

GENEL OLARAK FİNANSAL YÖNETİM VE GELİŞİM SÜRECİ

- İşletmelerin kurulması, faaliyete başlaması ve devam etmesi için ön koşul, bu süreçte ihtiyaç duyulan varlıkların edinilmesi için gerekli sermayenin (fonların) sağlanmasıdır. Faaliyet gösterilecek fiziki mekânların, faaliyetlerin sürdürülebilmesi ve üretim yapılabilmesi için gerekli araç-gerecin, demirbaş ve donanımın, insan kaynaklarının, yeteri kadar nakdin ve stokların temini, kısacası tüm işletme fonksiyonlarının yerine getirilebilmesi, ancak hedeflenen işletme ölçeğine uygun miktarda ve nitelikte sermayeye sahip olmakla mümkündür.
- Teknolojik gelişmelerin üretim sistemlerinin gelişimini ve üretimin kısa sürede ve yüksek miktarda gerçekleşmesini mümkün hâle getirmesi, firmaların bu olanakları elde etmeleri için ihtiyaç duydukları kaynakların da artmasına yol açmıştır. Aynı zamanda siyasal ve ekonomik ortamın değişmesi ve serbest ticaret anlayışının yaygınlaşması, firmaların sadece yerel ve ulusal pazarlarda değil, uluslararası pazarlarda da yoğun bir rekabet ile karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur. Tüm bu gelişmeler, birçok alanda olduğu gibi firmaların yönetim anlayışını da değiştirmiş ve buna paralel olarak finansal yönetimin önemini artırmıştır.
- Finansman fonksiyonu en yalın hâliyle; bir işletmenin ihtiyaç duyduğu fonların en uygun şartlarla ve en uygun zamanda sağlanması (fon tedariki) ve en verimli biçimde kullanılması (fon tahsisi) olarak tanımlanabilir. “Finansal yönetim” kavramı ise finansal yöneticinin görev ve sorumluluk alanlarının belli bir ölçüde tarifi olarak ifade edilebilir. Finansal yönetim; finansal yöneticilerin İşletmenin iç ve dış dinamiklerini dikkate alarak belirledikleri gerçekçi hedefler (planlama) doğrultusunda, ihtiyaç duyulan fonların miktarını, kullanım süresini ve niteliğini tespit ederek buna paralel biçimde, en uygun zamanda ve en uygun koşullarla fon sağlama (tedarik) ve bu fonların en verimli ve en kârlı alanlara tahsis etmesi (kullanım-yatırım) işlevlerinin tamamını içeren bir süreç olarak tanımlanabilir.
- Finansal yöneticilerin temel uğraşları, 1950’lere gelinceye kadar muhasebe kayıtlarını tutmak, finansal raporlar hazırlamak ve işletme ihtiyaçları doğrultusunda fon tedarik etmek ile sınırlı kalmıştır. Bu tarihten sonra finansal yönetim anlayışında köklü değişikliklerin ortaya çıktığı gözlemlenmektedir. Finans yöneticileri, artık yukarıda bahsedilen fonksiyonlara ilaveten, finansal planlar, politikalar ve stratejiler belirlemeye, buna uygun olarak programlar oluşturmaya ve programların gerçekleştirilmesi için etkin yol ve yöntemler kullanarak sonuçları denetlemeye ve analiz etmeye başlamışlardır.
- 1980’li yıllardan itibaren de baş döndürücü bir hızla yaşanan teknolojik gelişmeler, işletmeleri bilgi toplamak, depolamak ve bunları kontrol ve analizde kullanmak için yeni yöntemler bulup geliştirmek konusunda yönlendirmeye başlamıştır. Bu süreçte ticaretin serbestleşmesi (liberalleşme) ve küreselleşme olgusu firmalar arasındaki rekabeti artırmış, bu nedenle kâr marjları daralan işletmeler de yeni finansman yöntemleri geliştirmeye çalışmışlardır. Görev tanımı değişen ve çerçevesi genişleyen finans yöneticilerinin doğal olarak sorumlulukları da artmış ve neredeyse işletme başarısı, bu fonksiyonların sağlıklı bir biçimde yerine getirilmesine bağlı hâle gelmiştir.

FİNANSAL YÖNETİMİN KAPSAMI, FONKSİYONLARI VE ÖNEMİ

- Finansman politikası genel olarak tedarik, üretim, pazarlama ve personel gibi işletmenin diğer fonksiyonel birimlerini de etkilediğinden, alınacak kararlara ve izlenecek politikalara adı geçen bölüm yöneticilerinin de katılmaları gerekir. Bu bağlamda finans yöneticilerinin genel olarak sorumlu oldukları görevler; finansal planlama, finansal analiz ve kontrol, varlık yönetimi, kaynak tedariki ve finansal sorunların çözümü olarak özetlenebilir.
- Finans yöneticilerinin görevleri arasında da ilk sırada yer alan, temel teşkil eden ve en önemli işlev finansal planlamadır. Finans yöneticisi, işletmenin amaç ve hedeflerinin belirlenmesi aşamasından başlayarak, işletmenin gelecekteki faaliyetleri hakkında geniş bir görüşe sahip olmalıdır. Bu görüş çerçevesinde firmanın kısa ve uzun vadeli fon ihtiyaçlarını belirlemek, nakit ve yatırım bütçelerini hazırlamak ve proforma mali tabloları düzenlemek finans yöneticisinin görev kapsamına girmektedir. • İşletmenin geçmiş dönemlerdeki faaliyet sonuçlarının incelenmesi, bunlara ilişkin veri ve bilgilerin analiz edilmesi ve yorumlanması, geleceğe ilişkin planlamaların etkin bir biçimde yapılabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle yöneticinin finansal analiz ve kontrol yöntemlerini iyi bilmesi ve ayrıca sağlıklı analiz ve yorumlar yapabilecek niteliklere sahip olması gerekmektedir.
- Varlık yönetiminde, çeşitli iktisadi varlıklara yapılan yatırımların optimize edilmesi (en uygun bileşimin sağlanması) ve bu sürecin etkinliğinin artırılması büyük önem taşımaktadır. Yönetici eğer

işletmenin piyasa değerini artıracaksa kârlılıktan ödün vererek faaliyet riskini azaltmalı veya aynı sonuca ulaşmak için finansman riski üstlenerek kârlılığı artırmalıdır.

- Faaliyetlerin devamını sağlamak ve yükümlülüklerin zamanında yerine getirilmesini temin etmek amacıyla finans yöneticisi, ihtiyaç duyulan kaynakları zamanında ve uygun koşullarla tedarik etmek ile görevlidir.
- Finans yöneticisi, yukarıda sayılan ve rutin olarak kabul edilen görevlerin dışında, işletmenin her zaman karşılaşmadığı, bu nedenle de özel sayılabilecek bazı konu ve sorunların çözümünde de kritik bir rol üstlenmektedir.
- Finansal yönetim sürecinde işletme değerini etkileyen kararlar ya da daha somut biçimde finansal yöneticinin alacağı kararlar, yatırım kararları, finansman kararları ve kâr dağıtım kararları olmak üzere özetle üç başlıkta toplanabilir. Finans yöneticisi, hem kendi bölümündeki bahsedilen bu kararları almakla ilgili hem de diğer bölümlerdeki işlevlerin gerçekleştirilmesinde önemli bir görev ve katkı yapar. Çünkü her bir bölümde alınan kararlar çerçevesindeki uygulamalar, az ya da çok, doğrudan ya da dolaylı olarak parasal kaynaklara ihtiyaç gösterir.
- Alınan her finansal karar; para, zaman ve risk gibi üç kritik faktörü bünyesinde barındırır. Finans teorisi temelde, gelecekteki nakit akımlarının değerlendirilmesi esasına dayandığı ve gelecekteki belirsizlikler değerlendirme konusunda hata yapma ihtimalini artırdığı için, sağlıklı bir finansal planlama yapılamaması, işletmenin başarı şansını önemli ölçüde azaltmaktadır.
- Satışlardaki dalgalanma, tedarik güçlükleri, stok kalemlerinin maliyetindeki artış, aşırı rekabet, ürünün demode olması, likidite sorunları, teknoloji, yönetimin becerisi gibi konular risk düzeyini belirler. Bu ve benzeri riskler de faaliyetlerin para ve zaman boyutunu doğrudan veya dolaylı biçimde etkilediği için, firmanın varlığını sürdürebilmesi açısından hayati öneme sahiptir. Bu nedenle finansal kararlar alınırken, ortaya çıkabilecek muhtemel durumların alternatif sonuçlar doğurabileceği de dikkate alınmalıdır.

YATIRIM (SERMAYE) BÜTÇELEMESİ

İşletmelerde belirli bir üretim gücünün elde edilmesi amacıyla yapılan her türlü harcamaya yatırım denir. Bu harcamalar, ister bilançonun aktif tarafında yer alan ve en fazla bir yıl içinde paraya dönüşme kabiliyeti olan dönen varlıklara yapılmış olsun isterse bilançonun aktif tarafında yer alan ve bir yıldan daha uzun sürede paraya dönüşme kabiliyeti olan duran varlıklara yapılmış olsun işletme açısından bu harcama yatırım sayılır. Dönen varlıklara yapılan harcamalarla duran varlıklara yapılan harcamalara yatırım diyoruz, fakat yatırımlar birçok farklılık gösterir. Yatırım, genellikle gelecek dönemlerde uzun süre yarar sağlama amacıyla, işletme sermayesinden kaynak ayrılmasıdır. Bir işletmede duran varlıklara yapılan yatırımlar, sermaye harcamaları; bu yatırımlarla ilgili yatırım planların yapılması, yani sermaye harcamalarının planlanması ise sermaye bütçelemesi olarak adlandırılır. Sermaye bütçelemesi, işletmelerde yeni, kârlı, verimli yatırım projelerinin araştırılmasını, bir yatırım önerisindeki teknik ve pazarlamaya ilişkin etkenlerin incelenmesini ve yatırım önerisinin kâr sağlama potansiyelini belirlemek için ekonomik analiz yapılmasını kapsayan çok yönlü bir faaliyettir. Yatırım Türleri İşletmeler açısından yaşamsal önem taşıyan yatırımların çeşitli yönlerden sınıflandırılması yararlıdır. Yatırımlar, farklı kriterler esas alınarak dört başlıkta sınıflandırılabilirler: Yenileme yatırımları Bu tür yatırımlar, mal ve hizmet üretiminin sürekliliği amacı ile sermaye yatırımını ifade eder. Bu tür yatırımlar, işletmenin üretimine devam edebilmesi için aşınmış, yıpranmış, teknolojik gelişmeler sonucu eskimiş olan duran varlıkların yenilenmesidir. Genişleme yatırımları İşletmenin kullandığı tesislerin genişletilmesi, satışları artırma amacıyla yeni pazarların ele geçirilmesi için yapılan yatırımlardır. Bu tür yatırımlar, genellikle kapasitenin artırılması, gelişmiş teknolojilerin kullanılması ile maliyetlerin düşürülmesi amacıyla yapılır. Bu tür yatırımlar, aynı zamanda işletmeleri büyümeye iten yatırımlardır. Stratejik yatırımlar Stratejik yatırımların sağlayacağı faydalar uzun sürede elde edilebileceği, işletmeye dolaylı yararları olan ve genel olarak verimliliği arttırmaya yönelik yatırımlardır. Modernizasyon yatırımları Bugünkü rekabet ortamında kâr etmek için işletmeler maliyetlerini azaltmak zorundadırlar. Modernizasyon yatırımları, işletmelerin daha çok maliyet tasarrufu sağlamalarına fırsat veren, üretim kapasitesini yükselten yatırımlardır. Bu tür yatırımlar, maliyet azaltımı amacı ile yapılan duran varlık yatırımdır. Yatırım harcamalarının tutarı Bir işletmenin bir projeye ayırdığı fonlar olup bu projeden para girişi elde edilmeye başlanıncaya kadar yapılacak tüm harcamaları içerir. Ayrıca bu tutar, sabit sermaye yatırımlarına ilave olarak net çalışma sermayesini de içermelidir. Çünkü üretim yapılabilmesi için kaynakların bir bölümünün çalışma sermayesine bağlanması gereklidir. İşçi ücretleri ve üretimin gerektirdiği diğer ödemelerin yapılabilmesi için para bulundurmadan, ham madde alımı için kaynak ayırmadan üretim ve satış yapmaya imkân yoktur. Yatırımın sağlayacağı faydalar Yatırımın sağlayacağı faydardan maksat, nakit girişleri olup bu nakit girişlerinin yıllara dağılımının da tahmini gerekir. Nakit girişleri ifadesiyle, bir yatırımın faydalı ömrü boyunca işletmeye sağlayacağı nakit girişleri anlaşılmalıdır. Yatırımın faydalı ömrü Faydalı ömür, bir yatırımın faydalı olarak üretimde bulunabileceği süreyi ifade eder. Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde, faydalı ömrün dikkate alınması gerekir. Yatırımın faydalı ömrü sonundaki hurda değeri Hurda değer, bir duran varlığın faydalı ömrü sonundaki piyasa değeridir. Hurda değerın sağlayacağı nakit girişi, yatırımın faydalı ömrü sonunda sağlayacağı nakit girişine ilave edilmelidir. Yatırımdan beklenen verim oranı Yatırım projeleri arasında seçim yapılırken yatırımdan beklenen verim oranının da belirlenmesi gerekir. Bir yatırımdan beklenen minimum verim oranı, yani yatırımın kârlılığı birçok faktörün etkisiyle belirlenir. Bunlar; piyasadaki faiz oranı, piyasadaki kazanç oranı, piyasadaki risksiz yatırımların verim oranı, bir yatırımın risklilik derecesi, ortakların ya da işletme sahibinin bu yatırımdan beklediği risk primi gibi faktörler beklenen verim oranının belirlenmesinde dikkate alınan faktörlerdir.

BELİRLİLİK ALTINDA YATIRIM PROJELERİNİN DEĞERLENDİRMESİ

Firmalar, bütün yatırım projelerini aynı anda finanse etmek, gerçekleştirmek olanağına sahip değildirler. Ne kadar güçlü, ne kadar geniş mali kaynaklara sahip olurlarsa olsunlar firmalar, sınırlı kaynakların kullanılması konusunda rekabet hâlindeki yatırım teklifleri arasında seçim yapmak, bunları önem derecelerine göre sıralamak ve bazı yatırımlardan bir süre için de olsa vazgeçmek durumundadırlar. Projeler, belirlilik veya belirsizlik varsayımı altında değerlendirilir. Belirlilik varsayımında, projeye ilgili yapılan tahminlerin kesinlik göstereceği kabul edilir. Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde belirlilik varsayımıyla yaklaşım yaygın olarak yapılmakta, her

işletme ve yatırımcı tarafından kolaylıkla uygulanmaktadır. Belirlilik varsayımı altında yapılan proje değerlendirme yöntemleri, kendi içinde ikiye ayrılmaktadır: Paranın zaman değerini dikkate almayan statik yöntemler ve paranın zaman değerini dikkate alan dinamik yöntemler. Belirlilik Varsayımında Proje Değerleme Yöntemleri ikiye ayrılır: A. Statik Yöntemler 1. Denetim yoluyla sıralama yöntemi 2. Toplam net nakit girişinin, yatırım tutarına oranı 3. Yıllık ortalama nakit girişlerinin yatırım tutarına oranı yöntemi 4. Ortalama yıllık gelirlerin yatırım tutarına oranı yöntemi 5. Geri ödeme dönemi B. Dinamik Yöntemler 1. Net bugünkü değer 2. İç kârlılık oranı 3. Kârlılık endeksi yöntemi

PARANIN ZAMAN DEĞERİNİ DİKKATE ALMAYAN STATİK YÖNTEMLER

Toplam Net Nakit Girişlerinin Yatırım Tutarına Oranı Yöntemi Bu yöntemde net nakit girişlerinin (NNG) toplamı, projenin yatırım tutarına bölünerek sıralama yapılmakta ve seçim yapılmaktadır. **Yıllık Ortalama Net Nakit Girişinin Yatırım Tutarına Oranı Yöntemi** Projelerin faydalı ömürleri süresince sağlayacağı ortalama nakit girişleri, proje yatırım tutarına bölünerek sıralama yapıp bu sıralamadan seçim yapılmaktadır. NNG, yıl sayısına bölünerek ortalama alınmaktadır. **Ortalama Yıllık Gelirin Ortalama Yıllık Yatırıma Oranı Yöntemi** Bu yöntemde vergi sonrası yıllık ortalama gelir, ortalama yatırım tutarına bölünür. **Geri Ödeme Süresi Yöntemi** Geri ödeme süresi, bir yatırımın sağlayacağı net para girişinin yatırım tutarını karşılayabilmesi için geçmesi gerekli zaman uzunluğudur, yıl sayısıdır. Bu yöntemin esası, bir proje için yatırılan paranın kaç yıl sonra geri alınabileceğinin hesaplanmasıdır. Bu yöntemde yatırım projelerinin çekiciliği geri ödeme süresi kısaltıkça artmakta, geri ödeme süresi uzadıkça azalmaktadır. Yatırımın sağlayacağı net para girişi yıllar itibarıyla değişiklik göstermiyorsa yatırım tutarı yıllık net para girişine oranlanarak geri ödeme süresi bulunur. Örneğin tutarı 10.000 TL ve yıllık net para girişi 2.500 TL olan bir yatırımın geri ödeme süresi; $GÖS = \text{Yatırım Tutarı} / \text{Yıllık Net Para Girişi}$ $GÖS = 10.000 / 2.500 = 4$ yıl Yatırımın net para girişi, yıllar itibarıyla dalgalanma gösteriyorsa yatırımın her yıl sağlayacağı net para girişleri yatırım tutarına eşit oluncaya kadar toplanmak suretiyle geri ödeme süresi hesaplanır. Örneğin; Yıllar A Projesi Net Nakit Girişi B Projesi Net Nakit Girişi 1 25.000 50.000 2 25.000 40.000 3 30.000 30.000 4 30.000 10.000 5 30.000 --□ Yatırım tutarı 100.000 100.000 A projesi, 100.000 TL yatırım tutarından ilk üç yılda 80.000 geri almış olup kalan (100.000-80.000) 20.000 TL'yi de 4. yıl içinde geri almaktadır. Fakat projenin kendini geri ödemesi; A Projesinin Geri Ödeme Süresi: $3 + 2/3$ yıl yani 3.67 yıl olarak bulunur. B Projesinin Geri Ödeme Süresi: $2 + 1/3$ yıl yani 2.33 yıl olarak bulunur. Bu durumda en erken kendini geri ödeyen proje olan B projesi, bu yöntemde göre kabul edilmelidir. Yöntemde eleştirilen bir konu; para akışı hesabında geri ödeme dönemini aşan süre ile ilgilenilmemesidir. Bu yöntemi benimseyen iş adamları, hemen daima birkaç yıl içinde geri gelebilecek yatırımlarla ilgilenirler. Bu yöntemin bir diğer eksikliği, paranın zaman değerini dikkate almamasıdır. Paranın Zaman Değerini Dikkate Alan Dinamik Yöntemler Net bugünkü değer yöntemi Bir yatırımın net bugünkü değeri (NBD), belli bir nakit iskonto oranına göre indirgenmiş gelirlerinin toplamı ile indirgenmiş toplam giderlerinin düşülmesinden sonra kalan farktır. Bu fark pozitif olmalıdır. Sermaye maliyetini bir iskonto oranı olarak dikkate alan ve böylece paranın zaman değerini göz önünde bulunduran net bugünkü değer yöntemi, yatırımcıların beklediği kârlılık düzeyini karşılayan yatırım projelerinin belirlenmesinde ve en çok kârı sağlayacak olan yatırımın hangisi olduğunun belirlenmesinde ve alternatif yatırımların kârlılığa göre sıralamasında bu yöntem kullanılmaktadır. Bir yatırımın net bugünkü değeri, yatırımın faydalı ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin belli bir iskonto oranından bugüne indirgenmiş değerleri toplamı ile yatırımın gerektirdiği nakit çıkışlarının aynı iskonto oranı üzerinden hesaplanmış bugünkü değerleri toplamı arasındaki fark olmaktadır. Bu fark pozitif olmalı ki kabul edilsin. Örneğin 18.500 TL değerindeki bir yatırım, 20.000 TL değerinde nakit girişi sağlayacaksa bu projenin NBD' i aşağıda gösterildiği gibi 1.500 TL'dir. Net nakit girişlerinin bugünkü değerleri toplamı 20.000 (□) Yatırım maliyetinin bugünkü değeri 18.500 Yatırımın Net Bugünkü Değeri 1.500 Değerlemeye tabi tutulan projelerin iç kârlılık oranını göstermemesi, sermaye maliyetinin yatırımın ekonomik ömrü boyunca değişmeyeceğinin varsayılması ve yapılacak seçime, dışarıdan objektifliği tartışılabilir bir öge (iskonto oranı) katılması bu yöntemin eleştirilen tarafıdır. Bununla birlikte, paranın zaman değerini ve yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlanan tüm nakit girişlerini dikkate alması, teorik açıdan tutarlı olması işletme amaçlarından birisi olan hisse senetlerinin piyasa fiyatını artırmanın üzerinde durması net bugünkü değer yönteminin üstünlüklerini oluşturmaktadır. Örneğin faydalı ömrü (5 yıl) boyunca her yıl 2.500 TL'lik net nakit girişi sağlayacak olan projenin tutarı 8.000 TL olup iskonto oranı % 15 ve hurda değeri sıfırdır. Bu projenin net bugünkü değer yöntemine göre değerlemesini yapalım. İç kârlılık oranı İç kârlılık oranı yatırımın gerektireceği nakit çıkışlarının bugünkü değeri ile ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin bugünkü değerini eşit kılan iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır. Yani yatırımın net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranıdır. İç kârlılık oranı, biri negatif net bugünkü değer veren en az iki iskonto oranı denenecek bulunur. Bulunan iç kârlılık oranı, kriter olarak kabul ettiğimiz iskonto oranından yüksek ise proje kabul edilir. Birden fazla proje söz konusu ise bahsi geçen kriterden büyük ve en yüksek olan iç kârlılık oranını veren proje kabul edilir. Kârlılık endeksi Kârlılık endeksi (KE) yöntemi (fayda – maliyet oranı), yatırımın faydalı ömrü boyunca sağlanacak nakit girişlerinin belli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değere getirilmiş

değerlerinin yatırımın bugünkü değere getirilmiş nakit çıkışlarına oranı olarak ifade edebiliriz. Net bugünkü değer yöntemi ile yakından ilgili olup kolay anlaşılabilir ve uygulanabilir bir yöntemdir. Kârlılık endeksi yönteminde yatırımın beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri başlangıç yatırım tutarına bölünmektedir. Dolayısıyla yatırım, pozitif bir net bugünkü değere sahipse kârlılık endeksi 1' den büyük olacaktır.

