

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ VE
FİNANSAL YÖNETİM**

Mayıs 2018 Sınavına Yönelik

Ders Notları

**BAĞIMSIZ DENETÇİLİK SINAVLARINA
HAZIRLIK**

Soru Dağılım Tablosu

		Ort.	Kas.17	May.17	Kas.16	May.16	Eyl.15	Mar.15	Eyl.14	Mar.14
1	Genel Bilgiler	2	3	3	3	1	1	3	2	3
2	Finansal Tablo Analizi	3	4	3			2	3	1	4
3	Finansal Planlama	1	1			1	1			
4	İşletme Sermayesi Yönetimi	2		2			2			
5	Paranın Zaman Değeri	3	2	4	1	1	4	3	2	3
6	Tahvil Değerlemesi	2	2	0	2	4	2	1	3	5
7	Hisse Senedi Değerlemesi	3	6	1	2	5	2	2	2	2
8	Sermaye Bütçelemesi	4	2	4	6	3	5	3	2	
9	Portföy Yönetimi	3	4	3	1	3	1	0	5	4
10	Sermaye Maliyeti	2	2	2	4	1	4	2	2	2
11	Sermaye Yapısı	2	1	2	2	5	2	3	2	1
12	Finansman Kaynakları	1	1							
13	Temettü Politikası	1		1	2	1	0	2	2	1
14	Firma Değerlemesi	1	1		2	1	1	2	1	1
15	Türev Ürünler	1	1	2	1	1	0	1	1	1
	Finans	27	30	27	26	27	27	25	25	27
16	Kurumsal Yönetim Genel Bilgiler	3	1	1	1	4		3	4	5
17	Spk Kurumsal Yönetim Tebliği	9	7	10	11	9	11	9	11	6
	Kurumsal Yönetim	12	8	11	12	13	11	12	15	11
	Toplam	38	38	38	38	40	38	37	40	38

1. GENEL BİLGİLER

2 SORU

FİNANSAL YÖNETİM, AMAÇ VE İŞLEVLERİ

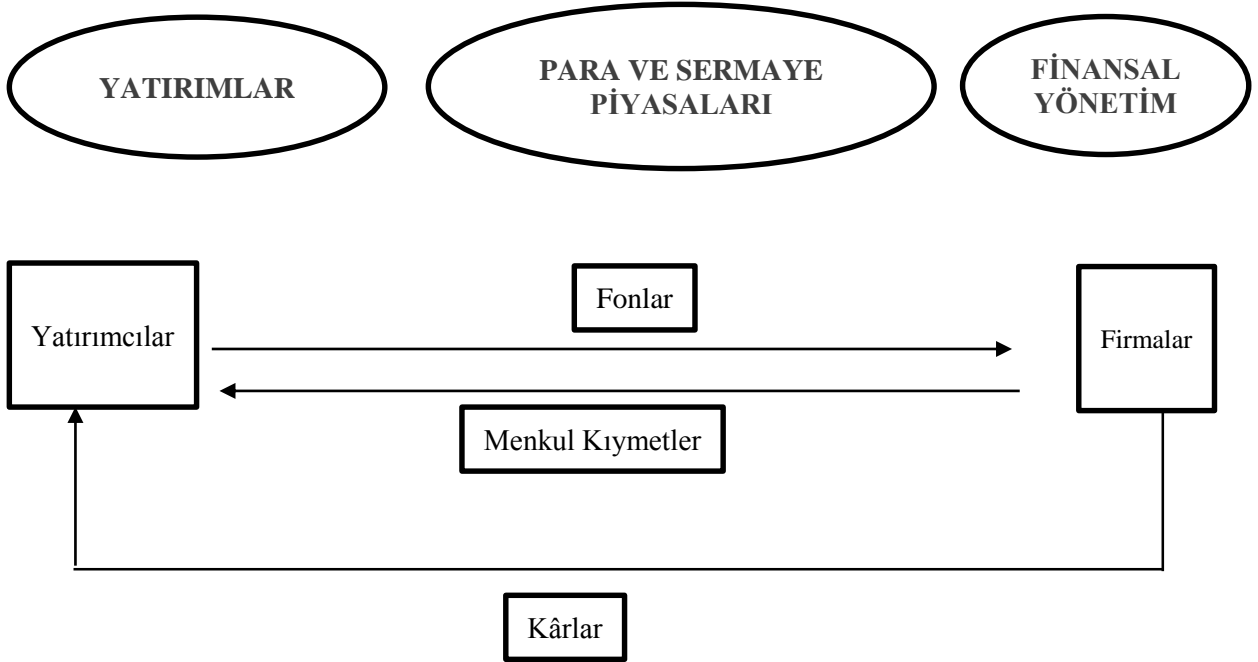
- Finansal yönetim bölümü, bir işletmenin yatırım, finans ve kâr payı kararlarından sorumlu olan birimdir.
- Finansal yönetim bölümünün temel amacı, artık kârı ya da kârlılığını maksimum kılmak değil, **işletmenin piyasa değerini veya işletme hissedarlarının servetini** maksimum kılmaktır.

FİNANSIN TEMEL İLKELERİ

- **KİŞİSEL ÇIKARLARI DÜŞÜNME İLKESİ:** Fedakârlıkların mevcut olmadığı veya arzulanır olmadığı düşünülmemekle birlikte diğer yatırımcılara para vermeyi rasyonel bir davranış olarak düşünmemektedir.
- **RİSKTEN KAÇINMA İLKESİ:** Bütün koşullar aynı iken insanlar daha yüksek getiri ve daha düşük riski tercih etmektedirler. Riske göre seçim yapmak, getiriye göre seçim yapmaktan daha zordur. Riskten kaçınma ilkesi, portföy yönetimi açısından değerlendirildiğinde yatırımcılar, riske karşı davranışlarına göre; riskten kaçınan, riske karşı kayıtsız kalan ve riski seven yatırımcılar olarak sınıflandırılabilir.
- **ÇEŞİTLENDİRME İLKESİ:** Bu ilke riskten kaçınma ilkesinin üzerine kurulmaktadır. Portföy oluşturarak getiriye kontrol altında tutarken, riskin azaltılabileceğini ifade etmektedir.
- **İKİ TARAFLI MUAMELELER İLKESİ:** Bu ilkeye göre her finansal işlemde en az iki tarafın olduğuna dikkat çekilmektedir. Hisse senedini satanın yaptığı analize karşılık; alanın da yaptığı benzer analizlerin bulunduğunu gösterir.
- **ARTAN YARARLAR İLKESİ:** Bu ilke ile, finansal karar verilirken bunun yaratacağı faydalarla birlikte neden olacağı kayıpların da dikkate alınması gerektiğini ifade eder.
- **İŞARET VERME İLKESİ:** Bu ilke, finansal bazı kararların ileride özellikle yönetim bekleyişindeki değişmelerin işareti olarak algılanabileceğini, çoğu zaman fiili durum ile beklentilerin farklılaşabileceğini ifade etmektedir. Verilen ve alınan bu kararlar doğrultusunda, kararlar verileceğini göstermektedir.
- **SERMAYE PİYASASININ ETKİNLİĞİ İLKESİ:** Bu ilkeye göre sermaye piyasası temelde etkindir. Sermaye piyasalarında düzenli olarak alınan satılan finansal varlıkların pazar fiyatlarının bütün bilgilerini içerdiği kabul edilmektedir. Etkin bir piyasada her varlığın fiyatı her yerde aynı olup arbitraj imkânı yoktur.
- **RİSK-GETİRİ DEĞİŞ TOKUŞU İLKESİ:** Bu ilke temelinde, eğer yatırımcı daha yüksek getiri sağlamak istiyorsa daha fazla kötü sonuçla karşılaşma riskine de katlanmak zorundadır.
- **DEĞERLİ FİKİRLER İLKESİ:** Bu ilk aşırı getirilerin yeni fikirler ile sağlanabileceğini belirtmektedir. Yeni buluşlar, patent, hak, telif, marka yaratma firmanın hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyecektir.
- **OPSİYONLAR DEĞERLİDİR İLKESİ:** Opsiyonda taraflardan biri için zorunluluk söz konusu iken diğeri için serbestlik bulunmaktadır. Firmanın sermaye piyasalarında opsiyon hakkının bulunması firma için olumlu bir durum olup pozitif değer yaratma potansiyeline sahiptir.
- **DAVRANIŞ İLKESİ:** Genellikle insanların çoğunluğunun yaptığını yapma eğiliminde oldukları görülmektedir. Bu ilke eğer yeterli veriler yok ise diğer kişilerin ne yaptığını bakılması bir başka ifade ile izlenmesi gerektiğini söylemektedir.
- **PARANIN ZAMAN DEĞERİ İLKESİ:** Bu ilke paranın bir zaman değerine sahip olduğunu, enflasyon 0 olsa dahi paranın zaman değerinin var olacağını belirtmektedir. Bu da genellikle talebin geciktirilmesinin ya da ihtiyacın ertelenmesinin bedeli olarak yani faiz olarak ifade edilmektedir.

- Finansal yönetimin günümüzde geçerli olan temel politikaları:
 - Finanslama Politikası
 - Yatırım Politikası
 - Temettü Politikası
- **FİNANSLAMA POLİTİKASI**; firmanın kaynaklarının yapısı ne olmalıdır ki firmanın değeri maksimum olsun konusu üzerinde durmaktadır.
- **YATIRIM POLİTİKASINDA** ise: firmanın kaynakları hangi varlıklara, hangi şartlarda yatırılmalıdır ki firmanın değeri maksimum olsun sorusuna yanıt aranmaktadır.
- **TEMETTÜ POLİTİKASI** ile de; firma nasıl bir temettü politikası izlemelidir ki izlediği bu politika ile firma değeri maksimum olsun konusu üzerinde durulmaktadır.

PIYASALAR, YATIRIMLAR VE FİNANSAL YÖNETİM ARASINDAKİ İLİŞKİLER



Farklılık Unsuru	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Vade	Kısa vadeli fon arz ve talebi	Uzun vadeli fon arz ve talebi
Fonksiyon	Geçici nitelikteki likidite sıkıntısının giderilmesi(işletme sermayesinin finansmanı)	Uzun süreli fon ihtiyacının giderilmesi (Sabit varlık ve net işletme sermayesinin finanslanması)
Fon kaynağı	Devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz mevduatlar	Devamlılık gösteren tasarruflar

Farklılık unsuru	Para piyasası	Sermaye piyasası
Finansal araçlar	Nakit, çek, mevduat hesabı, mevduat sertifikası ve vadesi 1 yıldan az olan diğer finansal araçlardır.	Ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetler (Hisse senedi ve tahvil) ve diğer araçlardır.
Faiz ve risk	Risk ve getiri oranı düşük	Risk ve getiri oranı yüksek
Ekonomik olayların yansımaları	Hızlı	Uzun vadede kendini uyarılama imkanı olacağından yavaş
İşlem gerçekleştiren kurumlar	Bankalar	Aracı kurumlar

ALIM SATIMA KONU OLAN EKONOMİK DEĞERE GÖRE PİYASALAR

- **Reel Piyasalar:** Mal ve hizmet arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır.
- **Finansal Piyasalar:** Fonları talep edenlerin fon akımlarını sağlayan araç ve gereçlerin karşılaştığı piyasalardır.

FON ARZ VE TALEP SÜRESİNE GÖRE PİYASALAR

- **Para Piyasaları:** Bir yıla kadar süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır.
- **Sermaye Piyasaları:** Bir yıldan daha uzun süreli orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalardır.

PİYASANIN ÖRGÜTLENME BİÇİMİNE GÖRE PİYASALAR

- **Örgütlenmiş Piyasalar:** Fonların el değiştirdiği finansal varlık alım satımlarının yapıldığı kapalı bir mekanın bulunduğu belirli ilke ve kurallara bağlı olarak işlemlerin yapıldığı piyasalardır.
- **Örgütlenmemiş Piyasalar:** Fonların el değiştireceği ya da finansal varlık alım ve satımının yapılacağı belirli bir mekanın bulunmaması durumunda oluşan piyasalardır.

PİYASADA İŞLEM GÖREN FİNANSAL VARLIĞIN İŞLEM DURUMUNA GÖRE

- **Birincil Piyasa:** Özel yada kamu kurumlarının fon sağlamak amacıyla menkul kıymetlerini ilk kez ihraç ettikleri ve fon arz edenlerle karşılaştıkları piyasadır. Menkul kıymetler ilk defa bu piyasalarda alınıp satılarak işlem görür.
- **İkincil Piyasa:** Daha önce işlem görmüş finansal varlıkların tekrar işlem gördükleri piyasalardır. İkincil piyasaların en önemli kurumları menkul kıymetler borsaları ve finansal aracı kuruluşlardır.
- **Üçüncül Piyasa:** Borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerin borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır.
- **Dördüncül Piyasalar:** Menkul kıymetlerin aracısız alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır.

PİYASADA İŞLEM GÖREN FİNANSAL VARLIĞIN İŞLEM DURUMUNA GÖRE

- **Birincil Piyasa:** Özel yada kamu kurumlarının fon sağlamak amacıyla menkul kıymetlerini ilk kez ihraç ettikleri ve fon arz edenlerle karşılaştıkları piyasadır. Menkul kıymetler ilk defa bu piyasalarda alınıp satılarak işlem görür.
- **İkincil Piyasa:** Daha önce işlem görmüş finansal varlıkların tekrar işlem gördükleri piyasalardır. İkincil piyasaların en önemli kurumları menkul kıymetler borsaları ve finansal aracı kuruluşlardır.
- **Üçüncül Piyasa:** Borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerin borsa dışında alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır.
- **Dördüncül Piyasalar:** Menkul kıymetlerin aracısız alınıp satılmasıyla oluşan piyasadır.

PİYASANIN BULUNDUĞU BÖLGEYE GÖRE

- **Ulusal Piyasalar:** Finansal piyasaların alım ve satımında belirli bir bölgeyle sınırlı olmaması tüm ülkeyi kapsamaması durumunda oluşan piyasadır.
- **Uluslararası Piyasalar:** Bir ülkede değil başka ülkelerde çıkartılmış menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı piyasalardır.
- **Yöresel Piyasalar:** Yalnızca belirli bir yöreye ait menkul kıymetlerin alım ve satımının yapıldığı piyasalardır.

PİYASADA İŞLEM GÖREN FİNANSAL VARLIKLARIN TÜRÜNE GÖRE

- Hisse senedi piyasaları
- Tahvil piyasaları
- Türev ürün piyasaları

YABANCI TAHVİL-EURO TAHVİL FARKI

YABANCI TAHVİL: Yabancı bir piyasada satılmak üzere, satışı yapılacak ülkenin para birimi cinsinden ihraç edilen tahvillerdir. Yabancı tahviller, hükümetler, hükümet kurumları ve şirketler tarafından yabancı bir para birimi cinsinden ihraç edilir. Örneğin; bir Alman şirketinin \$ cinsinden ihraç ettiği tahvili ABD piyasasında satışa sunması yabancı tahvil ihracıdır. Yabancı tahviller ihraç edildikleri ülkelere göre değişik isimlerle de anılır. Örneğin, ABD piyasasında ihraç edilenler Yakee Tahvilleri, İngiliz piyasasında ihraç edilenler Bulldog Tahvilleri gibi...

EURO TAHVİL: Düzenlenmiş olduğu para biriminin resmi para olarak kullanıldığı ülkeler dışına ihraç edilen tahviller Euro tahvildir. Örneğin, TCMB'nin \$ cinsinden ihraç ettiği tahvillerin Almanya, İngiltere, Fransa ve Japonya'da satışa sunulması Euro tahvil ihracıdır.

FİNANSAL YÖNETİMİN FONKSİYONLARI

1. Finansal Analiz
2. Finansal Planlama ve Denetim
3. Fonların Sağlanması
4. Fonların Yatırımı
5. Özel Finansal Sorunların Çözümü

1-Finansal Analiz

Finansal analiz, işletmenin finansal tablolarından yararlanarak, mevcut durumunun değerlendirilmesi ve geleceğe ilişkin tahminlerin yapılmasıdır.

2-Finansal Planlama ve Denetim

- Finansal planlama, işletmenin faaliyeti sırasında ortaya çıkacak her türlü fon giriş ve çıkışının önceden planlanmasıdır.
- Finansal denetim, finansal planlama ile uygulamaların karşılaştırılması ve sapma varsa düzeltici önlemlerin alınmasıdır.
- Uzun süreli finansman gereksiniminin tahmininde kullanılan teknikler
 - Proforma bilanço düzenlenmesi
 - Satışların yüzdesi yöntemi
 - Oranlar yöntemi
 - Regresyon korelasyon yöntemi
 - Proforma fon akım tablosu düzenlenmesi
- Kısa süreli finansman gereksiniminin tahmininde kullanılan teknikler
 - Nakit bütçesi düzenlenmesi

3-Fonların Sağlanması

İşletmenin ihtiyaç duyduğu fonların, zamanında ve en uygun koşullarla sağlanmasıdır.

Ülkemizde çoğu küçük ve orta büyüklükteki işletme yeterli ve zamanında fon bulamadıkları için kapanmak durumunda kalmaktadır.

4-Fonların Yatırımı

İşletmedeki fonların, beklenen gelir ve risk göz önünde bulundurularak ve işletme amaçlarına en uygun şekilde; menkul kıymetlere, alacaklara, stoklara veya duran varlıklara yatırılmasıdır.

5-Özel Finansal Sorunların Çözümü

Şirket birleşmeleri ve satın almaları sadece dünyada değil ülkemizin gündeminde de ağırlığını artırmaktadır. Şirket birleşme ve satın alma faaliyetleriyle ilgili teknik konular (firmanın piyasa değerinin belirlenmesi, marka değerinin tespit edilmesi gibi) finans yöneticisinin sorumluluğu altındadır.

İŞLETMELERDE VEKALET SORUNU (ACENTA SORUNU)

- Vekalet sorunu, işletme yöneticileri ile işletmenin ortakları arasında ortaya çıkan çıkar (menfaat) çatışmasıdır.
- Ortaklar adına karar alan yöneticilerin, kararlarında ortakların menfaatini gözetmemesi vekalet sorununa yol açar.
- İşletmelerde vekalet sorununun yol açabileceği olumsuzlukları azaltmak veya ortadan kaldırmak için bir takım önlemler alınmakta ve bu önlemlerin uygulanmasında maliyetlere katlanılmaktadır. (iç denetim maliyetleri, bağımsız dış denetim maliyetleri gibi...)
- Vekalet sorununu çözmek için aşağıdaki yollara başvurulabilir.
 1. Yöneticilere Teşvik Verilmesi
 2. Yönetim Kurulunun Başarısız Yöneticiyi Görevden Alması
 3. Özel Takip
 4. Yasal Müeyyide ve Yaptırımlar

SORULAR

Piyasaların genel nitelikleri incelendiğinde yüksek likiditeye sahip ve riskin düşük olduğu finansal araçlara yatırım yapmak isteyen bir kişinin aşağıdaki alt piyasalardan hangisinde yatırım yapması beklenir? Kasım 2017

- A) Para piyasası
B) Sermaye piyasası
C) Hisse senedi piyasası
D) Tahvil piyasası
E) Kredi riski swapı piyasası (CDS piyasası)

Finansal piyasalarla ilgili aşağıdaki bilgilerden hangisi yanlıştır? Kasım 2017

- A) Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar para piyasasıdır.
B) Bir Türk şirketinin ABD’de ABD doları üzerinden ihraç ettiği tahviller Euro tahvildir.
C) Uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar sermaye piyasasıdır.
D) Daha önce piyasaya sunulmuş olan menkul kıymetlerin el değiştirmesi ikincil piyasa işlemidir.
E) Tahviller genellikle teminatsız olarak ihraç edilirler.

