

# Aktif Akademi Eğitim Merkezi

## YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK SINAVI FİNANSAL YÖNETİM-2

ÖĞR. GÖR. BEKİR KAYA

1

### 4-İşletme Sermayesi Yönetimi

- İşletme sermayesi yönetimi işletmenin faaliyetlerini sürdürmesi için gerekli varlıklar ile bu varlıkların finansmanında kullanılan kaynaklara ilişkin politika ve teknikleri kapsar.
- İşletme sermayesi kavramı dönen varlıklar ve bunların finansmanı ile ilgilidir. Bir firmanın nakit, serbest menkul değerler, ticari alacaklar ve stoklar gibi dönen varlık kalemlerine bağlı yatırımlarına (brüt) işletme sermayesi denir.
- Genelde, dönen varlıkların ticari borçlar, banka kredileri ve borç senetleri gibi kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gerektiği düşünülür. Ancak, iş yaşamındaki belirsizlikler, alacak tahsil süreleri ile borç ödeme süreleri arasındaki farklılıklar ve minimum stok bulundurma zorunlulukları gibi nedenlerle, dönen varlıkların tamamen kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi her zaman mümkün olmayabileceği gibi çoğunlukla doğru bir finansman kararı da olmayacaktır. Dönen varlıkların kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmeyen kısmına, diğer bir deyişle dönen varlıklardan kısa vadeli kaynakların çıkarılmasıyla bulunan tutara, net işletme sermayesi denir.

2

### İşletme Sermayesi İhtiyacını Etkileyen Faktörler

Bir firmanın işletme sermayesi ihtiyacını belirleyen faktörleri içsel ve dışsal olmak üzere iki ana başlık altında incelemek mümkündür. İçsel ve dışsal faktörler aşağıda özetlenmiştir:

#### İçsel Faktörler

- Kasada tutulması gereken minimum nakit düzeyi
- Alacak ve tahsilat politikaları
- Stok politikaları ve üretim süreçleri
- Kâr dağıtım politikası
- Amortisman politikası
- Yönetim ve denetim politikaları

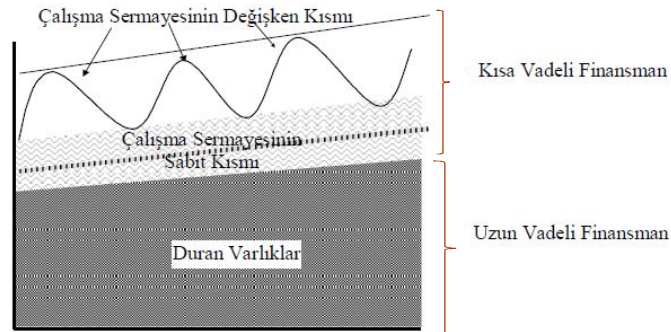
#### Dışsal Faktörler

- Teknolojik değişimler
- İthal ikamesi
- Entegrasyon
- Konjonktür dalgalanmaları
- Devalüasyon
- Vergi etkisi

3

- İşletme sermayesinin finansman bileşimine karar verilirken izlenecek politikalar da, alınan riskin derecesine göre, agresif, ılımlı ve tutucu olmak üzere üç ana başlık altında incelenebilir.

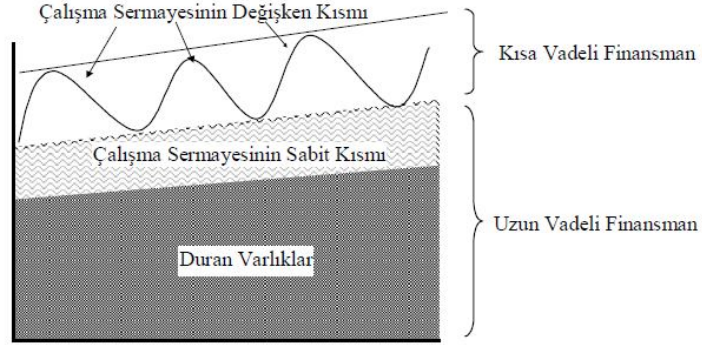
Agresif politika, dönen varlıkların tamamen kısa vadeli yabancı kaynaklarla, duran varlıkların ise uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir. Alınan risk görece yüksek olup, kısa vadeli yabancı kaynakların geri ödenmesinde güçlükler yaşanabilir.



Şekil 5.2 : Çalışma Sermayesinin Finansmanında Atak Politika

4

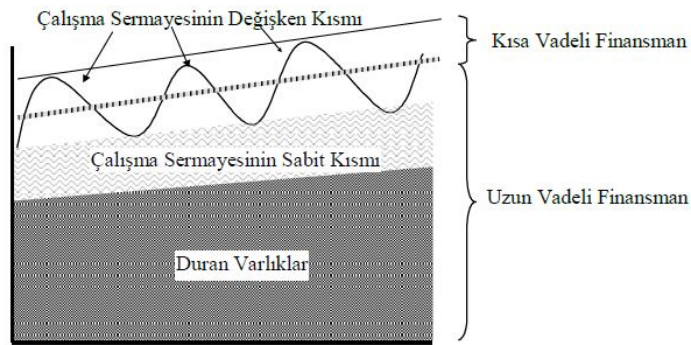
İlimli politika, duran varlıklar ile dönen varlıkların minimum nakit, alacak ve stok düzeylerinden oluşan sabit kısmının uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesi, dönen varlıkların mevsimsel dalgalanmalardan etkilenen değişken kısmının ise kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesidir. Diğer iki alternatife göre, bu alternatifte orta derecede risk alınmaktadır.



**Şekil 5.3: Çalışma Sermayesinin Finansmanında İlimli Politika**

5

Tutucu politika, duran varlıklar ve dönen varlıkların sabit kısmı ile birlikte, dönen varlıkların değişken kısmının bir bölümünün de uzun vadeli kaynaklarla finanse edilmesidir. Riski en düşük alternatif olmakla birlikte, değişken kısmın finansmanında kullanılan uzun vadeli kaynakların atıl kaldığı durumlar nedeniyle, karlılığı diğer alternatiflere göre daha düşüktür.



**Şekil 5.4: Çalışma Sermayesinin Finansmanında Tutucu Politika**

6

## İşletme Sermayesi Nakit Akım Döngüsü

- Nakit akım döngüsü kavramı işletme sermayesi yönetimi için çok önemlidir. Tipik bir üretim işletmesinde bu döngü aşağıdaki gibi açıklanabilir.
  - Firma üreteceği mallar için gerekli hammaddeyi sipariş verir ve bu siparişleri eline geçer. Genellikle firmalar bu alımlarını kredili olarak yaparlar. Bu işlem firmanın satıcılar hesabını oluşturur.
  - Hammaddeyi mamul maddeye çevirmek için işçilikler yapılır. Bu işçiliklerin tamamı iş yapıldığında ödenmiş olmazlar, burada işçilik borçları oluşmaktadır.
  - Mamul maddeler satılır. Genellikle satış kredilidir ve alacaklar hesabını doğurur.
  - Bu döngünün bazı noktasında, satıcılara borçlar ve bazı borçların, alacaklar henüz tahsil edilmemişken ödenmesi gerekmektedir. Bu durumda nakit yaratmak gerekir ve borçlanmaya gidilir.
  - Firmanın işletme sermayesi nakit akım döngüsü alacakların tahsili ile tamamlanmış olur.
- Bu noktada firma artık döngüyü tekrarlamak için veya finanslamak için kullandığı borçlarını ödemek için hazırdır.

7

- Nakit döngüsü = Stok Değişim Süresi + Alacakların Tahsil Süresi – Borçların Ödenme Süresi
  - Stok değişim süresi =  $360 / \text{stok devir hızı}$
  - Alacak tahsil süresi =  $360 / \text{alacak devir hızı}$
  - Borçların ödenme süresi =  $360 / \text{borç devir hızı}$
- Nakit döngüsü ne kadar uzunsa, net çalışma sermayesi ihtiyacı da o kadar artar.

8

## Risk ve Karlılık Açısından İşletme Sermayesi Yönetimi

- Net işletme sermayesinin düşük olması, diğer bir ifadeyle dönen varlıkların önemli bir kısmının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi, firma karlılığını artırıcı bir politika olmakla birlikte, aynı zamanda, firmanın riskini de artırır. Genelde, kısa vadeli faiz oranları uzun vadeli faiz oranlarından düşük olduğu için, yöneticiler, karlılığı artırmak amacıyla, kısa vadeli yabancı kaynaklara yönelme eğiliminde olabilirler. Ancak, kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı arttıkça, firma likidite sıkıntısına düşebilir; bazı durumlarda borçlarını vadesinde ödeyemeyebilir. Dolayısı ile, risk ve karlılık arasında doğru orantılı bir ilişki vardır. İlk örneğin tersine, haddinden fazla uzun vadeli yabancı kaynak kullanıldığında ise, firma düşük riskli bir politika izleyecek; buna karşılık karlılığı da düşük olacaktır.

9

## İşletme Sermayesi İhtiyacının Tahmini

- İşletme sermayesi yönetiminde firmanın gelecek dönem faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan fonlar tahmin edilir. Bunun için en çok kullanılan yöntemlerden biri "işletme sermayesi devir hızı" yöntemidir.
- Bu yöntemde, gelecek dönem için yapılan satılan malın maliyeti tahmini işletme sermayesi devir hızına bölünerek işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanır. İşletme sermayesi devir hızı olarak firmanın geçmiş yıllardaki rakamları ya da endüstri ortalamaları kullanılabilir.

10

**ÖRNEK:**

ABC firmasının gelecek yıl için satış tahmini 1 milyon TL, brüt kâr oranı tahmini ise %20'dir. Firmanın geçmiş yıllar için hesaplanan ortalama devir süreleri alacaklar için 60 gün, stoklar için 30 gün, borçlar için 50 gündür. Firma kasa ve banka hesabında 5 günlük ödemelerini karşılayacak miktarda nakit tutacaktır. Firmanın gelecek yıl için net işletme sermayesi ihtiyacı ne kadardır?

$$\text{Satılan Malın Maliyeti} = 1.000.000 - (1.000.000 * 0,20) = 800.000$$

$$\text{İşletme sermayesi devir hızı} = 360 / (60 + 30 - 50 + 5) = 8$$

$$\text{Net İşletme Sermayesi İhtiyacı} = 800.000 / 8 = 100.000$$

11

## Enflasyonun İşletme Sermayesi Üzerindeki Etkisi Ve Bu Etkinin Ölçülmesi

12

## Enflasyonun İşletme Sermayesi Üzerindeki Etkisi

Enflasyon dönemlerinde sürekli yükselen fiyatlar, firmaların işletme sermayelerini aşındırmakta, erozyona uğratmakta ve firmalarda çoğu kez beklentiler üzerinde işletme sermayesi gereksinimi yaratmaktadır.

Enflasyonun işletme sermayesi gereksinimini artırma nedenleri şöyle özetlenebilir:

- Enflasyon dönemlerinde firmaların günlük olağan faaliyetlerini yürütebilmek, ödemelerini zamanında yapabilmek için gereksinim duydukları para tutarı artmaktadır.
- Firmaların artan veya reel olarak artmasa dahi enflasyon etkisiyle artmış gözükten satışları, müşteriye bağlı mal değerini, başka bir anlatımla ticari faaliyetten doğan alacaklarını genişletmektedir.

13

- Stokların, miktar değişikliği olmasa dahi parasal tutarları artmaktadır. Kaldı ki enflasyon dönemlerinde yalnız stokların parasal değeri artmamakta, firmalarda çoğu kez reel stok artışı da olmaktadır. Enflasyon firmaları emniyet stoklarını artırmaya zorlamaktadır.

14

## Enflasyon Etkisinin Ölçülmesi

İşletme sermayesinde değişme şu üç etmenin bileşkesi veya sonucudur.

- İşletme sermayesinde etkinlik ve verimliliğin değişmesi
- İş hacminde (satışlarda) değişme
- Enflasyon etkisi

15

## İşletme Sermayesinde Etkinlik Ve Verimliliğin Değişmesi

$$\text{Düzeltilmiş D.S. Stok} - \frac{\text{Düzeltilmiş D.S. Satışların Maliyeti}}{\text{Önceki Dönem Stok Devir Hızı}}$$

$$\text{Düzeltilmiş D.S. Alacak} - \frac{\text{Düzeltilmiş D.S. Net Satışlar}}{\text{Önceki Dönem Alacak Devir Hızı}}$$

$$\text{Düzeltilmiş D.S. Borç} - \frac{\text{Düzeltilmiş D.S. Satışların Maliyeti}}{\text{Önceki Dönem Borç Devir Hızı}}$$

Fark pozitif ise alacaklar ve stoklar için etkinlik azalışını, borçlar için ise etkinlik artışını gösterir.

16



## İş hacminde (satışlarda) değişme

Bir önceki yıl ile karşılaştırma yapılabilmesi için, satış hacmindeki reel değişimin işletme sermayesinde de aynı oranda değişme doğuracağı varsayımı gereklidir. Dönem başındaki stok, ticari alacak ve ticari borçların, satış hacmindeki reel değişme oranı ile çarpımı, satış hacmindeki değişimin, enflasyondan bağımsız olarak, genişletici yada daraltıcı etkisini gösterir.

- Alacaklardaki Değişim: Dönem Başı Bakiyesi\*Satış Hacmindeki Reel Değişim Oranı
- Stoklardaki Değişim: Dönem Başı Bakiyesi\*Satış Hacmindeki Reel Değişim Oranı
- Borçlardaki Değişim: Dönem Başı Bakiyesi\*Satış Hacmindeki Reel Değişim Oranı

17

## Enflasyon Etkisi

*Stoklar İçin*

= *D. S. Stok – İş Hacmi artışı etkisi*  
– *etkinlik azalışı – D. B. Stok*

*Alacaklar İçin*

= *D. S. Alacak – İş Hacmi artışı etkisi*  
+ *etkinlik artışı – D. B. Alacak*

*Borçlar İçin*

= *D. S. Borç – İş Hacmi artışı etkisi*  
+ *etkinlik azalışı – D. B. Borç*

18

## Örnek

	2013	2014
Net satışlar	3662	6615
Satışların Maliyeti	1507	3160
Ticari Alacaklar	1650	2700
Stoklar	277	728
Ticari Borçlar	496	550

Enflasyon artışı %72 olup satışlardaki reel artışı da bularak, enflasyonun işletme sermayesi üzerindeki etkisini hesaplayınız.

19

## 5. NAKİT YÖNETİMİ

20

- Nakit yönetimi için öncelikli karar noktası, ne kadar nakit bulundurulmasına karar verilmesi üzerinedir. Bunun için de nakit tutmanın nedenlerini bilmek yararlı olacaktır. Keynes, nakit tutmanın nedenlerini üçe ayırmıştır:
  1. İşlem motifi: Günlük ödemelerin yapılması amacıyla
  2. İhtiyat motifi: Beklenmedik ya da olağanüstü durumlarda gerekli ödemeleri yapabilmek amacıyla
  3. Spekülasyon motifi: Ortaya çıkabilecek karlı yatırım fırsatlarından yararlanabilmek amacıyla
- Nakit yönetiminin amacı, tutulan nakitin işletmeye maliyeti ile faydasını karşılaştırarak tutulması gereken optimal nakit düzeyini belirlemektir. Optimal nakit düzeyinin belirlenmesinde kullanılan modellere Baumol Modeli ve Miller-Orr Modeli örnek gösterilebilir.

21

Firmalarda etkin bir nakit yönetimini olumsuz yönde etkileyen faktörler:

- Muhasebe uygulamalarının genellikle firmaların para mevcudunu olduğundan daha az göstermeleri
- Finans yöneticilerinin nakit yönetiminde etkinlik sağlamaktan çok, ihtiyaç duyulduğu an kaynağın derhal hazır bulundurulmasına önem vermeleri
- Firmaların üst düzey yöneticilerin, nakit yönetimini çok karmaşık bularak veya teknik bir ayrıntı sayarak, nakit yönetimine gereken önemi vermemeleri

22

Nakit bulundurmanın firmalara sağlayacağı yararlar:

- Günlük işlemlerin gerektirdiği ödemeleri eksiksiz şekilde karşılamak
- Beklenen ödemeleri zamanında yapmak
- Beklenmedik, olağanüstü olaylara karşı hazırlıklı olmak, bu tür olayların gerçekleşmesinde mali açıdan zor duruma düşmemek
- Alışlarda nakit iskontosundan yararlanmak
- Bankalarla iyi ilişkiler kurmak, sürdürmek, gerektiği zaman bankalardan ve diğer finansman kurumlarından kolaylıkla kredi temin etmek
- Ortaya çıkabilecek karlı iş olanaklarını veya yatırım fırsatlarını değerlendirmek, özellikle finansal varlıkların değer artışlarından yararlanabilmek

23

Nakit tutmanın firmaya maliyeti üç şekilde ele alınabilir:

- Firma likit fon tutmakla, bu fonları karlı yatırım alanlarında kullanma olanağından yoksun kalmaktadır.
- Likit fonlar, firmanın kısa süreli borçlarının ödenmesinde kullanılabilir. Bu tür kullanım, firmanın fonlama riskini azaltmasının yanısıra önemli faiz tasarrufu da sağlayabilir.
- Bir firmanın aşırı ölçüde elinde bulundurduğu likit kaynaklara dayanması, firmanın kısa süreli finansman piyasalarında uzaklaşması sonucu doğurabilir.

24

Likidite noksanlığının firma açısından doğurabileceği olumsuz etkiler şöyledir:

- Kredi sağlama olanakları zorlaşabilir, firma tüm ödemelerini peşin yapmak zorunda kalabilir.
- Kredi verenler, firmanın ödeme güçlüklerini dikkate alarak, artan riskleri karşılamak için faiz oranını yada kredili satışlarda malın satış fiyatını artırabilir.
- Satıcılar, kredili mal vermeyi geri çevirebilir.
- Hammadde, malzeme alışındaki düzen bozulabilir; nakit sıkıntısı içinde bulunan firmalar, satıcılar tarafından ikinci sınıf müşteri muamelesine tabi tutulabilir, satıcılar öncelikle likidite durumu kuvvetli firmaların gereksinimlerini karşılamayı yeğleyebilir.
- para ve sermaye piyasalarından elverişli koşullarda kaynak sağlamak olanaksız hale gelebilir.
- Süresi gelen borçların zamanında ödenmemesi nedeniyle uğranılan kayıplar artabilir.
- Alışlarda nakit iskontosundan yararlanma olanağı kaybolabilir.
- Bazı hallerde alacaklıların, firmanın tasfiyesi için yasal yollara başvurmaları sonucu, firmanın varlığı tehlikeye düşebilir.

25

Firmaların nakit tutma gereksinimini belirleyen başlıca etmenler:

- Firmanın geleceğe ilişkin nakit akış tahmini
- Firma faaliyetinin niteliği, para giriş çıkışları arasında zaman uyumu
- Firmanın alım ve satım koşulları
- Alacakların devir hızı
- Stok miktarı ve stok devir hızı
- Firmanın kredi sağlama kapasitesi
- Ödenmemiş sermaye miktarı
- Borçları konsolide edebilme olanağı
- Firmanın borçlarının süre yapısı
- Yakın gelecekte büyük ödemeler yapma olasılığı
- Beklenmedik olağanüstü hallerle karşılaşma olasılığı
- Yabancı para ile borç tutarı
- Beklenen para girişlerinin gerçekleşme olasılığı
- Firmanın dönemsel ve mevsimlik hareketlerden etkilenmesi
- Endüstri kolundaki rekabet

26

## Firmanın Bulunduracağı Optimum Nakit Tutarının Saptanması

Firmalarca bulundurulması gerekli nakit tutarının saptanmasıyla ilgili uygulamada kullanılan pratik yöntemlerin başlıcaları şunlardır:

- Firmanın en az onbeş günlük satış tutarına eşit miktarda para mevcudu bulundurması
- Firmanın, kısa süreli borçlarının belirli bir oranında para mevcudu tutması
- Bulundurulacak para mevcudunun, firmanın belirli bir süredeki para çıkışı gerektiren giderlerini karşılayacak tutara eşit olması

27

## Optimum Nakit Miktarının Belirlenmesinde Kullanılan Matematiksel Modeller

- Baumol Modeli
- Miller-Orr Modeli
- Beranek Modeli

28

## Baumol Modeli

Firmanın faaliyetlerini yürütebilmesi için her defada borç alacağı yada diğer kullanım alanlarından çekeceği nakit miktarı belirlenmektedir.

### VARSAYIMLARI

Likit fonların diğer bir alandan çekildiği veya borçlanma yoluyla sağlandığı ve plan dönemi içerisinde dengeli bir şekilde kullanıldığı; her borçlanmanın veya fon çekilişinin, borçlanılan veya çekilen miktardan bağımsız olarak firmaya sabit bir gider yüklediği ve firmanın nakit ödemelerinin zaman içerisinde düzenli bir şekilde dağıldığı varsayımlarına dayanmaktadır.

C=Optimum Nakit Tutarı

b=Borç alma veya diğer alanlardan likit fon çekilmesinin her kez gerektirdiği sabit gider

T=Belirli bir dönem için firmanın yapacağı nakit ödemelerin tahmini tutarı

i= Nakit tutmanın alternatif maliyeti

$$C = \sqrt{\frac{2 * b * T}{i}}$$

Optimum bulundurulacak nakit tutarı ise; C/2 kadardır.

29

## Miller-Orr Modeli

Bu model günlük nakit giriş ve çıkışlarının tesadüfi seyrettiğini kabul etmekte ve buna göre bir sistem dizayn etmektedir. Bu modelde nakit bakiye tutarına yoğunlaşmakta fakat bunun belli bir aralıkta tesadüfi olarak aşağı yada yukarı hareket edeceği ve bu hareketlerin ortalama değişimde 0 olacağı kabul edilmektedir. Bu modelde nakit düzeninin üst ve alt limitleri belirlenmiştir. Nakit düzeyi bu aralıkta seyrettiği sürece hiçbir işlem yapılmamaktadır. Nakit düzeyi en yüksek seviyesine ulaştığı anda optimum nakit düzeyi ile en yüksek nakit düzeyi arasındaki fark kadar nakit pazarlanabilir senetlere yatırılır. Böylece nakit tutarı optimum nakit seviyesine inmiş olur. Nakit tutarı en düşük nakit düzeyine indiği anda optimum nakit düzeyi ile en düşük nakit düzeyi arasındaki fark kadar pazarlanabilir menkul kıymet satılarak nakit tutarı optimum nakit düzeyine getirilmektedir.