Önceki ünite de tanımlanan yöntemlerden hangisi uygulanırsa uygulansın, yatırım projelerini değerlendirir ve aralarında sıralama yapılırken risk unsurunu dikkate almamak veya tüm yatırımların karşılaşacağı riskin aynı olduğunu kabul etmek, sağlıklı bir tutum olmaz. Her yatırım projesinin farklı ölçüde risk taşıdığını söylemek gerçekçi bir tavır olacaktır. Ülke ve dünya ekonomisinde ortaya çıkacak gelişmeler, sektördeki rekabet, teknoloji deki hızlı gelişmeler, tüketici zevk ve tercihlerindeki değişimler, işçi-işveren ilişkilerindeki ortaya çıkacak sorunlar, yatırım projesinin kendisine ilişkin özellikler ve burada saymaya gerek duymadığımız çeşitli faktörler gibi nedenlerle her yatırım farklı ölçüde riskle karşı karşıyadır. Bu nedenlerle bir yatırımın sahip olacağı nakit çıkışlarına, sağlayacağı tahmin edilen nakit girişlerine ve yatırım için öngörülen faydalı ömre kesin olarak bakılamaz. Bir yatırımın fiilen sağlayacağı nakit akışlarının beklenen tutarlardan farklılık göstermesi olasılığı, yatırım projesinin riskini oluşturur. Yatırım projelerinin her birinin farklı ölçüde riske maruz kalacağını kabul etmenin bir gereklilik olduğu anlaşıldığına göre, bundan sonra yapılacak olan; bu risklerin nicel olarak belirlenmesi ve aralarındaki risk farklarını gidererek birbirleriyle aynı bazda karşılaştırılabilir hâle getirmektir. Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde risk faktörünün dikkate alınmasında 3 durumla karşılaşılır: Bunlar; belirlilik, risk ve belirsizlik olarak sıralanabilir. Belirlilik, verilecek kararların sonuçlarının kesinlikle bilinmesi durumudur. Risk, fiilî sonucun beklenen sonuçtan farklı olması ihtimali olarak tanımlanabilir. Belirsizlik ile risk arasındaki temel fark; riskte olaylar için olasılıkların öngörülmesine karşılık, belirsizlikte tahminlere ilişkin herhangi bir olasılığın öngörülebilmesidir. Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde risk faktörünü dikkate alan çeşitli yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemleri, 3 başlık altında toplayabiliriz. Riskli Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Kullanılan Başlıca Yöntemler Riske Göre Ayarlanmış İskonto Oranı Yöntemi Belirlilik Eşitliği Yöntemi Olasılık Dağılımı Yöntemi Riske Göre Ayarlanmış İskonto Oranı Yöntemi Bu yöntemde risk faktörü, öngörülen risk priminin ilavesiyle iskonto oranının yükseltilmesi yoluyla dikkate alınmaktadır. Yatırım projesinin net bugünkü değerini esas alarak karar verirsek: Önceki üniteden hatırlanacağı gibi net bugünkü değer yöntemi, yatırımın işletme dönemindeki (faydalı ömrü boyunca) net nakit akışlarının bugünkü değerleri toplamı ile yatırımın tesis dönemindeki nakit çıkışlarının bugünkü değerleri toplamı arasındaki farkın bulunmasını hedefler. Projenin kabulü için, bulunan rakamın pozitif olması gerekmektedir. Burada ise bugünkü değerler hesaplanırken kullanılacak iskonto oranına, yatırımın riskliliğini dikkate alan bir risk priminin ilave edilmesi gerekmektedir. Yatırım projesinin iç kârlılık oranını esas alarak karar verirsek: Yine önceki üniteden hatırlanacağı gibi iç kârlılık oranı yöntemi, bir yatırım projesinin net bugünkü değerini sifıra eşitleyen iskonto oranının bulunmasıdır. Bu durumda projenin kabulü için, burada bulunacak oranın risk primi ilave edilmiş olan iskonto oranından (yatırımdan beklenen asgari getiri oranı) büyük olması gerekir. Belirlilik Eşitliği Yöntemi Bu yöntemde yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı tahmin edilen net nakit akışları, yatırımın risk derecesini yansıtan bir katsayıyla düzeltilmektedir. Burada da uygulama net bugünkü değeri esas alarak ve iç kârlılık oranını esas alarak iki biçimde yapılabilir. Yatırım projesinin net bugünkü değerini esas alarak karar verirsek: Yatırımın gelecekte sağlaması beklenen nakit akışlarını, onların riskini temsil eden bir katsayıyla (düzeltme katsayısı: α) çarparak düzeltmemiz gerekmektedir. Diğer işlemler ise risksiz projelerdeki net bugünkü değer uygulamasında olduğu gibidir. Burada α , 0 ile +1 arasında, risk artışıyla ters yönde hareket eden bir katsayıdır. Başka bir ifadeyle yatırımın gelecek yıllarda sağlaması beklenen net nakit akışının tahminlerden sapma olasılığı arttıkça α küçülerek sifıra yaklaşacak, aksi durumda ise büyüyerek bire yaklaşacaktır. α aşağıdaki biçimde hesaplanır: $\alpha = \frac{\text{Riskli nakit akışı}}{\text{Risksiz nakit akışı}}$ Sonuçta yatırım projesinin kabul edilebilmesi için net bugünkü değer yine pozitif olması gerekecektir. Yatırım projesinin iç kârlılık oranını esas alarak karar verirsek: Burada da yine yukarıdaki gibi yatırımın gelecekte sağlaması beklenen nakit akışları, onların riskini temsil eden bir düzeltme katsayısıyla çarpılarak düzeltilen olacaktır. Diğer işlemler risksiz projelerin değerlendirilmesindeki iç kârlılık oranı yöntemi uygulamasında olduğu gibidir. Sonuçta projenin kabulü için, bulunacak iç kârlılık oranı, yatırımdan beklenen asgari kârlılık oranından büyük olmalıdır. Olasılık Dağılımı Yöntemi Yatırım projesinin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı tahmin edilen net nakit akışlarının beklenen değeri, her yıla ait nakit akış tahminlerinin, bunların olasılıklarıyla çarpımı yoluyla bulunur. Sonra da bulunan bu tutarlar risksiz iskonto oranı (yatırımdan beklenen asgari getiri) ile şimdiki değerlerine indirgenerek yatırım projesinin net bugünkü değeri bulunur. Birden fazla proje arasında seçim yapmak söz konusu olduğunda,

net bugünkü değeri daha büyük olan projenin seçilmesi gerektiğini biliyoruz. Ancak iki projenin net bugünkü değerleri birbirine çok yakın ise, projelerin değişim katsayılarını karşılaştırmamız gerekir. Bunun için önce projelerinin net nakit akışlarının standart sapmalarını buluruz. Daha sonra da her iki projenin değişim katsayısını buluruz. Değişim katsayısı, projenin standart sapmasının beklenen net bugünkü değerine bölünmesiyle bulunur. Değişim katsayısı daha küçük olan projenin riski daha küçük demektir. Sonuçta net bugünkü değerleri, birbirine yakın olan iki projeden değişim katsayısı küçük olanın seçilmesi gerekir. Riskli Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Kullanılan Diğer Yöntemler Bu yöntemleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz: Duyarlılık Analizi Yöntemi Senaryo Analizi Yöntemi Simülasyon Yöntemi Karar Ağacı Yöntemi

Duyarlılık Analizi Yöntemi

Bu yöntem yatırım projesinin net bugünkü değeri veya iç kârlılık oranının değişkenlerden birinde meydana gelecek belli bir değişime karşı ne ölçüde duyarlı olduğunu göstermeyi amaçlar.

Senaryo Analizi Yöntemi

Bu yöntem, duyarlılık analizinin bazı eksiklerini gidermeye yönelik bir analizdir.

Simülasyon Yöntemi

Olasılık dağılımlarından rastgele seçilen sayıların kullanımı olarak ifade edilebilir.

Karar Ağacı Yöntemi

Gelecekte beklenen olaylar ve karar seçeneklerine ilişkin grafiksel bir gösterim yardımıyla karar verme işidir.

Finans yöneticisinin en önemli görevlerinden birisi de işletmeye ihtiyaç duyduğu fonları temin etmektir. Bu görevi yerine getirirken en başta dikkate alacağı konu finans yönteminin gerek miktar, gerek vade ve gerekse maliyet açısından en uygun olanını tercih etmektir. İşletmelerde finanse edilmesi gereken kalemler, genel olarak dönen ve duran varlıklar olarak sınıflandırılabilir. Finans teorisinin en önemli kurallarından birisi de dönen varlıkların (çalışma sermayesinin) kısa vadeli fonlar, duran varlıkların ise uzun vadeli fonlarla finanse edilmesi gerektiğidir. Finansman kaynaklarının seçiminde kullanılan kriterleri genel olarak uygunluk, risk, hisse başına kâr, maliyet, esneklik, denetim ve zamanlama olarak ifade etmek mümkündür. Uygunluk kriteri: İşletmelerin ihtiyaç duydukları fonları temin ederken vade ve kaynak seçiminde genel olarak fonların kullanılacağı yatırım alanlarına dikkat etmeleri gerektiğini ifade etmektedir. Yatırım teorisinin en önemli kurallarından birisi, dönen varlık yatırımlarının kısa vadeli fonlarla, duran varlık yatırımlarının ise uzun vadeli fonlarla finanse edilmesi gerektiğidir. Risk kriteri: İşletmelerin zarar etmeleri veya bir finansal güçlükle karşılaşmaları durumunda en fazla etkilenecek olan işletme ortaklarıdır. Çünkü işletmelerin iflas etmeleri hâlinde ortaklar, tahvil faizleri ve imtiyazlı hisse senedi kâr paylarından kalanla yetinmek durumundadırlar. Hisse başına kâr kriteri: Bu kriter, hisse başına kârı en fazla sağlayacak finansman alternatifinin seçimini ifade etmektedir. Genel olarak hangi finansman türünün daha avantajlı olduğunu, işletmelerin satış düzeyi belirlemektedir. Maliyet kriteri: Bilindiği üzere tüm finansman kaynaklarının işletmeler için bir maliyeti vardır. Hisse senediyle finansman, işletmelere ihraç giderleri ve kâr payları gibi birtakım maliyet yüklerken borçlanmayla finansman ise faiz yükü getirmektedir. Ancak maliyet hesaplamaları yapılırken tahvil ihracı için veya banka kredisi için ödenen faizlerin vergiden indirilebilir gider kalemleri olduğu dikkate alınmalıdır. Oysa işletmeler, kâr payı ödemelerini gider gösterememektedirler. Esneklik kriteri: Bu kriter, işletmelerin daha önce başvurdukları finansman alternatiflerinin gelecekte finansman ihtiyacının olması durumunda kullanılabilecek alternatifleri sınırlamamasını ifade etmektedir. Denetim kriteri: İşletmelerin finansman seçimini etkileyen önemli faktörlerden birisi de denetim konusudur. İşletmeler, borçlandıkları ve imtiyazlı hisse senetleri ihraç ettikleri zaman mevcut kontrol durumu muhafaza edilmiş olur. Ancak hisse senedi ile finansman tercih edildiğinde, yeni hisse senetlerinin eski ortaklar tarafından alınmaması durumunda işletmelerin kontrol hakkı el değiştirebilmektedir. Zamanlama kriteri: Piyasadaki borçlanma maliyetlerinin ekonominin genel durumu ile doğrudan ilişkisi bulunmaktadır. KISA VADELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI Kısa vadeli borçlar; işletmelerin bir faaliyet dönemini (genel olarak bir yıl) aşmayan finansal borçları, ticari borçları, tahakkuk etmiş borçları ile uzun vadeli borçların bir yıl içinde ödenecek anapara ve faizlerinden oluşmaktadır. Kısa vadeli borçlar, genel olarak çalışma sermayesinin unsurlarından olan alacakların ve stokların finansmanında kullanılmaktadır. Ancak pratik hayatta, yatırım teorisi açısından doğru olmasa bile, duran varlıkların bir bölümünün uzun vadeli kaynak sağlanıncaya kadar kısa vadeli borçlarla finanse edildiği görülmektedir. Kısa Vadeli Ticari Krediler Genellikle bütün işletmeler ham madde, malzeme veya mal alışlarının önemli bir bölümünü diğer işletmelerden kredili olarak yapar. Başka bir deyişle, stokların finansmanında kısa süreli satıcı kredilerinden yararlanır. Ortalama olarak toplam kısa vadeli borçların %40 ila %60'ı ticari borçlardan oluşmaktadır. Kısa vadeli banka kredisi kullanmakta zorluk çeken işletmelerde bu oran daha da artmaktadır. Birçok işletmede, özellikle diğer finansman kaynaklarından yararlanma olanakları sınırlı bulunan küçük çaplı veya yeni kurulmuş firmalarda, satıcı kredileri en önemli kısa süreli finansman kaynağını oluşturmaktadır. Ticari kredilerin işletmelere maliyeti, peşin iskontosundan faydalanamamaktır. Örneğin işletmenin mal satın aldığı satıcısının satış politikasının 2/10, net 30 olduğu varsayıldığında, işletmenin borcunu 10 gün içinde ödemesi hâlinde %2 iskonto yapılacağı, kredinin vadesi olan 30 günde ödendiğinde ise bu iskontodan yararlanamayacağı ifade edilir. Bu durumda işletmenin yapması gereken, banka kredisi alma imkânı varsa her iki kredinin maliyetlerini karşılaştırıp peşin veya vadeli alıma karar vermesidir. Kısa Vadeli Banka Kredileri Kısa vadeli ticari kredilere alternatif olarak işletmeler, belirli zamanlarda çalışma sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak üzere banka kredisi kullanmaktadırlar. Kullanılan kredilerin anapara ve faiz ödemeleri ise stokların nakde dönüşmesi ve alacakların tahsil edilmesi ile gerçekleştirilir. Finansman Bonoları Finansman bonusu, genelde tanınmış ve itibarlı şirketler ve finansal kurumlar tarafından çıkarılan ve hazine bonusu gibi garantili olmayan kısa vadeli borçlanma senetleridir. Şirketler, yatırımlarını finanse etmek için kısa vadeli fon ihtiyaçlarını bankalardan kredi çekme yerine bir alternatif olarak bu

aracı kullanabilmektedirler. Finansman bonolarının yukarıda sayılan avantajlarının yanında, ancak tanınmış ve itibarlı şirketlerin bu yolla fon bulabilmeleri ve dar bir süre içinde ödenmesinin zorunlu olması gibi dezavantajları da mevcuttur. Factoring Factoring, mal satan veya hizmet arz eden ticari işletmelerin yurt içine veya yurt dışına yapacakları kredili satışlardan kaynaklanan kısa vadeli senede bağlı alacak haklarının factor veya factoring şirketi adı verilen finansal kuruluşlar tarafından satın alınmasıdır. Hukuki anlamda factor; mal satımı ve/veya hizmet arzı ile uğraşan firmaların, bu satışları sonucu doğan veya doğacak alacaklarını devralarak tahsilini üstlenen, bu alacaklara karşı peşin ödemelerde bulunarak finansman sağlayan, firmalara idari, ticari ve mali konularda verilen hizmetler karşılığı faiz, komisyon ve ücrete hak kazanan kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır. Factoring işlemi, kısa vadeli alacaklar için kullanılmaktadır. Vadeler, genellikle 30 ile 120 gün arasında değişmekte, bazen vade 180 güne kadar uzayabilmektedir. Factoring türleri Tam Hizmet Factoringi (Geri Dönülemez Factoring/ Non Recourse Factoring): Faktör, müşterinin mal ve hizmet satımından doğan alacakları satın alır. Satıcı belirli bir komisyon ve faiz ödeyerek satışla ilgili kayıtları tutmak, alacakları takip ve tahsil etmek, alıcının borçlarını ödeyememesi durumunda oluşabilecek zarar, alıcıya kendi kaynağını kullanarak kredili satış yapmak gibi iş yükünden ve risklerden kurtulmuş olur. Geri Dönülebilir Factoring (Gerçek Olmayan Factoring/With Recourse Factoring): Faktör, tam hizmet factoringde belirtilen, alıcının borçlarını ödeyememesi durumunda uğranılan zarar haricindeki bütün hizmetleri ve riskleri üstlenir. Alacakların vadede tahsili faktör tarafından yapılır, fakat tahsil edilemeyen alacaklar için faktörün satıcıya rücu hakkı saklıdır. Açık Factoring (Bildirimli Factoring/Disclosed Factoring): Burada satıcı alacağın faktöre temlik edildiğini ve ödemenin faktöre yapılması gerektiğini açıkça bildirir. Böylece borçlu, borç tutarını yeni alacaklı durumunda olan faktöre göndermek zorunda kalır, eski alacaklısına ödemedeki bulunduğu gerekçesiyle borçtan kurtulamaz. Örtülü Factoring (Bildirimsiz Factoring /Undisclosed Factoring): Daha çok geri dönülebilir factoringde uygulanan bu türde, alacakların devralındığı borçluya bildirilmez ve dolayısıyla faktör alacağı bizzat tahsil edemez. Fakat müşteri kendisine yapılan tüm ödemeleri faktöre devretmek zorundadır. Alacakların tahsil edilememesi hâlinde faktörün satıcıya rücu etme hakkı bulunmaktadır. Ön Ödemeli Factoring: Faktör'ün devraldığı alacakların belli bir limite kadar olan kısmını (genelde % 80'e kadar) nakit olarak satıcıya peşinen ödediği bir türdür. Ön Ödemesiz Factoring: Bu türde devralınan alacak için faktör, müşteriye herhangi bir ön ödeme yapmamaktadır. Barter "Barter" kelimesi İngilizce kökenli olup mal veya hizmetin takası (trampa edilmesi) anlamına gelmektedir. Bilindiği üzere takas, ticaret yapmanın bilinen en eski yoludur ve insanlığın ortaya çıktığı tarihlerden günümüze kadar ulaşan tek ticaret ve finansman metodudur. Mal ve hizmet değiş tokuşu, paranın kullanılmaya başlanmasından önce insanların ihtiyacı olan, ancak kendi üretilmediği veya tedarik edemediği malları elde edebilmelerinin tek yolu olmuştur. Barter, bir firmanın satın aldığı mal ve hizmetin bedelini kendi ürettiği mal veya hizmetle geri ödemesidir. Para olmaksızın yapılan, sahip olunan mal ve hizmete karşılık, ihtiyaç duyulan mal ve hizmetin satın alınması işlemidir. Bu sistemde de para kullanılmaktadır. Ancak diğer ticari işlemlerden farklı bir işlevi vardır. Zira burada para bir değer saklama aracı olarak değil (store of value), bir muhasebe birimi (unit of account) olarak kullanılmaktadır. Barter sistemi uygulamada, bir taraftan mal ve hizmetlerin satışında bir pazarlama ve satış tekniği olarak kullanılmakta, bir taraftan da bir finans tekniği olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sistemde barter organizasyonu bir mal ve hizmet havuzu oluşturmakta ve üyeler bu havuza borçlanmak suretiyle mal ve hizmet almakta, borçlarını da kendi mal ve hizmetlerini bu havuza sunarak ödemektedirler. Bunun avantajı açıktır. Firmalar birbirinden alım yapmakta, ancak sisteme borçlanmaktadır. Böylece satan tarafın alacağı garanti altına alınmakta ve arz eden taraf mal sattığı firmanın malını almak zorunda kalmadan ihtiyacı olan malı sistem içinden tedarik edebilmektedir. Barter sisteminde işlem yapmak, ancak barter organizasyonlarına üye olmakla mümkün olmaktadır. Barter üyeleri, mal ve hizmet arz veya taleplerini barter şirketlerine bildirmekte, barter şirketleri de internet yoluyla arz ve talebi üyesi durumunda bulunan diğer firmalara bildirmektedir. Böylece firmaların oluşturduğu bir arz-talep bilgi bankası oluşmakta ve abone firmalar kendi bilgisayarlarından bu bankaya ulaşabilmektedirler. Barter sisteminden yararlanan işletmeler, mal veya hizmet olarak ya sisteme borçlanmakta, ya da mal veya hizmet satarak sistemden alacaklı olmaktadır. Hemen belirtelim ki, burada önemli husus, malı alan firmanın satın aldığı firmaya değil, sisteme borçlanmasıdır. Bu sebeple barter şirketleri üyelerinden teminat göstermelerini istemekte ve bu teminat miktarına göre de bir satın alma limiti vermektedirler. Barter şirketlerine üye olan firmalar için bir takas hesabı açılmakta ve bu hesaplarda dolar ve euro gibi değişik para birimleri kullanılmaktadır. Diğer taraftan, üyeler barter sistemiyle yaptıkları işlemlerde satın aldıkları mal veya hizmetin faturasının bir kısmını nakit, bir kısmını da barter ödeme belgeleriyle yapabilmektedirler. Bu miktar alıcı ve satıcı arasında yapılan anlaşma ile belirlenmektedir. Uygulamada genellikle satan firma, kendi satın alma kapasitesine göre bu oranı tespit etmektedir. Sisteme mal arz edip malı satılmayanlar sisteme borçlu iseler teminat mektubunun çözüleceği döneme kadar beklenmekte ve borç nakit olarak kapatılmaktadır. Diğer Kısa Vadeli Kaynaklar Yukarıda bahsedilen kısa vadeli kaynaklar dışında, alacak senetlerinin iskonto ettirilmesi, alacak senetlerinin teminatı karşılığında avans alınması

1, alacak senetlerinin ve stokların rehin edilmesi gibi kaynaklardan bahsetmek mümkündür. Alacak senetlerinin iskontosu İşletmeler, alacaklarını senede bağlamışlarsa vadesi gelmeden bu senetleri bankaya verip iskonto ettirebilir veya krediye dönüştürebilirler. Bu durumda, senetlerin vadesi geldiğinde banka tarafından tahsil edilir ve kredi kullanılmışsa kapatılır. Vadesi geldiğinde senetlerin tahsil edilememesi durumunda işletme bankaya borcunu ödemek zorundadır. Alacak senetlerinin teminatı karşılığında avans alınması İşletmelerin kısa vadeli kredi kullanmak istemesi durumunda alacak senetlerinden doğan haklarını bankaya rehin vererek fon bulmalarını sağlayan bir yöntemdir. İşletmeler, bu şekilde gerek duydukça krediyi kullanmakta ve faiz ödemektedirler. Alacak senetlerinin ve stokların rehin edilmesi Bankaların işletmelerin ticari alacaklarının veya stoklarının rehini karşılığında verdikleri krediyi ifade etmektedir. Bu şekilde bankalar, kredilerin ödenmeme riskini ortadan kaldırmaktadırlar. Ancak bu tür kredilerin verilmesinde senetlerin bazı özellikleri taşıması gereklidir. Bunlardan bazıları, senetlerin fiyatları dalgalanma göstermeyen, kalitesi yüksek malların satışından elde edilmesi ve senet tutarlarının ve vadelerinin belirli sınırlar içinde olmasıdır.