Yöneticilerin her zaman hissedarların amaçları doğrultusunda olmayan ve kendi bireysel çıkarlarını tatmin etmeye yönelik stratejileri benimseyebileceğini belirten teori aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2017

- A) Asimetrik bilgi teorisi
B) Vekalet teorisi
C) Eldeki kuş teorisi
D) Hakim ortak teorisi
E) Kümeleme teorisi

İşletmeler için finansal amaçlar, parasal olan ve parasal olmayan olarak iki gruba ayrıldığında, aşağıdakilerden hangisi parasal olmayan amaçlar arasında gösterilebilir? Mayıs 2017

- A) Toplam gelirlerin büyüme oranının maksimum kılınması
B) Belirli bir satış düzeyine ulaşılması
C) Pay başına nakit akımının maksimum kılınması
D) Ödemelerin vadelerine uygun olarak yerine getirilmesi
E) Belirli finansman kurallarına uyulması

Aşağıdakilerden hangisi finansal yönetimin temel ilkelerinden biri değildir? Mayıs 2017

- A) Riskten kaçınma ilkesi
B) Belirlilik ilkesi
C) İşaret verme ilkesi
D) Değerli fikirler ilkesi
E) Davranış ilkesi

Nakit ve yatırım bütçelerinin hazırlanması finans yöneticisinin aşağıda belirtilen görevlerinden hangisine girmektedir? Mayıs 2017

- A) Finansal analiz ve denetim
B) Varlıkların yönetimi
C) Fon sağlanması
D) İşletmenin karşılaştığı özel sorunların çözülmesi
E) Finansal planlama

Günümüzde bir işletme yöneticisinin birincil amacı aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2016

- A) Kâr maksimizasyonu
B) Tüketici memnuniyeti
C) Fon temini
D) İşletme değerinin maksimizasyonu
E) Fiyat-kazanç oranının yükseltilmesi

Aşağıdakilerden hangisi finansal yönetim anlayışı üzerinde etkili olan gelişmeler arasında sayılamaz? Kasım 2016

- A) Bilgisayar ve teknoloji alanındaki gelişmeler
- B) Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin artması
- C) Araştırma geliştirme giderlerinin artması
- D) İşletme birleşme ve satın almalarının artması
- E) Kur ve enflasyon riskinin giderek azalması

Şirket sahipliği ile profesyonel şirket yöneticiliğinin birbirinden ayrışması ve bu iki grup arasındaki çıkar çatışmasını ifade eden kavram aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2016

- A) Vekâlet problemi
- B) Ahlaki riziko
- C) Bilgi asimetrisi
- D) Ters seçim
- E) Beklenti açığı

Aşağıdakilerden hangisi sermaye piyasası araçlarından değildir? Mayıs 2016

- A) Mevduat sertifikası
- B) Özel sektör tahvili
- C) Varlığa dayalı menkul kıymet
- D) Adi hisse senedi
- E) İmtiyazlı hisse senedi

Aşağıdakilerden hangisi finansal yönetim bölümü tarafından yerine getirilen faaliyetlerden biri değildir? Eylül 2015

- A) Kredili satışların düzenlenmesi
- B) İşletmenin iş gücü ihtiyacının planlanması
- C) İşletmedeki fazla nakdin değerlendirilmesi
- D) Kâr payı dağıtım oranı ve şeklinin belirlenmesi
- E) Stok bulundurma ve sipariş maliyetlerine göre stok ve sipariş miktarlarının belirlenmesi

İşletmelerde vekâlet sorununun ortaya çıkmasının nedenini aşağıdakilerden hangisi en doğru şekilde ifade eder? Mart 2015

- A) Yöneticilerin, hissedarların yerine kendi çıkarlarını ön planda tutması
- B) Yöneticilerin performanslarına göre prim almaları
- C) Hissedarların yönetimi profesyonel yöneticilere bırakması
- D) Yöneticilerin yüksek ücretle çalışmaları
- E) Başarısız yöneticilerin görevden alınmaları

Aşağıdakilerden hangisi finansal yönetimin ana fonksiyonlarından biri değildir? Mart 2015

- A) İşletmenin mali tablolarını analiz ederek mevcut finansal durumunun değerlendirilmesi
- B) Gelecek dönemlere ilişkin nakit giriş-çıkışları- nın planlanması
- C) Finansal planlar ile gerçekleşen sonuçların karşılaştırılması
- D) İşletmenin varlıklarını finanse etmek için gerekli fon ihtiyacının belirlenmesi ve tedarik edilmesi
- E) Sağlanan fonların işletmede nakit olarak muhafaza edilmesi

Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalara ne ad verilir? Mart 2015

- A) Organize Olmayan Piyasalar
- B) Mal Piyasaları
- C) Para Piyasaları
- D) Organize Piyasalar
- E) Sermaye Piyasaları

2. FİNANSAL TABLO ANALİZİ**3 SORU****Bilançonun Yapısı****Aktif****Pasif****□ DÖNEN VARLIKLAR**

- A. Hazır Değerler
- B. Menkul Kıymetler
- C. Ticari Alacaklar
- D. Diğer Alacaklar
- E. Stoklar
- F. Yıllara Yaygın İnş. ve Onarım Maliyetleri
- G. Gelecek Aylara Ait Gid. ve Gelir Tahak.
- H. Diğer Dönen Varlıklar

□ DURAN VARLIKLAR

- A. Ticari Alacaklar
- B. Diğer Alacaklar
- C. Mali Duran Varlıklar
- D. Maddi Duran Varlıklar
- E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar
- F. Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar
- G. Gelecek Yıllara ait Gid. ve Gelir Tah.
- H. Diğer Duran Varlıklar

□ KISA VADELİ YABANCI KAYNAKLAR

- A. Mali Borçlar
- B. Ticari Borçlar
- C. Diğer Borçlar
- D. Alınan Avanslar
- E. Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler
- F. Borç ve Gider Karşılıkları
- G. GeL. Ay. Ait Gelir. ve Gider Tahakkukları
- H. Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

□ UZUN VADELİ YABANCI KAYNAKLAR

- A. Mali Borçlar
- B. Ticari Borçlar
- C. Diğer Borçlar.
- D. Alınan Avanslar
- E. Borç ve Gider Karşılıkları
- F. Gelecek Yıl. Ait Gelirler ve Giderler
- G. Diğer Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

□ ÖZ KAYNAKLAR

- A. Ödenmiş Sermaye
- B. Sermaye yedekleri
- C. Kar Yedekleri
- D. Geçmiş Yıllar Karları
- E. Geçmiş Yıllar Zararları (-)
- F. Dönem Net Karı (Zararı)

Gelir Tablosu**A. BRÜT SATIŞLAR****B. SATIŞ İNDİRİMLERİ (-)****C. NET SATIŞLAR****D. SATIŞLARIN MALİYETİ (-)**

BRÜT SATIŞ KÂRI VEYA ZARARI

E. FAALİYET GİDERLERİ (-)

FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI

F. DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GELİR VE KÂRLAR**G. DİĞER FAALİYETLERDEN OLAĞAN GİDER VE ZARARLAR (-)****H. FİNANSMAN GİDERLERİ (-)**

OLAĞAN KÂR VEYA ZARARI

I. OLAĞANDIŞI GELİR VE KÂRLAR**J. OLAĞANDIŞI GİDER VE ZARAR (-)**

DÖNEM KÂRI VEYA ZARARI

K. DÖNEM KÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER KARŞILIĞI (-)

DÖNEM NET KÂRI VEYA ZARARI

FİNANSAL ANALİZ ÇEŞİTLERİ

- **Analizi Yapan Kişiye Göre**
 - Dış Analiz
 - İç Analiz
- **Kapsamına Göre**
 - Statik Analiz
 - Dinamik Analiz
- **Amacına Göre**
 - Yönetim Amaçlı
 - Yatırım Amaçlı
 - Kredi Amaçlı

FİNANSAL ANALİZ SONUÇLARININ YORUMU

- **Genel Ekonomik Durum**
 - Ekonomide Meydana Gelen Dalgalanmalar
 - Enflasyonist Koşullar
- **Sektördeki Durum**
- **İşletmenin Özelliği**
 - Tarihi Veriler
 - Bütçe Verileri
 - Hedefler vs.

FİNANSAL ANALİZİN AMAÇLARI

- İşletmelerin finansal politikalarının değerlendirilmesi ve işletme kararları için temel oluşturulması
- Potansiyel büyüme ve gelişme olanaklarının tespit edilmesi
- İşletmenin ihtiyacı olan kaynakların temini
- Kredi veren kurumlar için işletmelerin finansal yeterliliğinin ölçülmesi

FİNANSAL TABLO ANALİZ TEKNİKLERİ

1. Karşılaştırmalı Tablolar Analizi (Yatay Analiz)
2. Yüzde Yöntemi İle Analiz (Dikey Analiz)
3. Eğilim Yüzdeleri Yöntemi İle Analiz (Trend Analizi)
4. Oran Yöntemi İle Analiz (Rasyo Analizi)

KARŞILAŞTIRMALI TABLOLAR ANALİZİ (YATAY ANALİZ)

Finansal tabloların iki farklı dönem veya tarihteki verileri karşılaştırılarak, bu verilerin tutar ve yüzde olarak ne yönde değiştiği belirlenir. Bu analiz tekniğine yatay analiz de denilmektedir.

Bilanço Kalemleri	Yıllar			Değişim Tutarı	Değişim Yüzdeleri	Değişim Tutarı	Değişim Yüzdeleri
	2014	2015	2016				
AKTİF							
Dönen Varlıklar	400	800	600	400	100	-200	-25
Duran Varlıklar	600	300	800	-300	-50	500	166,67
Aktif Toplam	1.000	1.100	1.400	100	10	300	27,27

YÜZDE YÖNTEMIYİLE ANALİZ (DİKEY ANALİZ)

Aynı finansal tablolun aynı dönemine ilişkin verilerin kendi aralarında oranlanması şeklinde uygulanan bir tekniktir. Finansal tablolarda yer alan veriler, kapsamında bulunduğu grubun toplam tutarına oranlanmaktadır.

Gelir tablosunun dikey analizinde ilgili kalemler Net Satışlar'a oranlanır.

Bilanço Kalemleri	Yıllar			Grup toplamına göre		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
AKTİF						
Dönen Varlıklar	400	800	600	%40	%73	%43
Duran Varlıklar	600	300	800	%60	%27	%57
Aktif Toplam	1.000	1.100	1.400	%100	%100	%100

EĞİLİM YÜZDELERİ YÖNTEMİYLE ANALİZ (TREND ANALİZİ)

İşletmenin geçmiş dönemlere ait finansal tablo verilerinden hareketle, işletmenin geleceğine ilişkin finansal nitelikte tahminler yapmak için kullanılmaktadır.

En az 5 yıllık finansal tablo verilerinin olması gerekmektedir.

Bu teknik uygulanırken, analiz kapsamındaki bütün yıllara ilişkin hesap tutarları, seçilmiş bir yıldaki (baz yıl) aynı hesabın tutarına oranlanmaktadır.

Bilanço Kalemleri	Yıllar			Eğilim Yüzdeleri		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
AKTİF						
Dönen Varlıklar	400	800	600	% 100	% 200	% 150
Duran Varlıklar	600	300	800	% 100	% 50	% 133
Aktif Toplam	1.000	1.100	1.400	% 100	% 110	% 140

TREND ANALİZİNDE YORUMLANMASI GEREKEN KALEMLER ARASI İLİŞKİLERE ÖRNEKLER

- Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
- Maddi Duran Varlıklar – Net Satışlar
- Yabancı Kaynaklar – Öz Kaynaklar
- Stoklar – Net Satışlar
- Ticari Alacaklar – Net Satışlar
- Dönen Varlıklar – Net Satışlar
- Net Satışlar – Brüt Satış Kârı

ORAN YÖNTEMİYLE ANALİZ

1. Likidite Oranları
2. Faaliyet Oranları
3. Finansal (Mali) Yapı Oranları
4. Karlılık Oranları
5. Borsa Performans Oranları

1. LİKİDİTE ORANLARI

İşletmenin kısa vadeli borç ödeyebilme gücünü ölçmek için geliştirilmiş oranlardır.

Cari Oran

İşletmenin kısa vadeli borç ödeyebilme gücünü ölçer.

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

Cari oranın genel olarak **1,5 - 2** olması yeterli kabul edilir.

Asit Test Oranı (Likidite Oranı)

İşletme satışlarının bir an için tamamen durması veya önemli derecede yavaşlaması halinde işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünün ne olacağı düşüncesi likidite oranının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Oran şöyle formülle elde edilir:

$$\frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Likidite oranının **genelde 1 olması** yeterli kabul edilmektedir.

Nakit Oranı

Nakit oranı cari oran ve likidite (asit - test) oranına göre daha duyarlıdır.

Satışların durması ve alacakların tahsil edilmemesi durumunda, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü yansıtır.

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

yada

$$\frac{\text{Dönen Varlıklar} - (\text{Stoklar} + \text{Alacaklar})}{(\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar})}$$

Bu oranın 0,20 olması yeterli kabul edilir.

Stok Bağımlılık Oranı

$$\frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar} - (\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler})}{\text{Stoklar}}$$

Asit test oranını birden küçük olması durumunda; borçların geri ödenmesinde işletmenin stoklara olan bağımlılığının ölçümünde kullanılan bir orandır.

İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemede hazır değerler ve diğer süratle paraya çevrilebilir varlıkların dışında, stokların % kaçının satılması gerektiğini gösterir. Yani kısa vadeli borçların ödenmesinde ne derece stoklara bağımlı olduğunu gösterir.

Stok bağımlılık oranı büyüdükçe, işletmenin stoklara olan bağımlılığı artacaktır.

Bu nedenle kar marjlarını düşürmek, pazarlama etkinliğini artırmak gibi önlemlerle; satışları artırmak veya stok devir hızını artırmak yoluyla kısa vadeli borçları ödeyebilme yeterliliğine katkı sağlanabilir.

Faiz Giderlerini Karşılama Oranı(Faiz Vergi Önceki Kar (FVÖK))

Faiz Giderleri

Bu oran yükseldikçe, işletmenin faiz giderlerini karşılayamama riski azalır. Bu durum karlı bir şekilde çalışıldığını ve uygun koşullarda borçlanıldığını gösterir. Bu oranın 1'den düşük olması, işletmenin faiz ödemeleri bakımından bir sorunla karşılaşabileceği şeklinde yorumlanır.

Sabit Yükümlülükleri Karşılama Oranı

$$\frac{\text{FVÖK}}{\text{Faiz Giderleri + Anapara Ödemeleri + Diğer Sabit Ödemeler}}$$

İşletmenin; faiz, anapara, sigorta giderleri gibi ödemeleri yapmaya yetebilecek bir karlılığa sahip olup olmadığını gösterir. Oranın büyük olması sabit yükümlülükleri karşılama gücünün yüksek olduğunu gösterir.

2. FİNANSAL (MALİ) YAPI ORANLARI

İşletmenin kaynak yapısının, kaynaklardan yararlanma derecesinin, öz kaynağının yeterli olup olmadığını, kaynak yapısı içerisinde borç ve özkaynağın dengesi ve özkaynak olarak yaratılan fonların ne tür dönen varlık ya da duran varlıklara kullanıldığının ölçülmesinde kullanılan oranlardır.

Kaldıraç OranıYabancı Kaynaklar Toplamı

Pasif Toplamı

İşletmenin varlıklarının finansmanında ne ölçüde yabancı kaynak kullanıldığını gösteren orandır. %50'nin üzerine çıkması işletmenin borç baskısı altına girmesine neden olur. Arzu edilen bir durum değildir.

Güçlü bir sermaye yapısı için öz kaynakların ağırlığı fazla, en azından yabancı kaynaklara eşit olmalıdır.

Özkaynak OranıÖz Kaynaklar

Pasif Toplamı

Varlıkların ne kadarının öz kaynaklar tarafından karşılandığını gösterir. Oranın en az 0,50 olması istenir.

Sermaye Çarpanı OranıAktif Toplamı

Ödenmiş Sermaye

Toplam aktiflerin ne oranda özkaynaklarla finanse edildiğini, bir başka ifade ile toplam aktiflerin öz kaynakların kaç katı kadar olduğunu gösterir.

Bu oranın azalması şeklinde bir değişim işletmenin özkaynak ağırlıklı bir finansman modeline doğru kaydığını, artması şeklinde bir değişim ise işletmenin borç ağırlıklı bir finansman modeline kaydığını gösterir.

Ödenmiş Sermaye/Öz Kaynaklar Oranı

Özellikle sermaye şirketlerinde oranın yüksekliği, özsermayenin esas itibariyle ödenmiş sermaye artışı yolu ile sağlandığını, şirket karlarının büyük bir bölümünün dağıtıldığını veya uzun süreli olarak karlılık oranının düşük olduğunu gösterir.

Buna karşılık oranın düşük olması, şirketin oto finansmana ağırlık verdiğini, elde ettiği karların önemli bir bölümünü dağıtmayarak özsermaye artışı yoluna gittiğini gösterir.

Söz konusu oran değerlendirilirken, incelenen firmanın yeniden değerlendirme yapıp yapmadığı, değer artış fonunu ödenmemiş sermayeye ekleyip eklemediği de dikkate alınmalıdır.

3. FAALİYET ORANLARI (DEVİR HIZLARI)

İşletmenin çalışma durumunun analizinde, işletme faaliyetlerinde kullanılan varlıkların etkili bir biçimde kullanılıp kullanılmadığı ölçülmektedir.

Varlıkların kullanılmaları sırasındaki etkinlik derecesini gösteren bu oranlara; faaliyet oranları, verimlilik oranları veya devir hızı oranları denilmektedir.