30

- Optimum nakit düzeyi işlem ve fırsat maliyetlerin birbirine eşit olduğu noktada belirlenmekte ve işlem maliyetleri sabit kabul edilmektedir. Elde tutulan nakit pazarlanabilir senetlere yatırılmış olsa idi elde edebileceği getiri de fırsat maliyeti olarak ifade edilebilir.

L= En düşük nakit düzeyi

$M_t$  = Her bir işlem için katlanılan maliyet

$M_b$  = Fırsat Maliyeti

Z=Optimum nakit düzeyi

SS=Standart Sapma

$$Z = L + \sqrt[3]{\frac{3 \times M_t \times SS^2}{4 \times M_b}}$$

En yüksek nakit düzeyi=(3\*optimum nakit düzeyi)-(2\*en düşük nakit düzeyi)

$$\text{Ortalama nakit düzeyi} = \frac{(4 * \text{optimum nakit düzeyi}) - \text{endüşük nakit düzeyi}}{3}$$

31

## Beranek Modeli

Modelde net para girişlerinin, firma yöneticilerinin ön bilgi, bekleyiş ve deneyimlerine dayanan olası dağılımına yer vermiştir. Modelin uygulanabilmesi için, net nakit girişlerinin olası dağılımının yanısıra, nakit yetersizliğinin firmaya maliyetinin de bilinmesi gerekir.

Beranek'e göre nakit yetersizliğinin iki önemli maliyet unsuru:

1. Firmanın nakit iskontolarından yoksun kalması
2. Firmanın kredi değerliliğinin azalması

Beranek modeli, firmaya para girişlerinin devamlı, buna karşılık nakit ödemelerinin, yönetim kontrolü altında belirli günlerde ve büyük tutarlar halinde yapıldığını varsaymaktadır. Peşin satışlar, müşterilerden tahsilat firmaya devamlı para girişi sağlamakta; firma yönetimi ise, satıcılara ödemeleri, maaş-ücret-vergi ödemelerini ayın belirli günlerinde yapmakta, kar dağıtımını belirli tarihler itibariyle ayarlayabilmektedir. Başka bir anlatımla para girişleri devamlı bir akış, firmanın büyük ödemeleri ise belirli aralıklarla yinelenmektedir.

32



- Firmanın ödemeleri belirli tarihlerde olduğundan finans yöneticisi, planlama dönemindeki para gereksinmesini oldukça sağlıklı bir şekilde tahmin edebilir ve planlama dönemi içinde gereksinme duymayacağı fonları menkul değerlere yatırabilir.
- Finans yöneticisinin amacı, para ile menkul değerler arasındaki aktarma giderlerini ve ödemelerin yapılacağı sırada firmanın para yetersizliği içinde bulunması riskini gözönünde tutarak, menkul değerlere yapılacak yatırımın gelirini en yüksek düzeye çıkarmaktır.
- Modelin bu konuda bir çözüm getirebilmesi için gerekli girdiler:
  - Firmanın para akışına ilişkin olasılık dağılımı
  - Para ile menkul değerler arasında aktarma giderleri
  - Para yetersizliğinin doğurabileceği kayıplar
  - Para tutmanın fırsat maliyeti

33

## Nakit Yönetiminde Etkinliği Artırıcı Önlemler

- Para devir hızını artırmak (Para devir hızı= Satışlar/Para mevcudu)
- Müşterilerin ödemeleriyle firmanın bu fonları kullanma olanağını elde etmesi arasındaki zaman aralığını kısaltmak
  - Satış servisinin müşteri siparişlerine hızla cevap vererek, faturaların kısa zamanda düzenlenerek müşterilere gönderilmesini sağlamak.
  - Müşterilerden yapılacak para alımında bankacılık sisteminin sağlayabileceği hizmetlerden yararlanmak
  - Satış noktasından elektronik fon transferi sistemi kurulması
- Çok sayıda banka veya banka şubesi ile çalışmak yerine, para alımı ve ödemelerini, belirli banka veya banka şubelerinde toplamak

34

- Para giriş ve çıkışları arasında zaman uyumu sağlamak
- Nakit ödemeleri kontrol altına almak
- Ödemeleri haftanın belirli gününde merkezden yapmak
- Kısa bir süre için karşılıksız çek çekmek
- Peşin ödemelerden olanak ölçüsünde kaçınmak
- Depozito alınmasına ve müşteri avanslarına ağırlık vermek
- Kur riskinden kaçınmak için hemen para çıkışı gerektirmeyen tekniklerden yararlanma
- Yatırım harcamalarından ivedi olmayanları ertelemek
- Likidite yönetiminde dar ve kısa süreli görüşleri bir yana bırakmak
- Haftalık hatta gerektiğinde daha kısa süreli nakit giriş ve çıkışlarını gösterir sağlıklı nakit bütçesi hazırlamak

35

## 6. ALACAK YÖNETİMİ

36

- Alacaklar kredili satışların sonucu oluşur. Firmanın satış politikalarının yanısıra, içinde bulunduğu sektör, mevsimsel değişimler, pazar payı, yönetim etkinliği, ekonomik konjonktür ve ekonomik politikalar alacak düzeyini etkileyen başlıca faktörlerdir. Satış politikaları belirlenirken, bu politikalar sonucu ulaşılabilecek karlılığın alacaklara yatırılan kaynakların maliyetinden yüksek olması istenir. Diğer bir deyişle, yapılan satışın vadesi uzadıkça, karlılığın yükselen finansman maliyetini karşılayacak şekilde artması gerekir.
- Alacak yönetiminin üç bacağı kredi politikası, tahsilat politikası ve kredi değerlemedir. Kredi politikası oluşturulurken kredi standartları, kredi süresi, nakit iskontosu ve alacakların ödenmeme riski gibi parametrelerin belirlenmesi gerekir. Tahsilat politikası firmanın alacaklarını tahsil etme amacıyla yaptığı tahsildar istihdamı, telefonla görüşme, kanuni takibat gibi faaliyetleri kapsar. Kredi ve tahsilat politikaları belirlendikten sonra müşterilerin kredi talepleri değerlendirilir. Gerekli bilgi toplanıp, inceleme yapılır; kredi açılıp açılmamasına ve açılacaksa kredi tavanının ne olacağına karar verilir. Tüm bu işlemlerin birer maliyet unsuru olduğu, dolayısı ile fayda maliyet dengesinin sürekli gözönünde bulundurulması gerektiği unutulmamalıdır. .

37

## Alacakların düzeyini belirleyen etmenler

- Satış hacmi
- Satışların mevsimlik oluşu
- Firmanın kredili satış koşulları
- Satılan mal veya hizmetin niteliği
- Alacak tahsilatında etkinlik
- Firmanın büyüklüğü
- Kredili satış yapılacak müşterilerde aranacak nitelikler ve kredi limitleri
- Fabrika işletmeciliği ve büro hizmetlerinde sağlanan etkinlik
- Alacak senetlerinin iskonto ettirilmesi olanağı
- Konjonktürün müşterilerin borç ödeme ve alışkanlıkları üzerine etkisi

38

Alacak yönetimin temel işlevleri:

- Kredili satışlara ilişkin genel politikanın saptanması
- Saptanan politikanın müşteriler bireysel olarak uygulanması
- Kredili satış politikasının uygulanmasının kontrolü

Bir firmanın kredili satış politikasında başlıca değişkenler:

- Müşterilerde aranılacak nitelikler
- Müşterilere tanınacak kredi limitleri
- Kredinin süresi
- Nakit iskonto oranı ve iskontodan yararlandırma süresi
- Müşterilere tanınacak mevsimlik özel süreler
- Kredi satışlarda üstlenecek riskler

39

## Müşteriler hakkında bilgi kaynakları

Kredili satış yapılacak kişi veya firmalar hakkında bilgi toplamak için yararlanılacak kaynaklar dolaysız ve dolaylı kaynaklar olarak ayrılabilir:

- Dolaysız bilgi kaynakları
  - Satış servisinin müşteri hakkındaki bilgi ve görüşü
  - Firmada müşteriye ait özel bilgi dosyası
  - Kişisel karşılıklı görüşme
  - Müşterinin işyerinde yapılan inceleme
  - Müşterinin mali tabloları

40

- Dolaylı bilgi kaynakları
  - Bankalardan alınan bilgiler
  - Ticari çevrelerden sağlanan bilgiler
  - Ticaret sicili kayıtları
  - Vergi beyannameleri, ilan edilen vergiler
  - Meslek kuruluşlarından alınan bilgiler
  - Gazete ve dergilerde firma hakkında yayınlar

41

## Kredi riskini belirleyen etmenler

Firmanın yöneticileri, kredili satış yapılacak müşterilerin kredi riskini değerlendirirken genellikle şu etmenleri dikkate alırlar. Müşterilerin karakteri, kapasitesi, sermaye durumu, gösterdiği güvenceler, ekonominin, iş konulunun içinde bulunduğu koşullar ve diğer etmenler.

- Karakter: karakter veya moralite faktörü müşterinin taahhütlerine bağlılığını yükümlülüklerini yerine getirmekte gösterdiği dürüstlüğü ve iyi niyeti ifade etmektedir.
- Kapasite: müşterinin kapasitesinin değerlendirilmesi, müşterinin planlama ve uygulama ile ilgili yetenekleri hakkında değer yargılarına varılmasını gerekli kılar.
- Sermaye durumu: müşterinin sermayesinin daha genel bir deyişle mali durumunun güvenilir olup olmadığı, mali analiz teknikleriyle belirlenmesidir.
- Gösterilen güvence: müşterinin göstereceği güvence de müşterinin kredi değerliliği saptanırken dikkate alınması gereken etmenlerden biridir.

42

- Ekonominin ve iş kolunun içinde bulunduğu koşullar: ekonomik hayattaki koşullar, firmaların gelir yaratma kapasitelerini etkilemektedir. Ancak çeşitli endüstri kollarının dönemsel hareketlerden etkilenme dereceleri birbirinden çok farklıdır. İş kolunun dönemsel ve mevsimlik hareketlerden etkilenme derecesi ve iniş çıkışların düzenli olup olmadığı incelenmelidir.
- Diğer etmenler: diğer etmenler arasında, kredi satış yapılacak firmanın eskiliği, büyüme potansiyeli, yöneticileri hakkındaki izlenimler, göstermiş olduğu gelişme eğilimi, hukuki yapısı dikkate alınabilir.

43

### Alacakların yönetiminde etkinlik sağlanması

- Kredili satış koşullarının, firma açısından daha elverişli hale getirilmesi
- Alacakların tahsilinin hızlandırılması
- Kredili satış yapılacak müşterilerde aranılacak nitelikler konusunda daha kısıtlayıcı davranılması, kredi standartlarının yükseltilerek, şüpheli alacaklar nedeniyle uğranabilecek zararları azaltılması
- Büro hizmetlerinde etkinliğin sağlanması
- Alacakların tahsilatını hızlandıracak, müşterileri erken ödemeye özendirerek önlemler uygulanması
- Müşteri açık cari hesaplarının ticari senetlere dönüştürülmesi
- Alacakların tahsil edilememe riskine karşı sigorta ettirilmesi
- Alacakların finansman kaynağı olarak kullanılması
- Satış elemanlarının da tahsilat sürecine katılmalarını sağlamak
- Alacakların değerlendirilmesine gereken önemin verilerek, gerçek olmayan karlar üzerinden vergi ödenmesinin önlenmesi

44

## 7. STOK YÖNETİMİ

45

- Stok yönetiminin amacı üretim ve pazarlama için gerekli hammadde, yarı mamul ve mamullerin istenilen zamanda hazır olmasını sağlayacak optimal stok ve sipariş miktarlarının belirlenmesidir. Stokların likiditesi en düşük dönen varlıklar olduğu ve stok taşımanın finansman maliyetinin yanısıra depolama, stok kayıtları tutma ve sigorta gibi maliyetleri olduğu unutulmamalıdır. Dolayısı ile, stok yönetiminde, stok tutmanın maliyeti ile sağlayacağı faydalar karşılaştırılarak stok planlaması ve kontrolü yapılır.
- Stok yönetim modelleri gözle kontrol ve sayma gibi yöntemlerden bilgisayar kullanımını gerektiren gelişmiş modellere kadar geniş bir yelpazeyi içermektedir. Uygulanan stok yönetim modellerine, gözle kontrol, çift kutu, ABC yöntemi, ekonomik sipariş miktarı modeli ve simülasyon yöntemi örnek gösterilebilir.
- Ekonomik sipariş miktarı yönteminde, ekonomik sipariş miktarını veren formül aşağıda verilmiştir:

46

$$\text{Ekonomik Sipariş Miktarı} = \sqrt{\frac{2 \times \text{Üretim Miktarı} \times \text{Sipariş Maliyeti}}{\text{Yıllık Birim Stok Tutma Maliyeti}}}$$

Stok yönetiminde yapılacak ilk iş, doğrudan yaklaşım, stoklarla ilgili giderleri ve stok tutmanın firmaya sağlayacağı yararları belirlemektir.

Stoklarla ilgili giderler şu şekilde gruplandırılabilir:

- Stok tutmanın gerektirdiği giderler
- Sipariş ve alım giderleri
- Yeterince stok bulundurmamanın yol açtığı gider ve zararlar

Stok tutmanın gerektirdiği giderler şunlardır:

- Finansman maliyeti
- Stoklama, istif, boşaltma ve yükleme giderleri
- Depo, ambar gibi stokların muhafaza edildiği yerlerin gerektirdiği giderler
- Stok hizmet giderleri
- Sigorta giderleri
- Stok tutma riski
- Çalınma veya doğal yıkımlar nedeniyle uğranılan kayıplar

47

## Stok yönetiminde etkinliğin sağlanması

- Çeşitli stok kalemleri arasında denge sağlanarak, bazı stok kalemlerinde aşırı şişkinliğin önlenmesi
- Satınalma, üretim ve finansman bölümleri arasında yakın bir işbirliği sağlanması
- Üretim süresinin kısaltılması
- Teknik veya ekonomik nedenlerle sürüm kabiliyeti azalmış, paraya dönüşüm hızı yavaşlamış stok kalemlerinin özel fiyat indirimleri yoluyla satış olanaklarının artırılması
- Mamul satışlarının mevsimlere dengeli bir şekilde dağıtılmasını sağlayıcı fiyat politikası izlenerek bazı ay veya mevsimlerde aşırı stok birikiminin önlenmesi
- Kalite kontrolüne gereken önemin verilerek iadelerin ve müşterilerle çıkabilecek uyuşmazlıkların azaltılması

48



- Ürün basitletirmesi, malzeme standardizasyonu için mühendislik araştırmalarına önem verilmesi
- Satınalma ve üretme seçeneklerinin yeniden gözden geçirilerek, ekonomik görüldüğü takdirde, işletme dahilinde üretme yerine, diğer firmalardan satınalma politikasına geçilmesi
- Ürün çeşitliliğinin azaltılması
- Stoklar için en uygun değerleme yöntemini uygulayarak, gerçek olmayan karlar üzerinden vergi ödenmesinin önlenmesi

49

## 8. YATIRIM PROJESİ DEĞERLEMESİ (SERMAYE BÜTÇELEMESİ)

50

Yatırım projesi değerlendirme yöntemleri genel olarak iki ana ayrım altında sınıflandırılan 5 temel başlıkta incelenmektedir.

- Statik Değerleme Yöntemleri
  - Geri Ödeme Süresi Yöntemi
  - Ortalama Getiri Oranı Yöntemi
- Dinamik Değerleme Yöntemleri
  - Net Bugünkü Değer Yöntemi
  - Karlılık Endeksi Yöntemi
  - İç Verim (getiri) Oranı Yöntemi

Dinamik ve statik yöntemleri farklılaştıran temel unsur, statik yöntemlerin dinamik yöntemlerin aksine hesaplamalarda paranın zaman değerini dikkate almamasıdır.

### 1. GERİ ÖDEME SÜRESİ YÖNTEMİ

Geri ödeme süresi, bir yatırım maliyetinin o yatırımdan gelecekte sağlanacak nakit girişleriyle karşılanması için gereken zaman şeklinde tanımlanabilir. Bu yöntemde göre birden fazla proje arasında seçim söz konusu olduğunda, geri ödeme süresi daha düşük olan projeler tercih edilmelidir.

$$\text{Geri Ödeme Süresi} = \frac{\text{Yatırım Tutarı}}{\text{Yıllık Nakit Akışı}}$$

Nakit akışı her yıl sabit tutarda gerçekleşirse

51

Yatırımın sağlayacağı net nakit girişleri yıllar itibarıyla değişiklik gösteriyorsa geri ödeme süresi, yatırımın her yıl sağlayacağı net nakit girişleri, yatırım tutarına eşit oluncaya kadar toplanmak suretiyle hesaplanır.

Örneğin; 15.000 TL'lik bir yatırım için beklenen nakit akışları; 1. yıl 3.000, 2. yıl 4.000, 3. yıl 7.000, 4. yıl 10.000 olduğuna göre yatırımın geri ödeme süresini hesaplayalım.

$$\text{Geri ödeme süresi} = 3 + \frac{1000}{10000} = 3,1 \text{ yıl}$$

Not. Geri ödeme süresi sağlandıktan sonraki nakit akışlarının göz ardı edilmesi, yöntemin bir başka önemli zayıflığıdır.

52

## Yöntemin eleştirilen yönleri:

- Paranın zaman değerini dikkate almamaktadır.
- Projeler arasında öncelik sırasının saptanmasında, yatırımların ekonomik ömürlerini, özellikle geri ödeme süresinden sonra yatırımların firmaya sağlayacakları para girişlerini dikkate almamaktadır.
- Geri ödeme kriterinin katı bir şekilde uygulanması halinde firmalar açısından stratejik öneme haiz uzun ömürlü yatırımlara öncelik verilmesi olanağı ortadan kalkmaktadır.

53

## 2. ORTALAMA GETİRİ ORANI YÖNTEMİ

Bir projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net karların ortalamasının yatırım tutarına bölünmesiyle elde edilen değerdir. Yönteme göre birden fazla proje arasında ortalama karlılık oranı yüksek olan projeler tercih edilir.

$$\text{Ortalama getiri oranı} = \frac{\text{Ortalama yıllık kar}}{\text{Yatırım tutarı}}$$

Örneğin; 12.000 TL yatırım tutarına sahip olan projeden 1. yıl 1.000, 2. yıl 1.500, 3. yıl 2.500 ve 3. yıl 10.000 TL kar beklendiğine göre ortalama getiri oranını hesaplayınız.

54

$$\text{Ortalama yıllık kar} = \frac{1.000 + 1.500 + 2.500 + 10.000}{4} = 3.750$$

$$\text{Ortalama getiri oranı} = \frac{3.750}{12.000} = \%31,25$$

55

### Yöntemin eleştirilen yönleri:

- Yatırım sağlayacağı net karın yıllar itibariyle dalgalanma göstermesi halinde, «yıllık net kar/yatırım tutarı» oranının payına yıllık kar rakamının tek bir rakam olarak alınması anlamsızdır.
- Bu yöntemin uygulanmasında net kar hesaplanırken o hesap döneminde ayrılan amortismanlar, bir gider olarak dikkate alındığından seçilen amortisman usulüne göre farklı yıllık net kar rakamları hesaplanması olasıdır.
- İncelenen yönteme karşı ileri sürülen eleştirilerden biri de, ayrılan amortismanlar hesaba katılmadan bir yatırıma ayrılan sermayeyi anlamlı bir şekilde belirlemeye imkan olmadığı şeklindedir.
- Çeşitli yatırım projeleri arasında seçim, bir sıralama yaparken yatırımın ekonomik ömrünü dikkate almamasıdır.
- Paranın zaman değerini dikkate almamasıdır.

56

### 3. NET BUGÜNKÜ DEĞER YÖNTEMİ

Bir yatırımın net bugünkü değeri, o yatırımın gelecekte sağlayacağı nakit girişlerinin bugünkü değeri toplamından yatırım tutarı çıkarılarak bulunur. Burada yatırım tutarı yatırımdan kaynaklanan nakit çıkışlarının bugünkü değeri toplamını ifade etmektedir. Bu tutar, sorularda yatırımın başlangıç noktasında tek parçalı bir parasal değer olarak verilmektedir. Yöntem gereğince, net bugünkü değeri sıfırdan büyük olan projeler kabul edilirken net bugünkü değeri sıfırdan küçük olan projeler reddedilmektedir. Birden çok proje arasında seçim yapmak gerektiğinde ise, net bugünkü değeri daha büyük olan proje tercih edilmelidir.

NBD yönteminde çözüme ulaşabilmek için yatırım tutarı, projenin ekonomik ömrü, projenin gelecekte sağlayacağı nakit girişleri, projeden beklenen getiri oranı ve varsa yatırımın hurda değeri verilerin ihtiyaç vardır.

CF = Nakit akışı

C = Yatırım tutarı

k = iskonto oranı

$$NBD = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - C$$

57

Örneğin; 14.000 TL yatırım tutarı olan bir projenin 6 yıl boyunca beklenen nakit akışları sırasıyla 2.000, 3.000, 3.500, 4.500, 5.000 ve 2.000 TL'dir. İskonto oranı %12 olduğuna göre yatırımın net bugünkü değerini bulunuz.

$$NBD = -14.000 + \frac{2000}{(1,12)^1} + \frac{3.000}{(1,12)^2} + \frac{3.500}{(1,12)^3} + \frac{4.500}{(1,12)^4} + \frac{5.000}{(1,12)^5} + \frac{2.000}{(1,12)^6}$$

NBD = -621 TL projenin NBD'i negatif olduğundan proje reddedilir.

58

## Yöntemin eleştirilen yönleri:

- NBD yöntemine göre yatırımlar arasında yapılacak seçime, dışardan nesnelliği tartışılabilir bir öge katılmaktadır.
- NBD yöntemi kaynak maliyetinin yatırımın ekonomik ömrü boyunca değişmeyeceğini varsaymakta ve gelecekte sağlanacak para girişlerini sabit bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirmektedir. Oysa zaman içerisinde sermaye maliyeti değişebilir.
- Net bugünkü değer yöntemi, projelerin gerçek iç karlılık oranını göstermemekte, ancak bir projenin iç karlılık oranının istenen asgari karlılık oranından daha yüksek olup olmadığını ortaya koymaktadır. Bu nedenle iç verim oranı yöntemi, NBD yöntemine kıyasla daha kolay yorumlanabilir ve projeler arasında daha gerçekçi bir karşılaştırmaya olanak sağlar.
- Söz konusu yöntem, bir firmanın gerçekleştireceği yatırım projelerinin belirli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değerlerini en yüksek düzeye çıkarma amacını gütmektedir. Gerçekleştirilecek yatırım projelerinin, önceden saptanmış belirli bir iskonto oranı üzerinden net bugünkü değerlerinin en çoklanması her zaman firmanın karlılığını en yüksek düzeye ulaştırmayabilir.

