdeki çarpıklığın sonucu ortaya çıkmış ve çözüm, özkaynakla fon sağlanması noktasına ulaşmıştır.

O.U.V.Y.K./Duran Varlık oranındaki azalma, büyük ölçüde duran varlıklardaki artıştan kaynaklanmaktadır. Ancak K.V.Y.K./Toplam Pasif oranının artmakta olması, duran varlıkların finansman kaynağının orta ve uzun vadeli yabancı kaynaklardan, kısa vadeli yabancı kaynaklara kaydığı şeklinde bir izlenim yaratmıştır ki, bu durum firmaları bu nedenle sermaye artırımının eşiğine getirmiştir.

Yine doğrulama yüzdeleri itibariyle 5,6 ve 7. sırayı alan varsayımlar «işletme sermayesi yetersizliği» anabaşlığı altında toplanabilir.

Araştırmaya tabi tutulan 14 firmanı cari rasyo sonuçlarının 2/1'in altında olduğu gözlenmiştir. Başta da belirtildiği gibi Türkiye koşullarında sektörlere göre standart cari oranını ne olması gerektiği konusunda tutarlı bir çalışma olmadığı için bu oranın 2/1'in altında oluşunu aleyhte yorumlamak mümkün değilse de, elde edilen sonuçlar doyurucu değildir. Şöyle ki: 14 firmanın 1982 de 1.42 olan cari rasyo ortalaması 1984 de 1.23'e düşmüştür.

Firmaları sermaye artırımına iten nedenlerden biri olarak ele alınan cari oranın düşmesi varsayımı, firmalar genelinde değerlendirildiğinde de doğrulama derecesi doyurucu bulunmamış ve sermaye artırım nedeni olarak başka bir takım sonuçlar elde edilmesi gereği ortaya çıkmıştır.

İncelenen 14 firmanın 6'sında alacak devir hızlarının yıllara göre azalan bir seyir izlediği saptanmıştır. **(1,4,7,9,11,12)** Bu firmalarda alacakla-

rın toplam varlıklar içindeki payının yüksek olmasının yanısıra, **(1,4,7,11 ve 12 nolu)** 5 firmada alacakların yine toplam varlıkları içindeki payında artma gözlenmiştir. Bu ise alacak devir hızının yavaşlaması ile birlikte likidite sıkıntısını da getirmektedir.

Ayrıca işletme sermayesi ihtiyacı doğuran bir başka neden olarak değerlendirilen stok devir hızındaki düşüş, bundan bir önceki varsayımı doğrulayan 4 firmada **(2,3,8,9)** ortaya çıkmıştır.

**Bu sonuçlar: işletme sermayesi yetersizliğinin; sermaye artırımının belli başlı nedenlerinden biri olduğunu açıkça vurgulamaktadır.**

Toplam borçların, toplam aktifler içindeki payının giderek yükselmesi bir diğer sermaye artırım nedeni olarak düşünülmüştür. Ayrıca oranın % 50'nin üzerinde seyretmesinin, bir yapı bozukluğu göstergesi olacağı varsayılmıştır. Zaten uygulamada da, DPT, yatırım projelerinin teşvik belgesine bağlanmasında kalkınmada öncelikli yörelerde asgari % 40-% 60 özkaynak-yabancı kaynak oranı ararken, kredilendirme esnasında finansman kuruluşlarının genel beklentisi %50-%50 özkaynak-yabancı kaynak oranının sağlaması yönündedir.

(1,2,11,14 nolu) 5 firmada bu oran iki yıl içinde % 60'dan % 74'e yükselmiştir. İncelenen 14 firma genelinde ise bu oranın üç yıllık ortalaması % 61'dir. Oranların bu denli yüksek olması, firmaların özkaynaklarına dayalı fon sağlaması gereğini açıkça ortaya koymaktadır.

**(2,4,9, ve 11 nolu)** 4 firmada duran varlıkların finansmanında özkaynak yerine giderek artan oranda orta ve uzun vadeli yabancı kaynak kullanılmaya başlanmıştır. Yine bunların arasındaki **(4 ve 9 nolu)** iki firmada kısa vadeli yabancı kaynakların toplam pasifler içindeki payında artma görülmüştür.

Bilindiği gibi özellikle 1980 öncesi dönemde kısa vadeli yabancı kaynakların maliyeti orta vadeli yabancı kaynakların maliyetine oranla oldukça yüksekti. Ancak 24 Ocak kararlarının bir uzantısı olarak uygulanan faiz politikaları sonucu, orta ve uzun vadeli yabancı kaynakların maliyeti de yükselerek en az kısa vadeli yabancı kaynaklar kadar pahallı ve güç bulunur hale gelmiştir. Her iki tür borçlanmanın da yüksek maliyeti, incelediğimiz firmalarda olduğu gibi, bu durumdaki diğer firmalar için de özkaynaklara dayalı sermeye artırımını kaçınılmaz hale getirmektedir.

Bunun yanısıra özkaynakların toplam aktif içindeki payı giderek azalan ve Toplam Borç/Özkaynak oranı giderek yükselen **(1,2,12, ve 14 nolu)** 4 firmada, sermaye artırmı sonucunu getireceğini belirttiğimiz bu iki varsayımımız doğrulanmıştır.

Aynı zamanda Toplam Borç/Toplam Aktif oranı yükselen 5 firmadan dördünün yukarıdaki varsayımları doğrulayan firmalar olması (1,2,12,14) yaklaşımımızı bir başka yönden güçlendirmektedir.