Stok Devir Hızı

Stokların kaç katı kadar satış yapıldığını gösterir. Satışlar satışların maliyeti cinsinden ifade ediliyorsa, stok devir hızı oranının, satışların maliyetine göre hesaplanması daha doğru bir yaklaşımdır. Satışların maliyeti bilgisine ulaşılmıyorsa, net satışlara göre hesaplama yapılır.

Satışların Maliyeti (Net Satışlar)

Ortalama Stok

Ortalama Stok= (Dönem Başı Stok + Dönem Sonu Stok)/2

Ortalama Stokta Kalma Süresi

Stokların bir yılda kaç günde bir yenilendiğini gösteren orandır.

$$\frac{360}{\text{Stok Devir Hızı}}$$

Alacak Devir Hızı

Net Satışlar (Kredili Satışlar)

Ortalama Ticari Alacaklar

Alacakların bir yılda kaç defa tahsil edildiğini gösterir. Bir yılda alacakların kaç katı kadar satış yapıldığını gösterir.

Ortalama Tahsilat Süresi

$$\frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

Alacakların bir yılda kaç günde bir tahsil edildiğini gösterir.

Borç Devir Hızı

$$\frac{\text{Net Alışlar (Kredili Alışlar)}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

Bir dönem içinde borçların kaç katı kadar alış yapıldığını gösterir.

Ortalama Borç Ödeme Süresi

$$\frac{360}{\text{Borç Devir Hızı}}$$

İşletmenin borçlarını kaç günde bir ödediğini göstermektedir.

Ortalama Etkinlik Süresi (Faaliyet Dönüş Süresi)

$$=$$
Ortalama Stokta Kalma Süresi + Ortalama Tahsilat Süresi

Faaliyet döneminin artması nakdin, nakdi olmayan aktif değerlere daha uzun bir süre bağlanması, yani alacak ve stoklara yatırım yapılması, önemli bir finansal yük altına girilmesi anlamına gelir ve arzu edilmeyen bir durumdur.

Firmalar faaliyet dönemlerini makul bir süreye indirmek için politikalar geliştirmelidir.

Nakit dönüşüm süresi

$$=$$
Ortalama Stokta Kalma Süresi + Ortalama Tahsilat Süresi - Ortalama Borç Ödeme Süresi

Faaliyet döneminden kredili alımlarda kredi süresi düşülürse firmadaki nakit dönüşüm süresi hesaplanmış olur. Firmada nakit dönüşüm süresi de firmanın nakit ihtiyacını belirlemede önemli bir etkidir. Firma nakit dönüşüm süresini minimize edece politikalar geliştirmek zorundadır.

Aktif Devir Hızı

Aktiflerin kaç katı kadar satış gerçekleştirildiğini gösterir.

Artıkça işletmenin etkinliği artar.

$$\frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$
4. KARLILIK ORANLARI

- Satışlar Üzerinden Karlılık Oranları
 - Brüt Kar Marjı
 - Faaliyet Kar Marjı
 - Net Kar Marjı
- Yatırımların Karlılık Oranları
 - Öz Kaynak Karlılığı
 - Aktif Karlılığı

Satışlar Üzerinden Karlılık Oranları

- **Brüt kar marjı:** İşletmenin satış konusundaki karlılığını gösterir.

$$\frac{\text{Brüt satış karı}}{\text{Net satışlar}}$$

- **Faaliyet kar marjı (İş hacmi rantabilitesi):** İşletmenin ana faaliyet konusundaki karlılığını gösterir.

$$\frac{\text{Faaliyet karı}}{\text{Net satışlar}}$$

- **Net kar marjı:** Satış hasılatının % kaçının işletme sahiplerine kaldığını gösterir.

$$\frac{\text{Dönem net karı}}{\text{Net satışlar}}$$
Yatırımların Karlılık Oranları

- **Özkaynak Karlılığı Oranı (Mali Rantabilite)**

$$\frac{\text{Dönem net karı}}{\text{Özkaynaklar}}$$

- **Aktif Karlılığı Oranı**

$$\frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Aktif Toplamı}}$$
5. BORSA PERFORMANS ORANLARI**Fiyat/Kazanç Oranı:**

Bir payın kazancının kaç katına satıldığını gösterir.

Bu oranın yüksekliği pay başına karlar düşükken bile payın piyasa fiyatının yüksek olması, şirketin otofinansmana gittiği, büyüme potansiyeli yüksek olan bir şirket olduğu veya yatırımcıların ilgili şirketin beklenen nakit akışlarını beklenenden daha düşük oranlarda iskonto ettiği şeklinde yorumlanabilir.

Bir bakıma, pay yatırımlarından elde edilecek kazancın, pay yatırımını kaç dönemde karşılayacağını gösterir.

Bu açıdan proje değerlendirme yöntemlerinden geri ödeme süresi yöntemini hatırlatır.

$$\frac{\text{Hisse fiyatı}}{\text{Hisse başı kar}} \quad \text{yada} \quad \frac{\text{Şirketin piyasa değeri}}{\text{Şirketin dönem net karı}}$$

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı: İşletmenin piyasa değerinin öz kaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir. Katsayı büyüdükçe hisselerin fazla değerlendirildiği anlamı çıkar.

Pay Başına Kar Oranı :

$$\frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Pay Başına Temettü Oranı:

$$\frac{\text{Dağıtılan Kar (Temettü Tutarı)}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Pay başına düşen temettünün artması, işletmenin daha fazla kar dağıttığını gösterir. Daha fazla kar dağıtımı, işletmenin daha fazla kar sağlaması durumunda veya dağıtılmayan karları azaltması durumunda söz konusu olabilir.

Kar Dağıtım Oranı:

İşletmenin dönem net karından ne kadarının adi paylara temettü olarak dağıtıldığını gösterir.

Elde edilen karın dağıtım oranı, işletmenin gelecek dönemlere ilişkin beklentilerini yansıtan bir gösterge gibi düşünülebilir.

Gelişme aşamasındaki işletmelerin kar dağıtım oranlarının düşük olması beklenir.

Olgunluk dönemindeki işletmelerin kar dağıtım oranı görece olarak daha yüksektir.

$$\frac{\text{Toplam Temettü}}{\text{Dönem Net Karı}}$$

Büyüme Oranları

- **İşsel Büyüme Oranı:** Bir işletmenin yalnızca iç kaynaklarıyla, yeniden borçlanma veya pay senedi satılması yoluyla sermaye artırımına gidilmeksizin, kısaca dış finansman olmaksızın % kaçlık bir büyüme sağlayacağını gösterir. Aşağıdaki formüllerle hesaplanabilir:

Aşağıdaki formüllerle hesaplanabilir:

$$1. \text{ Formül} \quad \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Aktif Toplamı}} \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\text{Dönem Net Karı}}$$

$$2. \text{ Formül} \quad \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Net Satışlar}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}} \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\text{Dönem Net Karı}}$$

$$3. \text{ Formül} \quad \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Özkaynak}} \times \frac{\text{Özkaynak}}{\text{Aktif Toplamı}} \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\text{Dönem Net Karı}}$$

$$\begin{array}{l}
 1. \text{ Formül} \quad \frac{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}}{\text{Aktif Toplamı}} \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}} \\
 \downarrow \\
 2. \text{ Formül} \quad \left[\frac{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}}{\cancel{\text{Net Satışlar}}} \times \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}} \right] \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}} \\
 \downarrow \\
 3. \text{ Formül} \quad \frac{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}}{\cancel{\text{Özkaynak}}} \times \frac{\text{Özkaynak}}{\text{Aktif Toplamı}} \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}}
 \end{array}$$

Sürdürülebilir Büyüme Oranı: İşletmenin finansal kaldıracını (toplam borç/toplam pasif) artırmaksızın sürdürebileceği büyüme oranıdır.

$$\begin{array}{l}
 1. \text{ Formül} \quad \frac{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}}{\text{Özkaynak}} \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}} \\
 \frac{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}}{\text{Özkaynak}} \times \frac{\text{Dağıtılmayan Kar}}{\cancel{\text{Dönem Net Karı}}}
 \end{array}$$

Sürdürülebilir büyüme oranını artırmak için, karın bir kısmının dağıtılmayarak otofinsanmanda kullanılması ve özkaynak karlılığının artırılması gerekir.

Sürdürülebilir büyüme oranı olarak kullanılan bu oran hisse senedi değerlemesi kısmında g (büyüme oranı) olarak da kullanılmaktadır.

Dupont Analizi

$$\bullet \text{ Öz sermaye karlılığı} = \frac{\text{Net kar}}{\text{Satışlar}} * \frac{\text{Satışlar}}{\text{Aktif toplamı}} * \frac{\text{Aktif toplamı}}{\text{Öz sermaye}}$$

- Bu formülde ilk terim net kâr marjı, ikinci terim aktif devir hızı, üçüncü terim ise sermaye çarpanı adını almaktadır.

Standart Oranlar

- Sanayi veya Sektör Standart Oranları:** İşletmenin içinde bulunduğu sektördeki işletmelerin finansal tablolarındaki veriler üzerinden, her bir dönem için ve her bir sektör için ayrı ayrı hesaplanan ortalamalardır.
- Tarihi Standart Oranlar:** İşletmenin geçmiş dönemlerindeki finansal tablolarından elde edilen değerlerin ortalamalarıdır.
- Bütçe Standart Oranları:** Bütçe sistemini uygulayan işletmelerde bütçelenen dönem sonunda gerçekleşeceği varsayılan oranlardır.
- İdeal veya Hedef Standart Oranlar:** İşletmenin yer aldığı sektörde bulunan en başarılı bir işletmenin veya birkaç işletmenin finansal tablolarından yararlanılarak hazırlanan oranlardır.

Başabaş (Kara Geçiş) Analizi

Bir işletmenin toplam gelirlerinin toplam maliyetlerine eşit olduğu noktadaki üretim miktarı/tutarı BAŞABAŞ NOKTASI (KAR VE ZARARIN OLMADIĞI NOKTA) olarak ifade edilmektedir. Bu nokta işletmenin kara geçiş noktasıdır. Başabaş noktasından sonraki üretim düzeylerinde işletme karlı olarak çalışmaktadır.

$$f = \text{Birim Satış Fiyatı} \quad x = \text{Üretim Miktarı} \quad a = \text{Birim Değişken Maliyet} \quad b = \text{Toplam Sabit Maliyet}$$

$$\text{TOPLAM GELİR} = \text{TOPLAM MALİYET} \quad f \cdot x = a \cdot x + b$$

$$BBN_m = \frac{b}{f - a}$$

$$BBN_t = \frac{b}{\frac{f - a}{f}}$$

$$\text{Katkı Payı} = f - a$$

$$\text{Katkı Oranı} = \frac{f - a}{f}$$

$$\text{Arzulanan Karı Sağlayan Satış Tutarı} = \frac{\text{Kar} + b}{\frac{f - a}{f}}$$

$$\text{Arzulanan Karı Sağlayan Satış Miktarı} = \frac{\text{Kar} + b}{f - a}$$

Örneğin; birim satış fiyatı 5 TL, birim değişken maliyet 2 TL, toplam sabit maliyet 2.000 TL olan işletmenin:

- BBN (MİKTAR) BULUNUZ.
- BBN (TUTAR) BULUNUZ.
- 1.000 TL kar edebilmesi için gerekli satış miktarını, tutarını bulunuz.

$$BBN_m = \frac{b}{f - a} = \frac{2.000}{5 - 2} = 667 \text{ adet}$$

$$BBN_t = \frac{b}{\frac{f - a}{f}} = \frac{2.000}{\frac{5 - 2}{5}} = 3333 \text{ TL}$$

$$\text{Arzulanan Karı Sağlayan Satış Tutarı} = \frac{1.000 + 2.000}{\frac{5 - 2}{5}} = 5.000 \text{ TL}$$

$$\text{Arzulanan Karı Sağlayan Satış Miktarı} = \frac{1.000 + 2.000}{5 - 2} = 1.000 \text{ adet}$$

Nakit Başabaş Noktası: Sabit maliyetler belirlenirken nakit çıkışı doğurmayan giderler (amortisman gibi...) maliyeti dahil edildiğinden bunların ihmal edilmesi durumunda bulunan başabaş noktasıdır.

Nakit BBN Üretim Miktarı

=

Toplam sabit maliyetler – Nakit çıkışı gerektirmeyen giderler

Birim satış fiyatı-Birim değişken maliyet

Örnek

A ticaretin yıllık sabit giderleri 42.000, ürün satış fiyatı 25 ve ortalama ürün başına değişken gider 8,40 TL'dir. Şirket kaç adet ürün satarsa işletme giderlerini karşılayabilecektir? Başabaş noktası satış hasılatı nedir?

Örnek

Toplam sabit maliyetleri 1.200.000 olan bir işletmenin, birim satış fiyatı 17, birim değişken maliyetleri 11 ise bu işletmenin 300.000 hedef kar tutarına ulaşması için satması gereken ürün adedi nedir?

Birden Fazla Ürün Başabaş Noktası

$$BBN_{miktar} = \frac{\text{Toplam sabit maliyet}}{\text{Ağırlıklı ortalama satış fiyatı} - \text{Ağırlıklı ortalama değişken maliyet}}$$

$$BBN_{miktar} = \frac{\text{Toplam sabit maliyet}}{(\text{Katkı payı}_1 \times \text{Karma payı}_1) + \dots + (\text{Katkı payı}_n \times \text{Karma payı}_n)}$$

$$BBN_{tutar} = \frac{\text{Toplam sabit maliyet}}{\frac{\text{Ağırlıklı ortalama satış fiyatı} - \text{Ağırlıklı ortalama değişken maliyet}}{\text{Ağırlıklı ortalama satış fiyatı}}}$$

Örnek

	A mamulü	B mamulü
Birim satış fiyatı	100	150
Birim değişken maliyet	80	120
Toplam sabit maliyet	120.000	

Mamullerin mamul karmasındaki payı %60 A mamulü, kalanı B mamulü şeklinde olduğuna göre;

1. Başabaş noktası miktarı bulunuz.
2. Başabaş noktası tutarı bulunuz.

KALDIRAÇLAR

Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç oranı, yabancı kaynakların işletmenin toplam kaynakları içerisindeki payını göstermektedir. Yani işletme varlıklarının ne kadarlık kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynak}}{\text{Toplam Kaynak}}$$

Finansal kaldıraç derecesi ise, toplam kaynak yapısı içerisindeki yabancı kaynakların payının, yani borçlanma düzeyinin, işletmenin net karlılığına etkisini ifade etmektedir. Bir başka deyişle FVÖK'deki (faaliyet karı) 1 birimlik değişimin net karda (hisse başı kar) meydana getireceği değişimi göstermektedir.

Finansal kaldıraçın yüksek olması, işletme yöneticilerine ve ortaklarına, görece düşük bir sermaye tutarı ile çok geniş kaynakların kullanımı imkanını sunarken, firmanın kar oranı yabancı sermaye maliyetinden yüksek olduğu sürece özsermaye karlılığının yükselmesini sağlamaktadır.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK}}{\text{FVÖK-FAİZ GİDERLERİ}}$$

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Net Kardaki \% Değişim}}{\text{FVÖK' daki \% Değişim}}$$

Faaliyet Kaldıracı

Bir firmanın giderlerinin bir bölümünün, iş hacmi ne olursa olsun, sabit gider niteliğinde olması, faaliyet kaldıracağına olanak vermektedir.

Firmanın giderlerinin tümünün değişken olması durumunda faaliyet kaldıracağından söz edilemez. Faaliyet kaldıracağı en belirgin şekilde, sabit giderleri çok yüksek olan faaliyet kollarında görülür.

Sabit gideri olan her işletmenin, iş hacmindeki gelişmeye bağlı olarak karındaki değişim oranı, iş hacmindeki değişim oranından daha yüksektir. Bu olgu faaliyet kaldıracağı olarak ifade edilmektedir.

Satışlardaki bir birimlik değişimin FVÖK'e etkisini gösteren faaliyet kaldıracağı derecesi, sabit maliyetlerin düzeyiyle orantılı olarak değişmektedir.

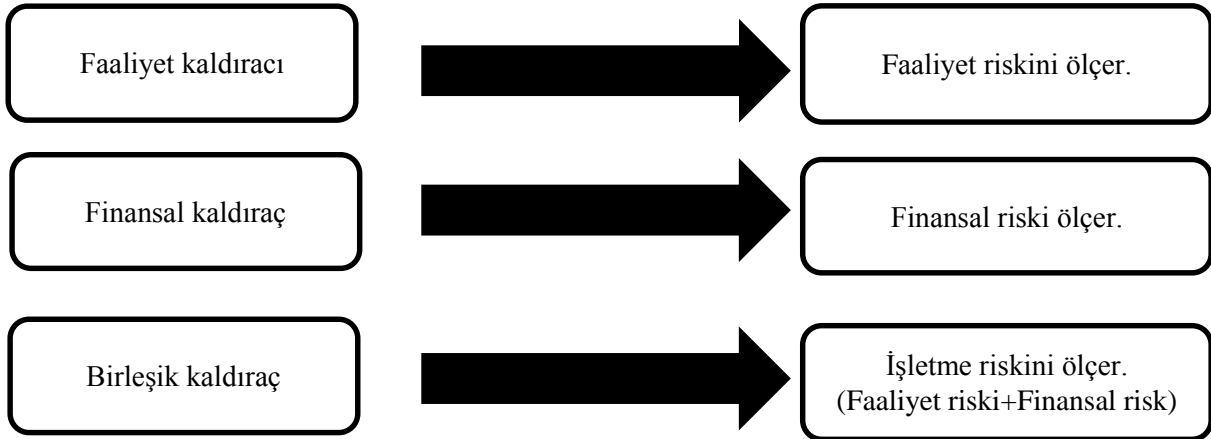
$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK' daki \% Değişim}}{\text{Net satışlardaki \% Değişim}}$$

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Satışlar -Değişken Giderler}}{\text{FVÖK}}$$

Birleşik Kaldıraç

Satışlardaki bir birimlik değişimin net kara etkisini göstermektedir. Faaliyet kaldıraç ile finansal kaldıraç derecesinin çarpılması yoluyla da bulunmaktadır.

$$\text{Birleşik Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Net Kardaki \% Değişme}}{\text{Satışlardaki \% Değişme}}$$

**Örnek**

Toplam sabit maliyetleri 30.000 olan, 8.000 adet üretim yapma kapasitesindeki bir işletmenin, birim katkı payı 10 ise satışlardaki %2'lik değişme bir işletmenin faiz ve vergi öncesi karlarını yüzde kaç değiştirir?

Örnek

Toplam sabit maliyetleri 40.000 ve faiz giderleri 30.000 olan, 20.000 adet üretim yapma kapasitesindeki bir işletmenin, birim satış fiyatı 15, birim değişken maliyetleri 10 ise faiz ve vergi öncesi karlarındaki %3'lük bir değişme bu işletmenin pay başına düşen karlarını % kaç değiştirir?