59

### 4. KARLILIK ENDEKSİ

Karlılık endeksi(fayda maliyet oranı), bir projeden gelecekte sağlanacak nakit girişlerinin bugünkü değerleri toplamının, projenin maliyetine(nakit çıkışlarının bugünkü değerine) bölünmesiyle elde edilir. Karlılık endeksi 1'den büyükse proje kabul edilir.

$$\text{Karlılık Endeksi} = \frac{\text{Nakit Girişlerinin Toplam Bugünkü Değeri}}{\text{Proje Maliyeti}}$$

Örneğin; yukarıdaki örnekte yer alan proje karlılık endeksine göre değerlendirilirse;

$$\text{Karlılık Endeksi} = \frac{13.379}{14.000} = 0,96 \text{ Proje reddedilir.}$$

Sınırlı kaynak kullanılması gereken yatırım projelerinin değerlendirilmesinde daha yaygın kullanılmaktadır.

60

### 5. İÇVERİM ORANIYÖNTEMİ

İç verim oranı bir projenin nakit girişlerinin bugünkü değerleri toplamını o projenin yatırım tutarına eşitleyen orandır. İç verim oranı NBD'yi 0'a eşitleyen orandır. İç verim oranı, birden fazla proje arasında seçim yapmak gerektiğinde ya da bir projenin getirisiyle projeye ilişkin sermaye maliyeti ve piyasadaki diğer yatırım alternatiflerinin getirileri karşılaştırılırken kullanılabilir. Yöntem gereğince iç verim oranı yüksek olan proje tercih edilmelidir. Eğer iskonto oranı iç verim oranını geçerse projenin net bugünkü değeri negatif çıkacak, aksi durumda ise net bugünkü değer pozitif çıkacaktır.

Az önceki örneği iç verim oranı yöntemine göre değerlendirelim;

$$14.000 = \frac{2000}{(1+r)^1} + \frac{3.000}{(1+r)^2} + \frac{3.500}{(1+r)^3} + \frac{4.500}{(1+r)^4} + \frac{5.000}{(1+r)^5} + \frac{2.000}{(1+r)^6}$$

$r=10,53\%$  Sermaye maliyeti  $12\%$  olduğunda iç verim oranı sermaye maliyetinin altına düşmüştür. Dolayısıyla proje reddedilir.

61

### Yöntemin eleştirilen yönleri:

- Bazı yatırım projeleri için tek bir iç karlılık oranı hesaplamak olanaksızdır. Bir yatırım projesi için tek bir iç karlılık oranı hesaplayabilmek için gerekli koşul, yatırımın sağlayacağı para akışı pozitif değer aldıktan sonra, yatırımın ekonomik ömrünün sonuna değin bu pozitif değerlerin sürmesidir.
- Biri gerçekleştirildiğinde diğerinin yapımından vazgeçilmesi gerekli yatırımlar arasındaki seçimde iç karlılık oranı yöntemi hatalı tercihlere yol açabilmektedir.
- İç karlılık oranı yönteminin üstü kapalı bir şekilde de olsa dayandığı temel varsayım, bir yatırımın yaratacağı fonların, iç karlılık oranı en az söz konusu yatırıma eşit olan başka bir yatırım projesinin finansmanında kullanılacağıdır. Böyle bir varsayım özellikle gelişmekte olan ülkeler için geçerli olmayabilir.

62

- İç karlılık oranını uygulayabilmek ve buna göre yatırım projeleri arasında bir sıralama yapabilmek için, yatırım projelerinin tümünü kapsayan paketin, değerlendirme ve sıralamayı yapacak olan firmanın karar alma organına gelmesi gerekir. Ancak uygulamada görüldüğü üzere, tüm yatırım projeleri bir anda, bir paket halinde, ilgili karar alma organına sunulmamakta, proje akımı daha çok tek tek veya gruplar halinde olmaktadır.
- Tesis süresi ve ekonomik ömrü uzun, ekonomik ömür içinde her yıl sağladığı para girişi dalgalanma gösteren yatırımlarda iç karlılık oranı hesaplanması zaman almaktadır.

63

## Net Bugünkü Değer-İç Verim Oranı Çelişkisi

- Firmanın elinde yatırımlara ayrılacak geniş fonlar mevcut ise ve tek bir yatırım projesi değerlendiriliyorsa, NBD yöntemi İRR yöntemi aynı sonucu verir.
- Fakat bazen bu iki yöntem birbiriyle çelişkili sonuçlar verebilir. Yani A ve B projelerinin değerlendirildiği bir durumda NBD yöntemine göre A projesinin seçilmesi, İRR yöntemine göre ise B projesinin seçilmesi sonucu ortaya çıkabilir.
- İki yöntemin alternatif projeler arasında seçimde çelişkili sonuç vermesi, dayandıkları temel varsayımların farklı olmasındandır. İRR yönteminde temel varsayım, bir yatırımın yaratacağı fonların, yatırımın geri kalan ekonomik ömrü süresince en az o yatırımın iç karlılık oranına eşit karlılık oranı olan diğer yatırımlara tahsis edileceğidir. Başka bir anlatımla yaratılan fonların yeniden yatırılması durumunda, iç verim oranının daha aşağı bir düzeye düşmeyeceğidir.

64



- NBD yönteminin dayandığı temel varsayım ise, yatırımın ekonomik ömrü boyunca, yatırımdan beklenen asgari karlılık oranının değişmeyeceği, yatırımın yaratacağı fonların, iç karlılık oranları en az iskonto haddi olarak kullanılan bu orana eşit yeni yatırımlara ayrılacağıdır. Başka bir deyişle, yaratılacak fonların ayrılacağı yatırımların da, iskonto haddi olarak kullanılan önceden saptanmış bu oran üzerinden, NBD'nin pozitif olacaktır.
- Kaynakları sınırlı bir firmaya paket halinde sunulan çeşitli büyüklükte yatırım projeleri arasında bir sıralama yapmada NBD yöntemi IRR yöntemine kıyasla üstünlük göstermektedir.
- Firma amacının firma değerinin maksimizasyonu olduğuna göre NBD yöntemi bu amaca hizmet etmektedir. Çünkü NBD bir yatırım projesinin firmanın değerine yaptığı katkıyı ölçmektedir.

65

## Belirsizlik Koşulları Altında Sermaye Bütçelemesi

Risk gelecekte istenmeyen bir durumun ortaya çıkma ve zarara uğrama olasılığıdır. Geleceğe yönelik riskin varlığı ise sermaye bütçelemesi kararlarını etkilemektedir. Belirsizlik koşullarında sermaye bütçelemesi kararları verirken kullanılan yöntemler de farklılaşmaktadır.

### 1. DUYARLILIK ANALİZİ

Bir bağımlı değişkenin birden fazla bağımsız değişken tarafından etkilenmesi durumunda, diğer bağımsız değişkenler sabit kalmak koşuluyla, her bir değişkenden meydana gelecek olası değişimlerin bağımlı olarak ele alınan değişken üzerindeki etkisini görmek amacıyla yapılan analizdir.

Bir projenin kapsamında yer alan değişken ve parametrelerin nasıl ve hangi derecede projenin getirini etkileyeceğini inceleyen bir yöntemdir.

Duyarlılık analizinin ilk aşaması projenin hangi değişkene daha fazla duyarlı olduğunun tespit edilmesidir. Bu amaçla değişmesi muhtemel değişkenler için kullanılan analiz ölçütü (mesela NBD) her bir değişken için tek tek hesaplanır. NBD'yi mutlak değer olarak en fazla değiştiren değişken proje için en kritik değişkendir.

Örneğin; bir projenin yatırım tutarı 5.000 TL olup, nakit akışları ise sırasıyla 1. yıl 1.000 TL, 2. yıl 2.000 TL, 3. yıl 3.000 TL ve 4. yıl ise 4.000 TL'dir. İskonto oranı %20 olmakla birlikte ekonomik gelişmeler çerçevesinde +/- %10 değişebilmektedir. İskonto oranı farklılaşması projenin NBD'nin duyarlılığını inceleyiniz.

66

İSKONTO ORANI	NBD
%10	2.547
%20	887
%30	-281

İskonto oranının %10 artışıyla birlikte projenin net bugünkü değeri 1168 TL düşerek negatife dönüşürken, %10 düşüş projenin net bugünkü değerinde 1.660 TL'lik bir artışa neden olmaktadır. Demek ki projenin iskonto oranı düşüşüne olan duyarlılığı daha fazla görünmektedir. Burada sadece iskonto oranı farklılaştırılmıştır, diğer değişkenlerin de farklılaştırılması yoluyla çeşitli senaryolar karşısında projenin değerlendirilmesi daha doğru olacaktır.

## 2. OLASILIK ANALİZİ

Duyarlılık analizi proje kapsamında yer alan değişkenlerin proje karlılığını nasıl ve ne derecede etkilediğini inceleyerek kritik olan değişkenleri belirlemeyi amaçlar. Ancak duyarlılık analizi her değişkenin olası değişme aralığını ve bu aralık içindeki her değer için olasılığını göstermez. Bunları belirlemek için olasılık analizi yapılması gerekmektedir.

Olasılık analizinde projenin beklenen getirisi yanında nakit akışlarının standart sapması da alınarak bir karara varılmaktadır.

67

- Projenin her bir yıla ilişkin beklenen getirisi, yıllar itibariyle her bir getiri durumunun söz konusu olasılık düzeyi ile çarpılması sonucu bulunan değerlerin toplanması ile bulunmaktadır. Her bir yıl için bulunan beklenen getiri iskonto oranı ile bugüne indirgenerek projenin nakit akışlarının net bugünkü değeri bulunmaktadır.

- Ayrıca projenin standart sapması da bulunmaktadır.

$P_i$  = Her bir nakit akışının gerçekleşme olasılığı

$\bar{R}$  = Nakit akışlarının beklenen değeri

$R_i$  = Her bir olasılıkta beklenen nakit akışı

$$\text{Standart Sapma} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 * P_i}$$

Örneğin, bir projenin 2013 yılı nakit akışları çeşitli olasılıklar altında aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Olasılık	NNA
%10	5.000
%20	3.000
%30	2.500
%40	1.000

Buna göre projenin 2013 yılına ilişkin nakit akışlarının standart sapmasını belirleyiniz.

68

Olasılık	NNA
%10	5.000
%20	3.000
%30	2.500
%40	1.000
Beklenen Getiri	2.250

$$S.S. = \sqrt{((5.000 - 2.250)^2 * 0,10) + ((3.000 - 2.250)^2 * 0,20) + ((2.500 - 2.250)^2 * 0,30) + ((1.000 - 2.250)^2 * 0,40)}$$

Standart Sapma = 1,22

Her döneme ilişkin standart sapma bulunduktan sonra nakit akışları arasındaki bağımlılık durumuna göre projenin standart sapması iki şekilde bulunmaktadır.

- Nakit akışları arasında tam bağımlılık olması durumunda

$$\text{Projenin Standart Sapması} = \sqrt{\sum_0^{\infty} \frac{SS_t}{(1+i)^t}}$$

- Nakit akışları arasında tam bağımsızlık olması durumunda

$$\text{Projenin Standart Sapması} = \sqrt{\sum_0^{\infty} \frac{SS_t^2}{(1+i)^{2t}}}$$

69

Beklenen getirisi ve standart sapması bulunan projeler arasından seçim yaparken, beklenen getirisi büyük ve standart sapması düşük olan projenin seçilmesi gerekmektedir. Fakat bazı durumlarda bir projenin beklenen getirisi diğerine göre yüksek olmakla birlikte standart sapması da yüksek olabilmektedir. Bu durumda ise seçim değişim katsayısı bulunan projelerden değişim katsayısı düşük olan projenin tespiti ile gerçekleştirilmektedir. Değişim katsayısının ne olduğunu daha önce vermiştir. Hatırlamak gerekirse:

$$\text{Değişim Katsayısı} = \frac{\text{Standart Sapma}}{\text{Beklenen Getiri}}$$

### 3. DÜZELTİLMİŞ (UYARLANMIŞ) İÇ VERİM ORANI

Negatif Net nakit akımlarının iskonto oranı ile başlangıç noktasına çekilirken, pozitif net nakit akımlarının ise dönem sonuna taşınması sonucu bulunan iç verim oranıdır.

Örneğin; bir projenin yatırım tutarı 20.000 TL olup, 1. yıl sonu beklenen nakit akımı -5.000 TL, 2. yıl sonu beklenen nakit akımı -15.000 TL ve 3. yıl sonu beklenen nakit akımı 60.000 TL olduğuna ve yeniden yatırım oranı %25 olduğuna göre düzeltilmiş iç verim oranını bulunuz.

70

YILLAR	NAKİT AKIŞLARI	DÜZELTME FAKTÖRÜ	DÜZELTİLMİŞ NAKİT AKIŞI	TOPLAM NAKİT AKIŞI
0	-20.000			-33.600
1	-5.000	1,25	-4.000	
2	-15.000	1,25 <sup>2</sup>	-9.600	
3	60.000	1	60.000	60.000

Düzeltilmiş IRR = % 21,32

71

#### 4. RİSKE GÖRE DÜZELTİLMİŞ İSKONTO ORANI

Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılacak iskonto oranının çeşitli risk faktörleri göz önüne alınarak yükseltilmesi temeline dayanan bir yöntemdir.

Örneğin; bir işletmenin yatırım tutarı 200 milyar, ekonomik ömrü 3 yıl ve nakit girişleri sırasıyla 90 milyar, 80 milyar ve 150 milyar olarak tahmin edilen bir yatırım projesi için iskonto oranı %20 olarak kabul edilmektedir. Fakat yatırımın risk düzeyi yüksek olduğundan iskonto oranına %6 risk primi ilave edildiğinde projenin kabul/reddini değerlendiriniz.

Eğer %20 iskonto oranı ile proje değerlendirilirse:

$$NBD = -200 + \frac{90}{1,20} + \frac{80}{1,20^2} + \frac{150}{1,20^3} = 17,36$$

Eğer %6 risk primine göre iskonto oranı düzeltilirse, iskonto oranı %26 olur ve proje değerlendirilirse:

$$NBD = -200 + \frac{90}{1,26} + \frac{80}{1,26^2} + \frac{150}{1,26^3} = -3,19$$

Projenin reddedilmesi gerekmektedir.

72

### 5. BELİRLİLİK EŞİTLİĞİ YÖNTEMİ

Projelerin değerlendirilmesinde risk faktörünü dikkate alan diğer bir yöntem, yatırımın ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerini risk derecesine göre düzeltmek yani belirlilik eşiti katsayısını kullanmaktır. Bu amaçla nakit girişlerinin bu katsayısı ile risk derecesine göre düzeltilmesi gerekmektedir.

Belirlilik eşitliği katsayısı =  $\frac{\text{Risksiz net nakit girişi}}{\text{Riskli net nakit girişi}}$  şeklinde bulunur.

Katsayı 0 ile 1 arasında değerler alır. Gelecekteki nakit girişlerinin risk derecesi arttıkça katsayı küçülür, risk azaldıkça büyür. 1 olduğunda risk yok anlamına gelmektedir. Bu yöntemde nakit girişleri riske göre düzeltildiğinden iskonto oranının risksiz iskonto oranı olması gerekmektedir.

Örneğin; yatırım tutarı 200 milyar ve ekonomik ömrü 3 yıl olan bir projeden beklenen nakit akışları şöyledir:

Yıl	Net Nakit Girişi	Düzeltilme Faktörü
1	90	0,90
2	80	0,80
3	150	0,75

73

Bu durumda projenin nakit girişleri belirlilik eşitliği katsayısı ile aşağıdaki şekilde düzeltilir:

Yıl	Net Nakit Girişi (Riskli)	Düzeltilme Faktörü	Düzeltilme	Düzeltilmiş Nakit Girişleri
1	90	0,90	90*0,90	81
2	80	0,80	80*0,80	64
3	150	0,75	150*0,75	112,5

Risksiz faiz oranı %15 olduğunda projenin NBD'i:

$$NBD = -200 + \frac{81}{1,15} + \frac{64}{1,15^2} + \frac{112,5}{1,15^3} = -7,20 \text{ olup proje reddedilir.}$$

### 6. KARAR AĞACI YÖNTEMİ

Bu yöntemde, ağaca benzer bir şekil yardımıyla, olası bütün seçenekler dikkate alınabilmekte ve yatırımcı, hangi önlemleri daha önce alması gerektiğini kararlaştırabilmektedir. Kapsamlı yatırım projelerinde, olası karar seçeneklerinin veya yolların sayısının aşırı derecede olması durumunda, bu yöntem, ekonomik açıdan anlamsız olabilir ve hesaplama tekniği açısından sonuca ulaşmak olanaksız hale gelebilir.

74

## 7. SİMÜLASYON(BENZETİM)TEKNİĞİ

Proje değerlendirilmesinde nakit giriş ve çıkışlarını etkileyen, çok sayıda değişkenin olasılık dağılımlarını ve bunların etkileşimlerini dikkate alan yatırım projesi değerlendirme yöntemidir.

Simülasyon yönteminin uygulanması aşağıdaki aşamalardan oluşmaktadır:

1. İlgili değişkenlerin olasılık dağılımlarının belirlenmesi
2. Olasılıklar dikkate alınarak bu değerlerin bileşiminin tesadüfi seçimi
3. Her bileşim için hedef değerlerin bulunması
4. Sonuçların dağılımının bulunması ve en uygun sonucun seçilmesi

## 8. SENARYO ANALİZİ

Senaryo Analizi, hem ana değişkenlerde meydana gelen değişmelere karşı net bugünkü değer duyarlılığını hem de değişkenin olası değerleri ile ilgili aralığı göz önünde bulunduran bir risk analizi tekniğidir. Esasen, olasılık analiziyle oldukça çok benzerlik göstermesine karşın istatistiksel verileri yada uzman görüşlerini kullanmak yerine, işletme yöneticisinin subjektif görüşlerine önem vermektedir.

75

## Enflasyonun Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Yarattığı Sorunlar

Enflasyon dönemlerinde yatırım kararları alırken özellikle çözülmesi gereken sorunlar:

- Gelecekteki piyasa fiyatlarının tahmini
- Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde, sağlanacak para girişlerinin, sabit fiyatlarla mı yoksa cari fiyatlarla mı dikkate alınacağı
- Değerlendirmede kullanılacak iskonto oranının belirlenmesi

76

## Enflasyonun Proje Değerlendirilmesinde Yarattığı Sorunlara Karşı Firmalarca Alınabilecek Önlemler

- Yatırım kararlarında enflasyonun artırdığı belirsizliği azaltmak için simülasyon tekniği kullanılabilir.
- Hızlandırılmış amortisman yöntemlerinin uygulanması
- Yatırımın gerektirdiği para çıkışını azaltıcı önlemlerin alınması

77

## Ekonomik Ömürleri Eşit Olmayan Projelerin Değerlendirilmesi

Ekonomik ömürleri eşit olmayan projeler 3 farklı şekilde değerlendirilebilmektedir:

- Tekrarlanabilirlik Varsayımı
- Hizmetten Birlikte Çekilme Varsayımı
- NBD'lerin Yıllık Eşdeğer Annüiteye Dönüştürülmesi

78

## Tekrarlanabilirlik Varsayımı

- Ekonomik ömürleri eşit olmayan projelerin ekonomik ömürleri en küçük ortak katları bulunarak eşitlenir. Ve bu süreye ulaşana kadar ilgili projelerin tekrarlanacağı varsayılarak bir değerlendirme yapılmaktadır. Fakat anılan yöntem en küçük ortak katı büyük değer çıkan projeler için açısından karmaşıklaşacağı yönünden eleştirilmektedir.

79

## Hizmetten Birlikte Geri Çekilme Varsayımı

- Ekonomik ömrü eşit olmayan projelerde ömrü daha uzun olan projenin kısa ömürlü proje ile aynı zamanda hizmetten geri çekileceği varsayılmaktadır. Ekonomik ömrü uzun projenin daha kısa zamanda hizmetten çekilmesi durumunda bu tarihteki değerinin ne olacağının belirlenmesi zorlaşacağından yöntem eleştirilmektedir.

80



## NBD'lerin Yıllık Eşdeğer Annüiteye Dönüştürülmesi

- Projelerin net bugünkü değerleri bulunduğu bu yöntemde Net Bugünkü değer yıllık eşdeğer annüitelere dönüştürülmek suretiyle bir değerlendirme yapılmaktadır.
- Diğer yöntemlere göre daha sağlıklı sonuçlara ulaşmamızı sağlamaktadır.

81

## 9. SERMAYE MALİYETİ

82

- Firmanın kullandığı kaynakların firmaya maliyetine SERMAYE MALİYETİ denir. Firmanın kullandığı kaynaklar ikiye ayrılır:

1. YABANCI KAYNAK (BORÇ)
2. ÖZKAYNAK

Borcun maliyeti borçtan elde edilen nakdi, borçtan kaynaklanan nakit çıkışına eşitleyen iskonto oranıdır. Fakat borcun maliyeti belirlenirken vergi etkisi de dikkate alınır.

$$NAKİT GİRİŞİ = \frac{NAKİT ÇIKIŞI}{(1 + k_d)^1} + \frac{NAKİT ÇIKIŞI}{(1 + k_d)^2} + \frac{NAKİT ÇIKIŞI}{(1 + k_d)^3}$$

$k_d$  = borcun vergi öncesi maliyeti

$k_d * (1 - vergi oranı) = borcun gerçek maliyeti$

83

Özsermaye maliyeti dağıtılan temettüye göre yada CAPM (SERMAYE VARLIKLARINI FİYATLAMA MODELİ) hesaplanmaktadır.