ORTA VADELİ FON KAYNAKLARI

Orta vadeli fon kaynakları, genel olarak vadeleri 1-5 yıl arası olan fonlardır. Bazı ülkelerde 10 yıla kadar olan fonlar da orta vadeli fon kapsamında değerlendirilebilmektedir. Orta vadeli fonlar, işletmelerde devamlılık taşıyan fon gereksinimleri için kullanılır. Orta vadeli finansman kaynaklarını altı grupta ele almamız mümkündür.

Bunlar: • Orta vadeli banka kredileri, • Orta vadeli satıcı kredileri, • Orta vadeli tahviller, • Forfaiting, • Finansal Kiralama (Leasing), Orta Vadeli Banka Kredileri Orta vadeli banka kredileri, ülkemizde vadeleri en fazla sekiz yıla kadar olan kredileri kapsamaktadır. Kredi ödemeleri, anapara ve faizin eşit şekilde ödenmesi şeklinde olabileceği gibi, kredi kullanan işletmelerin gelecekte elde edecekleri gelirlere paralel olarak da yapılabilmektedir. Teminat olarak genelde maddi duran varlıklar gösterilmektedir. Orta vadeli banka kredilerinin genel olarak kullanıldığı alanlar şunlardır: • Sabit sermaye yatırımlarının finansmanı: Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin öz kaynaklarla yeni makine ve teçhizatlar almak veya mevcut tesislerini modernize etmek çok güçtür. Bu sebeple, orta vadeli banka kredileri bu yatırımlar için en uygun finansman yöntemlerinden birisidir. • Net çalışma sermayesini artırmak: İşletmelerin iş hacimleri genişledikçe kredili satışların payının yükselmesi ve peşin alımlar sebebiyle net çalışma sermaye ihtiyacı artacaktır. Özellikle kredili satışların vadelerinin bir yılı aşması durumunda kısa vadeli finansman kaynakları yetersiz geleceğinden, orta vadeli fon ihtiyacı duyulabilecektir. • İştiraklerin finansmanı: İşletmeler gerektiği hâllerde iştirak yatırımları için orta vadeli kredilerden faydalanabilmektedirler. Orta vadeli kredilerin en çok kullanılan şekilleri, teçhizat (taksitli donanım) kredileri ve dönen (rotatif) kredilerdir. Teçhizat kredileri, birçok işletme tarafından gelir sağlayan makine ve teçhizat alımı için kullanılmakta, ödemeler ise teçhizattan beklenen nakit akımlarına göre düzenlenebilmektedir. Dönen krediler ise önceden belirlenen kredi limiti aşılmamak kaydıyla tekrar borç almaya imkân veren kredilerdir. Bu şekilde işletmeler, geri ödeme yaptıkça kredi limitine kadar tekrar borçlanabilmektedir. Getirilen bu esneklikler karşısında bankaların aldıkları birtakım ücretler söz konusudur. Bu ücretler aşağıdaki gibidir: • İşletmenin krediyi arzu ettiği şekilde düzenleyebilmesi nedeniyle ortaya çıkan hesap ücreti, • Bankanın kredi kapasitesinin bir kısmını işletmeye ayırması nedeniyle talep ettiği taahhüt ücreti, • Baz puan olarak belirlenen faiz maliyeti. Orta vadeli kredi sunulmasının temel koşullarını aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür: • Projenin düzenli fon yaratacak nitelikte olması, • Firmanın sermaye yapısına uygun olması, • Uzun süreli satış ve kâr tahminlerinin yapılabilmesi, • Firmanın yeterli güvence sunabilmesi. Orta Vadeli Satıcı Kredileri Orta vadeli satıcı kredileri, genel olarak maddi duran varlıkların finansmanında kullanılan bir yöntemdir. Bu tür krediler, genellikle bir bankanın aracılığı ile sağlanır. Geri ödemelerin garantiye alınması için bir menkul varlığın veya gayrimenkulün rehini de söz konusudur. Uygulamada finansal kiralama hizmetleri yaygınlaştıkça orta vadeli satıcı kredilerinin kullanımının azaldığı görülmektedir. Orta Vadeli Tahviller Tahvil, devlet ya da özel işletmeler tarafından ihraç edilen orta veya uzun vadeli borçlanma senetleridir. Ülkemizde tahvillerin vadesi genel olarak yedi yıldır. Bu sebeple tahvilleri, orta vadeli bir finansman kaynağı olarak düşünebiliriz. Batı ülkelerinde bu tür tahvillerde geri çağrılabilirlik özelliği, sıklıkla kullanılmaktadır. Geri çağrılabilir tahviller, tahvilin ihraç edildiği döneme ait faizlerin ileriki zamanlarda düşmesi durumunda, mevcut tahvillerin geri çağrılması ve tekrar düşük faizli tahvil ihraç edilmesini ifade etmektedir. Forfaiting Forfaiting işlemi, ihracat işlemlerinden oluşan vadeli alacakların lehtarına rücu edilmeyecek şekilde satın alınması, bir başka ifade ile alacağın iskonto edilerek devralınması, bakiyenin satıcıya (ihracatçı) ödenmesidir. Bu işlemin amacı, ödemeler ile ilgili tüm risk ve sorumlulukların forfaitere aktarılmasıdır. Bir önceki üniteden hatırlanacağı üzere kısa vadeli bir finanslama aracı olan factoring işleminin de genel olarak içeriği forfaiting işlemiyle aynıdır. Ancak forfaiting işlemi yalnızca işletmelerin ihracat işlemlerinden doğan alacaklarını kapsamaktadır. Forfaiting işleminde genel olarak vadeli satışların süresi 6 ay-10 yıl arasındadır. Uygulamada süreler, 2 ila 5 yıl arasında değişmektedir. Forfaiting işleminin işletmelere faydalarını aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür. • Vadeli alacakların derhâl nakde çevrilmesi suretiyle likiditenin güçlenmesi, • Usulüne uygun olarak düzenlenmiş senetlerin (bono veya emre muharrer senet) forfaitera devredilmesiyle tahsilatla ilgili sorunların ortadan kaldırılması, • Banka borçlanmasının azaltılması, • Belirli bir iskonto oranı ile senetler nakde dönüştüğünden maliyetin kesin olarak bilinmesi. Forfaiting işleminde finansman maliyetleri, çoğunlukla işlemde kullanılan poliçe veya bonoların yazılı değerleri içerisine dâhil edilir

ve satıcının bankasınca sabit bir iskonto ile satın alınır. İskonto oranını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir: • Sözleşmenin süresi, • Alıcının bankasının ve bu bankanın bulunduğu ülkenin kredi değerliliği, • İşlemin yapıldığı döviz cinsi, • Para ve döviz piyasasının genel durumu. Bir kısa vadeli finanslama aracı olarak factoring ile orta vadeli finanslama aracı olan forfaiting işlemlerini karşılaştırdığımızda, aşağıdaki farklar ortaya çıkmaktadır. • İhracatçıya rücu farklılığı; factoring işlemlerinde belirli koşullarda tahsilatı yapılamayan senetlerin ihracatçıya rücu edilmesi olanaklı iken forfaiting işlemlerinde hiçbir şekilde ihracatçıya rücu söz konusu değildir. • Vade farklılığı; factoring 180 güne kadar olan kısa vadeli alacak haklarının forfaiting ise beş-on yıla kadar uzanan uzun vadeli alacak haklarının satışını kapsar. • İşleme konu mallar farklılığı; factoring de işleme konu olan tüketim malları iken forfaitingde işleme konu olan mallar yatırım mallarıdır. • Uygulama alanı farklılığı; factoring yerel ve uluslararası, forfaiting sadece uluslararası ticari işlemlerde uygulanır. • Devredilen risklerin farklılığı; factoringde ticari riskler satın alınırken forfaitingde ticari, ekonomik ve doğal afet riskleri de satın alınmaktadır. • Kullanılan dövizlerin farklılığı; factoring her türlü konvertibl döviz üzerinden yapılırken forfaiting, sadece belli başlı para birimi üzerinden yapılmaktadır. Finansal Kiralama (Leasing) Leasing, temelde bir orta vadeli kredi işlemidir. Alışılmış kredi ilişkisinden farkı, kredinin kiracıya nakit olarak verilmemesidir. Kiracı, işinde kullanmak üzere almak istediği sabit kıymeti seçer ve leasing şirketinden bu işlem için kendisine kredi tahsis edilmesi talebinde bulunur. Leasing şirketi, tahsis ettiği krediyi kiracının seçtiği malın alımında kullanır. Leasing şirketi, satın aldığı sabit kıymeti kiracının kullanımına tahsis eder. Kiracı, leasing yöntemiyle kiraladığı sabit kıymet için leasing şirketine aralarındaki sözleşme ile belirlenmiş kiralari öder. Finansal kiralama sözleşmeleri, 1985 tarihli 3326 sayılı Finansal Kiralama Kanunu gereği 4 yıldan kısa süreli olamaz. Ancak Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen bazı sabit kıymetler için süre 2 yıla kadar kısaltılabilir. Sözleşme süresi sonunda sabit kıymet finansal kiralama sözleşmesinde belirtilen sembolik bir bedel karşılığında kiracıya devredilir. Finansal kiralama sözleşmesine, taşınır ve taşınmaz mallar konu olabilir, fakat patent gibi fikrî ve sınai haklar sözleşmeye konu olamaz. Leasingde konu olabilecek konusu varlıklar aşağıdaki gibi sıralanabilir: • Tıbbi cihazlar, • Bilgisayarlar ve diğer bilgi işlem üniteleri, • Santraller ve haberleşme cihazları, • Enerji tesisleri, • Kara nakil vasıtaları, • Hava taşıma araçları, • Kuru yük gemileri, tanker ve diğer deniz taşıtları, • İnşaat makineleri, vinçler, iş makineleri, • Matbaa makineleri, • Her türlü tezgâh ve üretim makineleri, • Tekstil makineleri, • Komple fabrikalar, • Komple hastane, otel ve büro donanımları. Bir kiralama işleminin finansal kiralama sayılabilmesi için aşağıdaki kriterlerden en az birini taşıması gerekmektedir: • Kiralama dönemi sonunda, kiracıya, varlığı, beklenen piyasa değerinden daha düşük bir fiyata satın alma opsiyonunun tanınması. • Kiralama döneminin en az varlığın faydalı ömrünün %75'i kadar olması. • Kiralama dönemi sonunda varlığın mülkiyetinin kiracıya devredilebilmesi. Temel olarak leasing türleri şu şekilde sıralanabilir: Yurt içi Kiralama: Kiralayan şirket ile kiracının aynı ülkede faaliyet gösterdiği leasing türüdür. Uluslararası Kiralama: Leasing şirketinin ülke dışında olması ve leasing işlemlerinin bu şirket tarafından yürütülmesini ifade etmektedir. Finansal Kiralama: Kiracı açısından bir satın alma anlaşmasıdır. Kiralanan varlık kiracının bilançosunda bir varlık olarak yer almakta ve taahhüt edilmiş yükümlülükler de bilançoda gösterilmektedir. Diğer yandan varlığın amortismanı, kiracı tarafından ayrılmaktadır. Operasyonel Kiralama: Vadeleri, genellikle 3 ile 5 yıl arasında değişen, dönülebilir nitelikte ve kiralayanın yalnızca varlığın satın alınması ve sigortalanmasından sorumlu olduğu anlaşmalardır. Bu kiralama türünde vade, varlığın ekonomik ömründen daha kısadır. Operasyonel kiralama ve finansal kiralama türünü birbirinden ayıran farklılık, risklerin ve mülkiyetinin transferi ile ilgilidir. Satma ve Geri Kiralama: Bir varlığın kiralananın maliyeti, vergi avantajı nedeni ile satın alınmasından daha düşük olmaktadır. Bu tür işlemde satıcı ile kiracı aynı kişidir. Satışa Yardımcı Kiralama: Satıcı işletmeler, müşterilerine kendileri tarafından sağlanamayan vadeli ödeme planlarını leasing yoluyla önerebilirler. Satıcı, malı peşin olarak satarken alıcı da ilgili varlığı vadeli olarak almaktadır. Finansal kiralama işleminin işletmeler için avantajları aşağıdaki gibidir: • Türkiye'de oldukça kıt olan, orta ve uzun vadeli kaynak sağlar. • Leasing şirketi, kira ödemelerini işletmelere danışarak belirler. Böylece işletmenin ödeme gücü ve nakit akımı dikkate alınarak işletmeye özgü bir model oluşturulur. • Yatırımların teşvik belgesi kapsamında olması durumunda, finansal kiralama konusu sabit kıymetlere ait devlet destekleri finansal kiralama şirketine devredilmektedir. Finansal kiralama şirketi de devraldığı destek unsurlarını kira ödemeleri aracılığıyla kiracısına yansıtabilmektedir. • Şirketin operasyonel anlamda tüm birikimleri müşterilerin hizmetine sunulmaktadır. • Özellikle küçük ve orta ölçekli şirketler, genellikle bünyelerinde ithalat ve teşvik uzmanı bulundurmadıklarından, yatırım dönemlerinde bu uzmanlıklara ihtiyaç duymaktadırlar. Finansal kiralama şirketi, söz konusu hizmeti de işletmelere vermektedir. • Yatırımın finansal kiralama ile yapılması durumunda kiracının sadece alacağı sabit kıymeti belirlemesi yeterli olmakta, bundan sonraki ithalat, teşvik, sigorta, nakliye işlemleri şirket tarafından yapılmaktadır. Aynı şekilde özel izinlerle ithal edilebilen mallar için gerekli izinler de şirket tarafından alınabilmektedir. • Leasing sözleşmesi prosedürleri, banka kredi anlaşmalarındakilere nazaran çok daha basittir. Ayrıca kiralanan mallar leasing sözleşmesi süresince leasing şirketinin mülkiyetinde olduğundan, müşteriden

talep edilen teminatlar da banka kredilerine göre daha azdır. • Alımları yapılacak makine-teçhizat için şirketin kredi limitlerinin kullanılmasına gerek kalmamaktadır. Finansal kiralama işleminin sakıncaları ise aşağıdaki şekilde özetlenebilir: • Kiralanan varlığın mülkiyeti, kiraya verende kaldığı için kiralama dönemi sonunda varlığın satın alınmaması durumunda hurda değerden kiracı faydalanamayacaktır. • İşletmeler kiralama ile kullandıkları varlığın mülkiyetine sahip olmadıkları için varlıkları ipotek edemezler. • Kredi limiti dolmuş küçük işletmeler için kiralama, tek seçenek olarak kalmaktadır ve artan risk kira maliyetlerini artırmaktadır. • Sabit değerlerin kiralınması durumunda hızlandırılmış amortisman yönteminden faydalanılamamaktadır. • Uluslararası kiralamada ödemelerin dövizle yapılması nedeniyle kurda oluşabilecek kur farkları maliyetleri artırabilmektedir. Leasing işlemlerinde aylık kira ödemelerinin hesaplanmasında orta vadeli banka kredilerinin taksit hesaplanmasında kullanılan formülden faydalanılabilir.

GENEL OLARAK UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR

- İşletme faaliyetlerinde uzun yıllar kullanılacak varlıkların finansmanı için firmaların uzun vadeli fonlara ihtiyacı vardır. Uzun vadeli bu fonlar, ya işletme sahip veya ortaklarından öz kaynak fonları olarak ya da bunlar dışındaki kişi ve kurumlardan yabancı kaynak fonları olarak sağlanabilir. Öz kaynak fonları diğer bölümlerin konusu olduğundan bu kısımda sadece uzun vadeli yabancı kaynak fonlarından bahsedilmiştir.
- Uzun vadeli yabancı kaynaklar, sermaye yapısının oluşumunda büyük önemi olan, firmanın risk ve kârlılığını uzun süreler büyük ölçüde etkileyen kaynaklardır. Firmaların uzun vadeli yabancı kaynak ihtiyacı, genellikle kuruluş yıllarında ve büyüme dönemlerinde ortaya çıkar ve bu konuda alınacak kararlar, firma faaliyetlerini uzun yıllar derinden etkiler. Bu nedenle işletmeler, uzun vadeli yabancı kaynak finansmanına ya da başka bir ifadeyle uzun vadeli borçlanmaya karar verirken diğer finansman seçeneklerini, firmanın sermaye bileşimini ve borç ödeme konusundaki yeterliliği de göz önünde bulundurmak zorundadırlar.
- İşletmelerin banka ve benzeri kredi kurumlarından, sermaye piyasalarından ya da ilişkide oldukları üçüncü şahıslardan uzun süreli olarak borçlanmak suretiyle elde ettikleri fonlar, uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak ifade edilir. Uzun vade terimi, genel olarak bir yıldan daha uzun olan süreleri ifade etmesine rağmen, orta ve uzun vade şeklinde bir ayırım yapıldığı zaman, ülkemiz uygulamasında uzun vadenin 5 yıldan daha uzun bir süreyi kapsadığını söylemek yanlış olmaz.
- Bu tanıma uyan uzun vadeli yabancı kaynakla; banka ve benzeri kurumlardan sağlanan uzun vadeli krediler, tahviller, banka dışı finansman kurumlarından sağlanan krediler ve diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak birkaç başlık altında toplanabilir.

UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLARIN AVANTAJ ve DEZAVANTAJLARI

- Uzun vadeli yabancı kaynakların firmalara sağladığı bazı fayda ve üstünlükler şöyle sıralanabilir. - Yabancı kaynak finansmanının maliyeti, genellikle öz kaynak finansmanı maliyetinden daha düşüktür. - Yabancı kaynağın maliyeti genellikle sabit ve sınırlıdır. Borç verenlerin firmanın sağladığı kazançta ortak olma hakkı yoktur. - Yabancı kaynak finansmanında firmanın sahip ve ortakları mevcut hak ve yetkilerini sürdürmeye devam ederler. - Uzun vadeli borçlanma nedeniyle ödenen faizler bir gider kalemi olarak gelirlerden indirildiği için, daha düşük vergi ödenmesi söz konusu olur. - Borç (kredi) sözleşmesinde yer alması koşuluyla, borçlanma maliyeti esnek bir biçimde belirlenebilir. - Firma yabancı kaynak kullanarak, finansman kaldıracından yararlanır ve öz sermaye kârlılığı yükselir. • Yabancı kaynak finansmanının yukarıda sayılan üstünlükleri yanında firmalar açısından oluşturabileceği çeşitli sakıncalar da aşağıdaki başlıklarla ifade edilebilir. - Her şeyden önce yabancı kaynak kullanımı, firmaya uzun bir süre (borç vadesi boyunca) faiz gibi sabit bir ödeme yükümlülüğü getirir ve bu durum firmayı belirli bir risk altına sokar. Satışları düzenli olmayan, dalgalanma gösteren firmaların sabit faiz ödemelerini zamanında yerine getirememesi, firmanın faaliyetlerinin devamını ve varlığını tehlikeye düşürebilir. - Uzun vadeli borçlanmanın etkileri borç süresince devam ettiği için, işletme yöneticilerinin geleceğe ilişkin alacakları kararlardaki hareket kabiliyetleri azalır, - Uzun vadeli yabancı kaynaklar işletmenin bilançosunda bir borç kalemi olarak uzun süre görüneceğinden, işletmenin kredi değerliliği düşer. - Firmaların kullanabilecekleri uzun vadeli yabancı kaynaklar sınırsız değildir.