Örnek

Toplam sabit maliyetleri 55.000 ve faiz giderleri 20.000 olan, 25.000 adet üretim yapma kapasitesindeki bir işletmenin, birim satış fiyatı 19, birim değişken maliyetleri 12 ise satışlardaki %1'lik bir değişme bu işletmenin net karını yüzde kaç değiştirir?

SORULAR

ABC işletmesinin alacak tahsil süresi 65 gün, stok tutma süresi 45 gün ve borç ödeme süresi 80 gün ise faaliyet döngüsü aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2017

- A) 125
- B) 145
- C) 25
- D) 110
- E) 70

Satışlardaki değişime karşı faiz ve vergi öncesi kârın göstereceği değişim seviyesini ifade eden ve faiz ve vergi öncesi kârdaki yüzde değişimin satışlardaki yüzde değişime oranlanması olarak formüle edilen kavram aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2017

- A) Nakit oranı
- B) Varlık devir hızı
- C) Faaliyet Kaldıraç derecesi
- D) Brüt kâr marjı
- E) Öz sermaye kârlılığı

ABC işletmesinin yıllık üretim kapasitesi 50.000 birim olup birim başına 100 TL değişken gider gerçekleşmektedir. Üretim ve satış hacmine bağlı olarak değişmeyen giderler toplamı 1.440.000 TL ve birim satış fiyatı 180 TL olduğuna göre ABC işletmesinin 220.000 TL kâr beklediği üretim düzeyindeki kapasite kullanım oranı aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2017

- A) % 41,5
- B) % 40
- C) % 43,5
- D) % 39
- E) % 38

Aşağıdaki dönen varlık kalemlerinden hangisinin diğerlerine kıyasla daha az likiditeye sahip olduğu kabul edilir? Kasım 2017

- A) Nakit
- B) Nakit benzerleri
- C) Senetli alacaklar
- D) Peşin ödenmiş giderler
- E) Menkul kıymetler

3. FİNANSAL PLANLAMA

1 SORU

Planlama, en genel şekilde, firmalarda uzun dönemli amaç ve hedeflerin belirlenmesi ve bu amaçları gerçekleştirebilmek için gereksinme duyulan kaynakların ayrılarak, uygun faaliyet programlarının hazırlanması olarak tanımlanabilir.

FİNANSAL PLANLAMA AŞAMALARI

1. Temel amaçlar
2. Uzun vadeli planlama
3. Uzun vadeli satış tahminleri
4. Üretim politikası
5. Kısa vadeli satış tahminleri
6. Proforma mali tabloların düzenlenmesi

Finansal planlar ikiye ayrılmaktadır:

- **Normal finansal planlar:** Normal finansal tablolar, tahmini ya da proforma bilanço, tahmini gelir tablosu ve tahmini nakit bütçesinden oluşur.
- **Olağanüstü finansal planlar :** Bu planlar sıklıkla kullanılmayan, özel durumlarda kullanılan planlardır. Örnek olarak yatırım amaçlı plan veya fizibilite raporları bu plan türündendir.

FİNANSAL PLANLAMANIN FAYDALARI

- Finansal planlama sayesinde yöneticiler olası sürprizlerle karşılaştıklarında çaresiz kalmazlar ve olası sapmalar karşısında acil durum planlarını uygulamaya koyarlar.
- Finansal planlama çalışanları motive edecek somut hedeflerin belirlenmesine ve performans standartlarının oluşturulmasına olanak sağlar ve performansa dayalı ücretlendirme için altyapı oluşturur.
- Zaman açısından, nakit girişleriyle nakit çıkışları arasında uygunluk sağlar.
- İşletmede genel finansal dengenin kurulmasına yardımcı olur.
- Nakit girişlerinin işletmenin üretim sürecine uyarlanmasını sağlar.
- Eksik ya da aşırı finansmandan kaçınılmasında katkıda bulunur.

Finansal plan ve bütçeler hazırlanırken dikkat edilmesi gereken ilkeler;

- **Bütünlük ilkesi,** bütçe hazırlanırken işletmede ödeme ve tahsilâtlara yol açan tüm olayların dikkate alınmasına dair ilkedir.
- **Birlik ilkesi,** tüm sorumluluk merkezleri ya da kâr merkezleri için hazırlanan bütçelerin bir ana bütçede birleştirilmeleri ilkesidir.
- **Şeffaflık ilkesi,** bütçenin işletmedeki ilgili şahısların gerekli bilgileri kolaylıkla alıp kullanabilecekleri nitelikte hazırlanması ilkesidir.

- **Kesinlik ilkesi**, planların gerçekçi varsayımlara dayandırılması ilkesidir. Bu ilke hem hatalı kararlardan kaçınmaya hem de kontrol işlevinin etkin biçimde yapılmasına yardımcı olur.
- **Uzmanlaşma ilkesi**, ödeme ve tahsilâtların türlerine ve kaynaklarına göre kesin bir biçimde belirlenmesi ilkesidir. Böylece hangi finansal araçların hangi sorumluluk ya da kâr merkezlerine aktığı ve hangi amaçlarla kullanıldığı saptanabilmektedir.
- **Dönemsellik ilkesi**, finansal planların dönemsel olarak düzenlenmesi ilkesi olup, ihtiyaca göre günlük, haftalık, aylık, üç aylık, altı aylık, yıllık ya da birkaç yıllık finansal planlar hazırlanabilir.
- **Maddi önem ve iktisadilik ilkesi**; finansal planların yarar ve hazırlanma maliyetleri arasında uygun dengenin sağlanması ilkesidir.

BÜTÇELEME

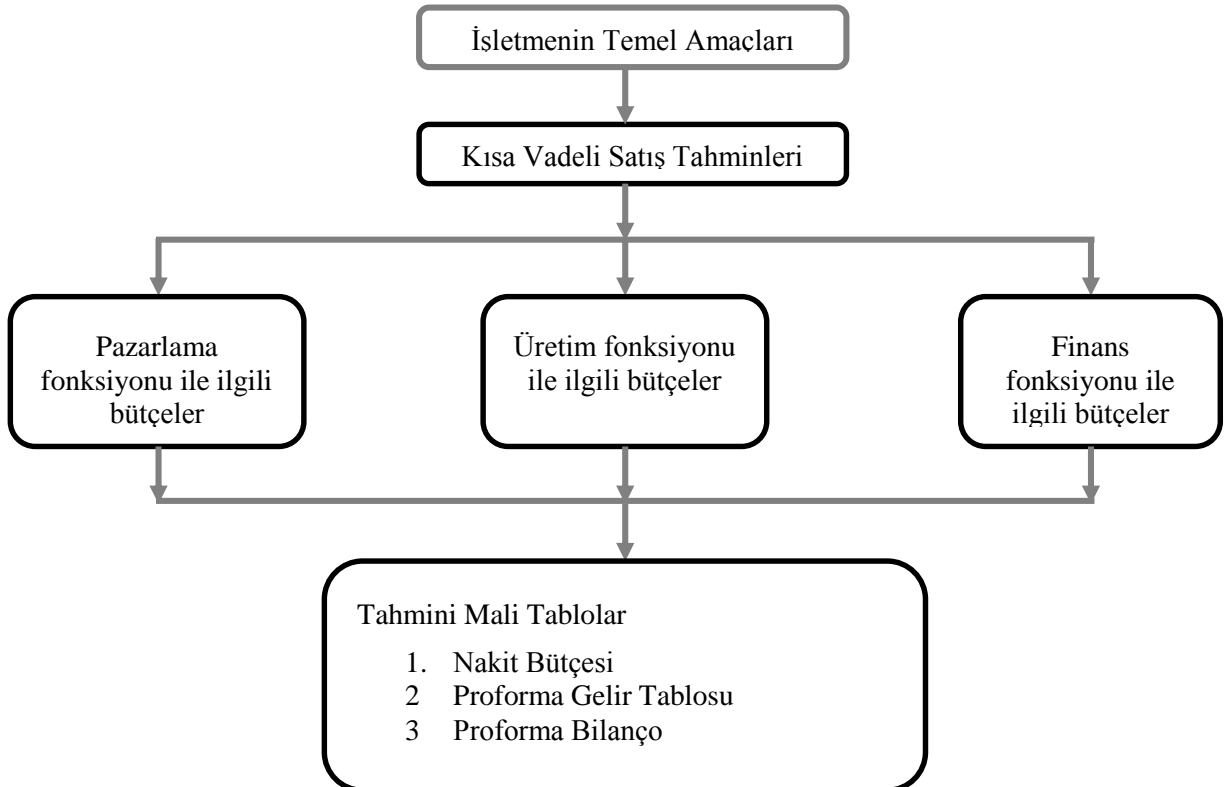
- İşletmelerde yapılan planların sayısal hedefler şeklinde kâğıda dökülmesi ile gelecekteki faaliyetlerinin belirlendiği belgeleme işlemine **bütçeleme** denir.
- **Bütçe** işletme faaliyetlerini parasal değerlerle ifade eden mali bir plandır.
- **İşletme bütçe sistemi** de; işletme bütçesinin hazırlanmasını, uygulanmasını ve kontrolünü ifade eder.
- Günümüzde bütçeden beklentiler artmış ve firma kaynaklarının verimli kullanılmasını ve faaliyetlerin başarılı bir şekilde yönetilmesini sağlayan bir planlama aracına dönüşmüştür.
- İşletme bütçe sisteminde satış bütçesi ilk hazırlanması gereken bütçe olup satış bütçesi gerçekçi ve doğru olduğu ölçüde tüm işletme bütçeleri de doğru olur.
- **Satış bütçesi**; piyasa araştırmalarına dayalı olarak satışların bölge, mamul çeşidi, miktar ve fiyat bazında dönemlere dağılımını öngörmeyi amaçlayan bütçe çeşididir.
- Satış bütçeleri;
 - **Uzun dönemli satış bütçeleri** : 3-5 yıllık bir dönem için düzenlenir.
 - **Kısa dönemli satış bütçeleri** : Genellikle bir yıllık dönemi kapsamakla beraber, istenirse üçer aylık ve aylık ayrıntıda da düzenlenir.

SATIŞ ÖNGÖRÜSÜ YÖNTEMLERİ

- **Regresyon Yöntemi** : Satışların zaman veya bir veya birkaç bağımsız ekonomik değişkene bağlı olarak belirlenmeye çalışıldığı istatistiksel yöntemdir.
- **Yönetimsel Yorumlar Yöntemi** : Satış ve satış öngörüsü için yararlanılan bağımsız değişkenler arasında güçlü ve anlamlı ilişki bulunmadığında satış öngörüsü için özellikle yöneticilerin kişisel yorumlarına ihtiyaç duyulur.
- **Özel Amaçlı Yöntemler** : Bu gruptaki yöntemlere örnek olarak; ilgili endüstrinin toplam iş hacmi ile işletme satışları arasında ilişki kurarak öngörüde bulunmaya çalışan endüstri analizi ve mamul düzeyinde satış tahmini yapmaya çalışan mamul analizi gibi yöntemleri gösterebiliriz.
- **Birleşik Yöntemler** : Genelde büyük ölçekli işletmeler, yukarıdaki yöntemlerin çoğundan faydalanarak satışlarını öngörmeye çalışmaktadır.

İşletmeler Kısa Dönemli Finansal Planlama Amacıyla Aşağıdaki Bütçeleri Hazırlar:

- **Pazarlama fonksiyonu ile ilgili bütçeler:**
 - Satış bütçesi
 - Satış giderleri bütçesi
 - Satın alma bütçesi
- **Üretim fonksiyonu ile ilgili bütçeler:**
 - Malzeme bütçesi
 - İşgücü bütçesi
- **Finansal bütçeler:**
 - Genel yönetim giderleri bütçesi
 - Yatırım bütçesi
 - Nakit ve benzeri değerler bütçesi

BÜTÇELEME SÜRECİ

PROFORMA GELİR TABLOSU

- Proforma gelir tablosu bütçe döneminde yapılacak çalışmalardan elde edilecek kazançları ve kayıpları ortaya koyar.
- Proforma bilanço bütçe dönemi içinde işletmenin varlıkları ve borçları hakkında bilgi verirken, proforma gelir tablosu gelir, gider durumu ile ilgilenir.
- Proforma gelir tablosu öngörülen dönem için işletme gelirini öngörmeyi amaçlar.
- Diğer tahmini tablolarda da olduğu gibi burada da öncelikle satış verileri üzerinden hareket edilmektedir.

PROFORMA BİLANÇO

- Tahmini bilanço yöntemi olarak da adlandırılan bu yöntemle işletme geleceğe yönelik faaliyetlerinin bilançonun aktif ve pasif kalemlerinde yol açtığı değişimleri tahmin etmeye çalışır.
- Proforma bilançoda aktif ve pasif arasında pozitif fark oluşacağı öngörülüyorsa bu söz konusu dönem için finansman açığı olacağı anlamına gelmektedir.
- Açığın saptanmasından sonra işletme aktif hesaplarının durumuna göre finansman için kaynak araştırma sürecine girmelidir.
- **Proforma bilanço hazırlanma süreci 4 aşamadan oluşur:**
 - Satış miktarının belirlenmesi ve buna bağlı olarak elde edilecek satış gelirinin hangi bilanço hesaplarına nasıl dağıtılacağı belirlenmesi
 - Süreç içerisinde kendiliğinden oluşacak fonların saptanması
 - İşletme öz sermayesinin belirlenmesi
 - Aktif ve pasif hesaplarının dengelenmesi
- **Proforma bilançoları hazırlarken kullanılan 3 temel yöntem:**
 - Yüzde yöntemi
 - Oran(Rasyo) Yöntemi
 - Regresyon Yöntemi

PROFORMA MALİ TABLOLARIN HAZIRLANMASINDA DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN HUSUSLAR

- Tahmini tablolar esnek şekilde hazırlanmalı ve değişken koşullara göre düzeltilmelidir.
- Mali kestirimler yapılırken firmanın özellikleri ve yöneticilerin beklentileri de dikkate alınmalıdır.
- Proforma mali tablolar gerçekçi biçimde hazırlanmalıdır. İyimserlikte aşırılığa kaçmak faydadan çok zarar verebilir.
- Proforma mali tablolar gerçekçi varsayımlara dayanmalı ve olası hesap hataları için pay bırakılmalıdır.

SORULAR

Önceden ortaya konan bir amaca ulaşabilmek için, işletmenin geleceğe ait bir dönemde izleyeceği politikayı ve yapacağı işleri parasal ve sayısal terimlerle açıklayan bir rapor veya raporlar dizisine ne ad verilir? Kasım 2017

- A) Gelir tablosu
- B) Bütçe
- C) Kapsamlı eğilim analizi
- D) Finansal beyanname
- E) İzahname

Aşağıdakilerden hangisi finansal planlamanın ilk aşamasını oluşturmaktadır? Eylül 2015

- A) Firmanın uzun vadeli temel amaçlarının belirlenmesi
- B) Gelecekte yapılacak sabit varlık yatırımlarının belirlenmesi
- C) Yeni üretilecek veya üretimi sonlandırılacak mamullerin belirlenmesi
- D) Bilanço ve gelir tablosu gibi tahmini temel mali tabloların hazırlanması
- E) Firmanın ihtiyaç duyacağı fon tutarının ve fon kaynaklarının belirlenmesi

Aşağıdakilerden hangisi finansal planlamanın ilk aşamasını oluşturmaktadır? Mart 2015

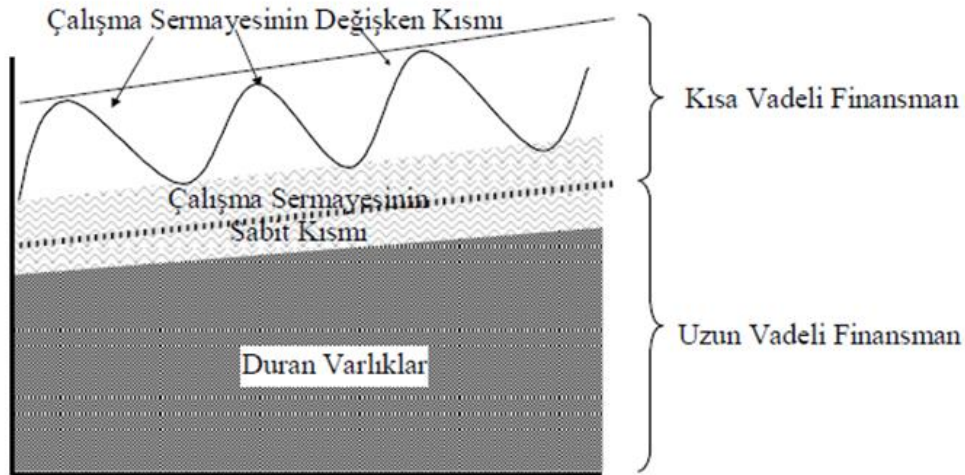
- A) Firmanın uzun vadeli temel amaçlarının belirlenmesi
- B) Gelecekte yapılacak sabit varlık yatırımlarının belirlenmesi
- C) Yeni üretilecek veya üretimi sonlandırılacak mamullerin belirlenmesi
- D) Bilanço ve gelir tablosu gibi tahmini temel mali tabloların hazırlanması
- E) Firmanın ihtiyaç duyacağı fon tutarının ve fon kaynaklarının belirlenmesi

4. İŞLETME SERMAYESİ YÖNETİMİ

2 SORU

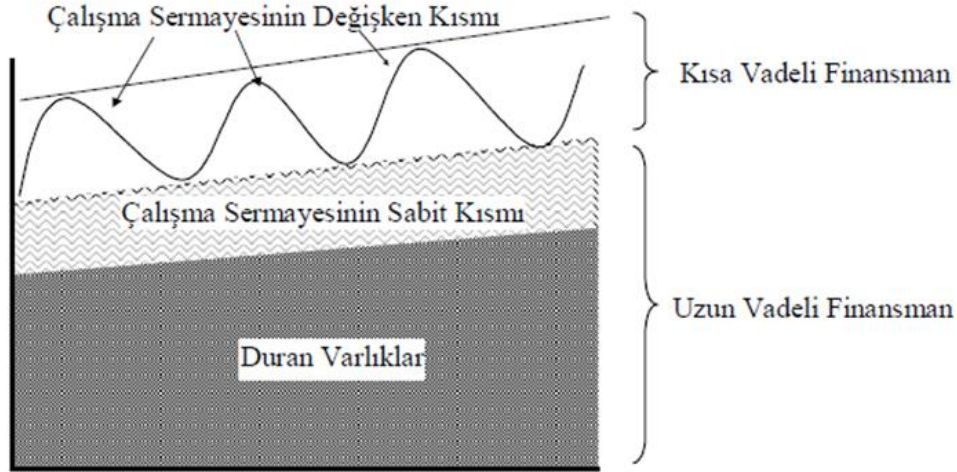
- İşletme sermayesi yönetimi işletmenin faaliyetlerini sürdürmesi için gerekli varlıklar ile bu varlıkların finansmanında kullanılan kaynaklara ilişkin politika ve teknikleri kapsar.
- İşletme sermayesi kavramı dönen varlıklar ve bunların finansmanı ile ilgilidir. Bir firmanın nakit, serbest menkul değerler, 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.
- 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.