**(2.5,6,12 nolu)** 4 firmada yükselen özkaynak devir hızı gözlenmiştir. Başta diğer varsayımlarımızı doğrulama derecesi çok düşük olan 5 nolu firma olmak üzere, bu 4 firmada özkaynak devir hızının yükselmesi, doğrudan özsermaye yetersizliği olarak değerlendirilmiş ve sermaye artırım gereği sonucuna ulaşılmıştır.

**(1,2, ve 6 nolu)** 3 firma hariç tüm firmalarda Kâr/Özkaynak oranının azaldığı görülmüştür. Bu sonuç, Finansman Gideri/Kâr oranı ile birlikte değerlendirildiğinde, aralarında yakın bir ilişki olduğu hemen göze çarpmaktadır. İncelenen firmalarda yüksek maliyetler ve özellikle yüksek finansman giderleri, kârlılığı büyük ölçüde etkilemiştir. Borç/Özkaynak yapısı zaten bozuk olan bu firmaların, daha fazla borçlanarak fon sağlamaları olanaksız görülmektedir. Çünkü finans kurumları, kredi verdikleri firmaların kâr oranlarının düşüşünü gözlemledikleri takdirde rotatif hale gelen kredileri dahi kestikleri ve firmanın kredi verilebilirliği olgusunda olumsuzlukla karşılaştıkları izlenimini yaratmaktadırlar. Bu nedenle özkaynağa gidiş kaçınılmaz hale gelmiştir.

Bunun yanısıra Kâr/Özkaynak oranı yükselen 2 firmada **(1,6)** ise sermaye artırımının gerçek nedeni yüksek kâr marjları değil, yine aşırı borçlanma ve yüksek finansman giderlerinin getirdiği yapısal bozukluklardır. Ancak Kâr/Özkaynak oranı % 33'den % 62'ye yükselen 2 nolu firma, özkaynak kârlılığını daha da artırabilmek için sermaye artırımı istemektedir.

Teorik açıdan bu şekilde yorumladığımız bu varsayımların aslında daha yüksek düzeyde doğrulama yüzdelerine sahip olmaları beklenebilirdi. **Bu sonuç ise bizi, firmaların sermaye artırım nedeni olarak bilanço ve gelir tablolarına yansımayan bazı gerekçeleri olabileceği sonucuna götürmektedir.** Gelecekte sağlanması planlanan yabancı kaynaklarla ilgili olarak kredi değerliliğinin artırılması ve buna yönelik özkaynak yapısının sağlamlaştırılması politikaları, yine gelecekle ilgili bir takım beklentiler, (örneğin yakın gelecekteki yatırım gereği, hatta bu yatırımın riskli, geleceğinse belirsiz olması durumunda) ortaklardan, firmanın ve sektörün niteliğinden kaynaklanabilecek psikolojik faktörler, hatta yönetim hataları bu aşamada akla ilk gelen gerekçeler olmaktadır.

Ancak yine de **elde edilen sonuçlar, sermaye artırımı olgusunun etkin bjr finansal yönetimle gerçekleşebileceği ve başarıya ulaşabileceği sonucunu ortaya koymaktadır.**

# KAYNAKÇA


COPALAND, T.; WESTON, F. (1983), **Financial Theory And Corporate Policy**, Second Edition, Addison-Wesley Publishing Company.

D.P.T., **Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı** (1985-1989), T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No: DPT-1974

HAKANSON, N.H. (1982), «Divident Policy and Valuation, Theory and Tests: To Pay Or Not To Pay Divident», **The Journal of Finance**, May 1982.

İ.S.O. Araştırma Dairesi, «Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu», **İstanbul Sanayi Odası Dergisi**, Sayı 247, 15 Eylül 1986

PINAR, C. (1970), **Sermaye Maliyeti ve Optimum Sermaye Bileşimi**, E.Ü., İ.T.B.F. Yayınları, No: 63, İzmir.

Türkiye Ticaret Sicili Gazeteleri, Çeşitli sayılar,

Resmi Gazete, Çeşitli sayılar.

SÜZEK, S. (1987), **Sermaye Artırımına Giden Anonim Ortaklıkların Finansal Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İzmir.

WESTON, F.; BRİGHAM, E.F. (1981), **Managerial Finance**, Seventh Edition, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois.

# FACTORS AFFECTING AND NECESSITATING EQUITY CAPITAL INCREASES IN BUSİNESS FIRMS

In developing countries like Turkey, «capital» has become a main problem both at macro and micro levels.

As a result, in macro sense application of policies and in micro sense financial management have been interrelated with «capital management».

As it known, our country has entered a very interesting area since 1980, which can be characterized by the variability and dynamism of the government policy applications and financial management. Shocks on the economy which are caused by the unstability of oil prices, negative effects of energy crisis and foreing currency shortage on lroduction, hign inflation, extremely low reserves of foreign currency and unfair distribution of income have become the main targets to be reached by the policies which have been applied after 1980.

In this sense policies aiming to pull the inflation downwards, to increase the supply of eneryg and foreign exchange in order to activate production and most importantly, to encorrurage exports are put into effect after 1980.

Especially, export incentive policies which are aiming to remove the crisis of foreign exchange has motivated private sector greatly and companies increased their capacity utilization rate, as woll as increasing their production capacities. Expansion of capacity has brought financial problems and companies have been confronted with the necessity to increase their equity capital.

This research was conducted to ascertain the factors which may help to forecast the outcome of capital increase before hand.