Dağıtılan temettüye göre;

- Her yıl eşit temettü dağıtıldığında;

$$k_e = \frac{D}{P_0}$$

- Her yıl sabit büyüme oranı ile temettü dağıtıldığında;

$$k_e = \frac{D_0(1 + g)}{P_0} + g$$

84

## Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

- Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli; herhangi bir hisse senedinden yatırımcıların beklediği getiri oranının risksiz faiz oranına ve riskin çeşitlendirmeyi yansıttığı durumdaki risk primine eşit olacağını savunan bir öneriye dayanılarak geliştirilmiş bir modeldir.
- Modelin özelliği gereği bir menkul kıymetin beklenen getirisi risksiz faiz oranına, Pazar risk primine ve menkul kıymetin betasına bağlıdır. Beta katsayısı menkul kıymetin pazara göre riskini gösteren bir katsayıdır.
- CAPM (Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeline) e göre sermaye maliyeti;

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

85

- CAPM sermaye piyasalarının işleyişini tahmin etmeye yönelik çok sayıda kısıtlayıcı varsayım içermektedir. Bu varsayımlar:
  1. Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı bulunmaktadır. Bu nedenle menkul kıymetlerin piyasa fiyatı bireysel davranışlardan etkilenmemektedir.
  2. Her bir yatırımcı için yatırım dönemi aynıdır ve menkul kıymetler bir ay, üç ay gibi aynı tek dönem süresince elde tutulur.
  3. Bütün varlıklar pazarlanabilir ve bölünebilirdir. Bir varlığın herhangi bir parçasını satmak veya almak olasıdır. Yatırımların hisse senetleri gibi piyasada işlem gören finansal varlıklar olması gerekir. Ayrıca risksiz bir varlığın bulunduğu varsayılmıştır. Bütün yatırımcılar risksiz faiz oranından istedikleri kadar borç alabilmekte ve verebilmektedirler.

86

4. İşlem giderleri yoktur. Aynı zamanda vergilerin de sıfır olacağı varsayılır.

5. Bütün yatırımcılar dönem sonlarındaki servetlerinden bekledikleri faydayı maksimize etmeye çalışmakta ve riskten kaçınmaktadırlar. Aynı beklenen getiriye sahip iki yatırım seçeneği varsa, yatırımcılar getirisinin varyansı küçük olan yatırım seçeneğini tercih edeceklerdir. Aynı şekilde getirisinin varyansı aynı olan iki yatırım seçeneği varsa, beklenen getirisi yüksek olan seçenek yatırımcılarca tercih edilecektir.

6. Bütün yatırımcılar yatırım kararlarını getirilerin olasılık dağılımına dayanarak almaktadırlar. Getirilerin olasılık dağılımının da, normal dağılıma yaklaştığı varsayılmıştır. Yatırımcılar bir yatırımın olabilirliğini, bütün yatırım seçeneklerinin beklenen getirisi ve getirilerin varyansını gözönünde bulundurarak değerlendirirler. Bütün yatırımcıların bu iki gösterge, beklenen getiri ve varyans, hakkındaki beklentileri homojendir. Çünkü hepsi hiçbir giderle karşılaşmaksızın tüm bilgileri elde edebilme olanağına sahiptir.

87

Borcun maliyeti ve özkaynağın maliyeti bulunduktan sonra toplam kaynaklar içerisindeki ağırlıkları dikkate alınarak ağırlıklı sermaye maliyeti bulunur.

$$k_a = k_d(1 - T)w_d + k_e w_e$$

88

## 10. SERMAYE YAPISI VE YAPININ OLUŐUMU İLE İLGİLİ KARARLAR

89

Sermaye yapısı kararlarının firma değerine etkisi ile ilgili 4 yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar:

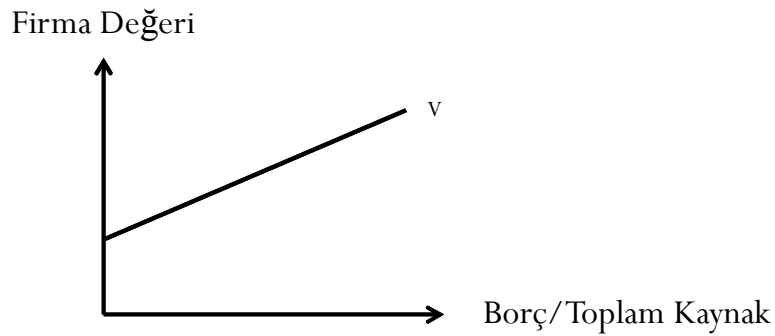
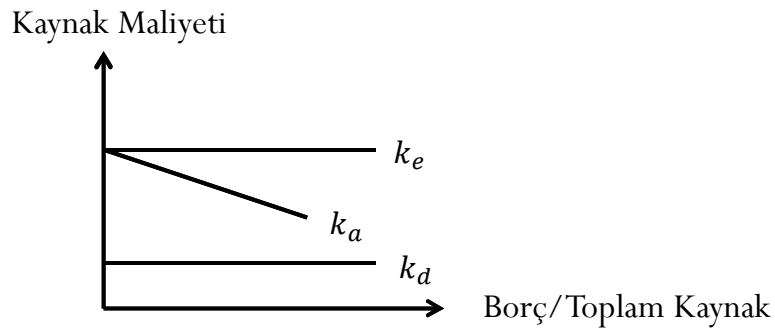
1. Net Gelir Yaklaşımı
2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
3. Geleneksel Yaklaşım
4. Modiglianni-Miller Yaklaşımı

90

## 1. Net Gelir Yaklaşımı

- Toplam kaynak yapısı içerisinde borcun oranı ne olursa olsun borcun maliyeti ve özkaynak maliyeti değişmez.
- Tüm kaynak yapılarında borcun maliyeti ve özkaynak maliyeti sabittir.
- Daha ucuz bir kaynak olan borcun oranı attıkça AOSM'nin azalması ile firma değeri artar.
- %100 borç düzeyinde AOSM borcun maliyeti olan  $k_d$ 'ye, %100 özsermaye kullanılmasında ise AOSM özsermaye maliyeti olan  $k_e$ 'ye eşittir.
- Yöntem borç oranı artmasına rağmen hem özsermaye hem de borç maliyeti değişmediği için eleştirilmektedir.

91

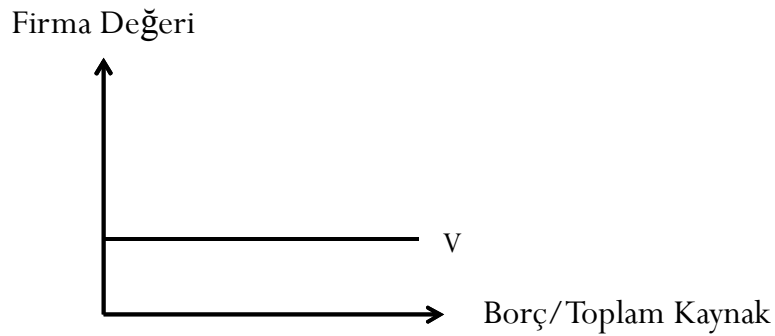
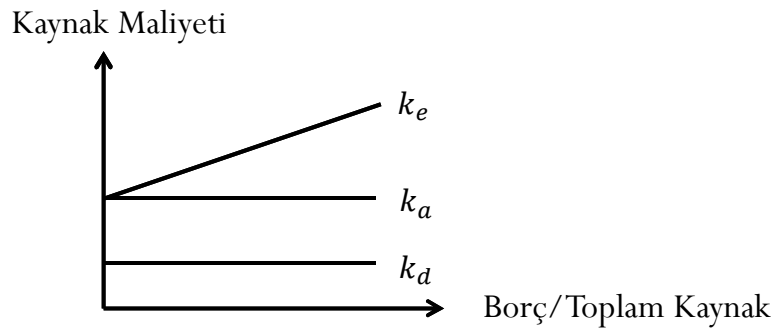


92

## 2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

- Bu yaklaşımda, toplam kaynak içinde borcun oranının artması borcun maliyetini etkilemezken, firmayı daha riskli bulan hisse senedi sahiplerinin daha yüksek getiri istemesine, yani özsermaye maliyetinin artmasına yol açmaktadır. Bunun sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti tüm sermaye yapılarında sabit kalmaktadır.
- Sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasında ilişki yoktur.
- Tüm sermaye yapılarında sermaye maliyeti aynı olduğundan, firma değeri de sermaye yapısına göre değişmez.
- Toplam kaynak içinde borcun oranı arttığı halde borcun maliyetinin artmaması yönünden eleştirilmektedir.

93

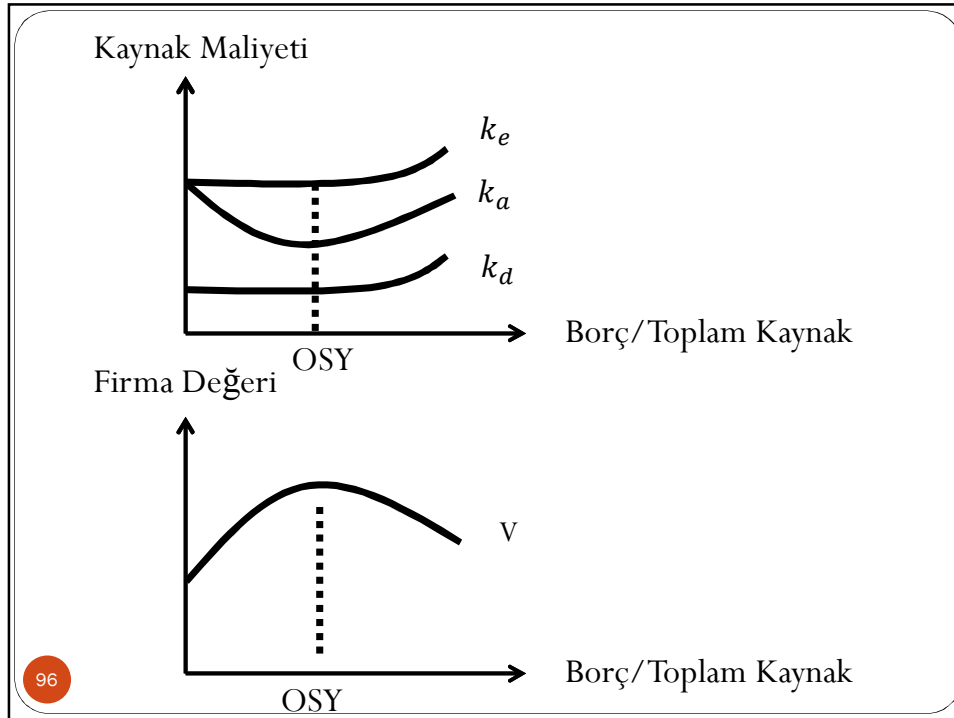


94

### 3. Geleneksel Yaklaşım

- Bu yaklaşıma göre belli bir borçlanma oranına kadar hem özsermaye maliyeti hem de borcun maliyeti değişmezken belli bir borçlanma oranından sonra firma hala borçlanmaya devam ediyorsa özsermaye maliyeti ve borcun maliyeti artmaya başlar. Sonuç olarak belli bir noktaya kadar sermaye maliyeti azalır, belli bir noktadan sonra artar.
- Sermaye maliyetinin en düşük olduğu noktadaki sermaye yapısına OPTİMAL SERMAYEYAPISI adı verilir.

95



96



## 4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

- Net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynıdır.
- Sermaye maliyeti firma değerini etkilemez.
- Karın kullanım biçimi işletmenin değeri açısından önemli değildir.
- Önemli olan işletmenin kazanma gücüdür.

97

## 5. Günümüzde Geçerli Olan Yaklaşım

- Günümüzde geçerli olan sermaye yapısı firma değeri ilişkisini açıklayan son durum Modigliani-Miller modelinin finansal sıkıntı ve temsil maliyetleri ile bütünleşmiş halidir.
- MM, firma borçlarının maliyetinin borç yapısına bağlı olarak artmayacağını söylemektedir. Başka bir ifade ile firmaya kredi verenler, firmanın sermaye yapısının borcun lehine artması durumunda faiz oranlarının artırmayacaklardır. Finansal sıkıntı maliyetleri firmaların karşılaşılabilecekleri ve iflasa kadar götürebilecek bazı zor durumların firmaya olan maliyetidir.
- Finansal sıkıntı ancak firmanın borcunun olması durumunda söz konusu olabilir. Borcu bulunmayan bir firmanın iflas riski de bulunmamaktadır. Finansal sıkıntı olasılığının artması firmanın cari değerini azaltır ve sermaye maliyetini artırır.
- Temsil maliyetleri ise firmanın hissedarları ile yöneticileri arasında oluşacak çıkar çatışmalarından kaynaklanan maliyetleri ifade etmektedir.

98

## TESMER'in Yaklaşımı

- Sermaye yapısının değişmesi, şirket varlıkları üzerinden beklenen getiriyi yani sermaye maliyetini etkilemez.
- Sermaye yapısının değiştirilmiş olması firmanın toplam varlıklarının riskini de etkilemez.
- Fakat borcun ağırlığının artması borcun riskini artırmakta olup, hisse senetlerinin yani özsermayenin de beklenen getirisi ver riski artmaktadır.

99

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti esasında varlıkların beklenen getirisini de ifade etmektedir.
- Varlıkların riski ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde olduğu gibi risklerin ağırlıkları ile betalarının çarpımının toplama olarak aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\beta_{varlıklar} = \left( \beta_{borçlar} * \frac{Borçlar}{Toplam Kaynaklar} \right) + \left( \beta_{özsermaye} * \frac{Özsermaye}{Toplam Kaynaklar} \right)$$

100

## Sermaye Yapısı İle İlgili Kararları Etkileyen Faktörler

Çok çeşitli etmenler, finans yöneticisinin en uygun sermaye yapısının saptanması konusundaki kararlarını etkilemektedir.

- Kaynaklar Arasında Seçim Yaparken Gözönünde Tutulacak İlkeler
  - Uygunluk: firmanın duran varlıklarını uzun yada devamlı kaynaklarla, buna karşılık dönen varlıkların süreklilik göstermeyen bölümünü kısa vadeli kaynaklarla finanse etmesi şeklinde ifade edilebilir.
  - Risk: firmalar finansmana ilişkin kararlarında riskle karlılığı bağdaştırmak zorundadır. Finansal kaldıraçtan aşırı ölçüde yararlanmayı amaçlayan spekülasyon bir finansman şekli, büyük karlar sağlayabileceği gibi firmanın varlığının tehlikeye düşmesi gibi olumsuz sonuçlar da doğurabilir.

101

- Satışlarda dalgalanma: faaliyet ve finansal kaldıraçların etkisi ile daha abartılmış bir şekilde kar üzerine yansır. Bu nedenle satışları dalgalanma gösteren firmaların karlarındaki dalgalanma, özellikle sermaye yapısı içinde sabit giderlerin payı yüksek olan firmalarda daha büyük boyutlara ulaşır. Bu firmaların riski azaltabilmek için finansmanında daha fazla özsermaye kullanmaları gerekir. Böylece firmaların yüksek iş risklerini, düşük bir finansman riski ile dengelemeleri gerekir.
- Finansal kaldıraçtan yararlanma: bir firmanın faaliyetlerinin sağladığı karlılık oranı ödediği faiz oranından yüksek olduğu sürece, borçlanma yoluyla özsermaye karlılık oranını yükseltebilir. Bu durumda finansal kaldıraç firmanın lehine çalışır. Buna karşılık, faiz oranı firmanın faaliyet karlılık oranından daha yüksekse, firmanın borçlanması özsermaye karlılık oranını ve hisse senedi başına elde edilen geliri düşürür.

102

- Maliyet: firmalar kaynaklar arasında seçim yaparken maliyet etmenini ve finansman şekillerinin karlılık üzerine olabilecek etkisini de dikkate almak durumundadır.
- Esneklik: finansman kaynaklarının firmanın gereksinmesine göre ayarlanabilmesi, firmanın varlıkları arttığında genişleyebilmesi, azaldığı zaman da kolaylıkla daralabilmesidir.
- Kontrol ve yönetimin başlanması
- Zamanlama

103

### Kaynak Seçimini Etkileyen Etmenler(Hedef Sermaye Yapısı İçin Dikkate Alınması Gereken Unsular)

- Genel ekonomik durum
  - Faaliyet hacmindeki gelişmeler
  - Para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler
  - Vergi oranlarındaki gelişmeler
  - Kambiyo pazarlarında ve döviz kurlarındaki gelişmeler
- Endüstrinin özellikleri
  - Mevsimlik hareketlerden etkilenme
  - Konjonktür hareketlerinden etkilenme
  - Endüstrinin rekabet şekli
  - Endüstrinin içinde bulunduğu evre
  - Endüstrilerde yerleşmiş gelenek ve görenekler

104

- Firmanın özellikleri
  - Hukuki şekli ve yapısı
  - Firmanın büyüklüğü
  - Kredi değerliliği ve kaynak yapısı
  - Firmanın varlıklarının yapısı
  - Satışların yapısı
  - Firmanın büyüme arzusu
  - Firma yöneticilerinin tutumu
  - Karlılık oranlarının yüksekliği
- Yasal hükümler ve para otoritelerinin kararları
- Borç verecek olanların davranışı ve tepkiler
- Rating kuruluşlarının görüşleri

105

## Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler

- FVÖK-HBK analizi
- Para akışı analizi
- Aynı endüstri kolundaki benzer firmaların sermaye yapısı ve tipik oranları ile karşılaştırma
- Kişisel değer yarguları ve görüşler
- Faiz karşılama oranı, borç servis oranı(firmanın kendi yarattığı kaynaklarla borcuna ait yükümlülüklerini karşılama gücünü gösterir.) ve nakit akımının karşılaştırılması

106

## Finansman Hiyerarşisi

Firmaların finansman kaynaklarının tercihlerine ilişkin hiyerarşi aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

- İç finansman
- Borçla finansman
- Hisse senedine dönüştürülebilir tahville finansman
- Özsermaye ile finansman

107

## 11. FİRMA DEĞERLEMESİ

108

## Değer Tanımları

- Nominal değer: Bir varlığın üzerinde yazılı değeridir.
- Defter değeri: Muhasebe kayıtlarında yazılı değeridir.
- Piyasa değeri: Piyasada oluşan değeridir.
- Tasfiye değeri: İşletmenin faaliyetlerine son verilip varlıkları satıldıktan ve borçları ödendikten sonra kalan değeridir.
- İşleyen teşebbüs değeri: Firmanın bir bütün olarak faaliyetlerini sürdürürken, devredilmesi durumunda bulunacak değerdir.
- Gerçek değer: Bir varlığa ait piyasadaki bilgilerin tamamına dayalı olarak hesaplanan değerdir.
- Makul piyasa değeri: Zorunlu ve tasfiye dışında sahip olunan gerçekçi bilgilerle bir varlığın satmaya razı gösteren taraftan almaya istekli olunan değerdir.

109

## Değer Tanımları

- Aktif değer: Firmanın varlıklarının değerinin toplamıdır.
- Net aktif değer: Varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade eder.
- Hurda değer: Bir varlığın ekonomik ömrü sonunda net defter değerinin üzerinde bir bedelle satılması ile oluşan değerdir.
- Ekspertiz Değeri: Ekspertler tarafından varlıkların rayiç değerlerinin tespitiyle bulunan değerdir.
- Amortize edilmiş yenileme değeri: Bir şirketin, bugün aynı şekilde kurulması halinde gerekli değeridir.
- Yeniden yapma değeri: Bir varlığın değerlendirme tarihinde, bütün özellikleri ile özdeş olduğu bir varlığı elde etmenin maliyetidir.
- Emsal değer: Gerçek bedeli bilinmeyen veya bilinmeyen bir varlığın, satılması durumunda benzerlerine göre sahip olacağı değerdir.

110

## Firma Değeri Kavramı

- Bir firmanın mevcut varlık ve kaynak yapısı ile gelecekte yaratacağı nakit akışlarının bugünkü değerine FİRMA DEğERİ denilmektedir.
- Firmanın değerinden borçların bugünkü değeri çıkarıldığında ise özsermayenin olması gereken değerine ulaşılmaktadır. Yani firma değeri özsermaye değeri ve borçların bugünkü değerinin toplamına eşittir.

111

## Firma Değerini Etkileyen Faktörler

- Firmanın varlık, sermaye yapısı
- Likidite durumu, firma faaliyetlerinin likidite yönetimine etkisi, gelir-kar ilişkisi
- Geçmişte elde edilen karlar ve gelecekte kar yaratma gücü
- Geçmişteki kar payı dağıtma politikası ve gelecekteki kar payı dağıtabilme kapasitesi
- Gelecekte yapılması planlanan yatırımlar ve bu yatırımlardan beklenen nakit akımları
- Kullanılan teknoloji ve ar-ge yatırımları
- Firmanın sahip olduğu patentler ve marka değeri
- Faaliyetlerinde kullandığı maddi ve beşeri kaynaklar, yönetim etkinliği
- Ürün ve hizmetlerin yaşam eğrisi
- Sermaye, risk ve enflasyon
- Ekonomik beklentiler

112



## Genel Kabul Görmüş Şirket Değerleme Yöntemleri

- İndirgenmiş Nakit Akımları Değeri Yöntemi (Net Bugünkü Değer) Yöntemi
- Net Aktif Değeri Yöntemi
- Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi
- Tasfiye Değeri Yöntemi
- Yeniden Yapma Değeri Yöntemi
- İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi
- Emsal Değeri Yöntemi
- Ekspertiz Değeri Yöntemi
- Amortize Edilmiş Yenileme
- Temettü Verimi Yöntemi
- Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi
- Fiyat / Nakit Akımları Yöntemi
- Piyasa Kapitalizasyon Oranı Yöntemi
- Defter Değeri Yöntemi
- Menkul Varlık Fiyatlandırma Modeli
- Arbitraj Fiyatlama Modeli

## Firma Değer Tespiti

- Aktif Bazlı Yaklaşım
- Piyasa Değeri Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı olarak sıralanabilir.