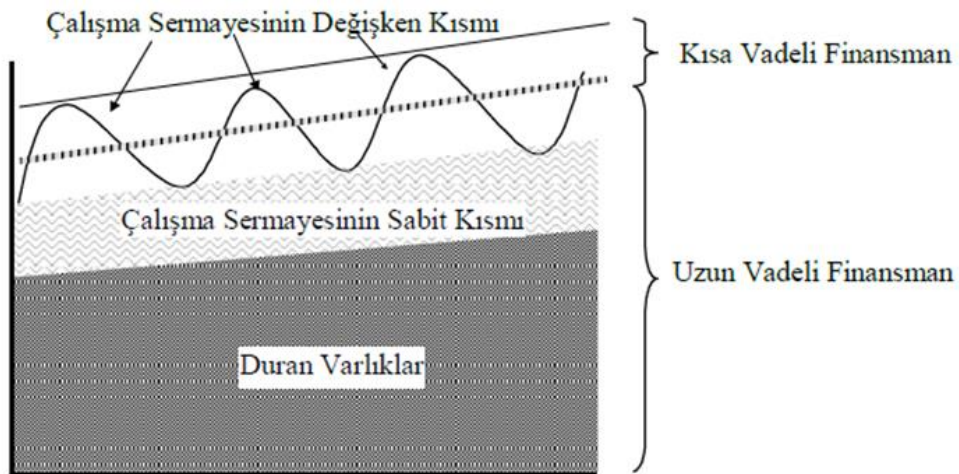
Çalışma Sermayesinin Finansmanında Atak Politika

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.



Çalışma Sermayesinin Finansmanında İlimli Politika

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.



Çalışma Sermayesinin Finansmanında Tutucu Politika

NAKİT YÖNETİMİ

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 nakdin işletmeye maliyeti ile faydasını karşılaştırarak tutulması gereken optimal nakit düzeyini belirlemektir.

Firmalarda etkin bir nakit yönetimini olumsuz yönde etkileyen faktörler:

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

Nakit bulundurmanın firmalara sağlayacağı yararlar:

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

Firmaların nakit tutma gereksinimini belirleyen başlıca etmenler:

1. Firmanın geleceğe ilişkin nakit akış tahmini
2. Firma faaliyetinin niteliği, para giriş çıkışları arasında zaman uyumu
3. Firmanın alım ve satım koşulları
4. Alacakların devir hızı
5. Stok miktarı ve stok devir hızı
6. Firmanın kredi sağlama kapasitesi
7. Ödenmemiş sermaye miktarı
8. Borçları konsolide edebilme olanağı
9. Firmanın borçlarının süre yapısı
10. Yakın gelecekte büyük ödemeler yapma olasılığı
11. Beklenmedik olağanüstü hallerle karşılaşma olasılığı
12. Yabancı para ile borç tutarı
13. Beklenen para girişlerinin gerçekleşme olasılığı
14. Firmanın dönemsel ve mevsimlik hareketlerden etkilenmesi
15. Endüstri kolundaki rekabet

Firmanın Bulunduracağı Optimum Nakit Tutarının Saptanması

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

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

Optimum Nakit Miktarının Belirlenmesinde Kullanılan Matematiksel Modeller

1. Baumol Modeli
2. Miller-Orr Modeli
3. Beranek Modeli
4. Stone Modeli

Baumol Modeli

- Envanter modeli olarak da bilinen Baumol modelinde nakit maliyetleri, bulundurma maliyetleri ve tedarik maliyetleri olarak ele alınmaktadır.
- Nakit bulundurma maliyetleri nakdin maliyetine bağlı olarak bulundurulacak tutarlarla doğru orantılıdır. Nakdin maliyeti olarak sermaye maliyeti kabul edildiğinde sermaye maliyetine bağlı olarak nakit maliyeti, bulundurulan nakit tutarına göre artıp azalabilmektedir.
- Nakit tedarik maliyetleri tedarik edilen nakit miktarına bağlı olarak ve tedarik edilen süreyle orantılı biçimde değişmektedir. Nakit ihtiyacı olduğunda her defadaki tedarik için ödenen giderlerin artması sonucu siparişlerin maliyeti artmaktadır.
- Bulundurulan nakit miktarı arttıkça bağlanan paranın fırsat maliyeti nedeniyle bulundurma maliyetleri artarken, fazla miktarda bulundurulacak nakdin tedarik edilmesi için yapılacak harcamalar azalacağından sipariş maliyetleri düşecektir.
- Bulundurma giderinin artması ve tedarik giderinin azalması sonucunda bu iki gider belli bir seviyede birbirine eşit olacaktır ki, bu seviye toplam nakit maliyetinin minimum olduğu noktadır. Nakit seviyesi de ekonomik nakit tedarik tutarını göstermektedir.

Baumol Modeli

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

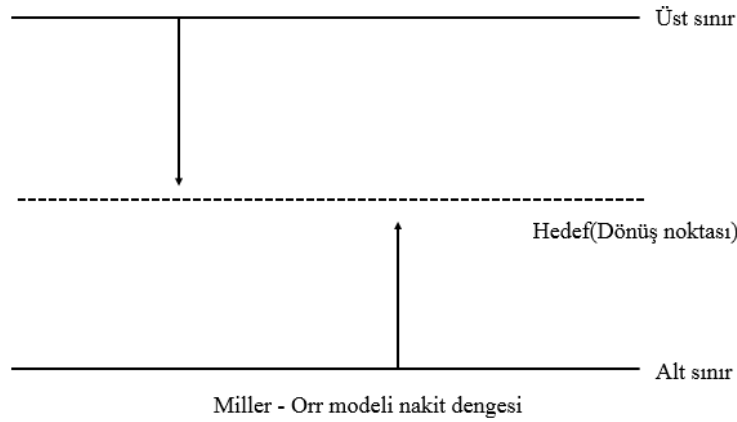
i= Nakit tutmanın alternatif maliyeti

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

Ortalama bulundurulacak nakit tutarı ise; C/2 kadardır.

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.



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.

- 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

Stone Modeli

- Bu modelde, Miller-Orr modelinde olduğu gibi nakit akışlarının rassal olabileceği varsayımına dayalı bir modelleme yapmadan geçmiş dönemlerdeki nakit akışlarının kullanıldığı istatistiksel hesaplamalarla kontrol sınırları belirlenmektedir.
- Bu modelde geçmiş dönemlerdeki nakit akışlarından hareketle hedef bir nakit düzeyi tanımlanmaktadır.
- Tanımlanan hedef nakit düzeyine bağlı olarak alt ve üst kontrol sınırları standart sapmalar yardımıyla belirlenmektedir. (Hedef nakit düzeyi ± 1 standart sapma, ± 2 standart sapma, ± 3 standart sapma)
- Stone modelinde tanımlanan kontrol sınırları sabit değildir. Yönetimin beklentilerine ve ekonomik gelişmelere göre değiştirilebilir.
- Stone modelinde amaç hedef nakit düzeyinin korunması olmakla birlikte nakdin yakın kontrol sınırları içinde hareket etmesine izin verilmektedir. Nakit düzeyinin yakın kontrol sınırlarını aşacağı beklenmesi durumunda hedef nakit düzeyini sağlayacak şekilde menkul kıymet alınmakta veya satılmaktadır.

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
- 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

ALACAK YÖNETİMİ

- 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. .

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

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

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
- 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

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

STOK YÖNETİMİ

- 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:

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

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

Toplam Stok Maliyeti Hesabı

$$\begin{aligned} & \text{Toplam stok maliyeti} \\ & = \\ & \text{Bulundurma Maliyeti} + \text{Sipariş Maliyeti} \\ & \frac{\text{Ekonomik Sipariş Miktarı} * \text{Bulundurma Maliyeti}}{2} + \frac{\text{Stok İhtiyacı} * \text{Sipariş Maliyeti}}{\text{Ekonomik Sipariş Miktarı}} \end{aligned}$$

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

SORULAR

Nakit yönetim modellerinden, mevcut fonların ne kadarlık bir kısmının nakit olarak tutulması ve ne kadarlık bir kısmının pazarlanabilir menkul kıymetlere yatırılması gerektiğine ilişkin optimal bir çözüm aramaktadır. Bu modelin hareket noktası, işletmedeki nakit çıkışlarının kontrol edilebileceği nakit girişlerinin kontrolünün ise mümkün olmadığı varsayımına dayanır. Bu modele göre nakit girişleri sürekli, nakit çıkışları ise belirli zamanlarda gerçekleştiğinden işletme yöneticileri fona ihtiyaç duyacakları zamana kadar ellerindeki nakit fazlasının bir kısmını alternatif yatırımlarda değerlendirebilirler.

Ayrıca bu modelin esasını, pazarlanabilir senetlerden sağlanacak getiriler ile gerekli nakdi bulundurma nedeniyle katlanılacak maliyetlerin eşit olduğu noktaya kadar, nakdin pazarlanabilir senetlere yatırılacağı oluşturmaktadır.

Yukarıda boş bırakılan yere aşağıdakilerden hangisinin getirilmesi en uygun olur? Mayıs 2017

- A) Baumol modeli
- B) Beranek modeli
- C) Miller-Orr modeli
- D) Saffer modeli
- E) Smurf modeli

Dönen varlıklardan kısa vadeli yabancı kaynakların çıkarılması sonucunda ortaya çıkan sonucun aşağıdakilerden hangisini ifade ettiği söylenebilir? Mayıs 2017

- A) Başabaş noktası
- B) Katkı marjı
- C) Net işletme sermayesi
- D) Doğrusal başabaş noktası
- E) Varlık etkinliği

Finansal yapıya ilişkin ihtiyatlı yaklaşım ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi doğrudur? Mart 2015

- A) Dönen varlıkların tamamı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir.
- B) Duran varlıkların tamamı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir.
- C) Dönen varlıkların bir kısmı uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir.
- D) Duran varlıkların bir kısmı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir.
- E) Aktifin tamamı özsermaye ile finanse edilmektedir.

Aşağıdaki işlemlerden hangisinin sonucu devamlı sermayevi vermektedir? Mart 2015

- A) Dönen varlıklar - kısa vadeli yabancı kaynaklar
- B) Kısa vadeli borçlar + özsermaye
- C) Sermaye yedekleri + kâr yedekleri
- D) Uzun vadeli borçlar + özsermaye
- E) Dağıtılmayan kârlar

5. PARANIN ZAMAN DEĞERİ

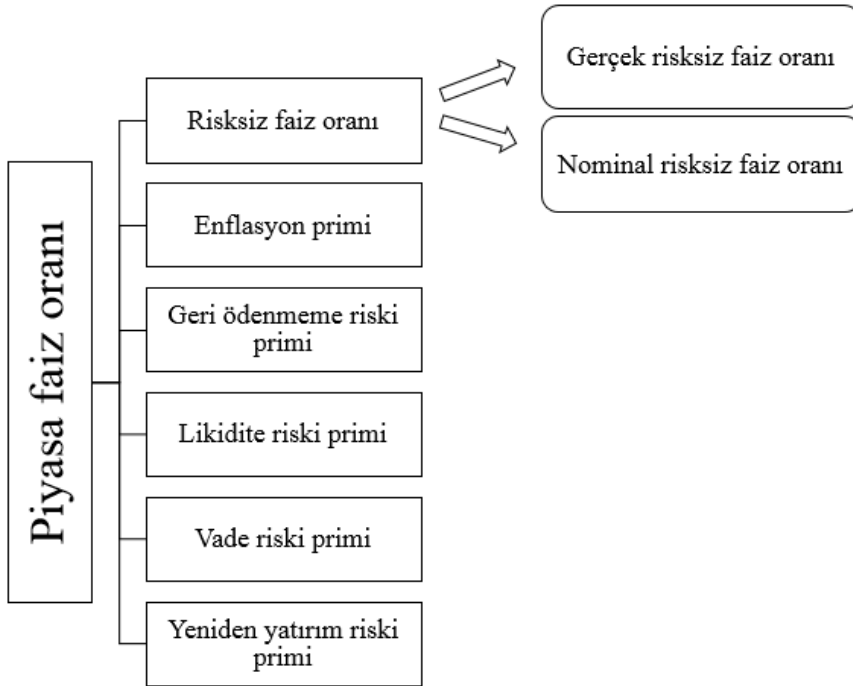
3 SORU

Paranın zaman değeri nedir?

Paranın zaman değeri, farklı zamanlarda elde edilecek nominal değerleri aynı tutarlardaki paranın, değer bakımından birbirine eşit olmayacağını ifade etmektedir.

Paranın zaman değerini etkileyen faktörler:

1. Yalın (Salt) Faiz Oranı: Tüketimi erteleme bedelidir.
2. Enflasyon Oranı: Enflasyon artarsa paranın zaman değeri artar.
3. Risk Oranı: Risk artarsa paranın zaman değeri artar.
4. Paraya Olan Gereksinimin Artması: Paraya olan gereksinim artarsa pazarın zaman değeri artar.



- **Gerçek risksiz faiz oranı:** Enflasyonun bulunmadığı bir ortamda hazine bonolarının veya hazine tahvillerinin faiz oranı olarak kabul edilir.
- **Nominal risksiz faiz oranı:** Enflasyonun bulunduğu ekonomilerde hazine bonolarının faiz oranıdır.
- **Enflasyon primi:** Enflasyon paranın satın alma gücünü azalttığından, enflasyonist koşullarda yatırımcılar vade boyunca bekledikleri enflasyon oranını enflasyon primi olarak faiz oranına ilave etmektedir.
- **Geri ödenmeme riski primi:** Bu risk, borçlunun faizi ve/veya anaparayı ödememesi durumunu gösterir. Geri ödenmeme riski arttıkça borç verenler daha yüksek bir faiz oranı beklentisi içine girerler.
- **Likidite riski primi:** Likidite bir menkul kıymetin değerinden fazla kaybetmeden kısa zamanda paraya çevrilme kabiliyetini ifade eder. Borç verenler diğer koşullar sabitken, ilgili menkul kıymetin likidite kabiliyetine göre bu riskleri karşılayacak likidite primi isterler.
- **Vade riski primi:** Vade arttıkça belirsizlik, belirsizlik arttıkça riskin artacağına ilişkin temel finans kuralına göre istenen risk primidir.
- **Yeniden yatırım riski primi:** Tahvillerin veya bonoların vadesi dolduğunda alınan anaparanın yeniden yatırılması durumunda getirinin azalmasına yol açan faiz oranlarındaki düşme riskinin karşılığı istenen risk primidir.

BASİT FAİZ: Sadece anapara üzerinden hesaplanan ve faize faiz hesaplanmayan faiz hesaplama yöntemidir.

PV=Bugünkü Değer (AP)

FV = Gelecek Değer (VSD)

I=Faiz Tutarı

i=Dönemin Faiz Oranı

n=Dönem Sayısı

$$I = PV * i * n$$

$$FV = PV * (1 + i * n)$$

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

$$PV = FV * (1 - i * n)$$

Not: Basit dış iskonto yaklaşımında gelecek faiz tutarı gelecek değer rakamı üzerinden hesaplandığından, iç iskonto yaklaşımına göre daha yüksek bir değere ulaşılır.



BİLEŞİK FAİZ: Faizin faizinin hesaplanmasıdır.

$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n}$$

$$FV = PV * (1 + i)^n$$

Annüite İle Bugünkü/Gelecek Değer Hesabı

Sabit tutarlı, periyodik ve belirli bir vadesi olan nakit akımlarında, annüite hesaplamaları ile bugünkü ve gelecekteki değer hesaplamaları gerçekleştirilir. Annüite, bir zaman dilimi içerisindeki dönemlerde eşit tutarda ödemelerin yapılması veya gelirlerin sağlanması demektir. Örneğin; aylık, üç aylık, altı aylık, yıllık ev kredisi, öğrenim kredisi, otomobil, dayanıklı tüketim vb. satışlarda yoğun olarak kullanılmaktadır. Ödemeler genellikle dönemin sonunda yapılmaktadır.

CF=Nakit Akışı(Taksit)

ANNÜİTE İLE BUGÜNKÜ DEĞER

$$PV = CF * \frac{(1+i)^n - 1}{i * (1+i)^n}$$

$$PV = CF * \frac{(1+i)^n - 1}{i * (1+i)^n} * (1 + i)$$

ANNÜİTE İLE GELECEK DEĞER

$$FV = CF * \frac{(1+i)^n - 1}{i}$$

$$FV = CF * \frac{(1+i)^n - 1}{i} * (1 + i)$$

Ödemeler dönem başında yapılırsa;

Sonsuza Dek Devam Eden Eşit Tutarlı Taksitler

$$PV = \frac{CF}{i}$$

Sonsuza Dek Devam Eden Artan Oranlı Taksitler

$$PV = \frac{CF * (1 + g)}{i - g}$$

Enflasyon-Faiz Oranı İlişkisi

Nominal faiz oranı (piyasa faiz oranı, cari faiz oranı) genellikle reel faiz oranıyla bu orana ilave edilen enflasyon ve risk primlerinden oluşur.

Nominal faiz oranının bileşenleri:

- Reel faiz oranı (gerçek faiz oranı)
- Enflasyon primi
- Ödenmeme risk primi
- Likidite primi
- Vade riski primidir.

Enflasyonun etkisi dikkate alınmadığında, hesaplanan değer gerçek getiri değildir. enflasyonun etkisinin arındırılması gerekir. Enflasyonun etkisinin arındırılması ile bulunan faiz ise REEL FAİZ'dir. Aşağıdaki formülle hesaplanır:

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

Efektif Faiz

Bir yıldan kısa süreli bir faiz oranının, bileşik faiz esası doğrultusunda, daha uzun bir dönem (genellikle 1 yıl) için hesaplanmasıyla elde edilen değere efektif faiz oranı denir. Efektif faiz hesaplamalarında işlemler bileşik faiz esasına göre yapılmaktadır. Hesaplama bileşik faizlendirme esası kullanıldığından, literatürde efektif getir yerine bileşik getiri ifadesi de kullanılmaktadır.