UZUN VADELİ YABANCI KAYNAK FİNANSMANI YÖNTEMLERİ

- Uzun vadeli yabancı kaynak sağlama konusunda kullanılan yöntemler, yukarıda da ifade edildiği gibi, banka ve benzeri kurumlardan sağlanan uzun vadeli krediler, tahviller, banka dışı finansman kurumlarından sağlanan krediler ve diğer uzun vadeli yabancı kaynaklar olarak birkaç başlık altında toplanabilir. • Ülkemizde ticaret bankaları, genellikle işletmelere kısa ve orta vadeli kredi kullandırdıkları için, uzun vadeli krediler çoğunlukla kalkınma bankaları tarafından sağlanmaktadır.
- Tahvil ihracı, uzun vadeli kaynak sağlama konusunda en yaygın yöntemdir. Ancak ülkemizde tahvil ihracı, özel sektör kuruluşları içinde sadece anonim şirketler tarafından yapılabilmektedir. Tahvil, anonim şirketlerin uzun vadeli kaynak sağlamak için çıkardıkları, belirli bir faiz oranı üzerinden dönemsel faizlerin ve vade sonunda anaparanın ödenmesi taahhüdünü içeren bir borçlanma senedir. Tahvil, anonim şirketlere ortak sayısını artırmadan uzun vadeli kaynak sağlama olanağı verirken riskten kaçınan tasarruf sahiplerine de birikimlerini sabit ve düzenli bir gelir elde ederek değerlendirmeleri imkânını sağlamaktadır.

- Şirketler, farklı yatırım anlayışına ve risk konusunda farklı tutumlara sahip tasarruf sahipleri için tahvil yatırımını özendirmek bakımından farklı özelliklere sahip tahviller çıkarmaktadırlar. Satış şansının artırılması amacıyla firmalar, dolaşım yeteneği yönünden, teminat yönünden, yatırımcıya sağladığı haklar yönünden ve geri ödeme yöntemi yönünden çeşitli türlerde tahvil ihraç etmektedirler.
- Dolaşım yeteneği yönünden tahviller, nama yazılı tahvil ve hamiline yazılı tahvil olarak iki ayrı şekilde çıkarılabilmektedir.
- Teminat yönünden tahviller, teminatsız ve teminatlı tahviller olarak ikiye ayrılmaktadır. Anapara ve faizlerin ödenmesinde hiçbir önceliğe sahip olmayan tahvillere teminatsız tahvil adı verilmektedir. Anonim şirketler çıkardıkları tahviller için gayrimenkullerini (taşınmaz mallarını) ipotek ettirerek teminat gösterebilmektedirler. Taşınmaz güvencesinin verildiği tahvillere “ipotekli tahvil” denmekte ve tahvil çıkaran şirket, tüm taşınmazlarını ya da bunların bir kısmını teminat olarak gösterebilmektedir. Tahviller için ihraççı kuruluş, sahip olduğu taşınır (menkul) varlıkları teminat olarak göstermişse, bu durumda “rehinli tahvil” söz konusu olmaktadır.
- Özellikle yatırımcılara sağladıkları haklar açısından tahvillerin, sabit ve değişken faizli tahviller, primli, ikramiyeli, indeksli, kâra iştirâklı ve değiştirilebilir tahviller olarak birçok farklı türde çıkarıldığı da görülmektedir.
- Geri ödeme yöntemi yönünden tahviller ise anaparası vade sonunda bir defada (defaten) ödenecek tahviller, anaparası eşit taksitlerle ödenecek tahviller ve anüitelerle geri ödenecek tahviller olarak türlere ayrılmaktadır.
- Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde, fonların el değiştirmesi ve verimli bir biçimde kullanılması mümkün olduğundan, özellikle küçük tasarrufların yatırıma aktarılmasını sağlayan sigortacılık sistemi de bu duruma paralel olarak gelişmektedir. Banka dışı finansman kurumları olarak nitelendirilen emeklilik ve hayat sigortası şirketleri, topladıkları küçük ve uzun süreli fonları, banka ve benzeri kurumlardan kredi kullanmaları oldukça güç olan küçük ve orta çaplı firmalara ipotek karşılığı kredi vermek suretiyle değerlendirmektedirler.
- Buraya kadar sayılan yöntemler dışında kalan ve diğer uzun vadeli yabancı kaynak sağlama yöntemlerini ise taşınmaz rehini ile güvence altına alınmış senet ihracı, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ve kâr ve zarar ortaklığı belgesi ihracı olarak örneklendirmek mümkündür.

ÖZ KAYNAK İLE FİNANSMAN

Öz kaynak (öz sermaye), işletmenin kuruluşu esnasında veya faaliyetlerini sürdürürken işletmenin sahip ve ortakları tarafından sağlanan kaynaklardır. Öz kaynak ilk akla gelen finansman kaynağı olmakla birlikte, işletmeler açısından devamlı bir kaynak niteliğindedir. Öz kaynakla sağlanan fonun tutarı çeşitli faktörlere bağlıdır. Bu faktörler; • İşletmenin büyüklüğü, • İşletmenin faaliyet gösterdiği sektör, • İşletme faaliyetlerindeki büyüme hızı, • Borçlanarak kaynak sağlama imkânı, • Oto finansman imkânı ve • Finansal piyasaların durumudur.

ÖZ KAYNAK İLE FİNANSMANIN AVANTAJLARI

Öz kaynak ile finansmanın işletmelere sağladığı bazı fayda ve üstünlükler şöyle sıralanabilir. • İşletmelere faiz gibi bir geri ödeme zorunluluğu yüklemes. • Sağlanan fonların belirli bir vadesi olmayıp, işletmeler için sürekli bir kaynak niteliğindedir. • İşletmelerin kredi değerliliğinin artmasını, borçlanma maliyeti düşmesini ve borçlanma kapasitesinin artmasını sağlar.

ÖZ KAYNAK İLE FİNANSMANIN DEZAVANTAJLARI

Öz kaynak ile finansmanın yukarıda sayılan üstünlükleri yanında bazı sakıncaları da bulunmaktadır. Öz kaynak ile finansmanın işletmeler açısından oluşturabileceği çeşitli sakıncalar şöyle ifade edilebilir. • İşletmeye yeni ortak alınması hâlinde, oy hakkının paylaşılmasına neden olur. • İşletmeye yeni ortak alınması, eski ortakların gelirlerinin düşmesine neden olabilir. • Genel olarak hisse senetlerinin çıkarılma ve satış maliyeti, tahvile göre daha yüksektir. • Fon sağlama süreci, borçlanmaya oranla daha güç ve zaman alıcı olabilir. • Öz sermayeye ödenen kâr payı (temettü), tahvil faizi gibi vergi matrahından düşülemez.

ÖZ KAYNAK İLE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Öz kaynak ile finansman 3 şekilde olabilmektedir. Bunlar; • Oto finansman, • Sermaye artırımı yoluyla mevcut ortaklardan finansman ve • Halka arz yoluyla finansmandır. Oto Finansman Oto finansman, bir işletmenin kendi kendini finanse etmesidir. Genel olarak elde edilen kârın tamamının veya bir kısmının dağıtılmayarak işletme bünyesinde tutulmasıyla sağlanır. Oto finansman 2 şekilde olabilir. Bunlar; • Açık oto finansman ve • Gizli oto finansmandır. Açık Oto Finansman Açık oto finansman, kârların işletmede tutulması sonucu ortaya çıkan finansman türüdür. 4 şekilde olabilir. Bunlar; • Dağıtılmayan kârlar • Yedekler • Amortismanlar • Karşılıklar Gizli Oto Finansman Gizli oto finansman, gizli yedek akçe ayrılması yoluyla yapılan finansman türüdür. Gizli yedekler, çoğunlukla varlıkların olduğundan düşük, amortisman oranlarının yüksek, şüpheli alacakların fazla veya borçların şişirilmesiyle oluşturulur. Sermaye Artırımı Yoluyla Mevcut Ortaklardan Finansman İşletmelerde ihtiyaç duyulan uzun vadeli finansman ihtiyacının oto finansman yöntemiyle sağlama imkânı yoksa veya bu yöntem kullanılmak istenmiyorsa mevcut ortakların sermaye paylarını artırmaları suretiyle ihtiyaç duyulan finansman sağlanabilir. Halka Arz Yoluyla Finansman Halka arz; bir anonim şirketin finansman ihtiyacını karşılamak için başvurduğu alternatif bir finansman yöntemidir. Halka arzın 2 şekli vardır. Bunlar; • İlk halka arz (halka açılma) • İkincil halka arz Eğer halka kapalı bir anonim şirket tarafından ilk defa hisse senetleri halka satılıyorsa bu ilk halka arz (halka açılma) olarak ifade edilmektedir. Önceden halka açılmış anonim şirketlerin tekrar hisse senedi satarak finansman ihtiyacını karşılamalarına ikincil halka arz denilmektedir. Burada önem arz eden ilk halka arzlardır. Çünkü ilk halka arz ile bir şirketin hisse senetleri ilk defa halka satılmakta ve sonuç olarak borsada alım satıma konu olmaktadır.

İLK HALKA ARZ (HALKA AÇILMA)

Şirketlerin halka açılmasıyla ekonomik büyüme ve kalkınma için gerekli olan sermaye birikiminin sağlanmasının yanında sermayenin de tabana yayılması gerçekleştirilmiş olur. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre ortak sayısı 500'ü geçen anonim şirketler halka açılmış olarak kabul edilmektedir. Halka açık anonim şirket olmanın en önemli sonucu, Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olmak ve bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) kaydına girmektir. SPK kaydına girilmesiyle birlikte halka açık anonim ortaklıklar, Sermaye Piyasası Mevzuatı'na ve SPK kararlarına uymakla yükümlüdürler. İlk Halka Arz (İHA) aşamasında şirketler, halka açılmanın sunduğu avantaj ve fırsatlar ile taşıdığı dezavantajları birlikte değerlendirerek kararlarını verirler. Böylece önemli etki ve sonuçları beraberinde getiren halka açılmanın şirketler açısından nihai bir hedef olmayıp bir çeşit tercih olduğu söylenebilir. İHA yoluyla elde edilen finansman daha çok • yeni yatırımlar • faaliyet hacmini büyüme • borç ödemeleri gibi alanlarda kullanılmaktadır. İHA'ya Karar Verme Şirketler için İHA sürecinde en

zor aşama karar aşamasıdır. İHA'ya karar verildikten sonra diğer aşamalar daha kolaydır. Bir şirketi halka açılma kararı vermeye yönlendiren birbirinden farklı faktörler vardır. Bu faktörlerden bazıları aşağıda verilmiştir. • Şirket, büyümek için ihtiyacı olan fonu İHA yoluyla sağlamayı seçebilir. • Şirket, çalışanlarını şirkete bağlamak için halka açılma yolu tercih edilebilir. Bu durumda kilit konumdaki çalışanlara halka açılırken hisse senetleri tahsis edilir. • Şirket, İHA sonrası kendine gazete ve dergilerin ekonomi sayfaları ile medyada daha çok yer bulabilir. • Şirketin yatırımcılar ve finansal kurumlar nezdinde kredibilitesi artar. İHA'nın Faydaları ve Sunduğu Fırsatlar Şirketler için genel bir durum olmayan halka açılma çok sayıda ve birbirinden farklı fayda ve fırsatlar sunmaktadır. Şirketlerin İHA ile sağlayacakları fayda ve elde edecekleri fırsatlar aşağıdaki gibi sıralanabilir: • Finansman sağlamak, • Likidite sağlamak, • Yurt içi ve yurt dışı yaygın tanıtım, • Kurumsallaşma, • Kredibilite, • Şirketin piyasa değerinin yükselmesi. İHA'yı Engelleyici Etmenler İHA'nın şirketlere sunduğu birtakım fayda ve fırsatlar halka açılmayı teşvik ederken, birtakım etkenler ise halka açılmayı engellemektedir. İHA'yı engelleyici etmenler, özet olarak aşağıda belirtilmiştir; • Halka açılma zor, uzun ve maliyetli bir süreçtir. • SPK ve BIST'in denetimi ve gözetimine tabi olunur. • Şirket ortakları, yönetim ve denetim haklarının kısıtlanmasını istemezler. • Hisse senetlerine yeterli talep olmaz ise bu durumun imaj ve prestij kaybına yol açabileceği düşüncesi. • Şirketle ilgili kamuya açıklanmak zorunda olan bilgilerle ilgili olarak ticari sır, rekabet vb. nedenlerle endişe duyulması. İHA'da Zamanlama Bir şirket halka açılmanın doğru zamanını belirlerken şu sorulara cevap aramalıdır; • Piyasanın durumu (ruh hâli) uygun mudur? • Piyasa sağlam mıdır yoksa kaygan mıdır? • Fiyatlar yükselmekte midir yoksa düşmekte midir? • İşlem hacmi yükseliyor mu yoksa düşüyor mu? İHA'da Üç Aktör İHA'da 3 aktör önemlidir. Bunlardan ilki halka arzı gerçekleştiren ihraççı firmadır. İkinci aktör, yatırımcılardır. Üçüncü ve son aktör ise aracı kurumlardır. İlk Halka Arz Süreci Bir şirketin hisse senetlerinin BIST'da işlem görebilmesi için, şirket hisse senetlerinin SPK kaydına alınması, halka arzın gerçekleştirilmesi ve BIST kotuna/pazar kaydına alınması gereklidir. Bu süreç bir dizi faaliyetlerin yerine getirilmesini gerekli kılmaktadır. İHA süreci; • İlk halka arza ön hazırlık süreci • SPK ve BIST'a başvuru ve sonrası süreç şeklinde iki kısımda incelenebilir. İlk Halka Arza Ön Hazırlık Süreci Halka açılacak şirketler, SPK ve BIST'a başvurmadan önce aşağıdaki ön hazırlıkları yapmaları gerekmektedir: 1. Şirket İçi Çalışma Ekibinin Oluşturulma 2. Aracı Kurumun Seçimi 3. Mali Tabloların Hazırlanması ve Bağımsız Denetim Şirketinin Seçimi 4. Genel Kurul Kararı ve Esas Sözleşme Değişikliği SPK ve BIST'a Başvuru ve Sonrası Süreç SPK ve BIST'a başvuru öncesi ön hazırlıklarını tamamlayan şirketleri yine birtakım işlemler beklemektedir. Bu işlemler aşağıdaki gibi sıralanabilir: 1. SPK ve BIST'a Başvuru 2. Tanıtım Faaliyetleri 3. SPK ve BIST Uzmanlarınca Şirket İncelemesi 4. Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması 5. Hisse Senetlerinin İHA'sı 6. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi 7. Borsa Kotuna Alınma ve İşlem Görmeye Başlama İHA İzahnamesi ve Sirküleri İHA izahnamesinde; şirkete ve İHA'sı yapılacak menkul kıymetlere ilişkin tanıtıcı bilgilere, SPK'nın muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan finansal tablolar ile bağımsız denetim raporlarına yer verilir. İHA sirkülerinde ise; İHA işlemlerine ve ne şekilde gerçekleştirileceğine ilişkin bilgilere yer verilir. Aracılık Yüklenim Sözleşmesi Halka açılacak şirketin hisse senetlerinin İHA'sının bu aracılık faaliyetini yürüten kurumlardan herhangi biri ile halka açılacak şirket arasında yapılacak bir aracılık yüklenim sözleşmesine bağlanması gerekmektedir. Aracı kuruluşların İHA'ya aracılık faaliyetleri ise iki şekilde yapılmaktadır: 1. En İyi Gayret Aracılığı: İHA ile satılacak hisse senetlerinin izahnamede belirtilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise ihraççıya iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder. 2. Aracılık Yüklenimi: Bu yöntemde aracı kuruluş tarafından ihraççı şirkete İHA ile satılacak hisselerin tamamının veya belirli bir kısmının satılacağı taahhüt edilmektedir. Aracılık yüklenimi dört şekilde yapılabilir. Bunlar; • Bakiyeyi Yüklenim • Tümünü Yüklenim • Kısmen Bakiyeyi Yüklenim • Kısmen Tümünü Yüklenim İHA'da Satış Yöntemleri İHA işlemi, daha önce izahname ve sirkülerde ilan edilen tarih ve yerde başlar. İHA'da genel olarak talep toplama yöntemi ve borsada satış yöntemi olmak üzere iki yöntem kullanılmakla birlikte talep toplanmaksızın satış şeklinde 3. bir yöntemde kullanılabilir. Talep Toplama Yöntemi Bu yöntem; sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama ve fiyat aralığı yoluyla talep toplama olarak üçe ayrılır. Her üç yöntemde de talep toplama süresi, en erken sirküler ilanını izleyen ikinci iş günü başlayabilir. Talep toplama süresi en az 2 iş günü, en fazla 30 gün olarak belirlenir. Borsada Satış Yöntemi Yukarıda özetlenen prosedür, hisse senetlerinin aracı kuruluşlar tarafından borsa dışında halka arz edilmesine ilişkin prosedürdür. Şirketler diledikleri takdirde hisse senetlerini borsada birincil piyasada da halka arz edebilirler. Talep Toplanmaksızın Satış Sermaye piyasası araçlarının belirli bir fiyat tespit edilerek yatırımcılardan talep toplanmaksızın halka arz yoluyla satışdır. Hisse senetleri, borsada işlem görmeyen halka açık şirketler bu yöntemi kullanabilirler. Ayrıca talep toplama yöntemlerinde de yeterli talep gelmemesi nedeniyle satılmayan paylar için bu yöntem uygulanır. Tahsislerin Belirlenmesi İHA izahnamesinde belirtmek kaydıyla; İHA'sı gerçekleşecek paylar izahnamede nitelikleri tanımlanan herhangi bir yatırımcı grubuna satılmak üzere, her bir yatırımcı grubu için yapılacak tahsisat oranlarına izahnamede ayrıntılı olarak yer verilmesi suretiyle, tahsis

edilebilir. Ön Talep Toplama ve Ek Satış Hakkı Ön Talep Toplama; Aracı kuruluş, hisse senetlerinin kayda alınmasından önce, yatırımcıların olası taleplerini belirli bir fiyat aralığından, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın toplayabilir. Ek Satış Hakkı; Şirketler, halka arzda toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması hâlinde, halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini geçmemek koşuluyla ek satış yapabilirler. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi Satış işlemi tamamlandıktan sonra, aracı kuruluş tarafından İHA'ya ilişkin satış sonuçları SPK ve Borsa'ya iletilir. İHA'da Maliyetler Halka açılmak isteyen şirket birtakım avantajlar elde edeceği gibi birtakım da maliyetlere katlanmak durumundadır. Halka açılma maliyetlerini 5 grupta toplamak mümkündür. Bu maliyetler; 1. Aracı Kuruluşlara Ödenen Ücretler, 2. SPK'ya Ödenen Ücretler, 3. BIST'ta Ödenen Ücretler, 4. Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'ye Ödenen Ücretler ve 5. Diğer Maliyet Unsurlarıdır. BIST Tarafından Şirketin İşlem Göreceği Pazarın Belirlenmesi Halka açılan şirketler BIST'da • Yıldız Pazar • Ana Pazar ve • Gelişen İşletmeler Pazarı olmak üzere 3 pazarda işlem görürler. İHA'da Fiyat Tespit Yöntemleri İHA'sı gerçekleşecek hisse senedinin fiyatının tespit edilmesinde birçok yöntem kullanılabilirle birlikte pratikte şu 2 yöntem ön plana çıkmaktadır. Bu yöntemler; 3. İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi 4. Piyasadaki Benzer Firmaların Oranlarından Faydalanma Yöntemi

GENEL OLARAK KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ve DEĞERLEMEYE İLİŞKİN TEORİLER

• Finansal yönetim süreci, yatırım kararları, finansman kararları ve kâr dağıtım kararları olarak ayrı başlıklarda sayılabilecek, ancak birbirini etkileyen ve destekleyen birçok politikanın bileşimi olarak ifade edilebilir. Kâr dağıtım politikaları ve bu politikaların firma değerinin belirlenmesindeki etkileri, özellikle son yıllarda daha fazla tartışılır hale gelmiştir. • Kâr dağıtım kararlarının firma değeri üzerinde etkili olup olmadığı, etkili ise bu etkinin belirlenip somut sonuçlar hâlinde ortaya konması konusundaki tartışmalar sürmekle beraber, genel olarak iki ayrı görüş ön plana çıkmaktadır. Bunlardan biri Modigliani ve Miller tarafından geliştirilen ve kâr dağıtımının firma değeri üzerinde etkili olmadığını, bu değeri belirleyen faktörlerin firmanın kazanç gücü ve riski olduğunu ileri süren ilişiksizlik teorisidir. Diğer ise bu görüşün tersine, yatırımcıların dağıtılan nakit kâr payı kazancını, dağıtılmayan ve yatırımlara aktarılan kârlar nedeniyle ileride elde edilecek sermaye kazancına tercih edeceklerini savunan Gordon ve Lintner tarafından geliştirilen eldeki kuş teorisidir. • Bu yaklaşım, yatırımcıların dağıtılan nakit kâr paylarını hazır olması ve belirsizlik taşımaması nedeniyle “eldeki kuş” olarak kabul ettiklerini öngörmektedir. Söz konusu yaklaşım, ayrıca yatırımcıların dağıtılmayan ve kazancı artırmak için yatırıma dönüştürülen kârlardan gelecek dönemler için sağlanacak kazancı ise hem uzak olması hem de risk taşıması nedeniyle “daldaki kuş” olarak algıladıklarını ve bu nedenle firma değerinin belirlenmesinde kâr dağıtım kararlarının etkili olduğunu ifade etmektedir.