## 1. Aktif Bazlı Yaklaşım

Aktif bazlı yaklaşımda varlıkların edinme maliyeti yani muhasebe kayıtlarındaki değeri dikkate alınmaktadır. Bu yaklaşımın bilanço verilerinden hareket ettiği düşünüldüğünde statik bir yapı sergilediği söylenebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında, firmanın gelecekteki nakit akışlarını ve paranın zaman değeri dikkate almayan yöntem eleştirilere maruz kalmaktadır. Yöntemin, muhasebe kayıtlarındaki varlıkların gerçeğe uygun değerlerini de dikkate almadığı düşünüldüğünde dezavantajları artmaktadır. Aktif bazlı yaklaşım kapsamında firma değerlemede kullanılan yöntemler şunlardır:

- Defter Değeri Yöntemi
- Tasfiye Değeri Yöntemi
- Net Aktif Değeri Yöntemi

115

- Defter değeri yöntemi ile şirketin bilançodaki özsermayesinin değeri tespit edilmektedir. Bu tutar ise, esasında varlıklar toplamından kısa ve uzun vadeli borçların çıkarılmasından başka bir şey değildir. Özsermaye değerinin dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesiyle ise, hisse senetlerinin defter değerleri tespit edilmektedir.
- Tasfiye değeri yönteminde ise, firmanın tüm varlıklarının belirli bir sürede zorunlu olarak satışından sağlanan değerden, firmanın borçları çıkarıldıktan sonra kalan değer tespiti sağlanmaktadır. Bu sayede bulunan değer, kayıtlı hisse senedi sayısına bölünmesiyle ise firmanın her bir hisse senedine ait tasfiye değeri bulunmaktadır. Defter değeri yöntemiyle tasfiye değeri yöntemini karşılaştırdığımızda ise, tasfiye değerinin defter değerinden daha yüksek bir değer olduğunun tespiti yanlış olmayacaktır. Çünkü defter değerinde varlıkların tarihi maliyetleri dikkate alınırken, tasfiye değerinde varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır. Bu durum da tasfiye değerinin defter değerinin üzerine çıkmasına sebebiyet vermektedir.

116

- Net aktif değeri yönteminde ise, firmanın tüm varlık ve kaynaklarının piyasa değeri tespit edilerek firma değerinin belirlenmesi yoluna gidilmektedir. Net aktif değeri, firma varlıklarının cari piyasa koşullarında elden çıkarılmaları durumunda sağlanan nakit miktarını ifade etmektedir. Varlıkların normal piyasa koşulları altında elden çıkarılması halinde sağlanan gelirden, yapılan giderlerin düşülmesi ile bulunan değer ise firmanın net aktif değerini vermektedir.

117

## 2. Piyasa Bazlı Yaklaşım

Piyasa bazlı yaklaşımlarda, piyasadaki mevcut durum dikkate alınarak işletme varlıklarının yada işletmenin değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bu durumda bir varlığın piyasa değeri, piyasanın mevcut arz talep dengesi dikkate alınarak oluşan fiyattan başka bir şey değildir. Piyasa değeri yaklaşımında kullanılan yöntemlerden başlıcaları şöyle sıralanmaktadır:

- Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi
- Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi
- Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi
- Marka Değeri Yöntemi

118

- Fiyat/Kazanç Oranı Yönteminde, firmanın net karı ile hisse senetlerinin piyasa değeri arasında ilişki kurulmaktadır. Bu oran, hisse senedi için ödenen bedelin işletmenin hisse başına kazancının kaç katı olduğunu açıklamaktadır. Bu yöntem, özellikle firmanın diğer firmalar ile kıyaslanmasında sıklıkla kullanılmaktadır.
- Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yönteminde ise, firmanın piyasa değeri ile muhasebe kayıtlarındaki değeri (defter değeri) karşılaştırılmaktadır.
- Piyasa değeri yaklaşımını dikkate alan yöntemlerden bir diğeri ise Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemidir. Özellikle firma değeri tespit edilirken amortismanların etkisini dışlayarak bir değerlendirme yapılması için kullanılmaktadır. Bu yöntemde hisse senedi fiyatları ile nakit akımları arasında ilişki kurulmaktadır. Nakit akımları ise net kar ile amortisman toplamı alınarak bulunmaktadır.

119

## Marka Değeri Yöntemi

- Marka değer olarak, şirketin satın alınması ve satışına özgü bir işlem olmadıkça fiziksel bir varlığa sahip olmayan ve tam olarak belirlenemeyen bir değer olarak tanımlanabilir.
- Marka değerini etkileyen unsurlar: pazardaki kullanım süresi, fark edilebilirliği, saygınlığı, özgünlüğü, Pazar payı, satışlardaki artış hızı, fiyatlandırma, fiyat esnekliği, reklam duyarlılığı
- Marka Değerleme Yöntemleri:
  - 1-Finansal yöntemler
  - 2-Psikolojik ve davranış odaklı (tüketici davranışına dayalı) yöntemler
  - 3-Karma Yöntemler

120

### Finansal Yöntemler

- Maliyete dayalı marka değerlendirme
- Sermaye piyasalarına dayalı değerlendirme
- Piyasa değerine göre marka değerlendirme
- İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi
- Telif ücretinden arındırma yöntemi
- Markanın artı kazançlarını dikkate alan diğer yöntemler
- Mali oranlara dayalı olarak yapılan değerlemeler
- Royallite
- Müşteri memnuniyetini dayalı değerlendirme

121

Maliyet yaklaşımı olarak öğretilen iki yöntemden söz edilmektedir. Bunlar tarihi maliyet yöntemi (historical cost method) ve ikame maliyet (replacement cost method) yöntemidir.

- Tarihi Maliyet Yöntemi

Söz konusu yöntem hem satın alma ile elde edilen markalarda hem de işletme içi yaratılan markalarda kullanılabilir. Diğer bir ifade ile bir markanın satın alınması için katlanılan maliyetler ya da markanın yaratılmasına kadar katlanılan tüm maliyetlerin toplamı dikkate alınabilecektir.

- İkame Maliyet Yöntemi

Yeniden inşa etme yöntemi (cost of reconstruction method) olarak da bilinen bu yöntemde, söz konusu marka bugün yaratılıyor olsaydı katlanılması gereken maliyetler dikkate alınır.

122

- **SERMAYE PİYASALARINA DAYALI DEĞERLEME:** Bu yöntem markaya sahip olmanın gelecekte getireceği kazançları göz önüne alarak oluşturulan bir değerlemedir.
- **PİYASA DEĞERİNE GÖRE MARKA DEĞERLEME:** Benzer markaların Pazar değeri ile karşılaştırılarak belirlenir.
- **İSKONTO EDİLMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ:** Markaya dayalı gelecekteki satışların belirlenmesi ve bunların uygun bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmesi şeklinde uygulanır.
- **TELİF ÜCRETİNDEN ARINDIRMA YÖNTEMİ:** Türkçe literatürde “isim haklarından kurtulma yöntemi” olarak da anılmaktadır. Bu yöntem marka sahibinin markayı kullanmak için bir kira bedeli ödemek zorunda olmadığı ve bu nedenle telif ücretinden (isim hakkından) arındığı düşüncesine dayanmaktadır. Tasarruf edilen telif ücretlerinin toplamı markadan elde edilen geliri göstermektedir. Gerekli telif ücreti oranları çoğunlukla benzer lisanslı markalardan elde edilir.
- **MALİ ORANLARA DAYALI OLARAK YAPILAN DEĞERLEMELER**

123

- **ROYALİTE:** Bu yöntem markaya sahip olmayan bir şirketin ürettiği mallar üzerinde kullanmak üzere royaltite bedeli ödeyerek marka kiralaması esasına dayanır.
- **MARKANIN SAĞLADIĞI EK KAZANCA DAYALI DEĞERLEME:** Bu yöntem markalı ürünlerle markasızların satışlarında, markalıların sağladığı ek farkın belirlenmesi esasına dayanır.
- **MÜŞTERİ MEMNUNİYETİNİ DAYALI DEĞERLEME:** Ürünlerin fiyatlarının sahip oldukları özelliklere dayalı olduğu kabul edilir.

124

### 3. Gelir Yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında, bugünkü değere indirgenmiş nakit akımları yada indirgenmiş kar payları kullanılarak firma değerinin tespiti sağlanmaktadır. Gelir yaklaşımı aktif bazlı yaklaşımdan farklı olarak, varlığın edinme maliyetini değil, elde bulundurulması ile sağlanacak kazançları temel almaktadır. Diğer bir açıdan bu yaklaşım, varlıkların sahibi gözündeki değeri olma özelliği nedeniyle, belirli bir tarihte varlık ve benzerleri için piyasada oluşan fiyattan da farklıdır. Gelir yaklaşımında kullanılan firma değerlendirme yöntemleri şunlardır:
  - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
    - Özsermaye Değeri Modeli
    - Firma Değeri Modeli
  - İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi

125

- İndirgenmiş nakit akımları yönteminde firmanın gelecek dönemlere ilişkin beklediği nakit akışları belli bir iskonto oranı üzerinden bugünkü değerine indirgenerek firma değerinin tespiti yapılmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemlerinden biri özsermaye modeli, diğeri ise firma değeri modelidir.

126

## a) Özsermaye Değeri Modeli

- İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde kullanılan modellerden biri Özsermaye Değeri Modeli yada diğer adıyla Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Modeli'dir. Bu modele göre firma değeri, firmanın gelecek dönemlere ait özsermayeye serbest nakit akımlarının firmanın özsermaye maliyeti ile iskonto edilmesi yada bugünkü değere indirgenmesi ile bulunmaktadır. Burada bulunan değer firmanın özsermayesinin olması gereken değeridir. Özsermayeye serbest nakit akımları ise aşağıdaki eşitlik yardımıyla bulunmaktadır.

$$FCFE = \text{Net Kâr}$$

- + Amortismanlar
- Sermaye Harcamaları
- $\Delta$  İşletme Sermayesi
- Anapara Geri Ödemesi
- + Yeni Borçlar

127

## b) Firma Değeri Modeli

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminde kullanılan modellerden diğeri ise Firma Değeri Modeli yada diğer adıyla Firmaya Serbest Nakit Akımları Modeli'dir. Bu modele göre firma değeri, firmanın gelecek dönemlere ait firmaya serbest nakit akımlarının ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmesi yada bugünkü değere indirgenmesi ile bulunmaktadır. Burada bulunan değer firmanın bir bütün olarak olması gereken değeridir. Amaç, öncelikle firmanın bir bütün olarak değerinin hesaplanması ve bu değerden borç yükümlülükleri için yapılan nakit çıkışlarının değeri düşülerek öz sermayenin değerinin hesaplanmasıdır. Modelde sözü geçen firmaya serbest nakit akımları aşağıdaki eşitlik yardımıyla bulunmaktadır.

$$FCFF = FCFE$$

- + Faiz Giderleri\*(1 - Vergi Oranı)
- + Anapara Geri Ödemesi
- Yeni Borçlar
- + İmtiyazlı Hisse Senedi Kâr Payları

128



### c) İndirgenmiş Kar Payları(Temettü Verimi) Yöntemi

- Myron Gordan ve John Lintner'in savunduğu görüşe göre kar dağıtımının hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu ve hisse senedinin bugünkü değerinin, beklenen temettülerin bugünkü değerine eşit olacağı ifade edilmektedir.
- Bu yöntemde firma değeri, hisse senedi için yapılan karpayı ödemeleriyle ilişkilendirilerek belirlenmektedir. Firmanın özsermaye değeri, gelecekte ödenecek karpayı, temettü ödemeleri bugüne indirgenerek tespit edilmektedir. Gelecek dönemlere ait temettü tutarlarının bugünkü değere indirgenmesinde kullanılacak iskonto oranı ise, indirgenmiş nakit akımları yöntemleri içerisinde yer verilen özsermaye modelinde kullanılan özsermaye maliyetinden farklıdır.

129

$P_0$  = Hisse Senedinin Satış Fiyatı

$k$  = İskonto oranı(Temettü verimi)

$D$  = Temettü

$g$  = Büyüme oranı

- Sonsuza kadar aynı tutarda temettü geliri elde edilmesi durumunda hisse senedi fiyatı şöyle hesaplanır.

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

- Temettü gelirinin sonsuza kadar sabit bir oranda artması durumunda hisse senedi fiyatı:

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{k - g}$$

130

- Temettünün n yılına kadar  $g_1$  oranında, n yılında sonra sonsuza kadar  $g_2$  büyüme oranıyla büyümesi durumunda hisse senedi fiyatı:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_1}{(1+k)^t} + \left( \frac{D_{n+1}}{k - g_2} * \frac{1}{(1+k)^n} \right)$$

Örneğin; şirketin cari yıl temettü tutarı 10 TL olup gelecek 4 yıl hızlı büyüme dönemi olduğu için temettülerde %20 artış beklenmekte olup 5. yıldan itibaren ise sonsuza kadar %5 sabit büyüme beklenmektedir. Hisse senedinin değerini hesaplayınız. (İskonto oranı %15)

$$P_0 = \frac{12}{1,15^1} + \frac{14,4}{1,15^2} + \frac{17,28}{1,15^3} + \frac{20,736}{1,15^4} + \left( \frac{21.7728}{0,15 - 0,05} * \frac{1}{1,15^4} \right)$$

$P_0 = 169 \text{ TL bulunur.}$

131

## Diğer Yöntemler

1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)
2. Pazar Katma Değeri (MVA) ve Nakit Katma Değer (CVA)
3. Piyasa Kapitalizasyon Değeri

132

## 1. Ekonomik Katma Değer (EVA) Yöntemi

Toplam net kar-yatırılın sermayenin cari faiz oranı üzerinden sağlanacak faiz tutarı üzerinde kurulu bir performans değerlendirme sistemidir.

$EVA = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPLAT)} - \text{Sermaye Maliyeti}$

$EVA = \text{Yatırılan Sermaye} * (\text{Yatırılan Sermayenin Getiri} - \text{AOSM})$

Örneğin; dönem net karı 500 TL, sermaye 2.000 TL ve sermaye maliyeti %15 ise EVA:

$= (0,25 - 0,15) * 2.000 = 200 \text{ TL}$  bulunur.

Firma Değeri = Yatırılan Sermaye + EVA

133

## 2. Pazar Katma Değeri (MVA) ve Nakit Katma Değeri (CVA)

$\text{Pazar Katma Değeri} = \text{Firmanın Piyasa Değeri} - \text{Toplam Yatırılan Sermaye}$

$\text{Nakit Katma Değeri} = \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı} + \text{Amortisman} - \text{Batık Fonların Amortismanı} - \text{Yatırılan Brüt Sermaye Maliyeti}$

Batık fonların amortismanı = Kaynakların fırsat maliyetini de dikkate alarak firmanın yapması gereken yıllık yatırım tutarıdır.

134

### 3. Piyasa Kapitalizasyon Değeri

Hisseleri borsada işlem gören şirketlerin hisselerinin piyasa değeri ile hisse adedinin çarpımı sonucunda bulunan değer, piyasa kapitalizasyon değeridir.

Firmanın hisseleri borsada işlem görmüyorsa, küçük miktarda hisse senedi borsaya arz edilerek, hisselerin değeri piyasada belirlenir. Daha sonra, firmanın toplam hisse senedi sayısı ile oluşan bu fiyat çarpılarak firmanın değerine ulaşılır.

Firmanın hisselerinin piyasada arzı mümkün değil ve piyasada firmanın fiyatının oluşması mümkün değilse, bu durumda firmanın yıllık kazançları, sermaye maliyeti olarak itibar edilen bir orana bölünerek firma değeri bulunur.

135

## 12. Temettü Politikası

136

### Kar dağıtım politikasını belirleyen hususlar:

- Şirketin fon ihtiyacı
- Finansman imkanları
- Hisse senedi sahiplerinin beklentileri
- Likidite pozisyonu
- Yasal mevzuat
- Vergi oranları
- Ana sözleşme hükümleri
- Yapılacak yeni yatırımların niteliği
- Şirketin finansal başarısı

137

### Temettü politikası teorileri şunlardır:

- Karpayı İlgisizliği Teorisi
- Eldeki Kuş Teorisi
- Vergi Farklılığı Teorisi
- Diğer Görüşler

138

## 1. Karpayı İlgisizliği Teorisi

- Modiglianni-Miller tarafından geliştirilmiştir.
- Temettü politikasının bir firmanın hisse senedi fiyatı ve sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir ilgisi yoktur.
- Yani işletme ister temettü dağıtsın, ister dağıtmayıp otofinansmanda kullansın hisse senetlerinin piyasa değerini ve sermaye maliyetini etkilememektedir.
- Firmanın piyasa değerini, firma riski ile temel kazanma gücüne bağlı olup, hisse senedinin değerini; firmanın sahip olduğu varlıkların getirisine bağlıdır.

139

## Teorinin varsayımları şunlardır:

- Vergi söz konusu değildir.
- Tüm yatırımcılar ve yöneticiler firma hakkında her türlü bilgiye sahiptirler.
- İşlem maliyetleri yoktur.
- Sermaye maliyeti üzerinde borç kullanmanın bir etkisi bulunmamaktadır.
- Firmanın kar dağıtım politikası ile yatırım politikası birbirinden bağımsızdır.

140

## 2. Eldeki Kuş Teorisi

- Gordon ve Lintner tarafından geliştirilmiştir.
- Karpayı ödemelerindeki azalmaya bağlı olarak sermaye maliyetinin arttığını söylemişlerdir. Bunun gerekçesi de yatırımcıların kar paylarından bekledikleri 1 TL'nin değerinin sermaye kazançlarından beklenen 1 TL'den daha fazla olmasıdır.
- Bu teoride eldeki kuş kar payı getirisini yani temettüyü, daldaki kuşlar da sermaye kazancını ifade etmektedir.

141

## 3. Vergi Farklılığı Teorisi

- Bu teoride temettü geliri ve sermaye kazançlarının farklı dönemlerde ortaya çıkması ve farklı oranlardan vergilendirilmelerinden dolayı firma değerine olan etkiler ele alınmaktadır.
- Temettü kazançları genelde dönem sonlarında belirlenirken sermaye kazancıda genellikle hisse senetleri elden çıkarıldığında oluşmaktadır.
- Örneğin; bugün bir hisse senedi alan kişi bunu 3 yıl elinde tutup 3. yılın sonunda satmayı planlıyorsa, 3 yıl boyunca elde edeceği temettüleri ile 3. yılın sonunda da elde edeceği sermaye kazancı farklı dönemlerde ortaya çıkmakta ve ilgili dönemin kazancını oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu kazançlar ilgili yıllarda vergilendirilmektedir.
- Ülkelerin makro politikaları çerçevesinde sermaye kazançları ve temettü gelirleri farklı oranlarda vergilendirilebilmektedir.

142

## 4. Diğer görüşler

- Artıklar oranında Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı: firma tarafından dağıtılan karın optimal kullanımı önemlidir. Firma değeri ile yatırımcıların tercihleri arasında bir ilişki yoktur. Yeni yatırımlar için gerekli özsermayenin şirket karından karşılanması esastır. Yeni yatırımlardan sağlanan kar oranı, hisse senedi sahiplerinin beledikleri kar oranından düşükse firma değeri olumsuz etkilenir, yüksekse olumlu etkilenir.
- Yatırımcıların Beklentilerine Göre Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı: Kar payı dağıtımında yatırımcıların beklentisi ön planda yer almaktadır. Yatırımcının beklentisi sermaye kazancı elde etmekse kar payı dağıtılması yada dağıtılmaması önemsiz hale gelmektedir. Yada yatırımcı için önemli olan kar payı dağıtılması ise, büyüme amaçlı yatırımlara fon ayrılması önemsiz hale gelmektedir.

143

- Sinyal yaklaşımı: kar payı şirketteki yöneticilerin gelecekteki tahminlerinin bir sinyalidir. Eğer firma piyasada beklenenin üzerinde kar dağıtmışsa bu firmanın piyasa tarafından tahmin edildiğinden daha kazançlı yatırımlarının olduğunun ve gelecekte de yüksek kar payı dağıtacağının bir sinyali olabilmektedir.

144



## Temettü dağıtım şekilleri:

- Nakit kar payı ödemesi
- Hisse senedi geri satın alınması yoluyla kar payı ödemesi
- Bedelsiz hisse senedi verilmesi yoluyla kar payı ödemesi

145

## Walter Formülü

- Optimum kar dağıtım oranının bulunmasında çeşitli modeller kullanılmaktadır.
- Yaygın olarak kullanılan model, **Walter** formülüdür.
- Walter modeline göre, kâr payı dağıtım kararları, işletmenin hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir.

## Walter Formülü

$$P = \frac{D + \frac{r}{k_e}(E - D)}{k_e}$$

- P = Hisse senedi piyasa fiyatı  
 D = Hisse başına kâr payı  
 E = Hisse başına kazanç  
 r = Yatırım kârlılığı  
 ke = Sermaye maliyeti

## Walter formülüne göre,

- r > ke** ise, işletmenin kar payı dağıtmaması,  
**r < ke** ise, işletmenin kâr payı dağıtması gerekir.  
**r = k** ise, hisse senedi piyasa fiyatı kâr payı ödeme oranına karşı duyarsızdır.

### 13. Menkul Kıymet Değerlemesi

Genel bir kural olarak bir menkul kıymetin fiyatı(değeri), o menkul kıymetten gelecekte sağlanacak gelirlerin bugünkü değerleri toplamına eşittir.

- **HAZİNE BONOSU DEĞERLEMESİ**

Hazine bonoları kamunun borçlanma ihtiyacının giderilmesi amacıyla Hazine tarafından ve genellikle iskontolu olarak ihraç edilen kısa vadeli borçlanma araçlarıdır. İskontolu ihraç, senedin dönemlik herhangi bir getiri sağlamadan, nominal değerinin altında bir fiyatla satışı anlamına gelmektedir. Bono sahibine ise vade sonunda nominal değer üzerinden ödeme yapılmaktadır. Dolayısıyla burada bono yatırımcısının geliri, dönem sonunda elde edeceği nominal değer ile bononun satış fiyatı arasındaki farktır. Nominal değer senedin vade sonundaki değeri olduğundan, aynı zamanda senedin gelecekteki değeridir. Hazine bonusu fiyatlama sorularında, aksi belirtilmedikçe basit iç iskonto esasına dayalı çözüm istenir.

$$PV = \frac{FV}{1 + i * n}$$

← Basit İç İskonto

149

- **TAHVİL DEĞERLEMESİ**

Tahviller genellikle kupon faizli olarak çıkarılan orta/uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Kupon ödemeleri, kupon faiz oranı kullanılarak tahvilin nominal değeri üzerinden hesaplanan ve tahvil sahibine dönemsel olarak ödenen tahvil getirileridir. Dolayısıyla tahvil sahibinin getirileri, dönemlik kupon ödemeleri ve vade sonunda gerçekleşen nominal değer ödemesinden oluşmaktadır.

$$PV = Kupon \ Ödemesi * \frac{(1+r)^n - 1}{r * (1+r)^n} + \frac{Nominal \ Değer}{(1+r)^n}$$

Tahviller kupon ödemesi olmaksızın yani iskontolu olarak da ihraç edilebilirler. Bu durumda tahvilin fiyatı:

$$PV = \frac{Nominal \ Değer}{(1 + r)^n}$$

Tahvilin fiyatı ile piyasa faiz oranı arasında ters orantılı bir ilişki vardır. Piyasa faiz oranı yükseldikçe tahvilin değeri düşer, piyasa faiz oranı düştükçe tahvilin değeri yükselir.