F_n = Nominal faiz oranı (yıllık)

m = bir yıl içindeki dönem sayısı

$$\text{Efektif Faiz Oranı} = \left(1 + \frac{F_n}{m}\right)^m - 1$$

SORULAR

Kiraya vermek amacıyla bugün 200.000 TL'ye bir dükkan satın alan yatırımcı, önümüzdeki 10 yıllık süre içerisinde bu yatırımının geri dönüşünü hedeflemektedir. Yıllık faiz oranının % 10 olması durumunda, yatırımcı, dükkanını yıllık kaç TL'den kiraya vermelidir? (Kira gelirleri her yılın sonunda elde edilmektedir.) Kasım 2017

- A) 28.026 TL
B) 29.565 TL
C) 32.549 TL
D) 30.144 TL
E) 30.257 TL

- I. Ödememe riski
II. Likidite riski
III. Enflasyon riski
IV. Yeniden yatırım riski

Yukarıda yer alan risklerden hangisi veya hangileri tahvile sahip olmanın içerdiği risklerdendir? Kasım 2017

- A) Yalnız I ve II
B) Yalnız I ve III
C) Yalnız I ve IV
D) Yalnız II, III ve IV
E) I, II, III ve IV

Nominal değeri 20.000 TL olan bir hazine bonosunun vade tarihinden 120 gün önceki alış fiyatı iç iskonto yöntemine göre aşağıdakilerden hangisidir (iç iskonto oranı %30). Mayıs 2017

- A) 17.354 TL
B) 17.654 TL
C) 18.182 TL
D) 18.212 TL
E) 19.112 TL

Bay A 1.000 TL tutarındaki parasını yıllık % 20 faiz oranıyla bir bankaya 3 aylık dönemler halinde faiz ödenecek şekilde mevduat hesabına yatırmıştır. Bu durumda birinci yılın sonunda mevduat hesabındaki toplam para ne kadar (TL) olacaktır? Mayıs 2017

- A) 1.215,5
B) 1.218,5
C) 1.250,5
D) 1.212,5
E) 1.220,5

Seçenek	Yatırılan Mevduata İlişkin Vade	Yıllık Faiz Oranı (%)
I-	6 ay	20
II-	6 ay	10
III-	12 ay	20
IV-	12 ay	10
V-	12 ay	15

Bir bankada bir yıl boyunca tutulan mevduata ilişkin olarak, yukarıda gösterilen seçeneklerden en yüksek getiriyi sunan hangisidir? Mayıs 2017

- A) II
B) III
C) I
D) IV
E) V

Enflasyon oranının % 20 olduğu bir durumda, nominal değeri 5.000 TL, nominal getiri oranı %30 olan bir tahvilin reel getiri oranı (%) aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2017

- A) 5,5
B) 6,1
C) 8,3
D) 10
E) 12

Borç alan kişi ve kurumların aldıkları borcun anaparasını ve faizini zamanında ödeyebilme kabiliyeti azalır aşağıdakilerden hangisi artar? Kasım 2016

- A) Kredi riski primi
B) Enflasyon riski primi
C) Vade riski primi
D) Kur riski primi
E) Likidite riski primi

Yıllık %8 faiz ödenen bir hesaba 4 yıl boyunca her yıl sonunda 120.000 TL yatırılırsa, 4. yıl sonunda hesapta biriken paranın bugünkü değeri ne olur? Mayıs 2016

- A) 242.830
B) 298.456
C) 397.455
D) 412.247
E) 544.760

Bayan C, 17 yaşındaki çocuğunun 18 yaşına geldiğinde okul masraflarını karşılamak üzere bir bankaya 12 ay süreyle her ay sonu 500 TL yatırmaktadır. Çocuğu 18 yaşına geldiğinde bankada biriken para kaç TL olur? (Aylık faiz oranı % 2) Eylül 2015

- A) 5.288
B) 6.706
C) 7.224
D) 8.618
E) 8.950

Parasını ödünç verenin, ödünç verdiği fonlar karşılığında aldığı finansal varlıkları kolaylıkla nakde dönüştürememesi riski karşılığında istediği faiz oranı bileşeni, aşağıdakilerden hangisidir? Eylül 2015

- A) Geriye ödeyememe riski primi
B) Enflasyon risk primi
C) Kur riski primi
D) Vade riski primi
E) Likidite riski primi

Bir işletmenin elinde, 2 yıl boyunca, her altı ayın sonunda tahsil edeceği ve her birinin tutarı 5.000 TL olan dört alacak senedi vardır. Yıllık % 12 faiz oranı üzerinden, bu senetlerin bugünkü değerlerinin toplamı kaç TL'dir? Eylül 2015

- A) 23.896
B) 21.720
C) 18.565
D) 17.326
E) 16.872

Beş yıl vadeli her yıl sonunda 2.000 TL faiz ödeyen, nominal değeri 30.000 TL olan bir tahvilin, piyasa faiz oranının % 13 olduğu varsayılırsa bugünkü değeri kaç TL olur? Eylül 2015

- A) 26.648
B) 25.867
C) 24.556
D) 23.317
E) 19.320

2 yıl boyunca her 6 ayın sonunda bir bankaya 40.000 TL ödeme yapacak olan bir işletmenin yapacağı toplam ödemelerin bugünkü değeri, yıllık % 10 faiz oranı üzerinden kaç TL'dir? Mart 2015

- A) 112.020
B) 120.568
C) 141.838
D) 146.542
E) 152.046

Üstlenilen riskin karşılığı olarak, risksiz getirinin üzerinde beklenen getiriye ne ad verilir? Mart 2015

- A) Risk primi
B) Vade primi
C) Beklenen getiri
D) Nominal getiri
E) Reel getiri

Süt ve süt ürünleri üretimiyle uğraşan Gülsoy kardeşler, 2012 yılında elde etmiş oldukları 35.000 TL kârı 5 yıl süreyle ve yıllık % 16 faiz oranıyla bankadaki ortak vadeli hesaplarına yatırmaya karar vermişlerdir. 35.000 TL'nin beş yılın sonundaki değeri kaç TL olacaktır? Mart 2015

- A) 63.000
B) 63.372
C) 68.372
D) 73.512
E) 82.512

6. TAHVİL DEĞERLEMESİ

2 SORU

Tahvil ve Özellikleri

- Tahvil, devlet ya da özel sektör tarafından ihraç edilen borçlanma aracıdır.
- Tahvillerin vadesi en az bir yıl olmak zorundadır.
- Tahvilin ihraççısı (tahvili çıkaran şirket veya devlet), tahvili elinde bulunduranlara belirli dönemlerde (örneğin altı ayda bir, üç ayda bir) faiz ödemesi yapar, vade sonunda ise anaparayı geri öder.
- Tahvil devlet tarafından ihraç edilmiş ise devlet tahvili, özel sektör tarafından ihraç edilmiş ise şirket tahvili olarak isimlendirilir.
- **Nominal Değer:** Tahvilin üzerinde yazılı olan değerdir. Tahvilin ihraççısı tarafından vade sonunda tahvili elinde bulunduranlara ödenecek tutardır.
- **Kupon Faiz Oranı:** Tahvil ihraççısı tarafından, tahvilin vadesi süresince yapılacak dönemsel faiz ödemelerinin hesaplanmasına esas teşkil eden orandır.
- **Vade:** Tahvilin vadesidir (bir yıl, iki yıl, beş yıl vb.).
- **Vadeye Kalan Süre:** Tahvilin vadeye kalan süresidir.
- **Piyasa fiyatı:** Tahvilin ikincil piyasada herhangi bir anda işlem gördüğü fiyattır. Eğer bir yatırımcı tahvili ihraç tarihinden sonra satın almak isterse, ikincil piyasada piyasa fiyatından satın alır. Aynı şekilde, herhangi bir yatırımcı daha önce satın aldığı tahvili, vadesini beklemeden, ikincil piyasada piyasa fiyatından satarak nakde dönüştürebilir.

Tahvil Türleri

- ❖ Devlet tahvilleri-Özel sektör tahvilleri
- ❖ Primli veya İskontolu - Başabaş tahviller.
- ❖ İkramiyeli tahviller
- ❖ Nama ve Hamiline yazılı tahviller
- ❖ Paraya çevrilme kolaylığı olan tahviller
- ❖ Garantili ve Garantisiz Tahviller
- ❖ Sabit ve Değişken faizli tahviller
- ❖ Endeksli tahviller (dövizde yada altına indeksli tahviller)

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.

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

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

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

Tahvil Faiz Oranı-Piyasa Faiz Oranı İlişkisi

- 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.

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

i: piyasa faiz oranı

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

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.

Tahvilin Getiri Oranı/Vadeye Kadar Getiri

- **Tahvilin getiri oranı ve vadeye kadar getiri** kavramları birbiriyle ilişkili ama farklı anlamları olan kavramlardır.
- **Tahvilin getiri oranı** yatırılan dönem için hesaplanan ve o dönem için tahvilin sağladığı getiriyi gösterirken, **vadeye kadar getiri** herhangi bir tahvili bugün cari piyasa fiyatı üzerinden satın alan bir yatırımcının bu tahvili vade sonuna kadar yani tahvilin ömrü boyunca elinde tutması durumunda elde edeceği yıllık ortalama getiriyi ifade etmektedir.

▪ Dönemsel Getiri Oranı (Rate of Return)

- Yatırımcıya sağlanan faiz veya kârpayı ile alım-satım fiyatları arasındaki farkın (sermaye kazancı) toplamının, maliyet değerine bölümüdür.

$$r = \frac{C + (P_{t+1} - P_t)}{P_t}$$

▪ Vadeye Kadar Getiri (Yield to Maturity)

- Tahvilin beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini verilen fiyata eşitleyen orandır.

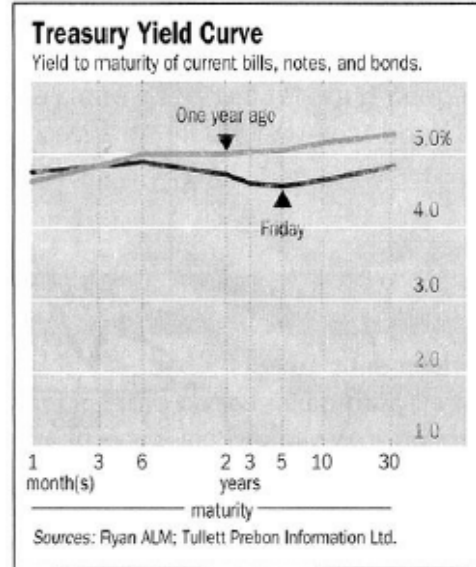
$$P_0 = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n + P_n}{(1+r)^n}$$

Verim Eğrisi

- *Verim eğrisi, belli bir anda tahvilin çeşitli vadeleri ile bu vadelerdeki getirileri arasındaki ilişkinin grafiksel ifadesine verilen isimdir.*
- Dikey ekseninde verim yatay ekseninde ise vadeler yer alır.
- Verim eğrileri; pozitif eğimli verim eğrisi, negatif eğimli verim eğrisi, düz verim eğrisi ve orta vadelerde yüksek verimi ifade eden verim eğrileri olarak sınıflandırılırlar.
- Genelde daha fazla gözlenen bir durum olan verim eğrisinin eğiminin artması durumu, uzun vadede faizlerin (enflasyonun) yükseleceği beklentisini yansıtır.
- Eğimin azalması, diğer bir deyişle pozitif eğimli bir verim eğrisinin düzleşmesi (orijine yakın tarafın yükselip, uzak tarafın düşmesi) ise, yatırımcıların ileride faizlerin düşeceği beklentisi ile mevcut faiz oranlarından daha uzun süre faydalanmak için uzun vadeye yönelmelerini ifade eder.

➤ **Tahvil Getiri (Verim) Eğrisi:** Vadeleri farklı ama Risk, likidite ve vergi özellikleri aynı olan tahvillerin getirilerini gösteren eğri.

- Eğer Tahvil Getiri Eğrisi yukarı eğimli ise uzun vadeli borç faiz oranları, kısa vadeli borç faiz oranlarından fazladır.
- Grafik yatay seyrediyorsa uzun ve kısa vade faizleri aynıdır.
- Eğim aşağıya doğru ise uzun vadeli borç faizleri, kısa vadeli borç faizlerinden azdır.



Cari faiz oranı tahvil kupon faiz oranının altında ise aşağıdakilerden hangisi doğrudur? Mayıs 2016

- A) Tahvil nominal değerden yüksek bir fiyatla satılır.
- B) Tahvil nominal değerinden satılır.
- C) Tahvil nominal değerinden düşük bir fiyatla satılır.
- D) Cari faiz oranı ile tahvilin kupon faiz oranı tahvilin satış fiyatını etkilemez.
- E) Tahvil itfa edilir.

Piyasa faiz haddindeki değişimlere bağlı olarak tahvil fiyatında ortaya çıkan dalgalanmaları ölçmekte kullanılan kavram aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2016

- A) Vade
- B) Kupon faiz oranı
- C) Vadeye kadar getiri
- D) Durasyon (süre)
- E) Tahvilin getiri oranı

Tahvillerle ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Eylül 2015

- A) Tahvil, hisse senedine göre daha riskli bir yatırım aracıdır.
- B) Tahvil yatırımcısı, tahvili çıkaran şirketin alacaklısı konumundadır.
- C) Şirketin tasfiyesi hâlinde, ilk önce tahvil sahiplerinin alacakları ödenir.
- D) Şirket, ihraç ettiği tahviller için ödediği faizleri vergi matrahından düşebilir.
- E) Normal bir tahvil hamili, şirketin aktifi üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir.

Tahvilin çeşitli vadeleri ile bu vadelerdeki getirileri arasındaki ilişkinin belirli bir andaki grafiksel ifadesine ne ad verilir? Eylül 2015

- A) Verim eğrisi
- B) Lorenz eğrisi
- C) Faiz oranı eğrisi
- D) Etkinlik sınırı eğrisi
- E) Menkul kıymet piyasa eğrisi

2 yıl vadeli, altı ayda bir yıllık % 12 oran üzerinden kupon faizi ödeyen, 100 TL nominal değerli bir devlet tahvilinin vadesinin dolmasına tam 1 yıl kalmıştır. Cari faiz oranının % 14 olduğu dikkate alındığında tahvilin bugünkü değeri ne kadardır? (İkinci kupon ödemesi yapılmıştır.) Mart 2015

- A) 92,46
- B) 98,19
- C) 99,50
- D) 100,50
- E) 102,24

7. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

3 SORU

Hisse Senedi ve Özellikleri

- Hisse senedi, ortaklığı temsil eden bir menkul kıymettir.
- Menkul kıymet; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, itibari değeri aynı olan kıymetli evraktır. Hisse senedi de bu tanıma uyan bir menkul kıymettir.
- Hisse senetleri anonim şirketlerce çıkarılan ve söz konusu şirkette ortaklığı temsil eden bir menkul kıymettir.
- Hisse senedinin getirisi, temettü ve sermaye kazancından oluşmaktadır.
- Hisse senedini elinde bulunduran anonim şirket ortaklarının hakları;
 - Kârdan pay alma hakkı
 - Tasfiyeden pay alma hakkı
 - Bedelsiz pay edinme hakkı
 - Yeni pay alma hakkı (rüçhan hakkı)
 - Genel kurula katılma hakkı
 - Oy hakkı
 - İnceleme ve denetleme hakkı

Hisse senetleri ile ilgili temel olarak altı değer mevcuttur. Bunlar;

- **Nominal (itibari) değer:** Hisse senedinin üzerinde yazan değerdir.
- **İhraç değeri:** Hisse senedinin halka arzında (satışında) kullanılan değerdir. Hisse senedi halka arz edildiğinde, hisse senedini satın almak isteyenler ihraç değerini ödeyerek hisse senedine sahip olurlar. İhraç değeri nominal değerinin altında yada üzerinde olabilir.
- **Defter değeri:** Firmanın bilançosunda yer alan öz sermayenin hisse adedine bölünmesi durumunda bulunan değerdir.
- **Tasfiye değeri:** Firmanın, bilançosunun aktif tarafında yer alan tüm varlıklarını satıp pasif tarafında yer alan tüm borçlarını ödemesi durumunda geriye kalan tutarın hisse adedine bölünmesi durumunda bulunan değerdir.
- **Teorik (İçsel) değeri:** Hisse senedi değerlendirme modelleri ya da Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli gibi bir modelle hesaplanan hisse senedi değeridir.
- **Piyasa değeri:** Hisse senedinin borsadaki alım satım fiyatıdır.

Bir firmanın piyasa değeri ile defter değeri arasında pozitif bir fark varsa bunun üç temel sebebi olabilir:

- Birincisi firmanın “know-how farkından dolayı emsal firmalara kıyasla daha fazla kazanma” gücüdür.
- İkincisi, firmanın patent ve lisans hakları gibi maddi olmayan duran varlıklarının değeri ile ilgilidir.
- Üçüncüsü ise firmanın yatırımcı gözünde yarattığı beklenti (firmanın gelecekte daha fazla büyüyeceği ve daha fazla temettü dağıtacağı gibi) ile alakalıdır.

Hisse senedi türleri

- Hamiline ve nama yazılı hisse senetleri
- Adi ve imtiyazlı hisse senetleri
- Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri
- Primli ve primsiz hisse senetleri
- Kurucu ve intifa hisse senetleri

Hisse Senedi Değerlemesi

- Modeller ödenecek kâr payının (temettünün) ileriki dönemlerde nasıl bir artış göstereceğine göre farklı şekillerde ifade edilir. Temettü büyüme modellerinin çeşitleri aşağıda sıralanmıştır.
 - Sıfır büyüme
 - Sabit oranda büyüme
 - Sabit olmayan büyüme

Sıfır büyüme modeli

- Temettüden beklenen büyüme oranının sıfır olduğu durumu ifade eden büyüme modelidir. Bu modelde firmanın sonsuza kadar aynı tutarda kâr payı ödeyeceği, kâr payında ileriki yıllarda herhangi bir artış olmayacağı kabul edilmektedir. Bu durumda hisse senedinin bugünkü teorik fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$P_0 = \frac{D}{(1+k)} + \frac{D}{(1+k)^2} + \frac{D}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D}{(1+k)^\infty}$$

- İşletme sonsuza kadar her yıl sabit bir kâr payı (D) ödemektedir. Finans dilinde bu tür ödemelere devamlı eşit ödeme adı verilir. Devamlı eşit ödemelerin bugünkü değeri aşağıdaki ifade ile hesaplanmaktadır:

$$BDA_{\text{devamlı}} = DT / i$$

- Burada; “BDA” devamlı eşit ödemenin bugünkü değerini, “DT” ödeme tutarını, “i” ise iskonto oranını göstermektedir.
- Bu ifade sıfır büyüme (sabit temettü) modeline uyarlanınca aşağıdaki ifade elde edilir:

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

- Halka açık bir anonim şirket hisse senedi başına her yıl 15 TL tutarında sabit kâr payı (temettü) ödemektedir. Bu temettü tutarının gelecekte değişmesi beklenmemektedir. Hissedarların beklediği getiri oranı % 12 ise, hisse senedinin bugünkü fiyatı ne olmalıdır?

$$P_0 = \frac{D}{k} \quad P_0 = \frac{15}{0,12}$$

$P_0 = 125$ TL olmalıdır.