KÂR DAĞITIM POLİTİKASI UYGULAMALARI

• Uygulamada firmaların kâr dağıtım konusunda farklı tercihleri olduğu görülmektedir. Bunlardan biri, artık kâr payı dağıtımını uygulamasıdır. Kâr dağıtım politikası uygulamada, yatırım fırsatlarından ve yatırımların finanse edileceği fonların varlığından önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu durum, bir firmanın kâr dağıtım oranına karar verirken, optimal sermaye bütçesini ve bu bütçeyi finanse etmek için ihtiyaç duyulan sermaye miktarını dikkate almasını ve optimal sermaye bütçesini desteklemek için ihtiyaçtan daha fazla kâr (artık kâr) mevcutsa kâr payı ödemesi gerektiğini ifade etmektedir. Artık sözcüğü, kâr paylarının sadece arta kalan kârlardan ödenmesi gerektiğini belirtmektedir. • Bu uygulamanın dışında bazı firmalar, her yıl sabit miktarda kâr payı dağıtmakta, bazıları ise dönem kârının belirli bir yüzdesi ile sabit oranda kâr payı dağıtımına gitmektedirler. Ayrıca firmalar politikalarını, dağıtılan kâr paylarını her yıl artırma şeklinde de belirleyebilmektedirler. Bunların dışında her yıl sabit bir gelir beklentisi içinde olan ortakların bu beklentilerine karşılık olarak düşük de olsa mutlaka her yıl bir miktar düzenli kâr payı dağıtımını, durumun uygun olduğu yıllarda yapılacak ek ödemelerle de bunu desteklemeyi amaçlayan politikalara da rastlanmaktadır.

KÂR DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

• Firmalar, kâr dağıtım konusundaki kararlarını sadece İlişiksizlik teorisi ve eldeki kuş teorisi yaklaşımlarına göre değil, aynı zamanda yasal çerçeve, firmanın likidite durumu, borç ödeme miktarı ve takvimi, yatırım planları, kârların yıllar içinde dalgalanması, ortakların vergilendirilme durumu ve enflasyon oranı gibi faktörlere göre de şekillendirmektedirler. • Kâr dağıtım politikalarına yasal çerçeve açısından bakıldığında, kâr dağıtım ile ilgili olarak hemen her ülkenin kendi ilgili kanunları ile belirlenmiş farklı hükümler bulunduğu görülmektedir. Ülkemizde de Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile kâr payının safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği hükme bağlanmıştır. TTK, kâr payı dağıtım ile ilgili olarak net kâr ilkesi, esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi ve firmanın borçlarını ödeme güçlüğü içinde olmaması ilkesi olarak üç temel ilkedен söz etmektedir. • Kâr dağıtım politikalarını etkileyen bir diğer faktör de firmanın likidite durumudur. Firmanın yüksek miktarda kâr elde etmiş olması, nakit çıkışı gerektiren ihtiyaçları için anında ve yeterli nakit fonlara sahip olduğu anlamına gelmeyebilir. Kâr dağıtım kararlarında sadece elde edilen kârın miktarını dikkate almak yeterli ve etkili olmaz, aynı zamanda kâr paylarını ödemekte kullanılacak nakit fonların var olup olmadığına da bakmak gerekir. • Bunların dışında da yukarıda ifade edildiği gibi, firmanın yatırım planları, elde edilen kârların dalgalı bir seyir izlemesi, ortakların vergilendirme durumu, fiyatlar genel düzeyi ve benzeri faktörler de kâr dağıtım politikalarının belirlenmesi konusunda etkilidir.

KÂR PAYI ÖDEME YÖNTEMLERİ

• Firmalar, kâr paylarını ortaklarına birçok farklı şekilde dağıtabilmektedir. Bu konuda en sık uygulanan yöntem nakit kâr payı dağıtımıdır. Kârın nakit olarak dağıtılabilmesi için firmanın yeterli likiditeye sahip olması gerekmektedir. • Bazen kârın ortaklara nakit olarak değil, bedelsiz hisse senedi

verilmesi şeklinde dağıtıldığı da (senet-temettü) görülmektedir. Bu durumda firma dönem kârının tamamını veya bir kısmını sermaye hesabına alarak sermayesini artırmakta ve artan sermaye tutarını temsil etmek üzere mevcut ortaklara hisseleri oranında yeni ve bedelsiz hisse senedi vermektedir. Bu uygulama sonucunda mevcut ortakların hisse sayıları artmış ancak toplam içindeki payı değişmemiş olmaktadır. • Kâr paylarının yeni hisse senedi verilerek ödenmesi suretiyle, hem nakit bir ödeme yapmadığı için firmanın nakit durumunun bozulmasının önlenmesi hem de piyasa fiyatı yükselmiş ve alım satımı zorlaşmış hisse senedinin, daha makul seviyelere inecek fiyatla, daha kolay işlem görmesi mümkün olmaktadır. • Senet-temettü şeklinde bir kâr payı ödemesi ile toplam hisse senedi sayısının artması sonucu, hisse başına kâr azalır ve kısa vadede hisse fiyatının da düşmesi beklenir. Ancak hisse başına kâr, hisse senedi sayısının artışına paralel olarak düşse bile, hissedarların elinde daha fazla hisse senedi olacağından, elde edecekleri kâr payı geliri toplam olarak değişmeyecektir. Ayrıca firma, bu yolla alıkoyduğu fonları kârlı yatırımlarda değerlendirdiğinde, gelecek yıllarda ortaklara daha yüksek miktarda kâr payı dağıtabilecektir. • Bunların dışında firmaların mevcut hisse senetlerinin bir kısmını geri satın alarak ortaklara nakit ödemede bulunması şeklinde de kâr dağıtımı yapılmaktadır. Firmalar, kendi hisse senetlerini geri satın alarak ortaklarına nakit ödemede bulunabilir. Bu uygulama başlıca iki amaca hizmet eder. İlki, firmanın sahip olduğu nakit fonları ortaklarına kâr payı olarak ödemek yerine, kendi hisse senetlerini geri satın almak için kullanmasıdır. Böylece mevcut hisse senedi sayısı azalacağı için hisse başına kazancın artması ve hisse fiyatının yükselmesi mümkün olabilir. İkincisi ise sermaye yapısının gereğinden fazla öz sermaye ağırlıklı olması durumunda, firmanın borçlanarak elde ettiği fonları, hisse senetlerinin geri satın alınmasında kullanılmasıdır. Bu durumda da firma, toplam sermaye içindeki öz sermaye oranını azaltmış olmaktadır.

İŞLETMELERDE BÜYÜME

Firmalarının değerini artırmak isteyen her işletme büyüme zorundadır. Bu büyüme, iç büyüme ve dış büyüme olarak iki şekilde gerçekleşir. İç büyüme; firmanın kendi öz kaynaklarıyla ve temin edebildiği yabancı kaynaklarla büyümesidir. Dış büyüme ise şirket birleşmeleri ve satın alınması şeklindeki büyümedir.

Şirketler; • sinerji etkisinden yararlanmak, • finansal güçlüklerle mücadele etmek, • riski azaltmak, endüstri, • ürün ya da hizmet çeşitlendirmesi yapmak, • yetenekli bir yönetime sahip olmak, • vergi avantajından yararlanmak • ölçek ekonomilerinden yararlanmak, • yeni pazarlara girmek gibi çok çeşitli amaçlarla şirket birleşmesi yapmaktadırlar. Büyümenin Yolları Büyüme iki şekilde gerçekleşir: İç büyüme İşletmelerin kendi kaynakları ve ellerindeki fırsatlarla, faaliyetlerinin sonucu oluşturdukları kaynakları ya da sağladıkları yabancı kaynakları yeni yatırımlara ayırarak büyüme, iç büyüme olarak tanımlanmaktadır. Bu tür büyüme, mevcut faaliyetlerin genişletilmesi yoluyla gerçekleştirilir. İşletmeler kendi kaynaklarına dayanarak iç büyümeye giderler. Dış Büyüme Bir işletmenin diğer işletme veya işletmelerin tamamını veya bir bölümünü ya da varlıklarını satın alarak büyümesi, dış büyüme olarak nitelendirilir. İşletmeler, başka işletmeleri tümüyle veya kısmen satın alarak ya da yönetim ve denetimlerini ele geçirerek büyümeyi, bazı koşullarda iç büyümeye yönlendirmektedirler. Birleşmeler amaçlarına göre, faaliyetler birleşme ve finansal birleşme olarak ayrılabilir. • Faaliyetler birleşme, iki işletmenin sinerjiden, ölçek ekonomilerinden yararlanma amacı ile birleşmeleridir. • Finansal birleşme ise, bir şirketin nakit fazlasını değerlendirme amacıyla işletme satın almasıdır. Büyüme Yönleri İşletmelerde büyüme, büyüyen şirketlerin bulunduğu sektör ve büyüme amaçlarına göre dört şekilde sınıflandırılmaktadır. Yatay büyüme Bir işletmenin faaliyette bulunduğu işkolundaki pazar payını artıracak şekilde büyümesidir. İşletme elde ettiği fonları aynı iş koluna yatırım yaparak veya aynı iş kolundaki bir şirketle birleşerek yatay yönde büyüebilir. Kendi fonlarıyla aynı işkoluna yatırım yaparak büyümesi iç yatay büyüme, aynı iş kolunda bir işletmeyle birleşme suretiyle işletmenin büyümesi ise yatay yönde birleşmedir. Dikey büyüme Dikey büyüme, işletmenin, hammadde üretiminden, tüketiciye satışa kadarki üretim zincirinin farklı halkalarındaki firmaların birleşmesi veya bir firmanın yatırımlarını bu yönde değerlendirmesidir. Dikey birleşmenin pazarda satış gücünün artırma, araştırma, reklam, iletişim ve üretim koordinasyonu masraflarını azaltma gibi etkileri mevcuttur. Benzer alanlarda büyüme Aynı temel endüstride faaliyet gösteren fakat herhangi bir alıcı-satıcı ilişkisi bulunmayan şirketlerin birleşmesidir. Bir işletme, birbirleriyle ilişkili fakat tümüyle aynı olmayan ve dikey bir bütünleşme oluşturmayan alanlara yatırım yaparak, ürünler üreterek büyüebilir. Çapraz büyüme Çapraz büyüme, bir işletmenin ana faaliyeti dışında yatırım yapma amacıyla bu işletmeleri satın alması, yönetimleri ele geçirmesi ya da onlarla birleşmesidir. Dünyada ve Türkiye’de Şirket Birleşmeleri Dünyada şirket birleşmeleri; • İlk dönemde genelde yatay birleşme, • ikinci dönemde dikey birleşme, • üçüncü dönemde karma birleşmeler şeklinde olduğu görülmektedir. Amerika’da yaşanan 5 şirket birleşme dalgası • I. Dalga (1987-1904) Bu dönem tekelleşmeye yönelik birleşme dönemidir. • II. Dalga (1916-1929) Mamul çeşitlendirme, pazar payı artırma gibi nedenlerden kaynaklanan dikey birleşmelerle piyasada hâkim konumuna gelmeye yönelik çabalar bu dönemde görülmektedir. Bu dönem oligopollerin ortaya çıktığı birleşme dönemidir. • III. Dalga (1965-1969) Faaliyet alanı dışında, farklı sektörlerde hedeflenen şirketlerin portföye alınmasına dayalı birleşmelerin ortaya çıktığı dönemdir. • IV. Dalga (1984-1990) Saldırgan ve hileli birleşmelerin yaşandığı dönemdir. • V. Dalga (1993 ve sonrası) Bu dönem, özellikle Avrupa ortak pazarına dönmek üzere büyük çaplı bankacılık, finans, telekomünikasyon, enerji, sağlık, ilaç, biyoteknoloji alanında mega birleşmelerin olduğu dönemdir. Osmanlı tarihinde gerçekleştirilen şirket birleşmelerinin ilki, 1874 yılında gerçekleşen Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane’nin birleşmesi olarak bilinir. Türkiye’de şirket birleşmeleri daha çok 1950’li yıllardan sonra, özellikle kamu ve bankacılık sektöründe görülmeye başlanmıştır. İşletmelerde Birleşmelere Sebep Olan Faktörler İşletmeleri dışsal büyümeye iten en temel sebepler şu şekilde sıralanabilir: • Finansmanda kolaylık: Birleşme vasıtasıyla şirketler bazı finansal kaynaklara daha kolay ulaşabilmekte ve şirketlerin borçlanma kapasiteleri artmaktadır. • Katma değer oluşturmak: Sinerji etkisi veya ölçek ekonomisinden faydalanma olarak da ifade edilebilir. Birleşen şirketlerin bütününe değerinin, firmaların ayrı ayrı değer toplamlarından daha büyük olması durumudur katma değer. • Üretim metodunu bütünleştirmek: Büyük sanayi işletmeleri genellikle hammadde kaynaklarına

veya tüketiciye doğru genişleyerek üretim süreçleri üzerinde maksimum seviyede kontrol ve koordinasyon sağlamak isterler. Bunun için de ya bir satıcıyla ya da bir müşteriyle birleşirler. • Firmayı daha iyi yönetmek: Firmanın üst yönetiminin yetersiz olması ve alt kademelerde bunu telafi edebilecek eleman yetişmemiş olması, yönetim kadrosu kuvvetli olan bir firmayla birleşme sebebi olabilmektedir. • Vergi avantajı elde etmek: Kârlı bir işletmenin zarar etmiş olan bir işletmeyi almasıyla, birleşen şirketlerin kâr zarar mahsupları yapılmaktadır. Yapılan mahsupla vergi matrahı düşmekte ve kârlı işletmenin ödeyeceği vergi miktarı azalmaktadır. • Psikolojik nedenler: İşletme sahibinin yönetim veya finans alanında kendini gösterme arzusu, daha büyük bir organizasyonu yönetme hırsı, modernliğini kaybetme korkusu birleşme kararlarında etkili olabilmektedir. Birleşme Şekilleri Birleşme Birleşme, iki şirketin tek bir şirket oluşturmak üzere bir araya gelmesidir. Sonuç olarak birleşen iki şirketin sahibinin bu birleşmeden finansal olarak fayda sağlayacağı beklenir. Yeni oluşan şirketin gelecekteki büyüme ve kazanç sağlama açısından kendisini oluşturan şirketlerden daha iyi durumda olacağı umulmaktadır. Bu yöntemde devralınan şirket devralan şirket içinde kaybolur. Devralma Bir işletmenin varlıklarının veya hisse senetlerinin bir başka işletme tarafından satın alınmak suretiyle ele geçirilmesidir. Devralma işleminde mülkiyet ve yönetim transferi gerçekleşir. Yönetim, satın alan işletme bünyesinde. Satın alınan şirketin hukuki varlığı devam etmektedir. Konsolidasyon İki veya daha fazla işletmenin hukuki varlıklarını sona erdirerek yeni bir işletme oluşturmalarıdır. Bu şekilde işletmelerin tüm varlıkları ve hakları yeni oluşan işletmenin olacaktır. Bu tür birleşmeler TTK'da tam birleşme olarak tanımlanır. Şirketler konsolide olduğunda daha geniş bir alanda, benzer işkolundaki şirketleri bir araya getirirler. Varlıkların Satın Alınması Varlıkların satın alınmasında, alıcı firma hedef firmanın varlıklarının tümünü veya bir bölümünü satın alır. Bu birleşme türünde alıcı firma hedef firmanın yükümlülüklerini üstlenmemektedir. Eğer hedef firma varlıklarının tümünü devretmişse, devir karşılığında aldığı, borçlarını ödedikten sonra ortaklarına dağıtarak tasfiye olabilir. Tasfiye olmadığı sürece alınan firmanın tüzel kişiliği devam edecektir. Takeover Takeover, iki şirketin kendi istek ve iradeleriyle birleşmesi anlamında, bir teklif fiyat ile hedef şirketin yönetiminin direncine karşın paylarını satın almaktır. Takeover tekniği, son yıllarda diğer şirketleri ele geçirmek için sıklıkla kullanılmaktadır. Takeover terimi, diğer bir şirket üzerinde bu şirketin yönetimi hatta bazı ortaklarının istememesine rağmen kontrol ya da sahiplik elde etmek isteyen bir şirketin genellikle sürpriz olarak ortaya çıkan bir çabasını ifade etmektedir. Birleşme ve Satın Alma Süreci Birleşme ve satın alma sürecini dört safhada incelemek mümkündür: Hedef firmaların belirlenmesi Hedef şirketler, alıcı firmanın büyüme yönüne, amacına, politikasına göre değişiklik göstermekle birlikte ortak olarak bazı finansal özellikler gösterirler: • Etkin çalışmayan firmalar • Pazar değerleri varlıklarının defter değerine göre düşük firmalar • Fiyat/kazanç oranı düşük olan firmalar • Likiditesi yüksek, borçlanma oranı düşük firmalar • Güvence olarak kullanılacak varlıkları bulunan firmalar Araştırma, inceleme, değerlendirme Hedef firmayı finansal açıdan inceleyebilmek için çeşitli bilgilerin elde edilmesine çalışılır. Birleşme ve satın almalarla ilgili üzerinde en çok durulan, en fazla zaman harcanan konu "İşletme değerinin belirlenmesi" konusudur. Birleşme ve satın almalarda kullanılacak değerlendirme yaklaşımları aşağıdaki gibi sıralanabilir: Defter Değeri: Bilançodaki sermaye ve sermaye alt hesaplarının, firmanın hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilen değere denir. • Tasfiye Değeri: İşletmenin tüm varlıkları satılarak borçlarının ödenmesinden sonra kalan değere likidasyon veya tasfiye değeri denir. Tasfiye değerini defter değerinden ayıran en önemli özellik işletmenin tarihi maliyetlerini değil cari değerini dikkate almasıdır. • Pazar Değeri: Birleşmek amacıyla taraflar arasında üzerinde anlaşılacak değerdir. Bununla birlikte, işletmenin bir bütün olarak alınıp satılması alışılmış bir durum olmadığından pazar değeri genellikle hisse senetlerinin pazar değerine göre ölçülür. Dolayısıyla etkin bir pazarın olmaması sermaye piyasalarının gelişmemiş olması durumunda hisse senedinin pazar değeri işletmenin gerçek değerinden uzak olabilecektir. • Fiyat/Gelir Yaklaşımı: Birleşmelerde işletme değerini belirlemede kolay uygulanabilir olması nedeniyle uygulamada çok kullanılan bir yöntem F/G çarpanıdır. Özellikle halka açık olmayan bir işletmenin değeri belirlenirken bu yöntemde başvurulmaktadır. • İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yaklaşımı: Birleşme ve satın almalarda temel değerlendirme yaklaşımı sermaye bütçelemesi teorisinden hareketle iskonto edilmiş nakit akışları yöntemidir. Birleşme ve Satın Alma Koşullarının Belirlenmesi Birleşme ve satın alma koşullarında, özellikle bedelin belirlenmesinde etkili olan faktörleri nicel ve nitel olarak iki başlık altında toplayabiliriz. Nicel faktörler • Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen gelirler ve firmaların büyüme hızları • Dağıtılan kâr payı oranı, hisse başına kazanç oranı, hisse başına kâr payı oranı • Hisse senetlerinin pazar değeri • Hisse senetlerinin fiyat/kazanç oranı • Birleşme veya satın alınan alıcı firmanın hisse senetleri değeri ve gelirler üzerine olan etkisi • Firmanın defter değeri • Firmanın tasfiye değeri • Firmanın işleyen teşebbüs değeri • Firmanın likidite durumu, net işletme sermayesi • Firma varlıklarının güvence olarak gösterilebilme imkânı Nitel faktörler • Birleşmenin yaratacağı sinerji etkisi • Yetenekli bir yönetim kadrosuna sahip olma • Füzyon yoluyla gerekli teknik ve araştırma kadrosu sağlama • Hedef firmanın sahip olduğu sınav hakları ve deneyimlerinden faydalanmak • Etkili satış organizasyonuna sahip olmak • Firmanın prestijini artırmak • Daha iyi bir kalite kontrolü sağlamak • Mevcut örgütü yenilemek Dış Büyümenin

Üstünlükleri Şirket büyümelerinin, birleşme ve firma satın alma yolu (dış büyüme) ile olabileceği gibi firmanın kendi kaynakları ve firma içi yatırımlarıyla da iç büyüme olabilir. Hızlı ve dengeli büyüme sağlanması Firma için birleşme ya da işletme satın alma yoluyla, yeni üretim araçlarının, yeni üretim teknolojisini, yeni ürünleri, üretim organizasyonunu çalışır durumda kısa sürede ve dengeli bir şekilde elde etmek olanağı vardır. Maliyeti düşük olması Üretim kapasitesinin genişletilmesi, yeni üretim araçlarının eklenmesi, iç büyümeye kıyasla mevcut bir işletmeye satın alınması hâlinde daha ucuza sağlanabilir. Satın alınacak firmanın pazar değeri ya da hisse senetlerinin borsa rayici, söz konusu işletmenin yeni kurulma maliyetinden daha düşük olabilir. Finansman kolaylığı Bir firma aktif ve pasifi ile satın alınırken, bedelin nakden değil, satın alan şirkete ait hisse senetleri verilerek ödenmesi halinde satın alma ek bir finansman ihtiyacı ortaya çıkmadan gerçekleştirilebilir. Düşük riskli olması Bir firmanın tek başına yeni bir ürün geliştirdiği, yeni üretim teknolojisi uyguladığı, yeni örgütlenme şekilleri denediği durumlarda belirsizlik daha fazla ve dolayısıyla bu amaçla yapılan yatırımlarda zarar etme olasılığı daha yüksektir. Birleşme veya satın alma alternatifinde denenmiş, gelir sağlama kapasitesi saptanmış, üretim araçları, üretim teknolojisi edileceğinden risk çok daha azdır. Firmalar arası rekabetin azaltılması Aynı endüstri dalında faaliyette bulunan firmaların birleşmeleri durumunda aralarındaki rekabet ortadan kalkacağı, eş güdümlü fiyat ve üretim politikası izlenme olanağı elde edilebileceği gibi, bu firmaların piyasa üzerindeki denetimleri de iç büyümeye kıyasla daha hızlı, fakat daha az riskli bir şekilde artabilir.