Piyasa faiz oranı kupon faiz oranından yüksek olduğunda tahvil fiyatı nominal değerinin altında, piyasa faiz oranı kupon getiri oranının altında olduğunda tahvil fiyatı nominal değerinin üzerinde gerçekleşir. Söz konusu oranlar birbirine eşit olduğunda ise, tahvil fiyatı nominal değere eşittir.

150

## SÜRE (DURATION)

Piyasa faiz oranlarının değişmesi tahvilin cari değerini etkilemektedir. Bu değişimin etkisinin tahvilin vade yapısına göre de değişeceğini ilk ortaya atan 1938 yılında Fredericik Macaulay'dır. Bu yüzden literatürde Macaulay Süresi olarak da kullanılmaktadır.

Tahvilin piyasa değerinin piyasadaki faiz oranlarından etkilenmesi sonucu likit değerindeki potansiyel kazanç ya da kayıpların yine tahvilin kupon faiz oranlarının vade sonuna kadar yeniden yatırılmasından oluşacak potansiyel kazanç yada kayıpların birbirine eşitlendiği süreye tahvilin süresi adı verilmektedir.

C:Kupon faizi ve ana para ödemeleri

t: süre

r: piyasa faiz oranı

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t * C_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}}$$

Örneğin; 5 yıl vadeli, 100 TL nominal değerli, yıllık %25 kupon faiz ödemeli tahvilin piyasa faiz oranının %30 olması durumunda süresi aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$D = \frac{\frac{1*25}{1,30^1} + \frac{2*25}{1,30^2} + \frac{3*25}{1,30^3} + \frac{4*25}{1,30^4} + \frac{5*125}{1,30^5}}{87,82} = 3,26 \text{ yıl}$$

Bulunan bu 3,26 yıllık süre, piyasa faiz oranının yükselmesinden dolayı tahvilin likit değerindeki kaybın kupon faizlerinin %25 yerine %30 faiz oranı ile vade taşınmasından dolayı oluşacak kazançla karşılanacağı süreyi ifade etmektedir.

151

## • HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

Hisse senedinin getirisi ise temettü ve sermaye kazancından oluşmaktadır.

- Sonsuza kadar aynı tutarda temettü geliri elde edilmesi durumunda hisse senedi fiyatı şöyle hesaplanır.

P<sub>0</sub> = Hisse Senedinin Satış Fiyatı

$$P_0 = \frac{D}{k}$$

k= İskonto oranı

D= Sabit Temettü

Bu formül aynı zamanda imtiyazlı hisse senetlerinde teorik olarak sonsuza kadar sabit temettü getirisi elde edileceği varsayımı altında da kullanılabilir.

- Temettü gelirinin sonsuza kadar sabit bir oranda artması durumunda hisse senedi fiyatı:

g=Büyüme oranı

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

152

## 14. KISA SÜRELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI

153

### Bir Firmanın Kısa Süreli Finansman Kaynakları Tutarını Belirleyen Etmenler

- Firmanın varlıklarının yapısı (varlıkların dağılımı)
- Mevsimlik ve devresel değişimler hakkında tahminler
- Kısa süreli kaynakların maliyeti
- Faiz oranlarında değişmeye ilişkin beklentiler
- Likidite ile ilgili risk
- Kısa süreli borçları konsolide etme veya erteleme olanağı
- Ekonominin içinde bulunduğu koşullar
- Kurumsal yapı ve firmanın hukuki şekli

154

## Başlıca Kısa Süreli Finansman Kaynakları

- Kısa süreli ticari krediler (satıcı kredileri)
- Kısa süreli banka kredileri
- Para piyasasında satılan kısa süreli bonolar(finansman bonoları)
- Factoring
- Alacakların menkul kıymet şekline dönüştürülmesi(varlığa dayalı menkul kıymetler)
- Diğer kısa süreli yabancı kaynaklar

155

## Kısa süreli ticari krediler(satıcı kredileri)

- Genellikle firmalar hammadde, malzeme yada mal alışlarının önemli bir bölümünü satıcı firmalardan kredili olarak yaparlar. Finansman kaynağı olarak satıcı kredilerinin üstünlükleri:
  - Sağlanmasında kolaylık, elverişlilik
  - Esneklik
  - Formalite azlığı
  - Maliyet
  - Yenilenme, vadelerinin uzatılması
- Satıcı kredilerin sakıncalı yönleri
  - Maliyet yüksekliği
  - Satıcı kredilerinin aşırı kullanıma elverişli olması

156

## Kısa süreli banka kredileri

- Finansman kaynağı olarak banka kredilerinin sakıncalı yönleri
  - Banka kredilerinden ancak belirli niteliklere sahip firmaların yararlanabilmesi
  - Genellikle güvence istenmesi
  - Bazı hallerde maliyetinin yüksek oluşu
  - Kredilerin süresinde ödenmemesi halinde bazı bankaların katı, zorlayıcı tasfiye yollarına başvurmaları

157

## Finansman bonoları

- Finansman bonusu çıkarılması yoluyla fon sağlanmasının üstünlükleri
  - Firma alternatif yöntemlere kıyasla daha ucuz fon sağlayabilir.
  - Bu yolla fon, uzun işlemleri ve zaman kaybını gerektirmeden sağlanabilmektedir.
  - Bankalardan alınabilecek kredilerin limiti konusunda yasaların ve banka yöneticilerinin koyduğu bazı sınırlamalar vardır. Oysa finansman bonolarının çıkarılmasında böyle bir sınırlama yoktur.
  - Bonoların para piyasasında dolanımı, bonoyu çıkaran şirkete prestij ve ismini yaygın şekilde duyurma olanağı da sağlamaktadır.
- Finansman bonusu çıkarılmasının sakıncalı yönleri
  - Bu oluştan ancak belirli iş kollarında çok tanınmış, itibarı çok yüksek büyük şirketler yararlanabilir.
  - Kısa süreli bonoların alıcıları sınırlıdır. Bu bonoların geniş bir piyasası yoktur.
  - Bono çıkarılmasında, bonoları çıkaran şirket ile bonoları ellerinde bulunduranlar arasında ilişki, kişisel bir nitelik taşımadığından bonoların sürelerinde kesinlikle ödenmesi zorunludur.

158

## Finansman bonosu türleri

- A tipi; garanti kaydı taşımayan finansman bonoları
- B tipi; ortaklığa karşı taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonosu
- C tipi; banka garantisi taşıyan finansman bonoları
- E tipi; hazine garantisi taşıyan finansman bonoları
- F tipi; bir anonim ortaklığın müşterek borçlu olması durumu

159

## Factoring

- Kısa süreli alacakların geri dönüş hakkı olmaksızın faktöre devredilmesi ve tahsilatın borçluya önceden haber verilerek faktör tarafından yapılmasıdır.
- Factoring temel fonksiyonları
  - Risk üstlenme-teminat-sigorta fonksiyonu
  - Alacakların yönetimi-hizmet fonksiyonu
  - Finansman sağlama

160



## Factoring türleri

- Rücu hakkı saklı-geri dönülebilir-factoring
- Fatura iskontosu
- Kapalı factoring
- Toptan factoring
- Acente factoringi
- Vade factoringi
- Uluslararası factoring
- Doğrudan ihracat factoringi
- Doğrudan ithalat factoringi
- İkili factoring
- Karşılıklı factoring

161

## Factoring yararları

- İşletmelerin esas faaliyet konuları üzerine yoğunlaşmasına olanak verir.
- Bu yolla sağlanan finansman kaynağı esnektir.
- Alacaklara bağlanan fonların vadesinden önce çözülmesi, fonların başka alanlarda değerlendirilmesine olanak sağlar.
- Factoring kurumu, kaynak sağlama dışında, kapsamlı hizmetler de sunmaktadır. Müşterinin kredi değerliliğinin saptanması, alacak hakkını satan firmanın muhasebe kayıtlarının tutulması gibi.

162

## Varlığa dayalı menkul kıymet

- VDMK, bilançodaki alacakların etkin bir ikincil piyasası olan, alınıp satılabilen menkul değere dönüştürülmesidir.
- Yararları:
  - Kaynak maliyetini düşürme, görece olarak ucuz fonlama
  - Likiditeyi artırma, likidite sorununa çözüm
  - Nakit giriş ve çıkışları arasında uyum
  - Sermaye yeterliliğini artırma
  - Riskin azaltılması, dağıtılması
  - Finansman kaynaklarını çeşitlendirme
  - Faiz riskini azaltma
  - Gelir artışı sağlama

163

## Diğer kısa süreli finansman kaynakları

- Ödenecek giderler
- Ödenecek vergi, resim, harç ve sigorta primleri
- Müşterilerden alınan avanslar
- Alınan depozito ve teminatlar
- Repo işlemleri
- Teşvik fonlarından devletçe verilen işletme kredileri
- Ana kurum veya bağlı kuruluşlardan alınan kısa süreli krediler
- Özel finans kurumlarından sağlanan kısa süreli finansman olanakları

164

## 15. ORTA SÜRELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI

165

### Firmanın başlıca orta süreli finansman kaynakları

- Orta süreli banka kredileri
- Taksitli donatım (teçhizat) kredileri
- Dönen (rotatif) krediler
- Orta süreli satıcı kredileri
- Uluslararası finans pazarlarından borçlanma
- Finansal kiralama
- Forfaiting
- Diğer orta süreli finansman kaynakları

166

## Orta süreli kredilerin başlıca kullanım alanları

- Sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek
- Mevcut duran varlıkların ekonomik değerlerini artırıcı esaslı bakım-onarım giderlerini ve yenilemelerini karşılamak
- Net işletme sermayesini artırmak
- Mevcut bir borcun ödenmesini sağlamak
- İştirakte bulunma, başka bir firmayı satın alma

167

## 16. UZUN SÜRELİ YABANCI KAYNAKLARI VE BORÇ YÖNETİMİ

168

## Bir firma için uzun süreli yabancı kaynak sağlama yolları

- Bankalardan uzun süreli kredi sağlama
- Tahvil çıkarılması
- İpotek karşılığı özel finansman kurumlarından özellikle hayat sigorta şirketlerinden sağlanan krediler
- Diğer uzun süreli yabancı kaynaklar

169

## Firma açısından üstünlükleri

- Yabancı kaynağın firmaya maliyeti özellikle sabit faiz ile borçlanıldığında belirli ve sınırlıdır. Borç verenlerin, firma çok başarılı olsa dahi firmanın başarısına, karına iştirak etmek hakları yoktur.
- Borçla finansmanın maliyeti, belirli ve sınırlı oluşunun yanısıra, genellikle özsermaye ile finansa kıyasla daha düşüktür.
- Yabancı kaynaklarla fonlamada, firmanın sahip veya ortakları, firma üzerindeki kontrol yetkilerini paylaşmak zorunda kalmazlar.
- Faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebilmesi olanağı bir vergi avantajı sağlar.
- Yabancı kaynakla finansman, belirli koşullar altında, finansal kaldıraçın lehe etkisiyle firmanın özsermaye karlılık oranını yükseltir.
- Kredi sözleşmesine konulacak koşullarla, borçla finansman esnek bir nitelik alabilir.

170

## Firma açısından sakıncaları

- Yabancı kaynakla finansman, faiz yükü getirdiğinden firmanın satış ve karlarının dalgalanma gösterdiği dönemlerde büyük bir risk taşır. Firmanın borçlarını sürelerinde ödeme gücüne sahip olmaması, varlığını tehlikeye düşürür.
- Yabancı kaynakla finansman, finansal kaldıraçın lehe etkisiyle firmanın karlılığını yükseltse dahi, firmanın riskini artırdığından, firma değerinde veya anonim ortaklıklarda pay senetlerinin değerinde düşüşe yol açabilir.
- Yabancı kaynak, süresi ne kadar uzun olursa olsun belirli bir tarihte geri ödenecektir. Bu nedenle finans yöneticileri, borçların zamanında ödenmesine olanak verecek fonların sağlanması için gerekli önlemleri almak zorundadırlar.
- Uzun süreli yabancı kaynak, firmayı uzun süreli yükümlülük altına soktuğu için risk taşır.
- Orta ve uzun süreli kredilerde finansman kurumları, kredi sözleşmelerine bağlayıcı, firma yöneticilerinin hareket serbestisini sınırlayan hükümler koymaktadırlar.
- Uzun süreli yabancı kaynaklarla sağlanabilecek fonların bir sınırı vardır. Finansman kurumlarınca genellikle kabul edilen standartlara göre bir firmanın yabancı kaynak/öz kaynak oranı, belirli bir sınırın üstüne çıkmamalıdır.

171

### Uzun Süreli Yabancı Kaynak Kullanımında Dikkate Alınacak Faktörler

- Satışlar ve karlar istikrarlı ise veya gelecekte büyük karlar elde edileceği bekleniyorsa,
- Gelecekte fiyatlar genel düzeyinde önemli artışlar olacağı tahmin ediliyorsa (para değerindeki düşüş, borcun firmaya olan reel yükünü de hafifletecektir.)
- Firmanın yabancı kaynak/özsermaye oranı düşük ve yeni borçlanmalar finansman riskini büyük ölçüde artırmayacaksa,
- Faizlerde yükselme bekleniyorsa (yabancı kaynağın sabit faizle olması durumunda)
- Firmanın faaliyet gösterdiği endüstri kolunda yerleşik görenekler, alışkanlar, borçla finansmana elverişli ise
- Sermaye artışı firmada kontrolün ve yönetimin paylaşılması sorunu yaratacaksa

UZUN SÜRELİ YABANCI KAYNAKLARLA FİNANSMAN DAHA AVANTAJLIDIR.

172

## Tahvil türleri

- Primli tahviller: Tahviller, nominal değerlerinden aşağı bir bedelle satışa çıkarılabileceği gibi, itfa anında, tahvil sahibine tahvilin nominal değerinden daha yüksek bir bedel ödenmesi de mümkündür. Her iki halde de bir prim mevcuttur. Ancak birinci durumda çıkarma primi söz konusu olduğu halde, ikinci durumda söz konusu olan itfa primidir.
- İkramiyeli tahviller: Tahvillere karşı talebi, beğeniyi artırmak için, faiz yanında, kura çekilmesi yoluyla tahvil sahiplerine ikramiye de verilebilmektedir.
- Güvenceli(teminatlı) tahviller: AŞ'ler, özel teminata sahip tahviller de çıkarabilirler. Şirketin belirli bir iktisadi değeri tahvilin özel güvencesini oluşturabileceği gibi, verilen teminat kişisel de olabilir. Özellikle banka garantili tahviller, güvenceli olarak kabul edilmekte, banka güvencesi tahvil satışını kolaylaştırmaktadır.

173

- Şirket karına katılma hakkı veren tahviller(kara iştirakli tahviller): AŞ'ler, satışta kolaylık sağlamak amacıyla şirket karına iştirak etmek olanağını sağlayan tahviller de çıkarabilirler. Kara iştirakli tahviller özellikle tahvillere verilecek kar payı açısından çeşitli şekillerde olabilir.
  - Belirli bir faiz artı kardan düşen payın ödenmesi
  - Kar payının belirli bir faizin altına düşmesi halinde, belirli oranda faizin ödenmesi, belirli bir faizle eşit yada daha fazla kar payı oluşmuşsa, kar payının ödenmesi
  - Belirli bir faiz öngörülmezsizin tahvile düşen bir kar payı yüzdesine göre hesaplanan tutardan tahvile düşen payın ödenmesi
- İndeksli tahviller: Enflasyona karşı tahvil sahiplerini korumak için, ana borcun ve borç faizinin, seçilmiş bir değışkene göre genellikle her yıl yeni bir değeriendirmeye ve ayarlamaya bağlı tutulduğu tahvil türüdür.

174

- Hisse senedi satın alma hakkı veren tahvil(warrant): warrant, önceden saptanmış belirli bir fiyat üzerinden belirli sayıda hisse senedi satın alma hakkıdır. Warrantla bir seçme hakkı söz konusudur. Bu hakkın sahibi, ister seçim hakkını kullanarak önceden saptanmış belirli fiyatta belirli sayıda hisse senedi satın alacak yada bu hakkını kullanmayacaktır. Warrant tahvilden ayrılarak ayrıca işlem de görebilir.
- Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil: değiştirilebilir tahviller, esas itibariyle çıkaran şirketin pay senetlerine dönüştürülmekle beraber, ayrıksı olarak, daha yüksek verimli sabit faizli tahvillere yada başka bir şirketin pay senetlerine çevrilme olanağı sağlayan tahvillerdir.

175

### Değiştirilebilir tahvil çıkarılmasının üstünlükleri

- Tahvil alışıını çekici hale getirerek, tahvil çıkarmadaki başarı şansını artırmak
- Daha düşük maliyetli fon sağlamak
- Şirkete cari piyasa fiyatından daha yüksek bir bedelle hisse senedi satmak olanağı sağlamak
- Yeni yatırımlar için tesis dönemlerinde finansman kaynağı sağlamak

176



### Değiştirilebilir tahvil çıkarılmasının sakıncalı yönleri

- Şirket değiştirilebilir tahvil karmayıp bir süre, birkaç yıl bekleyerek daha yüksek bir bedelle pay senetlerini satma olanağı elde edecekken bundan yoksun kalabilmektedir.
- Değiştirilebilir tahvil karan Şirket, tahvillerin pay senetlerine dönüşmesini sağlayamadığı sürece, yeni finansman olanakları sağlama Őansı da zayıflamış olarak, ağır bir borç yükü altında faaliyetlerini sürdürmek zorunda kalabilir.
- Tahvillerin hisse senedine vrilmesi, bu tür tahvil karan Şirketlerin z sermaye karlılık oranını yada pay senedi başına elde edilen net geliri düşürür.

177

- Değişken faizli tahvil
- Diğer tahvil türleri

178

## Diğer uzun süreli yabancı kaynaklar

- Taşınmaz rehniyle güvence altına alınmış senet çıkarma
- Varlığa dayalı menkul kıymet çıkarma
- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri

179

## VADELİ İŞLEM PİYASALARI

Finansal piyasalar, gerçekleştirilen alım-satım işlemi sonucunda el değiştiren kıymetlerin vadesine bağlı olarak spot ve vadeli piyasalar olmak üzere ikiye ayrılır.

i) Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından el değiştirmesini sağlayan piyasalardır. İMKB bünyesinde faaliyet gösteren Hisse Senetleri Piyasası ve Tahvil ve Bono Piyasası spot piyasalara örnek teşkil eder.

ii) Vadeli piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasaların tanımı; forward, swap, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir.

180

### 1.1. Türev (Vadeli) Piyasalar

Değeri başka bir finansal varlığın veya malın değerine doğrudan bağlı olan finansal araçlar türev araç olarak adlandırılmaktadır. Türev araçlar, dayanak varlığın sahipliğinin el değiştirmesine gerek olmaksızın bu varlıkla ilgili hak ve yükümlülüklerin ticaretine imkân sağlar.

Türev ürünler faiz döviz ve piyasa fiyatı değişikliklerinin ortaya çıkardığı risklerden korunmanın klasik yöntemlerle mümkün olmaması nedeniyle tasarlanmışlardır(Sevil, 2001:26).

Türev piyasaları kavramı, forward, futures, options ve swap işlemlerinin tamamını içermektedir. Bu tür işlemler vadeli işlemlerdir. Vadeli işlemlerin ortak özelliği, ilerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın bugünden alım satımının yapılmasıdır.

181

#### 1.1.1. Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları (Fonksiyonları)

##### 1.1.1.1. Riskten Korunma

Bir sermaye piyasası aracı, döviz, kıymetli maden veya malı kullanan, bunlarda pozisyon tutan veya gelecekte teslimatını bekleyen, ancak ilgili ürünün fiyatında gelecekte meydana gelebilecek değişikliklerden olumsuz etkilenmek istemeyen kişi ve işletmeler, spot piyasada fiyatların yükselmesinden korunmak için vadeli işlem sözleşmesine alıcı (uzun taraf), düşmesinden korunmak için de vadeli işlem sözleşmesine satıcı (kısa taraf) olarak girerler.

182

“Korunma” amaçlı işlemler, finansal piyasalarda portföy yöneticileri ve bankacılar, mal piyasalarında ise ilgili malı girdi olarak kullanan veya bu malı üretenler tarafından oldukça yoğun olarak yapılmaktadır. Örneğin bir portföy yöneticisi, çeşitli varlık gruplarından oluşan bir portföyün performansını arttırmak, üstlendiği riskleri azaltmak veya portföy çeşitlemesine gitmek için, portföydeki hisse senedini spot piyasada satmak yerine, endeks üzerine vadeli işlem sözleşmesi yazıp satabilir. Bu durumda piyasada gerçekten bir düşüş yaşanırsa, vadeli piyasada elde edilen kazanç hisse senetleri piyasasında karşılaşılan zararı karşılar. Böylece spot piyasada ki fiyat düşüşlerinden etkilenilmemiş olur. Özellikle portföy yöneticilerinin ve yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarda spot piyasa işlemlerden kaynaklanan risklerden korunmak amacıyla zaman zaman vadeli piyasa ürünlerini kullandıkları bilinir (Dönmez, 2002:9).

183

#### 1.1.1.2. Spekülasyon

Vadeli piyasaların önemli unsurlarından biri de spekülâtörlerdir. Piyasalarda fiyatların yönünü tahmin ederek pozisyon alıp gelir elde etmek isteyen yatırımcılara spekülâtör denir. Spekülasyon (yada yatırım) amaçlı işlemlerde, yatırımcı sözleşmeleri fiyat hareketlerinden kâr elde etmek amacıyla risk almak suretiyle alıp satmaktadır. Vadeli işlem piyasaları özellikle kaldıraç etkisi sebebiyle spekülâtörlere oldukça avantaj sağlayan ürünler sunar. Spekülâtörlerin alım satım işleminde

bulunmaları zaman zaman ani fiyat hareketlerine sebep olsa da, piyasanın likiditesini ve işlem hacmini artırır (McDonald, 2003:28). Diğer piyasa katılımcıları, spekülâtörlerin risk alma isteklerini değerlendirerek taşıdıkları riskten korunma yöntemini seçebilirler (Parlakkaya, 2003:12).