Sabit oranda büyüme modeli

- Sabit oranda büyüme modeli, temettünün her dönem beklenen bir oranda artmasını ifade etmektedir. Sabit oranda büyüme modelinde, temettüdeki artış oranı her dönem için aynıdır. Temettü büyüme oranını “g” ile gösterirsek, işletmenin hisse başına ödediği temettü her yıl g oranında artmaktadır. Bu durumda hisse senedinin bugün olması gereken değeri (P_0) aşağıdaki şekilde hesaplanır:

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

- Büyüme oranı ile ifade edilmek istenen temettünün (kâr payının) büyüme oranıdır. Başka bir ifadeyle sürdürülebilir büyüme oranıdır. Aynı zamanda temettü büyüme oranı hissedarın beklediği getiri oranından büyük olmamalıdır. Dolayısıyla yukarıda da belirtildiği gibi,
 $k > g$

olmalıdır. Burada D_0 hisse senedi başına ödenmiş en son (şu ana - sıfıncı dönem) ait temettü miktarıdır. Model en son ödenen bu temettü tutarının her yıl g oranında artacağı varsayımına dayanmaktadır.

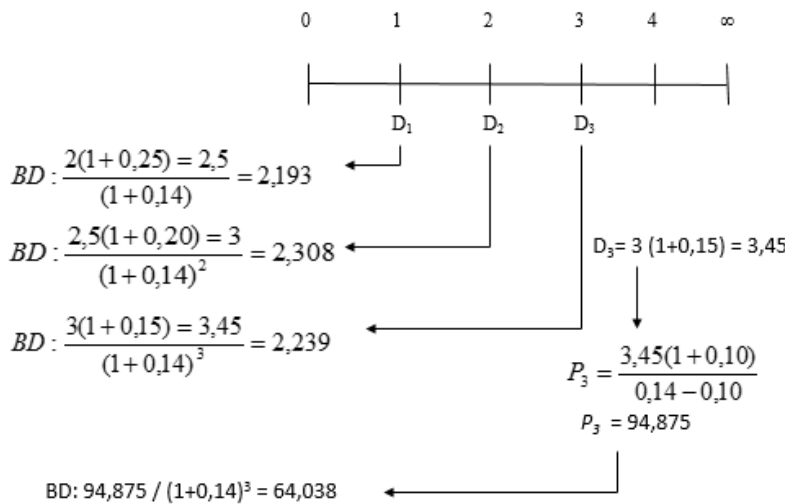
- Halka açık bir anonim şirket hisse başına en son 8 TL tutarında temettü ödemiştir. Temettü büyüme oranı % 7'dir. Hisse senedinden beklenen getiri oranı % 15 ise hisse senedinin olması gereken (teorik) fiyatı nedir?

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \quad P_0 = \frac{8(1+0,07)}{0,15-0,07}$$

$P_0 = 107$ TL olmaktadır.

Sabit olmayan büyüme modeli

- Sabit olmayan büyüme modelinde, hisse başına temettü sabit büyüme modelinde olduğu gibi her yıl aynı oranda artmamaktadır. Bu modelde temettünün büyüme oranı (g) her yıl farklı oranda artabilmektedir.
- Halka açık bir anonim şirketin en son ödediği temettü (D_0) 2 TL'dir. Temettünün önümüzdeki yıl % 25 oranında, ikinci yıl % 20 oranında, üçüncü yıl ise % 15 oranında büyümesi beklenmektedir. Dördüncü yıldan itibaren temettü % 10 oranında sabit büyüme gösterecektir. Yatırımcıların beklenen getiri oranı (k) % 14 ise, bu hisse senedinin bugün olması gereken değeri (P_0) nedir?



$$P_0 = 2,193 + 2,308 + 2,239 + 64,038 = 70,87 \text{ TL.}$$

Etkin Piyasalar Hipotezi

Bu teori genel olarak menkul kıymet fiyatlarının pazara ulaşan tüm bilgileri yansıttığını ortaya koymaktadır.

Hipoteze göre piyasa etkinliği, fiyat uyarlamasının yeni bilgi girişi karşısında hangi hızda ve hangi doğrulukta gerçekleştiğine bağlıdır. Diğer bir ifadeyle piyasaya yeni giren bilgi sonucunda, fiyatlar yeni bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir.

Bu teoriye göre etkin bir piyasada bir yatırımcının anormal getiri sağlaması mümkün değildir.

Piyasa etkinliği bilgi girişinin çeşitlerine göre sınıflandırılmıştır.

Hipotezin en düşük derecesi olan zayıf form piyasa etkinliğinde yatırımcının geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak normalin üstünde getiri elde edemeyeceği varsayılır. Buna göre teknik analiz, zaman serileri ve benzer analizlerin hiçbir yararı yoktur.

Hipotezin ikinci derecesi olan yarı-güçlü forma etkin piyasada yatırımcının, geçmiş fiyatlara ek olarak, kamuya açıklanmış bilgileri kullanarak normalin üstünde getiri sağlayamayacağı varsayılır. Temel analiz, mali tablolar analizi ya da şirketlerle ilgili diğer güncel bilgiler yatırım kararı verilirken dikkate alınmamalıdır.

Hipotezin en yüksek derecesi olan güçlü form etkin piyasada ise yatırımcının, kamuya açıklanmamış özel bilgilerle normalin üstünde getiri sağlayamayacağı varsayılmaktadır. Piyasa kuvvetli formda etkin olursa, o piyasada hiç kimse anormal kazanç elde edemez.

- Kuvvetli formda piyasa etkinliği: Tüm bilgiler fiyatlara yansır.
- Yarı kuvvetli formda piyasa etkinliği: Halka açık tüm bilgiler fiyatlara yansır.
- Zayıf formda piyasa etkinliği: Geçmişteki tüm fiyat hareketleri fiyata yansır.

SORULAR

Bir hisse senedinin cari piyasa değerinin 600 TL, tam bir yıl sonra beklenen kâr payı ödemesinin 40 TL ve yine aynı tarihte hisse senedinin satış fiyatının 680 TL olacağı tahmin edilmektedir. Bu durumda, hisse senedinin beklenen getirisi yüzde (%) kaç olur? Kasım 2017

- A) 18 B) 22 C) 24 D) 20 E) 26

ABC AŞ cari yılda 2.000.000 TL temettü dağıtmıştır. İşletmenin ödeyeceği temettünün her yıl % 3 artacağı tahmin edilmektedir.

Yatırımcıların hisse senedi yatırımından beklediği asgari verimlilik oranı % 23' tür. Buna göre bu adi hisse senedinin bugünkü değeri aşağıdakilerden hangisinde doğru olarak gösterilmiştir? Kasım 2017

- A) 10.300.000 TL B) 9.800.000 TL C) 8.600.000 TL
D) 7.700.000 TL E) 11.500.000 TL

Sabit bir şekilde öz kaynak kârlılığı 0,20 olan ve kârının 0.75' ini dağıtan ABC işletmesinin cari yılda dağıttığı hisse başına kâr payı 10 TL'dir. Yatırımcının beklediği asgari getiri oranı 0,19 olduğuna göre, büyüme oranı da dikkate alınarak hesaplanan hisse senedinin değeri aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2017

- A) 88 B) 93,60 C) 65 D) 75 E) 68,20

Rasyonel yatırımcıların bulunduğu, her türlü bilgiye ulaşılması mümkün olan serbest ve rekabetçi etkin bir piyasada varlıkların değerine ilişkin aşağıdakilerden hangisi doğrudur? Kasım 2017

- A) Varlığın piyasa değeri gerçek değerinden küçüktür.
B) Varlığın defter değeri piyasa değerinden küçüktür.
C) Varlığın defter değeri tasfiye değerinin iki katıdır.
D) Varlığın tasfiye değeri sıfırdır.
E) Varlığın piyasa değeri gerçek değerine eşittir.

Elindeki hisse senedini aldığı bedelden daha yüksek bir bedelle satmak isteyen bir kişinin kazancı hangi tür getiri olarak ifade edilir? Kasım 2017

- A) Faiz B) Sermaye kazancı C) Temettü
D) Kambiyo kazancı E) Vade farkı

Aşağıdakilerden hangisi etkin piyasa hipotezinin varsayımlarından birisi değildir? Kasım 2017

- A) Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcının olması
B) Hiçbir alıcının ve satıcının piyasayı etkileyecek güce sahip olmaması
C) Yatırımcıların bilgilere kolayca ulaşabilmesi
D) Yatırımcıların rasyonel davranmaları
E) Yatırımcıların piyasa ortalamasının üzerinde gelir elde etmesi

Sermayesi 1000 adet adi hisse senedine bölünmüş X AŞ cari yılda toplam 1.000.000 TL temettü dağıtmıştır. İşletmenin ödeyeceği temettünün her yıl % 10 artacağı tahmin edilmektedir. Yatırımcıların hisse senedi yatırımından beklediği asgari verimlilik oranı % 30'dur. Buna göre bu 1000 adet adi hisse senedinin bugünkü değeri aşağıdakilerden hangisinde doğru olarak gösterilmiştir? Mayıs 2017

- A) 3.000.000 TL B) 8.000.000 TL C) 6.500.000 TL
D) 7.500.000 TL E) 5.500.000 TL

Hisse senetleri ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi ya da hangileri doğrudur? Kasım 2016

I) Hisse senedi getirisi kâr payı ve sermaye kazancından oluşmaktadır.

II) Hisse senedi sahibinin rüçhan hakkı olabilir.

III) Bir hisse senedinin piyasa değeri teorik (içsel) değerinden yüksekse satın alınmalıdır.

IV) Hisse senedi sahipleri iflas masasında birinci sırada alacak hakkına sahiptir.

A) Yalnız III

B) II ve III

C) II ve IV

D) I ve II

E) I, II ve IV

K A.Ş.'nin son ödediği (sıfıncı dönemde) temettü 10 TL'dir. Şirket temettülerinin sonsuza kadar % 5 büyüyeceğini beklemektedir. Şirketin hisse senedi borsada 30 TL'den işlem görmektedir. Buna göre hisse senedinin beklenen getiri oranı aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2016

A) %15

B) %20

C) %24

D) %30

E) %40

Firmanın bilançosunun aktif tarafında yer alan tüm varlıklarını satıp pasif tarafında yer alan tüm borçlarını ödemesi durumunda, geriye kalan tutarın hisse adedine bölünmesi ile bulunan değer aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2016

A) Nominal değer

B) İhraç değeri

C) Tasfiye değeri

D) İçsel değer

E) Defter değeri

En son hisse başına 2 TL kar payı ödeyen ve kar paylarının her yıl %10 oranında artması beklenen bir hisse senedinin mevcut fiyatı 9 TL ise, yatırımcının beklediği getiri oranı nedir? Mayıs 2016

A) %32

B) %30

C) %28

D) %26

E) %24

Bir hisse senedi yatırımcısı, bir hisse senedinin geçmiş dönem fiyat hareketlerine bakarak o hisse senedinin geleceğe yönelik fiyat hareketlerini tahmin edebileceğini düşünmektedir. Bu yatırımcı için aşağıdakilerden hangisi söylenebilir? Mayıs 2016

A) Yatırımcı, yatırım kararlarında temel analiz yöntemini kullanmaktadır.

B) Yatırımcı, işlem yaptığı borsanın yarı formda etkin bir piyasa olduğunu düşünmektedir.

C) Yatırımcı, işlem yaptığı borsanın güçlü formda (tam etkin) bir piyasa olduğunu düşünmektedir.

D) Yatırımcı, işlem yaptığı borsanın zayıf formda etkin bir borsa olduğunu düşünmektedir.

E) Yatırımcı, işlem yaptığı borsanın etkin olmayan bir piyasa olduğunu düşünmektedir.

Hisse senedinin sahibine sağladığı nakit akışları aşağıdakilerden hangisinde doğru olarak verilmiştir? Mayıs 2016

A) Kar payı ve anapara

B) Rüçhan hakkı ve anapara

C) Kar payı ve rüçhan hakkı

D) Sermaye kazancı ve kar payı

E) Sermaye kazancı ve anapara

I. Sıfır büyüme

II. Sabit oranda büyüme

III. Sabit olmayan büyüme

IV. Sınırlı büyüme

Yukarıdakilerden hangisi ya da hangileri, hisse senedi değerlendirme yöntemlerinden biri olan temettü büyüme modelleri arasında yer almaz? Mayıs 2016

A) Yalnız I

B) Yalnız IV

C) II ve III

D) I ve IV

E) II, III ve IV

I-Sıfır büyüme

II- Sabit oranda büyüme

III- Sabit olmayan büyüme

IV- Sınırlı büyüme

Yukarıdakilerden hangisi/hangileri hisse senedi değerlendirme yöntemlerinden biri olan temettü büyüme modelleri arasında ver almaz? Eylül 2015

A) Yalnız I

B) Yalnız IV

C) II ve III

D) I ve IV

E) II, III ve IV

Cari yılda hisse başına 0,60 TL temettü dağıtan ve temettü büyüme oranı % 12 olan hisse senedinin iskonto oranı % 15 olduğunda, temettü değerlendirme yaklaşımına göre hisse senedinin mevcut fiyatı kaç TL olmalıdır? Eylül 2015

A) 18,6

B) 20,5

C) 22,4

D) 24,3

E) 26,1

Aşağıdakilerden hangisi pay sahiplerinin kurum üzerinde sahip olduğu haklar kapsamında değerlendirilemez? Mart 2015

A) Oy hakkı

B) Bilgi alma hakkı

C) Kârdan pay alma hakkı

D) Kararları uygulama hakkı

E) Yönetime katılma hakkı

Efe AŞ son temettü dağıtımında hissedarlarına 8 TL temettü ödemiştir. Firma temettülerinin sonsuza dek % 4 büyüyeceğini tahmin etmektedir. Hisse senedinin piyasa değeri 30 TL olduğuna göre hisse senetlerinin firmaya maliyeti ne kadardır? Mart 2015

A) 0,12

B) 0,22

C) 0,32

D) 0,42

E) 0,52

8. SERMAYE BÜTÇELEMESİ

4 SORU

Yatırım kararları modelinin unsurları

- İlk yatırım tutarı
- Projenin hurda değeri
- Net para girişi
- Para akışlarının zamanlaması
- Projenin ömrü
- Projeden beklenen verim oranı

İlk Yatırım

- Bir işletmenin ilgili projeye ayırdığı fonlar olup, yatırım uzunluğu ne olursa olsun, projeden para girişi elde etmeye başlayıncaya kadar geçen sürede meydana gelecek bütün para çıkışlarını içerir.

Hurda Değeri

- Bir yatırımın ekonomik ömrü sonundaki kalıntı değeridir. Hurda değeri, verilecek yatırım kararını etkileyebilecek ölçüde önemli olabilir.

Net Para (Nakit) Girişi

Hurda değeri hariç, projenin faaliyete geçtikten sonra işletmeye ömrü boyunca getireceği para girişlerini ifade eder. Nakit girişi, bilfiil bir nakit girişi şeklinde olabileceği gibi bir gider azalması biçiminde de olabilir. Projenin net nakit girişlerinin belirlenmesinde dikkat edilmesi gereken hususlar şunlardır:

- Gelir, nakit girişi demek değildir. Bilindiği gibi, gelir doğuran olay bir mal ya da hizmetin satışı anında gerçekleşir. Peşin satışlarda nakit girişi hemen, kredili satışlarda nakit girişi alacağın tahsil tarihinde gerçekleşir.
- Nakit girişi, projenin tatbiki halinde sağlanacak olan ek ve net nakit girişidir. Net nakit girişi hesaplamalarında, amortisman giderlerinin nakit çıkışı gerektirmediği, ancak vergileri etkilediği unutulmamalı, ayrıca diğer vergiler de dikkate alınmalıdır.
- Nakit girişlerini hesaplamada, tutarların, vergiden sonraki tutarlar olmasına dikkat edilmelidir.
- Nakit girişi olarak tahmin edilen tutarların, sabit tutar dizisi şeklinde olması zorunlu değildir. Normal olarak, yeni bir ürünün satışları devrinsel bir veri yapısına sahip olup, satışlar ürünün piyasaya ilk sürüldüğü anda çok sınırlı, sonraları artan ve en yüksek düzeye çıkan, daha sonra giderek azalan bir seyir gösterir. Bu devrinsel veri yapısına uygun dalgalanmaların analizlere yansıtılması gerekmektedir.

Para Akışlarının Zamanlaması

- Bir yatırım projesinde para çıkışının projenin başında, hurda değerinin ise projenin ömrü sonunda işletmeye geri döneceği kabul edilir. İşletmenin projeden sağlayacağı diğer para girişlerinin hangi yıllarda olacağını özenle belirlenmesi gerekir.

Örneğin; projenin ilk yıl sağladığı para girişi 10 milyon TL, ikinci yıl sağladığı para girişi 15 milyon TL gibi.

Projenin Ömrü

- Projeler için kabul edilen ömür en az bir yıldır. Ülkemiz koşullarında bir yıldan daha kısa dönemde geri dönecek yatırımlar analiz kapsamı dışında tutulmaktadır.

Projeden Beklenen Verim Oranı

- Bir projenin kârlı olabilmesi projeden beklenen verim oranının işletmenin ortalama sermaye maliyetinden yüksek olmasına bağlıdır. Ülkemiz koşullarında ne yazık ki ortalama sermaye maliyetini hassas biçimde hesaplamak zordur. Ayrıca bu oranın projenin ömrü boyunca değişmediğini varsaymak pek gerçekçi gözükmemektedir. İleride ele alınacağı gibi, belirlilik halinde yatırım projelerinin değerlendirilmesi konusunda bu oranın sabit bir oran olduğu varsayılacaktır. Risk altında yatırım kararlarının ele alınacağı bölümde ise bu varsayım kaldırılacaktır.

Yatırım Kararını Etkileyen Faktörler

- İşletmenin amaçları ve politikaları
- Yönetimin felsefesi
- Ekonomik etkenler
 - Enflasyon
 - Satış tahmini
 - Üretim biçimi
 - Risk ve belirsizlik
 - Zaman
 - Rakiplerin davranışları
 - Potansiyel fonlar
 - Nakit akışı bütçesi
 - Veriler
 - Teşvik tedbirleri
- Ekonomik olmayan faktörler

Sermaye Bütçeleme Yöntemleri

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
 - İskontolandırılmış geri ödeme süresi yöntemi
 - Net Bugünkü Değer Yöntemi
 - Karlılık Endeksi Yöntemi
 - İç Verim(getiri) Oranı Yöntemi
 - Yıllık Eşdeğer Gider 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 yöntemle 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

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 hesaplayınız.

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

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

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 4. yıl 10.000 TL kar beklendiğine göre ortalama getiri oranını hesaplayınız.