DEĞERLEME KAVRAMI

Yatırım, bir miktar kaynağın ya da paranın, daha yüksek bir miktar olarak geri alınacağı beklentisiyle belli bir süre için bir alana tahsis edilmesi, bağlanmasıdır. Belli bir miktar tasarrufu bulunan her özel ya da tüzel kişilerin bu tasarrufu ile yatırım yapabileceği çok sayıda seçenekleri vardır. Altın, gümüş, platin gibi kıymetli madenlere; arsa, daire, bina gibi taşınmazlara; bir işletme kurarak kendi işine ya da tahvil, hisse senedi gibi menkul kıymetlere yatırım yapabilir. Hangi yatırımın tercih edileceği, her bir yatırımcının beklentileri doğrultusunda her bir yatırım alternatifi için yaptığı değerlendirmeye bağlıdır. Finans literatüründe değer kavramı; kıymet, önem ölçüsü, paha, karşılık, görelî bedel, parasal bedel, fayda gibi ifadelerle tanımlanmaktadır. Anlaşılacağı üzere değer kesin ve genel kabul görmüş bir tanımla yapılmamakta, değer kavramının zaman zaman fayda, zaman zaman bedel, zaman zaman da fiyat kavramlarının eşanlamlısı olarak kullanıldığı görülmektedir. Ancak değer, bu kavramların tümü ile ilişkili ve etkileşim içerisinde olmakla birlikte tam olarak bu kavramlarla aynı anlamı taşımaz. Değerlemenin amacı, varlığın gerçek (içsel) değerini belirlemeye çalışarak, yüksek veya düşük fiyatlandırılıp fiyatlandırılmadığını ortaya koymaktır. Mevcut piyasa fiyatı gerçek değerden yüksekse, varlığın fiyatının düşeceği, aksi durumda varlığın fiyatının artacağı düşünülmektedir. Bu sebeple, bir menkul varlığın gerçek değerinin hesaplanması yatırımcının doğru kararlar alabilmesi için oldukça önemlidir. Fiyatın değerden farklılaşmasına yol açan başlıca etkenler şunlar olabilir: • Eksik bilginin ve ekonomide belirsizliğin olması, • Alıcı sayısının az olması, • Tarafların rasyonel hareket etmemesi, • Satışta pazarlığın olmaması, • Satılan ürünün ünü ve büyüklüğü, • Çeşitli hükümet politikaları ve sınırlamaları, • Alıcının piyasada tekel konumuna geçmek istemesi nedeniyle mal ya da hizmete değerinden fazla fiyat biçmesi, • Ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel farklılıklar ve bu faktörlerin konjonktürel durumu, • Kısa sürede satış yapmak amacıyla fiyatın değer altında belirlenmesi. Bir finansal varlığın değerini belirleyen üç temel faktör vardır. Bunlar; • Finansal varlıktan beklenen nakit akışlarının tutarı ve gerçekleşme zamanları, • Nakit akışlarının riskliliği ve • Yatırımcının yatırımdan beklediği istenen getiri oranıdır. **TAHVİL DEĞERLEMESİ**

Türk Ticaret Kanunu'nun 420. maddesine göre, "Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak, üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir." Yatırımcısına uzun vadeli sabit gelir sağlayan uzun vadeli bir menkul değer türüdür. Tahvil sahibine belirli tarihlerde faiz ve anapara ödemesi taahhüt eden orta ve uzun vadeli menkul kıymet türüdür. Tahvili çıkaran ihraççı ile borçlu arasındaki ilişki anaparanın ödenmesi ile son bulmaktadır. Hisse senedine göre daha az riskli olan bu araç değişken veya sabit faizli çıkarılabilir. Tahvil Değeri Tanımlamaları Başlıca değer tanımları nominal değer, piyasa değeri ve ihraç değeridir. Nominal Değer; Tahvilin üzerinde yazılı olan değerdir. Vade sonunda tahvil sahibinin eline geçecek para tutarıdır. İhraç Değeri; Tahviller nominal değerden ihraç edilebileceği gibi üzerinde yazılı olan değerden daha düşük bir değerden de primli olarak ihraç edilebilirler. Piyasa Değeri; Piyasa faiz oranlarına ve arz-talep koşullarına bağlı olarak tahvilin piyasada oluşan değeridir. Vade sonunda, piyasa değeri, nominal değere eşitlenir. Tahvil Değerlemesini Etkileyen Faktörler Tahvilin fiyatı esas olarak; kupon faiz oranı, vade, piyasa faiz oranı (beklenen verim oranı) ve vergi faktörleriyle belirlenir. Kupon Faizi Tahvilin değeri ile kupon faiz oranı arasında aynı yönde bir ilişki vardır. Faiz oranı yüksek olan bir tahvilin sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değeri, diğer faktörlerin sabit kaldığı varsayımı altında, düşük faizli bir başka tahvile göre yüksek hesaplanır. Vade Zaman faktörü tahvil değerlemesini etkileyen başlıca değişkenlerden biridir. Vade tarihinde tahvilin nominal değeri, çıkaran kuruluş tarafından tahvil sahibine ödenecektir. Böylece, tahvil değerlemesinde indirgeme oranı olarak kullanılan piyasa faiz oranı aynı kalsa bile, iskontolu bir tahvilin fiyatı zamanla artacak, primli tahvilin fiyatı ise giderek düşecek ve vade tarihinde nominal değere eşitlenecektir. Diğer bir deyişle, piyasa faiz oranı ne düzeyde olursa olsun, tahvilin vadesine kalan süre kıaldıkça piyasa fiyatı nominal değere yaklaşır. Piyasa Faiz Oranı Piyasa faiz oranı, yatırımcıların bekledikleri verim oranını yansıtmaktadır. Tahvil fiyatı, piyasa faiz oranı ile ters yönde ilişkilidir. Piyasa faiz oranı arttıkça, tahvilin değeri düşecektir. Vergi Faktörü Tahvillerin faiz gelirleri ve sermaye kazançları (alış fiyatı ile satış fiyatı ya da itfa bedeli arasında fark) üzerinden ödenen vergilerin de hesaplarda dikkate alınması ve vadeye kadar verim oranının vergiden sonra esasına göre belirlenmesi gerekir. Tahvil Değerleme Süreci Tahviller sabit getirili menkul kıymetler arasında en yaygın olarak kullanılan menkul kıymet türüdür. Borçlu taraf, devlet veya şirket, bu süre boyunca altı ayda bir veya yılda bir kupon faiz ödemesinde bulunur. Kupon

faiz oranı sabit ise tahvil sabit faizli tahvil olarak değerlendirilir. Ancak kupon faiz oranları tahvil sahiplerini enflasyon ve faiz oranı değişimlerinden kaynaklanan riske karşı korumak amacı ile değişken olabilir. Bu durumda tahvil değişken faizli tahvil olarak tanımlanır. Bazı tahviller için vadeleri boyunca kupon faizi ödenmez. Sadece vade bitiminde nominal değer ödemesi yapılır. Bu tahviller kuponsuz tahvil olarak isimlendirilir. Kupon faiz ödeme tutarı kupon faiz oranı ve nominal değer çarpımı ile hesaplanır. $\text{Kupon Faizi} = \text{Kupon Faiz Oranı} \times \text{Nominal Değer}$ Bir varlığın değeri varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değerlerinin toplamına eşittir. Bu açıdan bakıldığında değerlendirme problemleri paranın zaman değeri problemlerinden farklı değildir. Öncelikle varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akışlarını belirlemek gerekir. Bunu takiben uygulanacak iskonto oranı belirlenmelidir. Bu iskonto oranına göre nakit akışlarının toplam bugünkü değerinin bulunması ile varlığın değeri bulunmuş olur. Genel değerlendirme modelinin tahviller ve sabit getirili menkul kıymetler için uygulanması hisse senetlerine göre daha kolaydır. Tahvillerin vadesi ve nakit akışları bellidir. Nakit akışları kupon faiz oranı ve nominal değerden oluşur ve sabit faizli tahvillerde değişmez. İskonto oranı olarak piyasa faiz oranı veya tahvili ihraç eden şirketin riskine uygun getiri oranı kullanılmaktadır. Kupon faizlerinin ve nominal değer piyasa faizine göre iskonto edilmesi ile bulunan bugünkü değer tahvilin değerini belirleyecektir. Bu işlemde değişkenlik gösteren tek faktör iskonto oranı yani piyasa faiz oranıdır. Dolayısı ile tahvilin piyasa değeri piyasa faiz oranına bağımlı olarak değişmektedir. İskontolu tahvil, piyasa değeri (bugünkü değeri) nominal değerinden küçük olan tahvidir. Örnekte yer alan tahvil iskontolu tahvidir. Diğer bir ifade ile nominal değerinin altında bir fiyattan işlem görmektedir. Tahvil değeri, nominal değer, piyasa faiz oranı ve kupon faiz oranı arasındaki ilişki aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Kupon Faiz Ödemeleri 3 veya 6 Aylık Dönemlerde Yapılan Tahviller Tahvillerin kupon faiz ödemeleri yıllık olabileceği gibi üç veya altı aylık dönemlerde de yapılabilir. Altı aylık dönemlerde kupon faizi ödeyen bir tahvilin değerinin hesaplanmasında yıllık olarak belirlenen kupon faizini ve piyasa faiz oranını ikiye bölerek dönemsel kupon faizini ve dönemsel piyasa faiz oranını kullanmak gerekir. Aynı şekilde vadenin de iki katını alarak kupon faizi ödenecek toplam dönem sayısı değerlemede kullanılmalıdır. Bu hesaplardaki iki sayısı bir yılda iki altı aylık dönem ($12 \text{ ay} / 6 \text{ ay} = 2$) olmasından kaynaklanmaktadır. Kuponsuz Tahviller Kuponsuz tahviller, tahvilin vadesi boyunca kupon ödemesi yapmayan tahvillerdir. Tahvil sahibi sadece vade bitiminde nominal değeri elde eder. Bu tahviller gelecekte sadece bir nakit akışına sahiptir. Dolayısı ile tahvilin bugünkü değeri nominal değer faiz oranına göre iskonto edilmiş değerine eşittir. Kuponsuz tahvillerin bugünkü değerleri nominal değerlerinden düşük olacağından bu tahviller iskontolu tahvillerdir. Tahvilin vadesi uzadıkça bugünkü değeri düşecektir. Tahvil Getiri Ölçüleri Tahvillerin getirilerini ölçmede kullanılan farklı ölçüler kullanılmaktadır. Nominal getiri, cari getiri, elde tutma döneminde gerçekleşen getiri, vadeye kadar getiri (verimi) ve çağrılabilir tahviller için yaklaşık vadeye kadar getiri bunların başında yer almaktadır. Nominal getiri Nominal getiri tahvilin kupon faiz oranına eşittir. Nominal getiri kupon faiz oranının diğer ifadesidir. Tahvilin kupon faizinin nominal değerine oranı tahvilin nominal getirisi veya kupon faiz oranı olarak isimlendirilir. Cari getiri Cari getiri tahvilin kupon faizini tahvilin piyasa fiyatı ile ilişkilendirmektedir. Cari getiri kupon faizinin piyasa fiyatına bölünmesiyle elde edilir. Cari getiri kupon faizinin piyasa fiyatına oranına eşittir. Elde tutma döneminde gerçekleşen getiri Tahvilin vade sonuna kadar elde tutulması ve tahvilden kazanılan nakit akışlarının tahvilin iç verim oranı üzerinden tekrar yatırılması durumunda, tahvilin gerçekleşen getirisi ile vadeye kadarki getirisi aynı seviyede olacaktır. Fakat tahvilin vadeye kadar elde tutulmaması durumunda, gerçekleşen getiri ile vadeye kadarki getiri birbirinden farklı olacaktır. Dolayısı ile gerçekleşen getiri, tahvillerin vadesinden önce nakde dönüştürmek isteyen yatırımcılar açısından önemlidir. Gerçekleşen getiriyi hesaplayabilmek için, yatırımcının, elde tutma dönemi sonunda tahvilin piyasa değerinin ne olacağını tahmin etmesi gerekmektedir. Vadeye kadar getiri Tahvilin iç verim oranı olarak da bilinen tahvilin vadeye kadar getirisi (verimi), tahvilin hem kupon faizini hem alım satım kazancını (kaybını) göz önüne alan toplam getiridir. Tahvilin vadeye kadar getiri oranı (YTM, Yield to Maturity), tahvilin kupon faiz ödemelerinin ve nominal değerinin toplam bugünkü değerini tahvilin piyasa fiyatına eşitleyen iskonto oranıdır. Örnek Nominal değeri 1000 TL olan 8 yıl vadeli, yıllık %5 kupon faiz oranına sahip tahvilin piyasa fiyatı 850 TL'dir. Bu tahvilin vadeye kadar getiri oranını ve vadeye kadar ortalama getiri oranını hesaplayınız. Yaklaşık vadeye kadar getiri Yaklaşık vadeye kadar getiri, tahvilin ilk çağrılabilen tarihe kadar sağladığı nakit akışlarının bugünkü değerinin toplamını tahvilin piyasa fiyatına eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır. Bazı tahviller vadelerinden önce itfa edilebilirler. Bu tahviller geri çağrılabilir tahvil olarak adlandırılırlar. Tahvili ihraç eden taraf vadesinden önce tahvilin nominal değerini ve geri çağırma primini ödeyerek tahvilleri sahiplerinden geri alabilir. Bu geri çağırma işleminin en erken ne zaman yapılabileceği tahvil sözleşmesinde yazılıdır. Durasyon Bilindiği üzere tahvil değeri ile faiz oranları arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Durasyon tahvilin değerinin faiz oranlarındaki değişim ile ilişkisini gösterir. Yani piyasa faiz oranındaki %1'lik artış veya düşüşün tahvilin değerini % kaç düşürüp ya da yükselteceğini durasyon ile ölçeriz. İlk Macaulay (1938) tarafından önerilen durasyon, yatırımcıların yatırımlarını geri almak için beklemeleri gereken bugünkü

değer ağırlıklı zaman olarak tanımlanabilir. Dolayısı ile durasyon aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

HAZİNE BONOLARININ DEĞERLEMESİ

Hazine bonoları, devletin kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak için vadesi en fazla bir yıl olan ve Hazine tarafından ihraç edilen devlet iç borçlanma senetleridir. Hazine bonolarının ikincil piyasaları oldukça canlıdır ve istenildiği an nakde dönüştürebildiği ve repo işlemlerinde karşılık olarak kullanılabilirdiği için en çok bankalar tarafından talep görmektedir. Hazine bonolarının değerlemesi, vade sonuna kadar beklenmesi veya vade dolmadan önce satılmalarına göre yapılmaktadır. Hazine bonosu vade dolana kadar elde tutulursa, vade sonunda elde edilecek gelir bononun nominal değerine eşit olacaktır. Hazine bonosunun vade sonuna kadar bekletilmeyip satılması hâlinde bononun değeri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilir.

TÜREV ÜRÜNLER

1944 yılında ABD'nin görüşleri doğrultusunda belirlenen Bretton Woods sistemine göre; ABD'nin parası altına, diğer ülkelerin ulusal parası ise sabit bir kurdan ABD dolarına bağlanmıştır. Bretton Woods para sistemi 1960'ların sonuna kadar etkin bir şekilde çalışmıştır. Sistem 1973 yılında çökmüştür. Sistemde ulusal paralar sabit bir kurdan ABD dolarına bağlanmışken sistemin çökmesiyle birlikte ulusal paralar ABD doları karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır. Bretton Woods para sisteminin çökmesiyle birlikte mal ve hizmet fiyatları, döviz kurları ve faiz oranlarında çok büyük dalgalanmalar ortaya çıkmıştır. Bu durum uluslararası piyasalarda fiyat, kur ve faiz risklerinin oluşmasını neden olmuştur. Bu oluşan riskleri azaltmak hatta ortadan kaldırmak için türev ürünler ve bu ürünlerin işlem gördüğü türev piyasalar geliştirilmiştir. Türev ürünler; faiz oranı, döviz kuru ile fiyat risklerinden korunmak için geliştirilmiş ve fiyatları menkul kıymetler, tarım ürünleri gibi başka bir ürünün fiyatlarına bağlı olan ürünlerdir. Türev ürünlerin başlıcaları şunlardır; 1. Opsiyon sözleşmeleri 2. Futures sözleşmeleri 3. Forward sözleşmeleri 4. Swap sözleşmeleri Türev ürünlerden futures ve opsiyon sözleşmeleri borsalar gibi organize piyasalarda işlem görürken, forward ve swap sözleşmeleri ise organize olmayan tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedir. Futures ve opsiyon borsalarında, sözleşmelerin konusu, vadesi ve fiyatları ile ilgili çeşitli standartlar bulunmaktadır. Forward ve swapta ise, sözleşmeye taraf olanların pazarlık gücüne bağlı olarak fiyat, vade ve diğer koşullar belirlenmekte, dolayısıyla belirli bir standardın olmadığı işlemlerdir. Türev ürünler riske karşı korunma sağlayan, başka bir ifadeyle riskleri yönetilebilir hale getiren araçlardır. Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları Türev ürünlerin temel kullanım amaçları dört tanedir. Bunlar; • Riskten korunma, • Spekülasyon, • Arbitraj ve • Kaldıraç etkisinden yararlanmadır. Riskten korunma Riskten korunma (hedging), maruz kalılabilecek risklerden korunmak amacıyla yapılan işlemleri kapsar. Riskten korunmak isteyen yatırımcının amacı kar elde etmek değil, gelecekte ortaya çıkabilecek zararı en aza indirmektir. Türev ürünler; faiz oranı riski, kur riski ve fiyat riski gibi risklerin yönetiminde, kişi ve işletmeler tarafından yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Spekülasyon Türev ürünlerin başka bir kullanım amacı, spekülasyon veya kâr elde etme amacıdır. Spekülasyon, tahmin ve beklentilere bağlı olarak, fiyatlardaki artışlardan kar elde etmek amacıyla alım-satım yapılmasıdır. Arbitraj Arbitraj; fiyat farklarından yararlanmak amacıyla para, kıymetli maden, tahvil, hisse senedi ve türev ürünlerini bir piyasadan düşük fiyata alıp bir diğer piyasada daha yüksek fiyata satma işlemidir. Bu işlem sayesinde arbitrajcı piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarını kullanarak kâr sağlama amacı taşır. Kaldıraç etkisi Yatırımcılar, düşük bir sermaye ile çok yüksek tutarlı varlıklara sahip olabilirler. Böylece yatırımcılar kaldıraç etkisi yardımıyla küçük miktarda yatırımla büyük miktarda pozisyon alarak yüksek kazanç elde edebilirler.