184

### 1.1.1.3. Arbitraj

Arbitraj işlemi yapan yatırımcılar piyasalar arasındaki fiyat dengesizliklerinden risksiz kâr elde etmeyi hedeflerler. Arbitraj işlemlerinde, herhangi bir risk alınmaksızın, fiyat veya faiz hadlerinde oluşan dengesizliklerden faydalanılarak farklı sözleşmelerin ve işlemlerin eşanlı olarak yapılması durumunda her türlü şartta belli bir kâr garanti edilmektedir. Bir mal farklı coğrafik bölgelerde farklı fiyatlardan satılıyorsa, arbitrajcı malı ucuz satılan yerden alıp pahalı satılan bölgede satarak risksiz kâr elde eder (Dönmez, 2002:9) .

Benzer şekilde spot piyasalar ile vadeli piyasalar arasındaki taşıma maliyeti ilişkisi sonucu oluşması gereken fiyattan farklı seviyelerde fiyat oluşması durumunda, arbitrajcılar devreye girerek piyasaları dengelerler. Bu faaliyetler piyasaların birbirleriyle uyumlu ve dengeli hareket etmesini ve gerçekçi fiyat oluşumunu sağlar. Etkin piyasalarda arbitraj risksiz kârdan ziyade bu yöndeki aydasıyla göze çarpar. (McDonald, 2003:29).

185

Türev ürünleri gelişmiş finansal sistemlerin önemli araçlarından. Bunun temel nedenleri;

- Vadeli işlemler bir korunma aracı olarak kullanılabilirler. Spot piyasada alınan pozisyonlara, gelecekteki fiyat hareketlerinin belirsizliğinden korunma imkanı sağlar.
- Piyasa etkinliğini arttıırırlar. Türev piyasaları finansal piyasalarda dolaşan para için alternatif yatırım olanakları sunarak, hem paranın piyasalardaki dolaşım hızının artmasına, hem de piyasaya gelen bilgilerin fiyatlara daha hızlı yansımaya yol açar.
- Türev piyasalarda işlem spot piyasalara göre genelde daha düşüktür, dolayısıyla yatırımcıların maliyeti daha azdır.

186

- Türevsel piyasalar, spot piyasanın daha likit olmasını sağlar. Gelecekte oluşabilecek olumsuz fiyat hareketlerine karşı korunma imkanı olan piyasalarda, spot piyasada işlem gören mal veya kıymetlere olan yatırımcı ilgisi de artmaktadır.
- Az sermaye ile pozisyon almak mümkündür. Türevsel ürünlerin işlemleri sırasında ödenen para sözleşmeye konu olan varlığın piyasa fiyatının önemli ölçüde altındadır. Dolayısıyla piyasa bilgisi olan, ancak sermayesi az olduğu için yeterince pozisyon alamayan veya kredili alım satım yapmak zorunda kalan yatırımcılara da küçük miktarda paralarla büyük pozisyonlar alma imkanı verir. Kazanç çok fazla olabileceği gibi, kayıp da bazen kontrata giriş tutarına bazen de çok yüksek tutarlara ulaşabilir

187

## FORWARD SÖZLEŞMELER

Forward işlemler tanımı gereği, standardizasyon olmadığı, tarafların sözleşme yaparken her türlü serbestliğe sahip oldukları işlemlerdir. Tarafların sözleşme yapmaları gereken sınırlı bir fiziksel mekan söz konusu olmadığı gibi, sözleşmelerin alım-satımı için de bir mekanizma ya da organizasyon mevcut değildir. Forward işlemlerde teslimi garanti eden herhangi bir kurum ya da kuruluş da yoktur. Bu yapısı itibarıyla forward sözleşmeler, mevcut ticari hukuk mekanizması içinde yapılabilen, mekanizmanın sağlıklı işleyişi tarafların karşılıklı güvenine ve hazırlanan sözleşmenin mevcut ticari yasalarla uymuna dayanan işlemler olmaktadır.

Diğer bir deyişle, bir emtia'nın gelecekte belli bir süre sonra teslim koşuluyla alım veya satımı için bugünden yapılan sözleşmelere vadeli işlem (forward transactions) denir.

188

### Forward işlemlerinin döviz piyasasındaki işlevi

Vadeli işlemler döviz piyasasında faaliyet gösteren bankalarla müşteriler arasında yapılır. Bu işlemlere gerek duyulmasının nedeni, döviz kurlarıyla ilgili gelecekteki belirsizliktir.

Eğer döviz kurlarındaki ortaya çıkan değişimler bugünden tam olarak bilinseydi, vadeli işlemlere de gerek olmayabilirdi. Vadeli işlemlerden yararlanan ithalatçı, ihracatçı veya dış mali yatırımcı gibi gelecekte döviz cinsinden bir ödeme yaparak veya bir gelir elde edecek kimselerdir.

Fiyatlar önceden karşılaştırıldığından vadeli sözleşmeler söz konusu işlemleri öngörülen süre içinde kur değişmesi riskine karşı korurlar. Vadeli sözleşmelerde vade, uygulanacak döviz kuru, döviz miktarı, ödeme ve teslimle ilgili yer, banka hesap numarası, isim gibi bilgiler yer alır. Vadeli işlemlere uygulanan kurlara vadeli döviz kuru (forward exchange rates) adı verilir.

189

### FORWARD SÖZLEŞMENİN TARAFLARA SAĞLADIĞI AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

Forward sözleşmeler, öncelikle risklerini minimum kılmak isteyen hedgerlere bu amaçları doğrultusunda hizmet etmektedir. Bu sözleşmelerde satıcı tarafında bulunan taraf, satmak istediği malı veya hizmeti ileri bir tarihte satmayı garanti altına almakla birlikte, satıcıyı en önemli risk sayılan fiyat dalgalanmalarının fiyat riskinden korumaktadır.

Alıcı pozisyonunda bulunan taraf ise, ileri bir tarihte ihtiyacı olan mal ve hizmeti, fiyat riskine karşı korunmuş bir şekilde satın alabilme garantisini elde etmektedir. Bu özelliğiyle forward sözleşmeler alıcı ve satıcı açısından gelecekteki belirsizlikleri ortadan kaldırmakta ve taraflara geleceğe yönelik rasyonel planlar yapma imkanı tanımaktadır.

Forward işlemlerin saydığımız avantajlarının yanısıra birtakım dezavantajları da vardır. Öncelikle, forward sözleşme yapmak, bu sözleşmelerin tabiatı gereği, sözleşmeyi yapanlar için bir risk üstlenmek demektir. Şöyle ki; forward sözleşmeler, ayrı bir garanti mekanizması içermeyip güven ağırlıklı işlemler olması dolayısıyla tarafları, karşı tarafın taahhüdünü yerine getirmemesi veya sözleşmeye uymaması halinde çok büyük sayılabilecek zararlarla karşı karşıya bırakabilmektedir. Bu durum, taraflardan birinin iflası ya da ölümü gibi durumlarda geçerlidir.

190

Forward sözleşmelerde vadeden önce işlemin sona erdirilememesi taraflar için bir güvence mekanizması olurken, aynı zamanda tarafların vadeden önce, sezmeleri halinde daha büyük kayıplardan kurtulmasına da engel olmaktadır.

**Forward sözleşmeler, bütün taraflara; malın nitelikleri, miktarı, vadesi, teslim yeri ve koşulları hakkında herşeyi özgürce belirleyebilecekleri geniş bir alan sunarken taraflar için bir avantaj sayılan bu durum, aynı zamanda malın veya hizmetin standart olmaması, tarafların bütün dikkat ve yoğunluklarını fiyat üzerine verememeleri gibi bir dezavantajı da beraberinde getirmektedir.**

191

## **FUTURES SÖZLEŞMELER**

Futures standart miktar ve kalitede bir varlığın önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte teslim etme ya da teslim almaya ilişkin yasal bir sözleşmedir. Futures kontratın dayandığı ya da yazıldığı varlık fiziksel bir mal olabileceği gibi finansal bir ürün ya da gösterge olabilir. Bunlar;

Mal-emptia futures (commodity futures)

Finanssal futures (financial futures)

192



### FUTURE İŞLEMLERİ AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

- Future işlemlerin taraflara ve ekonomiye yaptığı en önemli katkı şüphesiz “risk minimizasyonu” konusundadır. Taraflar future işlem yapmakla, piyasalarda söz konusu olan fiyat dalgalanmalarından doğabilecek zarar risklerini bertaraf etmektedirler.
- Future piyasalar, piyasada yer alan taraflar için, gelecek üzerindeki belirsizlikleri azalttığından dolayı, gerek üretici gerekse mali kesime gelecek üzerine planlar yapma olanağı tanımakta ve bu piyasaların olmaması halinde katlanılan stoklama, sigortalama ve finansman maliyetlerini en aza indirmektedir.
- Future piyasalar, spot piyasalarda da gerek spekülasyon ve gerekse arbitraj yoluyla fiyat etkinliğinin sağlanmasına yardımcı olarak, tüketici kesime de dolaylı katkılarda bulunurken, future piyasalarda sözleşme konusu olan malların spot piyasalarının gelişimine de olumlu etkilerde bulunurlar. Ayrıca future piyasaların, yeni yatırım araçları yaratmasından dolayı, ülkedeki atıl fonların ekonomiye kanalize edilmesine yardımcı olduğunu söylemek de pek yanlış olmayacaktır.

193

- Future piyasaların olumsuz özelliklerinden de bahsedecek olursak; future piyasaların standart oluşu, tarafların istedikleri nitelik ve miktarlar üzerine sözleşme düzenlemelerini engellemektedir. Ayrıca vade standardı ise risk minimizasyonu için piyasaya girenlerin bu amaçlarını tam anlamıyla yerine getirmelerini engelleyebilmekte ve tarafları “baz riski” ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Zarar riskinden kurtulmanın bedeli, kar etme ihtimalinden vaz geçmek olmaktadır.
- Future piyasalar, bütün piyasalarla olan sıkı ilişkisi ve ekonominin bütün kesimleriyle olan bağlantısı dolayısıyla ki, önemli bir riski bünyesinde taşımaktadır. Future piyasalarda, küçük miktarlardaki harcamalarla büyük sözleşmeler yapılabilmesi, bu piyasaların işlem hacmini oldukça artırmıştır. Bu yüzden bu piyasalardaki en küçük bir güvensizlik ya da herhangi bir aracı kuruluşun iflası gibi bir durum, bütün ekonomide büyük bir rahatsızlığa veya buhrana sebep olabilecektir. Bu yüzden, kamunun bu piyasaları iyi takip etmesi, aracı kuruluşların mali yapılarının güçlü olmasına dikkat etmesi gerekmektedir. Bu da kamunun bu piyasalarda etkinliğini artırıcı bir rol olacaktır ki, bu durum serbest piyasa mekanizmasının istemediği bir durumdur. Bu yüzden bu sakıncanın bertaraf edilmesi için bu piyasalarda iç denetim mekanizmasının ve piyasada öz düzenleme kuruluşlarının öncelikle oturtulması gerekmektedir.

194

## Forward ve Futures Kontratları Arasındaki Farklar:

- Para futures kontratları organize borsalarda işlem gören standart kontratlardır, forward kontratlar taraflar arasında yapılır, sözleşme unsurları standart değildir.
- Kontratlar birim ya da lot olarak işlem görmektedirler.
- Para futures kontratlarının işlem gördüğü aylar standarttır. Forwardda ise herhangi bir standart yoktur.
- Futures kontratlara ilişkin son işlem günü ayın son günüdür, forward kontratlarda ise sözleşmede belirlenen gündür.

195

- Forward anlaşmalardan farklı olarak futures kontratları için alıcı ve satıcıların borsa nezdinde açılacak bir heba teminat ya da marj yatırımları gerekmektedir, işlemler borsa takas kurumunun garantisindedir.
- Yabancı para futures kontratları banka ile müşteri arasında düzenlenen vadeli anlaşmalardan farklı olarak amerikan tipi kotasyona tabidirler. Kar ya da zarar günlük olarak hesaplanır ve ilgili hesaplara yansıtılır.
- Vadeli pazarda fiyatlar genelde avrupa sistemine göre kote edilmiştir. Vade sonunda teslimatla sonuçlanır. Kar ya da zarar vade sonunda ortaya çıkar.
- Vadeli kontratlar iki tarafça imzalanan özel anlaşmalardır, devredilemezler. Futures kontratlar vade sonuna kadar tekrar alınıp satılabilirler.

196

## Opsiyon Sözleşmeleri

- Belirli bir vadede yada vadeye kadar, belirli bir varlığı, belirli bir miktarda, belirli bir fiyattan satın alma ve satma hakkı veren sözleşmelerdir.
- Call (Alım) Opsiyonu: Sözleşmeyi alan tarafa alım hakkı tanıyan opsiyon sözleşmeleridir.
- Put (Satım) Opsiyonu: Sözleşmeyi alan tarafa satım hakkı tanıyan opsiyon sözleşmeleridir.
- Opsiyonlar kullanım sürelerine göre ikiye ayrılır:
  - Amerikan Tipi Opsiyonlar:
  - Avrupa Tipi Opsiyonlar

197

- Sadece sözleşmede belirtilen tarihte kullanılan opsiyonlar AVRUPA TİPİ, vade sonu beklenmeden herhangi bir zamanda kullanılabilen opsiyonlar ise AMERİKAN TİPİ opsiyonlardır

	Alım Opsiyonu	Satım Opsiyonu
Spot Fiyat > Kullanım Fiyatı	Karda	Zararda
Spot Fiyat = Kullanım Fiyatı	Başabaş	Başabaş
Spot Fiyat < Kullanım Fiyatı	Zararda	Karda

198

- Opsiyonun fiyatına etki eden faktörler:
  - Opsiyona konu kıymetin spot fiyatı
  - Opsiyona konu kıymete ilişkin gelirler
  - Kullanım fiyatı
  - Vade sonuna kalan zaman
  - Opsiyona konu kıymete ilişkin volatilité
  - Risksiz faiz oranı

199

- Opsiyon primini belirleyen ana unsurlar ise şunlardır:
  - Söz konusu ürünün nakit piyasa fiyatı
  - Opsiyon kullanım fiyatı
  - Volatilité
  - Opsiyon kullanımına kalan zaman
  - Risksiz faiz oranı

200

Yükselirse	Call (Alım) Opsiyonu	Put (Satım) Opsiyonu
Söz Konusu Ürünün Nakit Piyasa Fiyatı	Yükselir	Düşer
Opsiyon Kullanım Fiyatı	Düşer	Yükselir
Volatilite	Yükselir	Yükselir
Opsiyon Kullanımına Kalan Zaman	Yükselir	Yükselir
Risksiz Faiz Oranı	Yükselir	Düşer

201

- Black and Scholes Opsiyon Fiyatlama Modeli: Hisse senedi üzerine yapılan opsiyonların fiyatlandırılması için geliştirilen model, döviz opsiyonlarında da kullanılmaktadır. Avrupa türü opsiyonlar için kullanılan modeldir. Varsayımları:
  - Ürün temettü ve faiz ödemesi yapmaz.
  - Opsiyon avrupa tipidir.
  - Risksiz faiz oranı opsiyon ömrü boyunca sabittir.
  - Ürün getirileri normal dağılmıştır.
  - Ürün nakit piyasası etkindir ve açığa satış olanağı vardır.

202

### Forward, Futures ve Opsiyon Sözleşmelerinin Karşılaştırılması

Temel Özellikler	Forward	Futures	Opsiyon
1. Riskten Korunma Aracı	Evet	Evet	Evet
2. Standart Sözleşmeler	Hayır	Evet	Evet
3. Borsada/Tezgahestü Piyasada (OTC) İşlem Görme	OTC	Borsa	Borsa ve OTC
4. Fiziki Teslimat	Var	Genelde yok	Hak Kullanılırsa Var
5. Teminat Zorunluluğu	Genelde yok	Var	Satıcı için Var
6. Vadeye Kadar Nakit Akışı	Yok	Var	Satıcı için Var
7. Kredi Riski	Var	Yok	Yok
8. Kaldıraç Etkisi	Önemi yok	Var	Var
9. Hak ve Yükümlülük Birlikteliği	Var	Var	Yok

203

### 1.5. Swap

İki farklı tarafın faizi ya da dövizini değiştirmek suretiyle kredi maliyetini düşürmek amacıyla bir sözleşmeye dayanarak yaptıkları takas işlemidir (Altuğ 2000:320). Tanım olarak swap, iki taraf arasında birbirlerinin nakit akışlarını belirli bir süre için değiş-tokuş etmek amacıyla yapılan anlaştıkları bir finansal işlemidir, yasal bir sözleşmedir. Swap kelimesinin Türkçe karşılığı "takas" yada "değiş-tokuş" olarak kabul edilebilir (Aksoy 1998:211).

Swap piyasasının devamlılık göstermesinde ve gelişmesinde en önemli etken bu piyasanın potansiyel kullanıcılarının diğer finansal araçlarla karşılanamayan isteklerinin karşılanmasıdır. Hatta swap işlemleri yapan bazı bankalar müşterilerin çeşitli isteklerini karşılayabilmek için devamlı yeni swap uygulamaları yapmaya müşterilerine sunmaya çalışmaktadırlar.

204

Swap, sözleşmelerinde tarafların serbestçe belirledikleri koşulla uygun olarak genelde bir banka veya başka bir finansal kurumun vasıtasıyla yapılır. İhtiyaca uygun tutar ve vadelerin belirlenmesi bakımından esnek olmaları bakımından avantajlı olmakla birlikte ikinci pazarlarının bulunmaması nedeniyle likit değildir. (Usul ve Duman 2005:60)

### 1.5.1. Swap Çeşitleri

Swapların uluslar arası piyasalarda çok çeşitli türleri olmakla birlikte, yapı itibarıyla iki ana gruba ayrılmaktadırlar. Bunlar; “para swapları”, “faiz swapları”.

#### 1.5.1.1. Faiz Swapı

Faiz swap'ının temelini, kredi değerliliği farklı iki işletmenin aynı tutarda, faiz oranları değişik olan borçlarının gerektirdiği ödemeleri belli bir sürede

205

değiştirmeleri oluşturmaktadır (Başoğlu, Ceylan, Parasız. 2001:420). Sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, değişken faizi, değişken faize çevirmek şeklinde, faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek borç ödemelerinin yapısını değiştirme işlemidir. Klasik uygulamada, aynı tutar ve vadedeki borçların faizini değiştirmek suretiyle swap yapılmaktadır. Bu işlemde sadece faiz ödemeleri el değiştirmekte, ana paralar değiştirilmemektedir. Faiz swapı bir finansman kaynağından kredi temin eden şirketlere, kredi faizlerinin ödeme şeklini değiştirme imkanı sağlamak ve şirketler kredi maliyetlerini (faizlerini) ucuzlatabilmek amacıyla faiz ödemelerini eşit büyüklükteki başka bir kredinin değişik biçimdeki faiz ödemeleriyle swapa sokabilmektedir. Bu işlemler genellikle farklı kredi değerliliğine sahip taraflar arasında yapılmakta, kredi değerliliği düşük olan taraf yüksek kredi değerliliğine sahip olan tarafa bir swap primi ödemekte ve işlem sonunda her iki taraf da kredi maliyetlerini ucuzlatmaktadır (Öçal, Çolak1999:257).

206

### 1.5.1.2. Para Swapı

Bir sermaye tutarı ve buna bağlı olan faiz yükümlülüğünün bir diğer para birimi üzerinden eşit sermaye tutarı ve buna ait olan faiz yükümlülükleriyle değıstokuş edilmesidir. Diğer deyişle para swapı, bir para birimindeki sermayenin ve bu sermayeden doğan faizin diğer bir para birimindeki sermaye ve bunun yarattığı faize dönüştürülmesini ifade etmektedir. Bu işlemin yapılabilmesi için vade ve tutarlarda aynı ilgiye sahip, fakat ters para birimi üzerinden gereksinimi bulunan iki tarafın varolması gerekmektedir (Fettahoğlu, 1991:18).

Diğer bir ifadeyle swap; döviz kurları ve faiz oranları riskine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değışken faizli bir fona değıştirme imkanı veren finansal bir tekniktir (Bal, 2001:148).

207

Swap tekniğinin temelinde, farklı kuruluşların farklı finansal piyasalardaki değıerliliklerine bağlı olarak farklı kredi koşulları ile karşılaşmaları ve bu farklılıkların kendi yararlarına olacak şekilde kullanılmaları yatar.

Bu farklılıklardan bazıları şunlardır:

- tarafların farklı olması finans piyasalarında farklı kredi değıerliliğine sahip oluşları,
- değışken faizli borç bulma yeteneğine karşın sabit faizli fon bulmada karşılaşılacak güçlükler,
- belirti döviz fonlarına erişebilme olanağı veya güçlükleri
- ihtiyaç duyulan döviz cinsinin farklı oluşu

208



- Firmalarının bir finansman yöntemi olarak swap tekniğinden yararlanmalarının altında şu nedenler yatar.
- abitraj , farklı finans piyasalarındaki oluşan fiyat farklılıklarından yararlanmak
- varlıkların getiri oranını yükseltmek
- risk yönetimi
- kaynak maliyetini düşürmek

209

### 1.6. Varant

SPK(Sermaye Piyasası Kurulu) mevzuatında varant "Elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstergesi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracı" olarak tanımlanmıştır. Aslında bu tanım varant yerine opsiyon'u ifade etmektedir. Çünkü:

1. Varant genellikle yatırımcıları ezp etmek için tahvil gibi borç senetlerine eklenen ve tahvil sahibine alacağına karşılık belli bir fiyatla ve belli bir süre içinde tahvil ihraç eden şirketin hisse senetlerini alma hakkını (opsiyonunu) veren bir üründür.
2. Varant hisse senedi ihraç eden şirketçe arz edilip onun tarafından garanti edilmekte, fakat opsiyonlar aracı kuruluşlar tarafından da arz edilebilmektedir.

210

3. Varantların vadesi yıllarla ifade edilmekte olmasına karşın tipik bir opsiyonun vadesi aylarla ifade edilmektedir (Nitekim, Sermaye Piyasası Kurulunun 21.07.2009 tarihinde yayımlanan Seri: III, 37 Nolu Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'nde ihraç edilecek varantların vadesinin iki ayla beş yıl arasında olması öngörülmüştür. (ARSLAN,Ahmet:1)

#### **Opsiyon Ve Varant Arasındaki Farklar**

- Opsiyonlar sözleşme, varantlar ise menkul kıymettir.
- Opsiyonlar vadeli işlem esasları ile işlem görürken varantlar spot (nakit) esasları ile işlem görür.
- Opsiyonlar, özellikleri işlem gördüğü borsalar tarafından belirlenen standart kontratlardır. Varantların özellikleri ise ihraççı tarafından

211

belirlenir ve opsiyonlara göre daha esnektir (örneğin sabit vadeleri yoktur).