OPSİYON SÖZLEŞMELERİ

Opsiyon; opsiyona dayanak oluşturan belli miktardaki malı, finansal ürünü, sermaye piyasası aracını veya ekonomik göstergeyi önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir süre içinde satın alma veya satma hakkı veren bir sözleşmedir. Opsiyon sözleşmesinde iki taraf bulunmaktadır. Taraflardan opsiyon sahibi sözleşmedeki haklarını kullanma veya kullanmama tercihinin sahiptir. İsterse haklarını kullanır, istemezse kullanmaz. Diğer taraf ise opsiyon sahibi sözleşmedeki haklarını kullanırsa sözleşmenin kendine yüklediği sorumlulukları yerine getirmekle mükelleftir. Bir Opsiyon Sözleşmesinde Bulunması Gereken Bilgiler Bir opsiyon sözleşmesinde aşağıdaki bilgiler bulunmaktadır. Tercih hakkının türü: Alım opsiyonu veya satım opsiyonu Opsiyonun tipi: Avrupa veya Amerikan tipi opsiyon Opsiyona konu mal veya kıymet: Hisse senedi, buğday vb. Kullanım fiyatı: Opsiyonun sağladığı hakkın kullanım fiyatı Opsiyon primi: Opsiyonun fiyatı Vade sonu: Aralık ayının 2. cuması, ocak ayının ilk iş günü gibi Tercih hakkı bakımından opsiyon sözleşmeleri Opsiyon sözleşmeleri tercih hakkı bakımından alım opsiyonları ve satım opsiyonları olmak üzere iki tanedir. Vade bakımından opsiyon sözleşmeleri Opsiyon sözleşmeleri vade bakımından Avrupa tipi opsiyonlar ve Amerikan tipi opsiyonlar olmak üzere iki grupta incelenir. Avrupa tipi opsiyon sözleşmelerinde, alım ya da satım hakkı sadece vade tarihinde kullanılabilir. Vade tarihinden önce herhangi bir işlem yapmak mümkün değildir. Amerikan tipi opsiyon sözleşmelerinde ise, alım ya da satım hakkı opsiyon sözleşmesinin vadesine kadar olan süre içinde herhangi bir zamanda veya vade tarihinde kullanılabilir. Bu opsiyon sözleşmeleri kullanım hakkı açısından daha fazla esneklik sağlamaktadır. Bu nedenle uluslararası işlemlerde çok daha yaygındır. Kullanım fiyatı Kullanım fiyatı, opsiyon kullanıldığı takdirde sözleşmeye konu olan mal veya kıymetin alınıp satılacağı fiyattır. Opsiyon sözleşmesinin kullanım fiyatı, opsiyon anlaşması

yapıldığı sırada alıcı ve satıcı arasında belirlenir. Opsiyon primi Opsiyon sözleşmesini alan taraf, opsiyon sözleşmesini satan tarafa sözleşmenin sunduğu haklar karşılığında bir bedel öder. Bu bedele opsiyon primi veya opsiyon fiyatı denilmektedir. Opsiyon primi taraflar arasında serbestçe belirlenir. Amerikan tipi opsiyonlar sağladıkları esnekliklerden dolayı Avrupa tipi opsiyonlara göre daha yüksek bir prim karşılığında alınır ve satılır. Opsiyon Piyasası İşlemleri Opsiyon sözleşmesi satın alan tarafın vade sonuna kadar üç alternatifi vardır. Bunlar; • Almış olduğu opsiyonu satabilir. • Opsiyonu kullanabilir. • Kullanım süresi dolana kadar bekler ve kullanmaz, dolayısıyla ödediği opsiyon primi kadar zarar eder. Opsiyonu satan tarafın da üç alternatifi vardır. Bunlar; • Satmış olduğu opsiyon sözleşmesini satın alarak pozisyonunu kapatabilir. • Opsiyonu sattığı taraf hakkını kullanmak isterse yükümlülüğünü yerine getirir. • Kullanım süresi dolana kadar opsiyonu alan taraf hakkını kullanmazsa aldığı opsiyon primi kadar kâr elde eder.

FORWARD SÖZLEŞMELERİ

Belirli bir varlığın (emtia, döviz, menkul kıymet, altın gibi) belli bir tarihte belli bir fiyattan alınmasını veya satılmasını öngören ve herhangi bir standardı olmayan sözleşmelere forward sözleşmeler denilmektedir. Forward sözleşmelerde, alım-satım konu olan varlığın fiyatı, miktarı, özellikleri, teslim yeri, ödeme tarihi ve diğer özel şartlar belli bir şekilde bağlı olmaksızın alıcı ve satıcı arasında serbestçe belirlenmektedir. Bu sözleşmelerin standart olmamaları ikincil piyasalarının oluşmasını engellemektedir. Forward Sözleşmelerinin Özellikleri Forward sözleşmelerinin temel özellikleri şunlardır; • Sözleşmelerin alınıp satıldıkları organize bir piyasaları yoktur. • Sözleşmeler çeşitli iletişim araçları ile gerçekleştirilmekte ve fiyatlar müşterinin saygınlığına göre değişmektedir. • Sözleşmeler birbirlerini çok iyi tanıyan ve birbirlerine güvenen kişi ve kuruluşlar arasında yapılır. • Sözleşmeler standart olmayıp, taraflar sözleşmeye konu olan ürün ile ilgili tüm ayrıntıları serbestçe belirlerler. • Sözleşmeler üçüncü kişilere devredilemez ve takas edilmezler. • Sözleşmelerin iptali tarafların anlaşmalarıyla mümkündür. • Sözleşmelerin vadesi geldiğinde tarafların yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekir. • Sözleşmelerde sözleşmenin gerçekleşme anına kadar tarafların birbirlerine ödeme yapmaları söz konusu değildir. • Sözleşmelerde başlangıçta bir teminat zorunluluğu yoktur. Forward Sözleşmelerin Türleri Forward sözleşmeleri her türlü emtia, döviz, menkul kıymet, altın gibi varlıklarla ilgili olarak yapılabilir ve yapıldıkları varlığa göre isimlendirilir. Finansal piyasalarda daha çok yapılan forward sözleşmelerini iki grupta toplamak mümkündür. • Forward döviz sözleşmeleri • Forward faiz oranı sözleşmeleri Forward döviz sözleşmeleri Forward döviz sözleşmeleri, döviz kuru riskinden korunma yöntemleri içerisinde en fazla kullanılan yöntemdir. Bu sözleşmeler, tarafların belirli bir miktar dövizin kararlaştırılan bir fiyattan ileride bir tarihte teslim edilmek koşuluyla bugünden yapılan sözleşmelerdir. Forward faiz oranı sözleşmeleri Forward faiz oranı sözleşmeleri belirli miktardaki anaparayı önceden belirlenmiş bir faiz oranından, yine önceden belirlenmiş bir tarihte borç almak ya da borç vermek amacıyla yapılan bir sözleşmedir. Burada amaç kişi ve kurumların kendilerini gelecekteki faiz oranı değişmelerine karşı korumaktır. **FUTURES**

SÖZLEŞMELERİ

Standart miktar ve kalitede bir varlığın önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte teslim etme ya da teslim almaya ilişkin düzenlenmiş standart sözleşmelere futures sözleşmeleri denir. Futures sözleşmeleri, forward sözleşmelerde meydana gelen güven eksikliğini giderebilmek amacıyla geliştirilmiş olan organize futures piyasalarında işlem görür. Futures sözleşmelerinin vadesi, vade sonundaki teslim fiyatı, teslim biçimi ve yeri, fiyat artış aralığı, sözleşmeye konu olan finansal varlık veya ürünlerin tüm belirleyici özellikleri sözleşmede açıkça belirlenir. Örneğin buğdaya dayalı bir futures sözleşmesinde buğdayın türü, miktarı, tüm özellikleri ve teslimine ait tüm bilgiler bulunur. Futures sözleşmeleri ile forward sözleşmeleri arasındaki temel farklılıklar aşağıda Tablo 11.1'de özetlenmiştir. Tablo 11.1: Futures Sözleşmeleri İle Forward Sözleşmeleri Arasındaki Temel Farklılıklar Futures Sözleşmeleri Forward Sözleşmeleri İşlemler organize borsalarda gerçekleştirilir. İşlemler tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilir. Sözleşmeler standarttır. Sözleşmeler tarafların ihtiyaçlarına göre düzenlenir. İkincil piyasaları vardır. İkincil piyasaları yoktur. Teminat yatırmak zorunludur. Teminat sistemi yoktur. İşlemler çoğu zaman ters pozisyonla kapatılır. İşlemler vade sonunda teslimle sonuçlanır. İşlemler takas odası aracılığıyla yapılır. Takas odası yoktur. Bütün yatırımcılara hitap eder. Genellikle bankalar arasında ya da bankalarla büyük yatırımcılar arasında yapılır. Futures Sözleşme Türleri Futures sözleşmelerinin dayandığı ya da yazıldığı varlık finansal bir ürün ya da gösterge olabileceği gibi fiziksel bir mal olabilir. Dayandığı varlıkların türüne göre futures sözleşmeleri; finansal futures sözleşmeleri ve mal futures sözleşmeleri olmak üzere ikiye ayrılır. Finansal Futures sözleşmeleri; • Döviz futures sözleşmeleri, • Faiz futures sözleşmeleri, • Hisse senedi endeksi futures sözleşmeleri, • Kıymetli metal endeksi futures sözleşmeleri, olmak üzere dört grupta toplanır. Mal Futures sözleşmeleri ise; • Zirai mal futures sözleşmeleri, • Sınai mal ve metal futures sözleşmeleri, • Enerji futures sözleşmeleri, olmak üzere üç grupta toplanır.

SWAP SÖZLEŞMELERİ

Swap İngilizce kökenli bir sözcük olup Türkçe olarak “takas etmek”, “değiş-tokuş etmek” anlamlarına gelmektedir. Swap sözleşmeleri, iki tarafının karşılıklı olarak ödemelerini takas ettikleri bir finansal

sözleşmedir. Swap sözleşmeleri tüm gerçek ve tüzel kişiler arasında yapılabilmektedir. Ancak uygulamada bu sözleşmeler daha çok uluslararası kurumlar, uluslararası fonlar, merkez bankaları, çokuluslu şirketler, ihracatçı-ithalatçı şirketler ve bankalar arasında yapılmaktadır. Swap piyasalarının en önemli kurumu bu piyasalarda doğrudan işlem yapan veya aracı kurum olarak bulunan bankalardır. Swap Sözleşmelerinin Türleri Piyasalarda beş tür swap işlemi yapılmaktadır. Bunlar; • Faiz swapları, • Döviz swapları, • Kredi riski swapları, • Mal swapları ve • Hisse senedi swapları'dır. Piyasalarda beş tür swap işlemi yapılmakla birlikte bunlardan en yaygın olarak kullanılanları faiz swapları ve döviz swaplarıdır. Faiz swapları Faiz swapları en yaygın olarak kullanılan swap türüdür. Faiz swap sözleşmeleri; farklı borçlanma kaynaklarından benzer vadeli ve aynı miktarda anapara borçlanmış iki tarafın, gelecekte belirli tarihlerdeki faiz ödemelerini karşılıklı olarak değiştirdikleri bir anlaşmadır. Döviz swapları Döviz swap sözleşmeleri; iki taraf arasında yapılan ve üçüncü kişilere olan döviz ödeme yükümlülüklerinin takas edilmesini sağlayan bir anlaşmadır.

EKONOMİK VE FİNANSAL BAŞARISIZLIK KAVRAMLARI

• İşletmeler belli ekonomik amaçlar doğrultusunda kurulur ve faaliyetlerini bu hedeflere ulaşmak için sürdürürler. Genel olarak amaçların gerçekleştirilmesi başarı, gerçekleştirilememesi ise başarısızlık olarak kabul edilir. • Katlandığı maliyetlerden daha yüksek tutarda gelir elde eden işletmeler, kazanç sağlama amacına ulaştıkları için ekonomik açıdan başarı sağlamış, bunun tersi bir durumla karşılaşan işletmeler ise ekonomik başarısızlığa uğramış olurlar. • Ekonomik başarısızlık, genel anlamda işletme gelirlerinin, işletme maliyetlerini karşılayamaması durumu olarak ifade edilebilir. Daha farklı bir söyleyişle, işletmenin faaliyetleri sonucu ulaştığı yatırım kârlılığının, sermaye maliyetinden düşük olması hâli olarak tanımlanabilir. İşletmeler için arzu edilmeyen bir durum olmasına rağmen, çoğunlukla genel tabloda büyük değişikliklere yol açmayabilir. Ancak bu sürecin uzaması ve kalıcı olması, muhtemelen gelecekte finansal başarısızlık, tasfiye (firma faaliyetlerine son verme) ve iflas gibi istenmeyen sonuçlarla karşılaşmasına da neden olabilir. • Finansal başarısızlık ise bir işletmenin borçlarını ödeyememesi durumunu ifade etmektedir. Finansal başarısızlığın, tamamen ve doğrudan ekonomik başarısızlığın bir sonucu olmasından ziyade, birçok farklı faktör ve durumdan bir veya birkaçının gerçekleşmesi ile ortaya çıktığını ifade etmek daha doğru olacaktır. • Finansal başarısızlık sürecinin, uygulamada rastlanan genel görüntüsü, üç aşamalı olarak şöyle ifade edilebilir. i) Nakit döngüsünde aksamalar (likidite sorunları), ii) finansal (mali) yetersizlik ve iflas.

FİNANSAL BAŞARISIZLIĞA YOL AÇAN NEDENLER

• İşletmeleri amaçlarından uzaklaştıran, istenmeyen sonuçlara götüren bu durum birçok faktörün etkisi ile ortaya çıkmaktadır. Bu faktörler; bir kısmı işletme kaynaklı içsel faktörler, bir kısmı ise işletmenin kontrolü dışındaki dışsal faktörler olmak üzere iki ayrı başlıkta ifade edilebilir. Finansal Başarısızlığın İşletme Kaynaklı (İçsel) Nedenleri • İçsel faktörler esasen bir bütün olarak işletme yönetiminin yetersizliğini ifade eden birçok nedene dayanır. Başlıklar halinde ifade edilirse bu nedenler; hatalı yönetim kararları, aşırı borçlanma, nakit döngüsünün sağlanamaması ve işletme sermayesi yetersizliği gibi sorunlardan oluşur. • Hatalı yönetim kararları: İşletmenin kendinden kaynaklanan finansal başarısızlık nedenleri birçok araştırmaya konu olmuş ve bu araştırmalar, içsel başarısızlığın genel olarak yönetim hatalarından kaynaklandığı görüşü üzerinde birleşmişlerdir. Yönetim hataları genel bir kavram olmakla beraber, belirli başlıklar altında toplanabilecek içsel başarısızlık nedenlerinin en önemlisi olduğu söylenebilir. • Aşırı borçlanma: Finans teorisinde “borçtan yararlanma” veya teknik söylemle “kaldıraç etkisi” olarak adlandırılan ve uygun şartlarla gerçekleştirildiğinde, firmanın üretim ve satış hacminin ve buna bağlı olarak kârlılığının artmasını ve özsermaye kârlılık oranının yükselmesini sağlayan yabancı kaynak kullanımı, planlı ve bilinçli olmayan veya aşırıya kaçan bir biçimde gerçekleştiğinde, tam tersi sonuçlara sebebiyet verebilir. • Nakit döngüsünün sağlanamaması: Nakit döngüsü kavramı ile ifade edilen süreç, nakit girişleri (pozitif nakit akımları -gelir-) ile nakit çıkışları (negatif nakit akımları -gider-) arasında tutar ve zaman olarak, elbette nakit girişleri lehinde bir uyum sağlanması durumudur. Bu döngü, faaliyetlerin aksamadan sürdürülmesi, borç yükümlülüklerinin yerine getirilmesi ve fırsat maliyeti ile karşılaşılması için yeterli düzeyde nakit fonlara sahip olmakla sağlanabilir. • İşletme sermayesi yetersizliği: İşletme sermayesi, çalışma sermayesi, döner sermaye gibi sermaye odaklı terimlerle, ya da dönen varlıklar veya cari aktifler gibi varlık (aktif) odaklı terimlerle ifade edilen bu kavram bilindiği gibi, bir işletmenin sahip olduğu nakit ve nakit benzeri varlıklarla, teorik olarak bir yıl içinde nakde dönüştürmesi mümkün olan varlıklarının toplamı olarak tanımlanmaktadır. • İşletme sermayesi yetersizliğinin, yönetim hatalarından sonra finansal başarısızlık konusunda çok büyük bir payı olduğu söylenebilir. İşletme sermayesi yetersiz ise, aşırı borçlanmadan kaynaklanan sorunların ve nakit döngüsündeki aksaklıkların oluşturacağı sıkıntıların daha da fazla yaşanması kaçınılmaz hale gelir. Gözlemler ve yapılan araştırmalar da, işletmelerin yaşadığı finansal sorunların ağırlıklı olarak yetersiz işletme sermayesinden kaynaklandığını ortaya koymaktadır. Finansal Başarısızlığın Dış Kaynaklı Nedenleri • Finansal başarısızlık, sosyal, yasal ve politik, ekonomik ve teknolojik ortam ile doğal çevre koşullarından, daha doğru bir ifade ile bahsedilen ortamlara uyum sağlayamamaktan kaynaklanan dışsal faktörlere de dayanmaktadır. • İşletmenin faaliyette bulunduğu sosyal çevre içinde toplumun tüketim alışkanlıklarını, davranış kalıplarını, beklentilerini bilmesi ve bu beklentilere uygun olarak faaliyetlerine yön vermesi, başarı açısından son derece önemlidir. • İşletmelerin yasal çevre (hukuk) ile ilişkisi, kuruluş sırasında başlar ve teorik olarak sonsuza kadar devam eder. Yasal düzene uymayan, bu çerçevenin dışına çıkan, sorumluluklarını

yerine getirmeyen firmalar için, çeşitli müeyyideler (yaptırımlar) uygulanmaktadır. Firmaların ceza gerektiren çeşitli yaptırımlara maruz kalmaları, onların itibarlarının zedelenmesine, güven kaybına uğramalarına ve toplumdaki saygınlıklarını yitirmelerine ve dolayısı ile ekonomik ve finansal açıdan başarısız olmalarına neden olur. • İşletmeler, ekonomik sistem olarak adlandırılan bir bütün içinde, yaşamlarını sürdürmek ve başarılı olmak için, faaliyette buldukları ekonomik ortamın kural ve koşullarına uygun biçimde hareket etmesi gereken birimlerdir. • İşletmelerin başarı durumunu belirleyen bir diğer faktör de, hemen her alanda olduğu gibi ekonomik yaşamı da doğrudan veya dolaylı bir biçimde etkileyen, üretim yöntemlerinde, iletişimde, ulaştırmada ortaya çıkan teknolojik gelişmelerdir. Teknolojik gelişmelerden yararlanarak çağa ayak uyduran işletmelerin başarılı olma ihtimali de, ayak uyduramayanlara göre önemli ölçüde artmaktadır. • İşletmeler üretim yapabilmek için, toprak, su, hava, iklim, madenler ve yer altı kaynakları gibi birçok doğal çevre unsuruna ve kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. Çevre koşullarının sürekli değişmesi ve gelişmesi, işletmeler için birçok yeni olanak sunarken, başarısızlıklara da neden olmaktadır. Doğal çevre koşulları, enerji, tükenen doğal kaynaklar ve çevre kirliliği gibi konular, firmaların faaliyetlerini önemli ölçüde etkilemektedir.

FİNANSAL BAŞARISIZLIK KONUSUNDA ALINABİLECEK ÖNLEMLER

• Finansal başarısızlıkla karşılaşmış bir firmanın bu durumdan kurtulmasını sağlamak ve durumunu düzeltmek, her şeyden önce firmayı başarısızlığa uğratan neden veya nedenlerin gerçekçi bir biçimde belirlenmesine bağlıdır. • Finansal başarısızlıktan kurtulmak için sermaye yapısını güçlendiren, borç vadelerinin uzamasını sağlayan ve konkordato olarak adlandırılan, alacaklılarla sulh yolu ile anlaşma yolunu açan çeşitli uygulamalara ihtiyaç duyulmaktadır.

FİNANSAL BAŞARISIZLIĞIN SOSYOEKONOMİK SONUÇLARI

• Bir işletmenin finansal başarısızlığa uğraması sadece kendine ve yakın çevresine değil, ekonomik ve toplumsal yaşama da zarar vermektedir. Sosyoekonomik anlamda, işsizlik sorununun artması, yeni yatırım imkânlarının azalması, maliyet enflasyonun tetiklenmesi, kredi adaletinin bozulması gibi birçok sorun ortaya çıkmaktadır. • Görüldüğü gibi finansal başarısızlık, sadece işletme ve yakınındaki grupları değil, durgun bir suya atılan bir taşın oluşturacağı dalgalar gibi çevresine doğru genişleyen bir alanı da etkisi altına almaktadır. Bu nedenle işletmelerin kullandıkları kaynakların değerini bilmeleri ve faaliyetlerini, içinde buldukları ortamın koşullarına göre planlı, akılcı ve dikkatli bir biçimde sürdürmeleri son derece önemlidir.

ULUSLARARASI İŞLETMELER VE ÇOK ULUSLU İŞLETMELER

Ulusal işletmelerin en önemli özellikleri, uluslararası faaliyette bulunmamaları, faaliyetlerini tek bir ülkenin sınırları içinde yürütmeleridir. Ulusal işletmelerin bilgi ve deneyimleri, uluslararası işletmelerin faaliyetlerini yürütmelerinde kendilerine yardımcı olur. İşletmelerin uluslararasılaşmaya giriş stratejileri, uluslararası ticaret (ithalat, ihracat) ya da uluslararası yatırımlar şeklinde ortaya çıkmaktadır. Diğer uluslararasılaşma stratejileri: Ulusal sınırlar dışındaki işletmelerle olmak üzere, lisans anlaşmaları, franchising, sözleşmeli üretim, yönetim sözleşmesi, montaj operasyonları, ortak girişim, konsorsiyum, satın alma, yap-işlet-devret sözleşmesi, anahtar teslim projeler, stratejik ittifaklar şeklindedir. Çok uluslu işletmeler, uluslararası işletmelerin bir sonraki evresini oluşturur. Uluslararası işletmelerin bilgi ve deneyimleri çok uluslu işletmelerin faaliyetlerini sürdürmelerinde yardımcı olmaktadır. Çok uluslu işletmecilik, 2. Dünya Savaşı'ndan sonra hız kazanmıştır. Çok uluslu işletmelerin ortaya çıkışını hızlandıran ve güçlendiren gelişmeler şunlardır: • Savaşın ardından bozulan ekonomik ve ticari düzenin küresel bir bakışla yeniden yapılandırılması, • Uluslararası finans, yatırım ve sermaye akımlarını kolaylaştıran uluslararası para sisteminin ve küresel örgütlerin hayata geçirilmesi. Uluslararası işletmelerin çok uluslu işletmeler hâline gelmelerine yol açan nedenler: • Çok uluslu işletmelerin üretim ve vergisel maliyetlerinin düşürülmesine katkısı, • Çok uluslu işletmelerin çeşitlendirmeye ortadan kalkmayan kimi sistematik risk unsurlarını azaltma olanağı vermesi, • Teknolojide kaydedilen gelişmelerin çok uluslu faaliyet göstermeyi kolaylaştırıcı niteliği, • Özellikle 1980'lerden sonra hızlanmaya başlayan dış ticaret üzerindeki kısıtlayıcı engellerin ortadan kalkması şeklinde sıralanabilir.