- Opsiyonlarda satış yapan taraf opsiyonun yazıcısı konumundadır. Varantlarda ise her bir varantın tek bir ihraççısı vardır. İhraççı varantlarda kullanılacak olan hakkın tek muhatabı konumundadır.
- Opsiyonlarda teminat ve teminat tamamlama söz konusuysen varantlarda yoktur zira ürünün tüm sorumluluğu ihraççı kuruluştadır. O nedenle varant alım satımında yatırımcı açısından teminat gerektiren herhangi bir durum söz konusu değildir.

212

#### Varantın taşıdığı riskler

- Piyasada oluşacak fiyat hareketleri sonucunda yatırılan paranın tümü kaybedilebilir. Ancak bu risk varanta yatırılan para ve ödenen komisyon ile sınırlıdır.
- Varantların süresi belirlenen vade ile sınırlıdır.
- Kaldıraç etkisi nedeniyle yüksek kazançlar elde edilebilir. Ancak beklenen hedefe ulaşmadığı takdirde yatırılan paranın tamamının kaybı söz konusu olacaktır.
- Varant alım satımına ilişkin yapılacak analizler diğer enstrümanlara ilişkin yapılan analizler gibi uzmanların tahminlerine dayalı olup oluşacak fiyatlara ilişkin garanti verilmesi mümkün değildir.
- Varant alımlarında ihraççıların oluşacak risklere ilişkin yönetim politikasının bilinmesinde fayda vardır. Söz konusu risk yönetim politikası izahnamede yer almaktadır.

213

## 17. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN

214

### Özsermaye ile finansmanın üstünlük gösteren yönleri:

- Özsermaye ile finansman firmaya sabit yük getirmez. Firma kar sağladığı takdirde, yetkili organlarının kararı ile kar payı dağıtır.
- Özsermayenin belirli bir vadesi yoktur. Firma için sürekli bir kaynak niteliğindedir.
- Özsermayenin artışı, firmanın kredi değerliliğini yükselterek, ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.
- Bazı dönemlerde şirket için pay senedi satarak kaynak temin etmek, yabancı kaynak sağlanmasına kıyasla daha elverişlidir.

215

### Özsermaye ile finansmanın sakıncalı yönleri

- Yeni pay senedi çıkarılması yoluyla özsermayenin artırılması durumunda şirkete yeni ortakların girmesi, kontrol yetkisi ve yönetimin paylaşılması sonucunu doğurur.
- Yeni pay senedi çıkarılması yada yeni ortaklar alınması, firmanın gelirinin sayısı artan firma sahipleri arasında bölünmesine ve mevcut ortakların gelirlerinin düşmesine yol açabilir. Halbuki borçlanma, firmaya nispeten ucuz ve sabit maliyetli kaynaklardan yararlanma imkanı vermektedir. Özsermayenin artırılması için yeni ortaklar alındığında, bu ortaklar da mevcut ortaklar gibi, firmanın net geliri üzerinden hak sahibi olacaklardır.
- Yeni pay senedi çıkarılmasının gerektirdiği giderler, genellikle tahvil çıkarılmasının gerektirdiği giderlerden daha yüksektir.
- Firma açısından özsermaye maliyeti genellikle yabancı kaynak maliyetine kıyasla daha yüksektir. Bir firmaya ortak olanlar, katlandıkları riskin daha yüksek olması nedeniyle yatırımlarına karşı, riski de karşılayacak oranda bir gelir beklerler. Bu temel neden, özsermaye maliyetinin yabancı kaynak maliyetinden daha yüksek olması sonucunu doğurur.
- Özsermaye ile finansmanın çok tekrarlanan bir sakıncası da özsermayeye ödenen kar payının vergi açısından gider yazılamamasıdır.

216

### Özsermaye ile finansman kararını etkileyen faktörler

- Firmanın satış ve karlarının istikrarı
- Geleceğe ait tahminler
- Alternatif finansman kaynaklarının elverişsizliği
- Firmanın cari mali yapısı
- Firmanın likidite durumu
- Kaynak maliyeti
- Kaldıraç etkisi
- Firmanın kısa sürede hızla büyüme amacı
- Kredi sözleşmelerinde yer alan koşullar
- Teşvik tedbirlerinden yararlanma

217

### Yeni pay senedi çıkarılarak sermaye artırılmasında seçenekler

- Halka açılma, hisse senetlerinin birinci elden halka arzı
- Ortakların rüçhan hakları saklı tutularak sermaye artışı
- Ortakların rüçhan hakları kaldırılarak sermaye artışı
- Kar payı dağıtım için yeni hisse senedi çıkarılması
- Risk sermayesi sağlanması
- Diğer özkaynak menkul değer çıkarımları

218

## Hisse Senedi İhracı ile Finansman

- **Hisse Senedi**, anonim ortaklıkların ihraç ettikleri, anonim ortaklığın sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğine sahip menkul kıymetlerdir.

219

## Hisse Senedi İhraç Edebilecek Şirket ve Kuruluşlar

- Anonim Şirketler
- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler
- Özel kanunla kurulan kurumlar (T.C.M.B., bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT), bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri vs.).

220

## Hisse Senedi Sahibinin Hakları

- Kârdan pay alma
- Rüçhan hakkı
- Tasfiyeden pay alma hakkı
- Bedelsiz pay edinme hakkı
- Yönetime katılma hakkı
- Oy hakkı
- Bilgi alma hakkı

221

## Hisse Senedi Türleri

- Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri
- Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri
- Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri
- Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri
- Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

222

## Hisse Senetlerinde Değer Kavramı

- **Nominal Değer**, hisse senedinin üzerinde yazılı olan değer.
- **Defter Değeri**, işletmenin öz kaynaklarının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan değer.
- **İhraç Değeri**, hisse senetlerinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır.

223

## Hisse Senetlerinde Değer Kavramı

- **Piyasa-Borsa Değeri**, bir hisse senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o pay senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır.
- **Emisyon Primi**, hisse senedinin ihraç fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark.
- **Tasfiye Değeri(Likidasyon Değeri)**, işletme varlıklarının nakde dönüştürülmesi sonucunda elde edilen nakitten, borçlar ödendikten sonra kalanının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan değer.
- **İşleyen Teşebbüs Değeri**, işletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde bulacağı değerdir.

224



## Hisse Senetlerinin Ekonomik Finansal Sistemdeki Önemi

- Geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirir.
- Üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk topluluklarına dağıtmak suretiyle iktisadi refahı geniş bir tabana yayarlar.
- Halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
- Aracıyı ortadan kaldıran bir finansman aracıdır.

225

## Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmesi

- **Halka Arz**
  - Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını,
  - Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini,
  - Hisse senedinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesini,
  - Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları ve/veya ortak satışları dolayısıyla hisse senetlerinin satışını ifade eder.

226

## Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmesinin Faydaları

- İşletmeye yeni finansman olanağı sağlamak,
- Likidite sağlamak
- Yurt içi ve yurt dışı tanıtım,
- Kurumsallaşma,
- İkincil halka arz imkânı

227

## Anonim Ortaklıklarının Hisse Senetlerinin Halka Arz Şekilleri

- Tedrici şekilde anonim ortaklık kurulması,
- Halka açık anonim ortaklıkların mevcut veya sermaye artırım suretiyle çıkarılacak hisse senetlerinin halka arzı,
- Halka açık olmayan ortaklıkların mevcut veya sermaye artırım suretiyle çıkarılacak hisse senetlerinin halka arzı,
- Özelleştirilecek ortaklıkların hisse senetlerinin halka arzı.
- Halka açık bir ortaklığın bölünmesi sonunda yeni ortaklık kurulması,
- Taraflardan birinin halka açık olması halinde birleşme nedeniyle hisse senedi ihracı.

228

## Halka Arz Süreci

**Başlangıç**  
Araç kuruma yetki belgesi verilmesi  
Gerekli ana sözleşme değişikliklerinin yapılması  
Bağımsız SPK denetiminin başlaması

**Hazırlık**  
Araştıma hazırlıkları  
Şirket görüşmeleri ve değerlemesi  
SPK ve İMKB izinlerinin alınması  
Kitapçıkların hazırlanması

**Pazarlama**  
Yurtiçi/yurtdışı tanıtım hazırlığı  
Tanıtım  
Uluslararası talep toplama

**Fiyatlandırma ve tahsisat**  
Fiyat belirlenmesi  
Talep toplanması

**Satış**  
Yatırımcılara dağıtım  
Ödemeler  
İMKB'de işlem gömme

229

## Halka Arz Yöntemleri

- Borsada satış yöntemi
- Talep toplama yöntemi
  - sabit fiyatla talep toplama
  - fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama
- Talep toplamaksızın satış yöntemi

230

## Halka Arzda Maliyetler

- Aracı Kurumlara Ödenen Ücretler
- SPK' ya Ödenen Ücretler
- Finansal Faaliyet Harcı
- İMKB'ye Ödenen Ücretler
- Diğer Maliyet Unsurlar

231

## 18. İŞLETMELERDE BÜYÜME, BİRLEŞME, İKTİSAP VE ŞİRKET KONTROLÜ

232

- Büyüme iç büyüme ve dış büyüme biçiminde olabilir.

### İÇ BÜYÜME:

İşletmenin kendi içinde büyümesidir. İşletmede görülen işlerin genişletilmesi, yoğunlaştırılmasıdır. Önceden görülebilen ve planlanarak uyum sağlanabilen zamana yayılmış bir büyümedir.

### DIŞ BÜYÜME

Dış büyüme, başka bir işletmeyi ele geçirmedir. Bir işletmenin başka bir işletmeyi yutması söz konusudur.

233

Bir işletme ister iç isterse de dış büyüme şeklinde gelişsin belirli büyüme kalıpları içerisinde bulunur.

#### YATAY BÜTÜNLEŞME

- Aynı konuda üretim yapan bir işletmenin bir başka işletmenin denetimini ve mülkiyetini ele geçirmesi ya da ek olanaklar geliştirmesi. Örneğin; otomobil lastiği üreten bir şirketin, otomobil lastiği üreten başka bir şirketi satın alması.
- Aynı dağıtım düzeyinde yer alan satıcıların satış eylemlerinin birleştirilmesi. Örneğin; Bir bölüm perakendeci tüccarın bir araya gelerek ortak bir büyük mağaza zinciri oluşturması.

#### DİKEY BÜTÜNLEŞME

Üretici işletmenin, kullandığı girdilerden herhangi birini kendisine satan bir işletmeyi satın alması ya da kendi ürettiği malı satan bir işletmeyi örgütüne katması durumunda DİKEY BÜTÜNLEŞME gerçekleşmiş olur. Girdi kaynaklarına yönelik olarak gerçekleştirilen genişleme geriye doğru bütünleşme adını alır. İşletmeyi ürettiği malı kullananlara doğru bir adı daha yaklaştıran genişleme ileriye doğru bütünleşme adını alır.

234

### KARMA BÜTÜNLEŞME

Yatay ve dikey bütünleşmenin karması olan bütünleşmeler iki çeşittir:

YANSAL BÜTÜNLEŞME: İlgisiz ürünlerin ya da yan ürünlerin üretimini ya da pazarlamasını gerçekleştirme *yansal* büyümedir.

ÇEŞİTLENDİRİCİ BÜYÜME: İşletmenin ana ürün kuşağı ile ilgili ya da rakip olan ürünlerin eklenmesi ile gerçekleşen büyüme *çeşitlendirici* büyümedir.

235

### İşletmelerde Birleşme

- Devralma Yoluyla Birleşme: Bu yolla birleşme durumunda, devralınan şirketin tüzel kişiliğinin sona ermesine karşılık, devralan şirketin tüzel kişiliği devam eder.
- Yeni Şirket Kurulması Yoluyla Birleşme: Bu yolla sağlanan birleşmelerde ise her iki şirketin tüzel kişiliği sona erer ve yeni bir tüzel kişilik oluşturulur.

236

İşletmelerin çeşitli düzeydeki anlaşma ve birleşmelerini aşağıdaki şekilde inceleyebiliriz.

1. Centilmen anlaşmaları
2. Konsorsiyum
3. Kartel
4. Konsern
5. Tröst
6. Tam birleşme(merger, füzyon)
7. Holding

237

## 1. Centilmen Anlaşmaları

- Belirli bir ya da birkaç konuda anlaşma yapan ve anlaşma koşullarına uymayı karşılıklı söze ve güvene dayalı olarak yüklenen kişilerin yaptıkları anlaşmalardır.
- Hammadde ve satış pazarlarını paylaşmak, fiyat rekabetini ortadan kaldırmak, satış koşulları, üretim, personel gibi konularda işbirliğine gitmek gibi alanlarda uzmanlaşmaya çalışırlar.
- Anlaşmaya uymamanın doğrudan bir yaptırımını olmamakla birlikte anlaşma ile sağlanabilecek pazar egemenliği ve tekeli gücün yitirilme tehlikesi en güçlü yaptırımdır.
- Bu anlaşmalar, yasaların kartel ve benzeri anlaşmaları yasakladığı ya da kamuoyu baskısının yoğun olduğu ülkelerde kullanılmaktadır.
- Anlaşma; yazılı-sözlü, sürekli-geçici olabilir

238

## 2. Konsorsiyum

İki ya da daha çok kuruluşun, hukuksal ve ekonomik bağımsızlıklarını yitirmeksizin belli bir amacı gerçekleştirmek üzere, *geçici olarak* işbirliğine girmeleridir. İşletmeler finansal olanaklarını, teknolojik üstünlüklerini birleştirir ve bir konsorsiyum oluştururlar.

239

## 3. Kartel

*Kartel*, aynı üretim dalındaki girişimlerin rekabeti ortadan kaldırmak ya da azaltmak yoluyla pazarı etki altında bırakmak üzere ve bağımsız hukuksal varlıklarını koruyarak birleşmeleridir.

Kartelin *öğeleri* şöyle özetlenebilir.

1. Birden fazla bağımsız işletmelerin bağımsızlıklarını koruması
2. Aralarındaki rekabeti sınırlandırmayı amaçlamaları
3. Aynı üretim dalındaki işletmelerin yer alması
4. Pazar payının çoğunluğunu sağlayan işletmelerin bir araya gelmesi

Kartelin üyesi olmamakla birlikte kartel üyesiymiş gibi kartelin almış olduğu kararlara aynen uyan işletmelere *gölge girişimler* denir. Ancak kartelin alacağı kararlara karşı çıkabilecek güçteki işletmeler kartelle rekabet edebilir.

240



## 4. Konsern

- Konsernler, bağımsız hukuksal varlıkları olan işletmelerin, ortaklaşa bir ekonomik yönetim altına girmeyi kabul etmeleri ile meydana gelen işletmeler kümeleşmesidir.
- Her işletme adını korumakla birlikte konserne girdikten sonra ekonomik bağımsızlığını kaybeder.
- İşletmelerin bir konsernin altında toplanması çeşitli yollarla gerçekleşir. En çok uygulanan;
  - Eski ve maliyet giderleri düşük işletmeleri satın alıp kapatmak
  - Üretimi en verimli, en başarılı işletmelerde yürütmektir.

241

## 5. Tröst

İki ya da daha çok işletmenin doğrudan tekel kurmak amacı ile hukuksal özerkliklerini yitirerek, kapital ve yönetimlerini birleştirmesi ile oluşur.

*Özellikleri:*

- O zamana kadar ekonomik ve hukuksal bağımsızlıkları olan işletmeler bütünleşir ve ortadan kalkarlar.
- Tekelci fiyat uygularlar.
- Yüksek kârlar sağlarlar.
- Kendi çıkarlarına ters düşen buluşların uygulanmasını engellerler.
- Bu nitelikleri ile tröstler bir çok ülkede yasa dışı olarak tanımlanmıştır.

242

## 6. Tam Birleşme

İki ya da daha fazla işletmenin bir araya gelerek bir tek işletmeyi meydana getirmesidir.

İki yolla oluşur:

1. İşletmeler kaynaklarını ve varlıklarını bir araya getirerek yeni bir büyük işletme oluştururlar.
2. Bir işletme başka bir işletmeyi satın alır ve ana işletme içinde *eritir*.

İşletmeler bu birleşme ile:

- Satış ve reklam giderlerini azaltma
- Ar-ge çalışmalarını ortak yürütebilme
- Genel yönetim giderlerinden artırım sağlama olanağı elde ederler.

Bu tür işletmeler, tekel oluşturabilme özellikleri nedeniyle çeşitli ülkelerde yasalarla engellenir.

243

## 7. Holding

Başka işletmelerin yönetim ve denetimini ele geçirmek amacıyla o şirketlerin oy hakkına sahip pay senetlerini ellerinde bulunduran şirketlere HOLDİNG adı verilir.

Bir holdinge bağlı şirketler iki çeşide ayrılır:

1. Ana şirket: Çok sayıda şirketin oy hakkına sahip pay senetlerinin büyük bir bölümüne sahip olarak, bu şirketlerin yönetim ve denetimlerini ele geçiren şirkettir.
2. Yavru şirket: Ana şirketin denetimi altında bulunan ve hukuksal bağımsızlığını koruyan şirkettir

244

## Birleşmelerde Temel Nedenler

- Sinerji yaratma
- Rekabet avantajı
- Ölçek ekonomisinden yararlanma
- Faaliyet çeşitlendirme
- Yetenekli yönetime sahip olma ve yönetim değişikliği
- Kaynak sağlama kapasitesini genişletme
- Prestij sağlama
- Pay senetlerinin değerini artırma
- Pay senetlerinin fiyat/gelir oranını yükseltme
- Değerli sınai haklara sahip olma
- Vergisel avantajlar
- Kişisel etmenler

245

## İşletmelerde Bölünme

- Bölünme işlemi tam bölünme ve kısmi bölünme olarak iki grupta toplanmaktadır.
- Tam mükellef bir sermaye şirketinin bilançosunda yer alan tüm varlık, borç ve özkaynakların kayıtlı değeriyle iki veya daha fazla tam mükellef şirkete tamamen devredilerek tüzel kişiliğinin sona erdirilmesi TAM BÖLÜNME olarak tanımlanmaktadır.
- Tam mükellefin bir sermaye şirketinin tüzel kişiliğinin sürdürülmesi, ancak bilançosundaki bazı varlıkların kayıtlı değerleriyle başka bir tam mükellef şirkete devredilmesi ise KISMİ BÖLÜNME olarak adlandırılmaktadır.

246

## Şirket Kontrolü

- Birleşme, devralma gibi durumlarda bu gelişme şirket faaliyetlerine özellikle de yönetsel kontrole büyük önem kazandırmaktadır. Şirketlerarası birleşmeler her zaman tarafların karşılıklı anlaşmasıyla, isteğiyle, oluru ile gerçekleşmeyebilir. Hedef firmanın yönetimi birleşmeye karşı olabilir. Ve birleşmenin olmaması için bazı taktiklere başvurabilir. Bu önlem ve taktiklerin başlıcaları şöyle özetlenebilir:

247

- Şirket ana sözleşmesi değiştirilerek birleşme için gerekli toplantı ve karar yeter sayısının yükseltilmesi
- Yönetim kurulunun görev süresinin uzatılmasına, yönetim kurulunun iki veya üç yılda bir seçilmesine veya yönetim kurulu üyelerinin, her yıl ancak bir bölümünün yenilenmesine olanak verecek ana sözleşme yapılması
- Satın almak isteyen firmanın önerilerinin çekici olmadığı, kendilerinin uzun süreli çıkarlarına uygun düşmediği konusunda ortakların inandırılmaya çalışılması,
- Firmanın kar dağıtım oranının yükseltilmesi
- Ortaklar arasında birleşme aleyhine yoğun kampanya açılması
- Hedef şirketin durumunu kötüleştirerek hedef olarak çekiciliğini yitirmesi

248

- Şirketin durumunu çekici olmaktan çıkarıp, satınalma girişimlerine karşı korumak için hedef şirketin alabileceği önlemler:
  - Kredi sözleşmesine konulacak hükümlerle borçların ivedilikle ödenir duruma getirilmesi
  - Firmanın çekici hale getiren varlıkların düşük bedelle satılması
  - Firmanın üst düzey yöneticileriyle, firmanın satın alınması veya birleşme durumunda yüksek tazminat ödenmesi gibi ağır mali yük getiren sözleşmeler yapılması, yöneticilerin yaptıkları sözleşmelerle çalıştıkları firmanın başka bir firma tarafından ele geçirilmesi sonucu işlerine son verildiğinde belirli bir tazminat almaya hak kazanmaları, hedef şirketin satın alınma maliyetinin artırılması ve alıcı firmaların kararlarının olumsuz yönde etkilenmesi
  - Firma hisselerinin belli bir oranı firmayı ele geçirmeye çalışanların eline geçtiğinde yürürlüğe girmek üzere firmaya yük getiren ticari anlaşmalar yapılması
  - Kaynakların getirisinin düşük varlıklara yatırılması

249

## Birleşmelerde Şirket Değerleme

- Şirket değerinin belirlenmesinde birçok yöntem kullanılabilir. Bu yöntemlerden her biri farklı açılardan şirketin değerini belirlemeye yaklaştığından ve her biri ayrı varsayımlara dayandığından kullanıldıkları alanlar ve şirketler farklı olmaktadır. Uygulamada kullanılan yöntemlerin başlıcaları:
  - Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi
  - Hisse Senetlerini Ve Borçları Değerleme
  - İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi

250

## Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi

Düzeltilmiş defter değeri yaklaşımına göre şirketin değeri, şirketten talep hakkı olan yatırımcıların taleplerinin değerinin toplamına eşittir. Bu yaklaşımda şirketin değeri iki yöntemle hesaplanabilir. İlk yöntemde göre, şirketin değeri, şirkete borç verenlerin, imtiyazlı ve adi hisse senedi sahipleri gibi şirkete yatırım yapanların talep haklarının defter değerinin toplamı olarak ifade edilebilir. İkinci yöntemde ise, şirketin değeri, net aktifler toplamından yatırımcıların talepleri dışında kalan diğer yükümlülükleri çıkarılarak bulunur.

251

## Hisse Senetlerini ve Borçları Değerleme

Bu yaklaşımda şirketin değeri, şirketin dolaşımdaki hisse senetlerinin piyasa değerlerinin ve borçların piyasa değerinin toplamı alınarak hesaplanır.

252

## İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntem, şirketin gelecekteki nakit akımlarının belirlenerek bu nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamının bulunmasını ifade etmektedir.