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERİN TANIMI ve ETKİLERİ

Çok uluslu işletmeler, bir ana işletme ile başka ülkelerde bu işletmeyle mülkiyet (sahiplik) bağı olan işletmelerden oluşan, bağıli işletmelerdeki faaliyetlerini ana işletmenin belirlediği politikalar ve koordinasyonla yürüten, üretim faktörleri ile her türlü girdi temininde üçüncü ülkelerden yararlanabilen, farklı ülkelerdeki faaliyetleri nedeniyle ulusal ve yerel işletmelerin maruz kalmadığı ölçüde politik risk, ülke riski, kur riski ile karşılaşan küresel çapta büyük ve güçlü işletmelerdir. Çok uluslu işletme sayılabilmek için kullanılan kriterler nicel ve nitel olmak üzere ikiye ayrılır. Nitel kriter, işletmenin çok uluslu bir anlayışa sahip olması ve ona göre hareket etmesidir. Nicel kriterler, işletme sahipliğinin dağıldığı ülke sayısı, faaliyette bulunulan ülke sayısı, varlıkların ne kadarının ana merkez dışında olduğu, satış hasılatı ve kâr tutarının ne kadarının ana merkez dışındaki ülkelerden sağlandığıdır. Çok uluslu işletmelerin yararları, çeşitli tehdit ve riskleri vardır. Yararları: Ekonomik kalkınma ve refah artışına vesile olmaları, uluslararası ilişkilere olumlu etkileri, sermaye, teknoloji ve emeğin etkin, kaynakların verimli kullanımına yol açmaları, işsizliğin ve sermaye yetersizliğinin azaltılması, bilgi ve deneyimlerinin girdikleri ülkeye aktarılması, kendileri için ucuz iş gücü ve ham madde temini şeklinde sıralanabilir. Tehditleri ise: Doğa ve çevreye yönelik riskler, gittikleri ülkelerde onlarla rekabet edemeyen işletmelerin ortadan kalkması, buldukları ülkelerin hükümet politikalarına ters düşmeleri, ekonomik istikrarsızlığı tetiklemeleri, vergi kayıp ve kaçaklarına yol açmaları olarak özetlenebilir.

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE ÇALIŞMA SERMAYESİ YÖNETİMİ

Çok uluslu işletmelerde çalışma sermayesi, işletmenin ana ve farklı ülkelerde yer alan bağıli işletmeleri aracılığıyla faaliyetlerini kesintiye uğramaksızın yürütebilmesi, kısa vadeli yükümlülüklerini ve giderlerini karşılayabilmesi için gerekli olan nakit ve benzeri varlıklar ile bir yıl ya da bir faaliyet dönemi içinde nakde dönüşebilecek varlıklarını ifade etmektedir. Bu işletmelerde çalışma sermayesi yönetimi, nakit yönetimi, alacak yönetimi ve stok yönetimi olarak sınıflandırılabilir. Çalışma sermayesi yönetiminden amaç, firma değerinin ve ortakların refahının artırılmasıdır. Çok Uluslu İşletmelerde Nakit Yönetimi Çok uluslu işletmelerde nakit yönetimi, optimum nakit düzeyiyle faaliyetlerin yürütülmesi, nakit fazlasının riski de dikkate alarak gelir sağlayacak şekilde değerlendirilmesi üzerinde durmaktadır. Nakit yönetiminin genel ilkelerinden olan en makul ve mümkün şekilde nakit girişlerinin hızlandırılması, çıkışlarının ertelenmesi ilkesi çok uluslu işletmelerin nakit akımları için de geçerlidir. Çok uluslu işletmelerde nakit yönetim politikaları oluşturulurken farklı para birimleri nedeniyle oluşan döviz kuru dalgalanmaları nakit akımları üzerinde daha fazla belirsizliğe yol açmaktadır. Bu nedenle, çok uluslu işletmelere bağıli ana ve bağıli işletmelerde nakit yönetimi, havuz sistemine dayalı merkezleşmiş nakit yönetimi ile yürütülmektedir.

Merkezî nakit yönetimi (havuz sistemi), bağlı işletmelerin kendi gereksinimlerinin üzerindeki nakitlerinin merkezî yönetim hesabına transfer edilmesi, gereksinim duyulduğunda ana işletmeden bağlı işletmelere fon temininin gerçekleştirilmesi anlamına gelmektedir. Merkezî nakit yönetiminde bağlı ve ana işletme arasında karşılıklı nakit giriş ve çıkışları bulunmaktadır, koordinasyonu ise ana işletme sağlamaktadır. Bağlı işletmeden ana işletmeye yapılan nakit çıkışlarına örnek olarak kasada atıl tutulmaktansa geçici yatırımlarda değerlendirilerek kazanç sağlanması hedeflenen nakit fazlası, kâr paylarına ait dönemsel ödemeler ve kredi ödemeleri sayılabilir. Ana işletmeden bağlı işletmelere nakit çıkışı bu işletmelerin önceden yaptığı kredi ya da nakdin getirisi nedeniyle söz konusu olmaktadır. Bağlı işletmelerin birbirleriyle nakit transferleriye daha çok birbirlerinden aldıkları ham madde, mamul ve malzeme nedeniyle söz konusu olmaktadır. Ana işletme, fon temin etmekte, kredi ödemelerini gerçekleştirmekte ve nakit fazlasını geçici yatırımlarda değerlendirmektedir. Merkezî nakit yönetiminin çeşitli yararları bulunmaktadır. Bunlar: • İşlem ve ihtiyat amacıyla tutulan nakdin asgari düzeyde tutulması, • Borçlanma gereğinin azaltılması, nakdin değerlendirilmesi, • Para birimleri arasındaki dönüştürme maliyetlerinin azaltılması, • Nakit akımlarıyla ilgili fırsat ve tehditlerin zamanında fark edilmesi, • Nakit yönetiminin bir bütün olarak yapılması, • Bankalarla ilişkilerde iyileşme sağlanması, • Nakit yönetimi birikim ve deneyiminin artırılması şeklinde özetlenebilir. Çok uluslu işletmeler, nakit düzeyinin ve nakit akımlarının yönetilmesinde farklı yöntem ve tekniklerden yararlanmaktadırlar. Bu teknik ve yöntemler: Nakit girişlerinin hızlandırılması, netleştirme ve eşleştirme yöntemi, kazanç transferine yönelik sınırlamaların yönetimi ve son olarak bağlı işletmeler arasında nakit transferinin yönetilmesi şeklindedir. Çok Uluslu İşletmelerde Alacak Yönetimi Alacaklar, işletmelerin kredili mal ve hizmet satışından doğmaktadır. Çok uluslu işletmeler, birbirinden farklı ülkelerde faaliyet gösterdiklerinden farklı para birimleri üzerinden alacakları vardır. Farklı para birimleri üzerinden gelecekte sağlanacak nakit akımları ana ülkenin ya da istenilen ülkenin para birimine çevrilirken kur riski ortaya çıkar. Kur riskine maruz kalması çok uluslu işletmelerde ulusal işletmelerden farklı olarak kredili satışlarda işlem riskini oluşturmaktadır. Kredili satışlarda ödemelerin ya da tahsilatların ödemeyi ya da tahsilatı yapacak olan ülkenin para birimi üzerinden yapılması hâlinde işlem riski karşı tarafa transfer edilmiş olur. Karşı tarafın para birimine göre yapılması hâlindeyse ödeme ya da tahsilat yapan taraf işlem riskine maruz kalacaktır. Üçüncü bir ülkenin para birimi söz konusu olduğundaysa, her iki taraf da işlem riskine maruz kalacaklardır. Çok uluslu işletmelerin alacak yönetiminde karar değişkenleri: Kredili satış yapılacak müşterilerin niteliklerinin belirlenmesi, satışa ait ödemenin para biriminin ve son olarak ödemenin vadesinin tespitidir. Bu değişkenlerle ilgili kararlar işletmelerin nakit giriş ve çıkışları üzerine, alacaklara bağlanan fon tutarına, işletmenin kârlılık ve likiditesine etki edecektir. Çok Uluslu İşletmelerde Stok Yönetimi Çok uluslu işletmelerin stok yönetimi yerel ve ulusal işletmelerinkiyle benzerlikler taşıyor olsa bile, bu işletmelerin birbirinden farklı coğrafi alanlarda faaliyet gösteren yapılanmaları, uluslararası niteliklerinden kaynaklanan özellikleri stok yönetiminin çok daha karmaşık olmasına yol açmaktadır. Çok uluslu işletmelerin stok yönetimine etki eden unsurlar şu şekilde özetlenebilir: • ÇUI' de stokların tutulacağı lokasyonun seçiminde farklılıklar söz konusudur. İhtiyaç duyulduğu anda stoklardan sevkiyatın en hızlı, en düşük maliyetli ve en elverişli yöntemlerle gerçekleşmesi, lokasyon seçimini ve bu lokasyonlarda sürdürülebilir stok düzeyinin belirlenmesinin önemini artırmaktadır. • Döviz kurlarının stoklar üzerine olası etkileri dikkate alınmalıdır. Çok uluslu ülkelerin faaliyetlerinin, ham madde, malzeme ve mamul stoklarının birbirinden farklı para birimleri ile yapılıyor olması, onları yerel işletmelerden çok daha yoğun bir şekilde döviz kuru riskine açık hâle getirmektedir. • İthalat ve ihracata getirilen kotalar ile mal ve hizmetlere ilişkin tarife uygulamalarındaki değişiklikler dikkate alınmalıdır. • Farklı muhasebe ve vergi uygulamalarının stoklar üzerindeki etkileri de önem taşır.

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE SERMAYE BÜTÇELEMESİ

Duran varlıklar ile ilgili yatırım kararları verilirken çeşitli yöntemler kullanarak işletmeye etkisinin araştırılmasına sermaye bütçelemesi denmektedir. Başka bir tanımla sermaye bütçelemesini; sabit sermaye yatırımlarını belirleme, analiz etme ve sonuçlarını değerlendirme süreci şeklinde tanımlamak mümkündür. Çok uluslu işletmelerde sermaye bütçelemesi esas olarak ulusal işletmelerde olduğu gibidir. Ulusal işletmelerde olduğu gibi bunlarda da; net nakit akışları, sermaye maliyeti, hurda değeri ve yatırımın ekonomik ömrü belirlenerek net bugünkü değer, iç verim oranı, kârlılık endeksi vb. yöntemlerle yatırımın yapılıp yapılmayacağına karar verilir. Fakat çok uluslu işletmelerde sermaye bütçelemesi döviz oranları, vergiler ve fonların ana işletmeye transferi gibi bazı konularda farklılık gösterir. Çok Uluslu İşletmelerde Sermaye Bütçelemesinde Karşılaşılan Zorluklar Çok uluslu işletmelerde sermaye bütçelemesi ulusal işletmelerde sermaye bütçelemesinden biraz daha zordur. Bu zorluğun sebebi genel olarak şöyle sıralanabilir: • Ana şirket nakit akışları ile proje nakit akışlarının farklı olması • Ana işletme ile şube veya bağlı ortaklığın tabi oldukları vergi sistemlerinin ve finansal piyasalarının farklı olması • Ana işletme ile şubenin bulunduğu ülkelerdeki enflasyon oranlarının farklı olması • Döviz kurlarında beklenmedik değişimlerin olabilmesi • Ev sahibi ülkenin kullandırabildiği kredi, yatırım vb. teşvikler nedeniyle sermaye maliyetini hesaplamanın zorlaşması • Politik olaylardan kaynaklanan politik risk olasılığı • Projenin hurda değerini tahmin etmenin daha güç olması Bu gibi zorluklardan dolayı çok uluslu işletmelerde beklenen net nakit akışları ve bu nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılacak iskonto oranının belirlenmesi ulusal işletmelere göre daha zordur. Çok Uluslu İşletmelerde Karşılaşılan Riskler Çok uluslu işletmeler yerel işletmelere göre daha fazla riskle karşılaşılır. Çok uluslu işletmelerin karşılaştıkları risklerden önemlilerini şöyle sıralamak mümkündür: • Politik risk • Döviz kuru riski • Ekonomik risk • Transfer riski • Enflasyon riski • Kamulaştırma riski Politik Risk Politik risk, çok uluslu bir işletmenin bir ülkeye yatırım yaptıktan sonra o ülke hükümetinin verdiği bir sözden vazgeçmesi veya mevcut koşullarda değişiklik yapma ihtimalidir. Çok uluslu işletmelerde yöneticiler, genelde politik riskten ve nedenlerinden endişe ederler. Örneğin Libya'da devrim hükümeti iktidarı ele geçince Amerika petrol yatırımlarını durdurmuştur. Döviz Kuru Riski Bağıli işletmeden elde edilen kârlar ana işletmeye transfer edilirken ev sahibi ülkenin para birimi ana işletmenin para birimine dönüştürülür. Dolayısıyla elde edilen nakit akışları döviz kurlarından etkilenir. Döviz kurundaki oynaklık dikkate alınmadığı zaman uygulanabilir görünen bir proje döviz kurlarındaki oynaklıktan dolayı ana işletmeye zarar ettirebilir. Çok Uluslu İşletmelerde Net Nakit Akışları Çok uluslu işletmelerde, bağıli işletmeden elde edilecek nakit akışlarının belirlenmesi ve bu nakitlerin ana işletmeye ne kadarının ulaştığını belirlemek gerekir. Nakit akışlarının belirlenmesi sürecinde yukarıda bahsedilen riskleri dikkate almak için genelde iki yola başvurulur: 1. Riskleri sigorta veya hedging yoluyla ortan kaldırmak 2. Beklenen nakit akışını riske göre düzeltmek Çok Uluslu İşletmelerde İskonto Oranı Bir projede risk faktörünü dikkate almak için net nakit akışlarını riske göre düzeltmek mümkün olduğu gibi iskonto oranını yükselterek bu riski dikkate almak da mümkündür. Beklenen nakit akışlarının belirsizliği ne kadar fazla ise bu nakit akışlarının bugünkü değere indirgemedede kullanılacak iskonto oranını da o kadar yüksek belirlemek gerekir.

ÇOK ULUSLU İŞLETMELERDE KAYNAK YÖNETİMİ

Çok uluslu işletmelerin fonlarını temin ettiği piyasalar kategorize edildiğinde üç çeşit piyasadan bahsetmek mümkündür. Bunlar şöyle sıralanabilir: • Uluslararası para piyasası • Uluslararası tahvil piyasası • Uluslararası hisse senedi piyasası Çok uluslu işletmeler, varlıkları için ihtiyaç duyduğu kaynağı bu piyasalardan temin edebilir. Her piyasanın kendine mahsus özellikleri bulunduğundan işletme yöneticisi hangi piyasadan ne kadar kaynak temin edeceğine karar verirken piyasaların özelliklerini dikkate alması gerekir. Uluslararası Para Piyasası Süresi bir yıldan daha kısa olan fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara para piyasası denir. Bu piyasanın uluslararası olması durumunda ise buna uluslararası para piyasası denir. Yani bu piyasada faaliyet gösteren fon arz edenler ile fon talep edenler farklı ülkelerden ise buna uluslararası para piyasası diyebiliriz. Para piyasalarının en önemli kurumları başta ticari bankalar olmak üzere bankalardır. Ticari bankalar fon fazlası olanlardan sabit bir getiri karşılığında topladığı fonları daha yüksek bir getiri ile fon ihtiyacı olanlara verir. Uluslararası para piyasaları genel olarak iki başlık altında incelemek mümkündür. Bunlar: • Europara piyasaları • Sendikasyon kredileri Europara Piyasası Europara piyasası, bir ulusal paranın onu çıkaran ülkenin

sınırları dışındaki piyasasıdır. Bu piyasanın öncüsü 1950’li yılların sonuna doğru meydana çıkan eurodolar piyasasıdır. Eurodolar, ABD dışında bulunan dolar mevduatlarına verilen isimdir. Sendikasyon Kredileri Sendikasyon kredileri, büyük miktarda fon ihtiyacı olan bir borçluya iki veya daha fazla kredi veren kuruluşun bir araya gelerek fon temin etmesidir. Uluslararası Tahvil Piyasası Uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara sermaye piyasası denmektedir. Sermaye piyasası ise kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi borçlanma araçlarının yer aldığı tahvil piyasası ve ikincisi öz sermaye araçlarının yer aldığı hisse senedi piyasasıdır. Uluslararası tahvil piyasası, özel şirketler veya devlet tarafından çıkarılmış uzun vadeli borçlanma araçlarının ülke dışına satılmasıdır. Uluslararası tahvil piyasaları genel olarak üç türe ayrılmaktadır: • Yabancı tahvil piyasası • Euro tahvil piyasası • Global tahvil piyasası Yabancı Tahvil Piyasası Ülkenin başka bir ülkenin para birimiyle çıkarılıp o bir ülkede sattığı tahvillere yabancı tahvil denir. Bu tür tahviller yabancı para cinsinden çıkarılır ve o ülkenin finansal piyasalarında satılır. Örneğin Japonya’nın Türk Lirası olarak çıkardığı tahvilleri Türkiye’de satması yabancı tahvil ihracıdır. Euro Tahvil (Eurobond) Piyasası Eurobond da denilen Euro tahvil, yabancı bir ülkede ihraç edilen bir tahvilin o ülkenin para birimi dışında üçüncü bir ülkenin para birimi ile ihraç edilmesidir. Örnek olarak Türkiye’den bir şirketin dolar cinsinden ihraç ettiği bir tahvili Londra, Paris veya Moskova gibi bir piyasada satması gösterilebilir. Eğer aynı tahvil ABD’de bir piyasada satılıyorsa yabancı tahvil olurdu. Uluslararası tahvil piyasasında en fazla gelişim gösteren tahvil piyasası Euro tahvil piyasasıdır. Euro tahvil piyasasındaki “Euro” Avrupa para birimi anlamında kullanılmamaktadır. Burada “Euro” tahvilin, ihraç eden ve ihraç edilen ülkelerin resmi para birimlerinin dışında diğer bir ülke para birimiyle ihraç edildiğini ifade etmektedir. Euro tahviller genel olarak üç kısma ayrılır: • Sabit faizli euro tahviller • Değişken faizli euro tahviller • İki ve daha çok para birimine bağlı euro tahviller Global Tahviller Global tahviller, birçok piyasaya aynı anda ihraç edilebilen ve borsaya kote edilmesi gereken tahvillerdir. Bu tahviller, herhangi bir para biriminde ihraç edilebilir ve aynı fiyattan birçok piyasada bir anda satışa sunulabilir. Global tahviller, birçok ülkede ihraç edilmesi yönüyle euro tahvillere benzerken, borsaya kote olması yönünden euro tahvillerden farklılık gösterirler. Uluslararası Hisse Senedi Piyasası İşletmelerin ihtiyaç duydukları uzun vadeli fonları yurt dışından temin etmesinin iki yolu bulunmaktadır. Bunlardan birincisi uluslararası tahvil piyasası ve ikincisi uluslararası hisse sendi piyasasıdır. Çok uluslu işletmeler öncelikle uluslararası tahvil piyasasına başvurur. Daha sonra yatırımcıların daha çok dikkatini çekmek için uluslararası hisse sendi piyasasına yönelirler. Uluslararası hisse sendi piyasasına açılmak isteyen bir işletme şu yollara başvurur: • Mevcut hisse senetlerinin yabancı borsalara kote ettirilmesi • Yeni hisse senetlerinin yabancı borsalara kote ettirilmesi Mevcut Hisse Senetlerinin Yabancı Borsalara Kote Ettirilmesi İşletmeler öz sermaye ihtiyacını karşılamak için öncelikle ulusal piyasalara başvururlar. Ancak ulusal piyasaların bu ihtiyacı karşılamada yetersiz kalması durumunda işletmeler yurt dışı piyasalara yönelirler. Bunun için en çok başvurulan yol hisse senetlerini başka bir ülke borsasına kayıt ettirmektir. Buna çifte kayıt yöntemi denmektedir. Yeni Hisse Senetlerinin Yabancı Borsalara Kote Ettirilmesi İşletme mevcut hisse senetlerini yabancı ülkelerdeki borsalara kaydederek çifte kayıt yöntemini seçebileceği gibi mevcut hisse senetlerini ya da yeni çıkardığı hisse senetlerini yabancılara satarak da öz kaynak ihtiyacını karşılayabilir. Bunun için şu yollara başvurabilir: 1. Yabancı Hisse Senedi İhracı: Belli bir yabancı piyasada satılmak üzere o ülkedeki yatırım kuruluşları tarafından kısmen veya tamamen taahhütlü olarak hisse senedi ihraç edilmesidir. 2. Euro Hisse Senedi İhracı: Çıkarılan hisse senetlerinin belli bir konsorsiyum tarafından taahhüt altına alınması ve dünyanın birçok piyasasında satışa sunulmasıdır. 3. Özel Sermaye Fonları: Genellikle yüksek likiditeye sahip piyasalarda kurulan özel sermaye fonlarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde gelişme potansiyeli yüksek işletmelere yatırım yapmasıdır. 4. Stratejik Birleşmeler: Teknoloji maliyetlerini düşürmek, pazarlama faaliyetlerini birleştirmek, ölçek ekonomisinden yararlanmak gibi sebeplerle sinerji meydana getirmek isteyen şirketler arasında kurulur.