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

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

3. İSKONTOLANDIRILMIŞ GERİ ÖDEME SÜRESİ YÖNTEMİ

İskontolandırılmış geri ödeme süresi, yatırımın kendisini finanse etmesi için gereken süreyi paranın zaman değerinin dikkate alarak saptamaya çalışan bir yöntemdir. Bu yöntemde, bir önceki geri ödeme süresi yönteminden farklı olarak, vergiden sonraki yıllık kâr ile amortismanlar toplamı, ilgili döneme ilişkin iskonto tutarına göre indirgenmektedir. Yöntemde, yatırımın yıllar boyunca sağlayacağı net nakit akımlarının her birinin bugünkü (iskonto edilmiş) değerleri,

$$\text{Bugünkü Değer} = \frac{\text{Nakit akımı}}{(1 + i)^n}$$

formülüyle tek tek hesaplanır.

Bu hesaplamaadan sonra, normal geri ödeme süresi yönteminde olduğu gibi, yatırımın iskonto edilmiş geri ödeme süresi elde edilir. Bu yöntemde göre kendisini en kısa zamanda ödeyecek yatırım, riski en az olan yatırımdır. Bir başka deyişle, bu yöntem, yatırımın kendisini amorti edilebilmesi için gerekli olan zamanı daha gerçekçi bir biçimde bulmaktadır.

4. 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 ihtiyacı vardır.

CF = Nakit akışı

C= Yatırım tutarı

k=iskonto oranı

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

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'ini negatif olduğundan proje reddedilir.

5. 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;

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

6. İÇ VERİM ORANI YÖNTEMİ

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 değerlendirirsek;

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

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

7. YILLIK EŞDEĞER GİDER YÖNTEMİ

Aynı hizmeti yada işi görecektir alması (alternatif) teknikler arasında seçim yapılırken, söz konusu yatırım projelerinin giderlerinin bugünkü değerleri karşılaştırılabilir gibi, bu projelerin yıllık eş giderleri de mukayese edilebilir. Bir yatırım projesinin yıllık gideri, işletme giderleri ile yatırım tutarının bir yıla düşen payı toplamına eşittir. İncelenen yöntemde, alması yatırım projeleri arasında yıllık giderler karşılaştırılır ve yıllık gideri en düşük olan proje seçilir. Ancak böyle bir karşılaştırmanın yapılabilmesi için, projelerin tüm giderlerinin, gerek yatırım, gerek işletme giderlerinin, yıllık eş gider şekline dönüştürülmesi gerekir. Projelerin tahmini yıllık işletme giderleri bilindiğine göre, sorun yatırım tutarının, projenin ekonomik ömrü boyunca her yıla düşecek gider payının hesaplanmasıdır. Yatırım tutarının bir yıla düşen gider payı ise, aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$\text{Yatırımın Bir Yıla Düşen Gider Payı} = \text{Yatırım Tutarı} * \frac{i(1+i)^n}{(1+i)^n - 1}$$

Sermaye maliyeti hesaba katılmadığı durumda, bir yatırımın, ömrü boyunca her yıla düşecek gider payı, «yatırım tutarı/yatırımın ekonomik ömrü» şeklinde bulunmaktadır.

Örneğin, A yatırımının yatırım tutarı 1.000.000 TL, yıllık işletme giderleri 5.000 TL'dir. B yatırımının ise yatırım tutarı 500.000 TL, yıllık işletme giderleri ise 40.000 TL'dir. Ekonomik ömürleri ise sırasıyla 50 ve 25 yıl olduğuna göre yıllık eşdeğer gider yöntemine göre hangi projenin seçilmesi gerekir?(Sermaye maliyeti %4)

A yatırımı:

$$\text{Yatırımın Bir Yıla Düşen Gider Payı} = 1.000.000 * \frac{0,04(1 + 0,04)^{50}}{(1 + 0,04)^{50} - 1}$$

$$=46.550$$

Yatırımın Yıllık Eşdeğer Gideri=46.550+5.000=51.550

B yatırımı:

$$\text{Yatırımın Bir Yıla Düşen Gider Payı} = 500.000 * \frac{0,04(1 + 0,04)^{25}}{(1 + 0,04)^{25} - 1}$$

$$=32.000$$

Yatırımın Yıllık Eşdeğer Gideri=32.000+40.000=72.000

Bu durumda yıllık eşdeğeri gideri daha az olan A projesi seçilecektir.

Belirsizlik Koşulları Altında Sermaye Bütçelemesi Yöntemleri

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

Duyarlılık analizi, diğer koşullar sabit kalmak şartıyla, proje nakit akımlarını etkileyecek bir temel değişkende meydana gelen değişime karşılık proje nakit akımlarının net bugünkü değerinin tam olarak ne kadar değiştiğini gösteren bir tekniktir. 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' i 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 farklılaşmasına projenin NBD'inin duyarlılığını inceleyiniz.

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

Olasılık dağılımı yaklaşımında öncelikle projenin sağlayacağı nakit girişlerinin yıllara ilişkin beklenen değerleri, olasılıklarıyla çarpılarak elde edilmelidir. Daha sonra bulunan beklenen değerler risksiz iskonto oranı üzerinden bugünkü değere indirgenerek projenin değerlendirilmesi yapılmaktadır.

Örnek: Yatırım tutarı 100.000, ekonomik ömrü 2 yıl, iskonto oranı %10, projenin yıllara ilişkin nakit girişleri ve bunlara ilişkin olasılıkları aşağıdaki tabloda verilmiştir:

1. Yıl Nakit Akışı	1. Yıl Nakit Akışı Olasılık	2. Yıl Nakit Akışı	2. Yıl Nakit Akışı Olasılık
40.000	%25	50.000	%15
70.000	%20	60.000	%45
90.000	%55	70.000	%40

3. 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.

4. 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 = $\frac{\text{Riskli net nakit girişi}}{\text{Riskli net nakit girişi}}$ 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

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:

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

5. 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.

6. SİMÜLASYON(BENZETİM) TEKNİĞİ

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

7. SENARYO ANALİZİ

Senaryo Analizi, hem ana değişkenlerde meydana gelen değişimlere karşı net bugünkü değer duyarlılığını hem de değişkenin olası değerleri ile ilgili aralığı göz önünde bulunduran bir risk analizi tekniğidir. Nakit girişleri, nakit çıkışları, yatırım tutarı, sermaye maliyeti, hurda değer, ekonomik ömür gibi... çok sayıdaki değişkenin eşzamanlı değişiminin projenin bugünkü değeri üzerindeki etkisini ölçmektedir..

SORULAR

Aşağıda yer alan proje değerlendirme yöntemlerinden hangisi paranın zaman değerini dikkate almamaktadır? Kasım 2017

- A) Geri ödeme süresi
B) Kârlılık endeksi
C) İç kârlılık oranı
D) Net bugünkü değer yöntemi
E) Yıllık eşdeğer gider yöntemi

Aşağıdaki kararlardan hangisi sermaye bütçelemesi kapsamında yer alır? Kasım 2017

- A) Yabancı para mevduatının artırılması
B) Satışlara ilişkin kredi politikasının değiştirilmesi
C) Bono ihraç edilmesi
D) Hisse senedi ihraç edilmesi
E) Uzun vadeli varlık alımı

Sabit yatırım tutarı	15.000.000 TL
Yıllık nakit akış tutarı	5.000.000 TL
Yıllık amortisman tutarı	1.500.000 TL
Yatırımın ekonomik ömrü	10 Yıl

A işletmesi tarafından gerçekleştirilen yatırıma ilişkin veriler yukarıda belirtilmiştir. Yukarıdaki veriler çerçevesinde A işletmesinin gerçekleştirdiği yatırıma ilişkin muhasebe verim oranı (% olarak) aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2017

- A) 23,33
B) 20,50
C) 18,75
D) 30
E) 26,75

Yatırım tutarı	500.000 TL
Ekonomik ömrü	10 Yıl
Yıllık amortisman tutarı	50.000 TL
Yıllık net kar	30.000 TL

Yukarıda bilgileri verilen yatırımın geri ödeme süresi aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2017

- A) 10 Yıl
B) 5,40 Yıl
C) 8 Yıl
D) 6,25 Yıl
E) 3 Yıl

- I. Net bugünkü (şimdiki) değer
II. Karlılık endeksi
III. İç verim oranı yöntemi
IV. Geri ödeme süresi yöntemi
V. Muhasebe verim oranı

Yukarıda belirtilen yatırım projelerini değerlendirme yöntemleri dinamik ve statik yöntemler olarak ikiye ayrılmak istenirse, yukarıda yer alan dinamik yöntemler aşağıdakilerden hanisinde eksiksiz olarak belirtilmiştir? Mayıs 2017

- A) I ve II
B) I, II ve III
C) II ve IV
D) I, II ve V
E) II, IV ve V

Aşağıdakilerden hangisi belirsizlik koşulları altında (riskli ortamda) yatırım projelerini değerlendirme yöntemlerinden biri değildir? Mayıs 2017

- A) Belirlilik eşitliği yöntemi
B) Duyarlılık analizi yöntemi
C) Simülasyon yöntemi
D) Karar ağacı yöntemi
E) Kârlılık endeksi yöntemi

Bir yatırımın maliyeti 300.000 TL, yıllık net nakit akımları 50.000 TL, ekonomik ömrü ise 8 yıldır. Sekizinci yılın sonunda hurda değerinin 70.000 TL olacağı tahmin edilmektedir. Yıllık faiz oranı %14 ise bu yatırımın net bugünkü değeri kaç TL'dir? Kasım 2016

- A) -32.560
B) -42.480
C) -43.518
D) 14.560
E) 25.350

Bir işletmenin finansal yöneticisinin bir proje ile ilgili yatırım değerlendirmesi yaparken aşağıdakilerden hangisini birincil derecede dikkate alması beklenmez? Kasım 2016

- A) Fonlama maliyeti
B) Alternatif yatırım projelerinin kârlılık oranları
C) Enflasyon ve kur beklentileri
D) Oto finansman oranı
E) Stok seviyesi

Aşağıdakilerden hangisi risk (belirsizlik) ortamında reel yatırım projelerinin değerlendirilmesi için kullanılan yöntemlerden biri değildir? Kasım 2016

- A) Simülasyon yöntemi
B) Karar ağacı yöntemi
C) Olasılık dağılımı yöntemi
D) Yıllık eşdeğer gider yöntemi
E) Duyarlılık analizi yöntemi

Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan bir yöntem olup, yatırım projesinin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net nakit akışlarının bugünkü değerini, yatırım maliyetinin bugünkü değerine eşit kılan iskonto oranına ne ad verilir? Kasım 2016

- A) İç verim oranı yöntemi
B) Kârlılık endeksi yöntemi
C) Net bugünkü değer yöntemi
D) Geri ödeme süresi yöntemi
E) İskonto edilmiş geri ödeme süresi yöntemi

Yatırım projelerinin değerlendirilmesi için kullanılan yöntemlerden biri olan geri ödeme süresi yöntemi için aşağıdakilerden hangisi söylenemez? Kasım 2016

- A) Yatırım büyüklüğünü göz ardı etmektedir.
B) Geri ödeme süresinden sonraki nakit akışlarını dikkate almamaktadır.
C) Riski yüksek projelere öncelik vererek proje riskini artırıcı bir etki doğurmaktadır.
D) Likidite sıkıntısı olan işletmelerin, likidite sorunlarını çözmeye yardımcı olur.
E) Paranın zaman değerini göz ardı etmektedir.

Aşağıdakilerden hangisi yatırım kararları modelinin unsurlarından biri değildir? Kasım 2016

- A) İlk yatırım tutarı
B) Fiyat-kazanç oranı
C) Projeden beklenen verim oranı
D) Projenin hurda değeri
E) Para akışlarının zamanlaması

Sermaye bütçelemesinde kullanılan yöntemlere ilişkin aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Mayıs 2016

- A) Karlılık endeksi (fayda-maliyet oranı) yönteminde birden küçük olan projeler reddedilir.
B) İç karlılık oranı yöntemi dinamik bir yöntemdir.
C) Birbirini dışlayan iki proje arasında iç karlılık oranı yüksek olan proje tercih edilir.
D) Karlılık endeksi yönteminde paranın zaman değeri dikkate alınmaz.
E) Geri ödeme süresi yönteminde iki proje arasından geri ödeme süresi kısa olan proje seçilir.

Yatırım tutarı 1.800.000 TL olan bir yatırım projesinden beklenen net nakit girişleri birinci yıl 750.000, ikinci yıl 600.000, üçüncü yıl 500.000 ve dördüncü yıl 450.000'dir. İskonto oranı %15 olduğuna göre, bu yatırımın net bugünkü değeri ne kadardır? Mayıs 2016

- A) -138.225
B) -108.093
C) 12.789
D) 26.984
E) 46.558

Aşağıdakilerden hangisi net bugünkü değer yönteminin üstünlükleri arasında sayılamaz? Mayıs 2016

- A) Karlılık oranını esas alan bir hesaplama sunar.
B) Hesaplaması iç karlılık oranı yöntemine göre daha kolaydır.
C) Dinamik bir yöntemdir.
D) Farklı yatırım proje alternatifleri arasında karşılaştırma yapılmasını sağlar.
E) Tutar olarak firma değerine en fazla katkı yapacak projeyi gösterir.

Aşağıdakilerden hangisi yatırım kararları modelinin unsurlarından biri değildir? Eylül 2015

- A) İlk yatırım tutarı
B) Para akışlarının zamanlaması
C) Projenin hurda değeri
D) Projeden beklenen verim oranı
D) Fiyat-kazanç oranı

I- NBD ve İKO birbirini dışlamayan bağımsız projelerin değerlendirilmesinde aynı yönde (kabul ya da ret) sonuç verir.

II- NBD ve İKO birbirini dışlayan projelerin değerlendirilmesinde çelişkili (kabul ya da ret) sonuçlar verebilir.

III- NBD ve İKO aynı proje değerlendirilmesinde aynı sermaye maliyeti oranını kullanır.

Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılan net bugünkü değer yöntemi (NBD) ve iç kârlılık (verim) oranı yöntemi (İKO) ile ilgili olarak yukarıda yer alan ifadelerden hangisi/ hangileri doğrudur? Eylül 2015

- A) Yalnız I
B) Yalnız II
C) I ve II
D) II ve III
E) I, II ve III

Bir yatırım projesinin ekonomik ömrü 7 yıldır. Yatırımın net nakit girişlerinin ilk üç yıl 300.000 TL, sonraki iki yıl 400.000 TL ve son iki yıl 450.000 TL olması beklenmektedir. Yatırım tutarı 1.500.000 TL olduğuna göre, bu yatırımın geri ödeme süresi kaç yıldır? Eylül 2015

- A) 4
B) 4,5
C) 5
D) 5,5
E) 6

Kârlılık endeksi yöntemi ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Eylül 2015

- A) Kârlılık endeksi paranın zaman değerini dikkate alır.
B) Kârlılık endeksi yatırım proje değerlendirilmesinde kullanılan dinamik yöntemlerden biridir.
C) Kârlılık endeksinin birden büyük olması ilgili yatırım projesinin kabulü için yeterlidir.
D) Kârlılık endeksi yönteminde amaç, fayda-mali- yet oranını en yüksek düzeye çıkarmaktır.
E) Kârlılık endeksi enterpolasyon yöntemi kullanılarak hesaplanır.

Aşağıdakilerden hangisi belirlilik koşulu altında yatırım projelerini değerlendirmede kullanılan yöntemlerden biri değildir? Eylül 2015

- A) Geri ödeme süresi yöntemi
B) Ortalama verimlilik yöntemi
C) Simülasyon (benzetim) tekniği
D) İç kârlılık (verim) oranı yöntemi
E) İskonto edilmiş geri ödeme süresi yöntemi

Toplam yatırım maliyeti 35.000 TL ve ekonomik ömrü 4 yıl olan bir yatırım projesinden beklenen net nakit girişleri şu şekildedir:

1. yıl 10.000 TL, 2. yıl 15.000 TL,
3. yıl 15.000 TL ve 4. yıl 20.000 TL

Yatırım projesinin değerlendirilmesinde kullanılacak iskonto oranı % 15'tir. İskontolandırılmış geri ödeme süresi yöntemine göre, yatırım projesinin geri ödeme süresi kaç yıldır? Mart 2015

- A) 2
B) 2,5
C) 3
D) 3,45
E) 3,75

Bir yatırım projesinin gelecekteki net nakit akışlarının bugünkü değerinin, net nakit çıkışlarının bugünkü değerine bölünmesiyle hesaplanan yöntem aşağıdakilerden hangisidir? Mart 2015

- A) Net Bugünkü Değer Yöntemi
B) İskonto Edilmiş Geri Ödeme Süresi Yöntemi
C) İç Verim Oranı Yöntemi
D) Yıllık Eşdeğer Gider Yöntemi
E) Kârlılık Endeksi Yöntemi

İç verim oranı yöntemi ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi söylenemez? Mart 2015

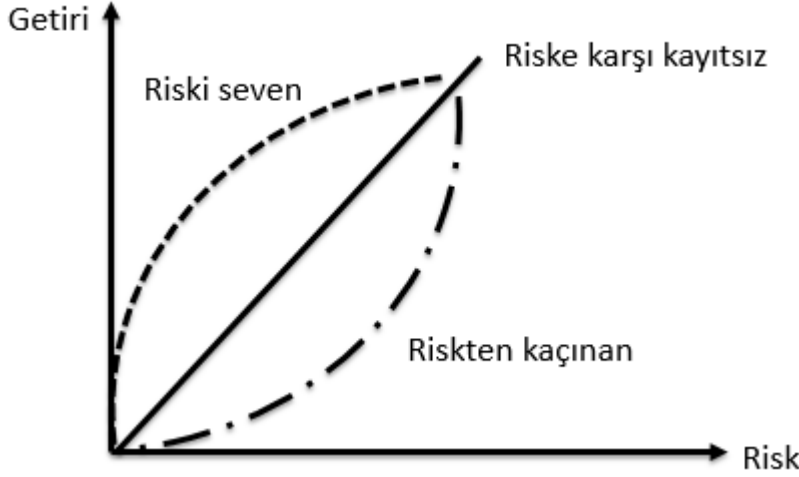
- A) Paranın zaman değerini dikkate almamaktadır.
B) Yatırım tutarının büyüklüğünü dikkate almamaktadır.
C) Sermaye maliyeti oranı bilinmeden hesaplama yapılamamaktadır.
D) Yatırımdan elde edilen gelirlerin iç verim oranı üzerinden tekrar değerlendirileceğini varsayar.
E) Bazı yıllardaki net nakit girişlerinin negatif olması durumunda, birden fazla iç verim oranı hesaplanabilmektedir.

9. PORTFÖY YÖNETİMİ

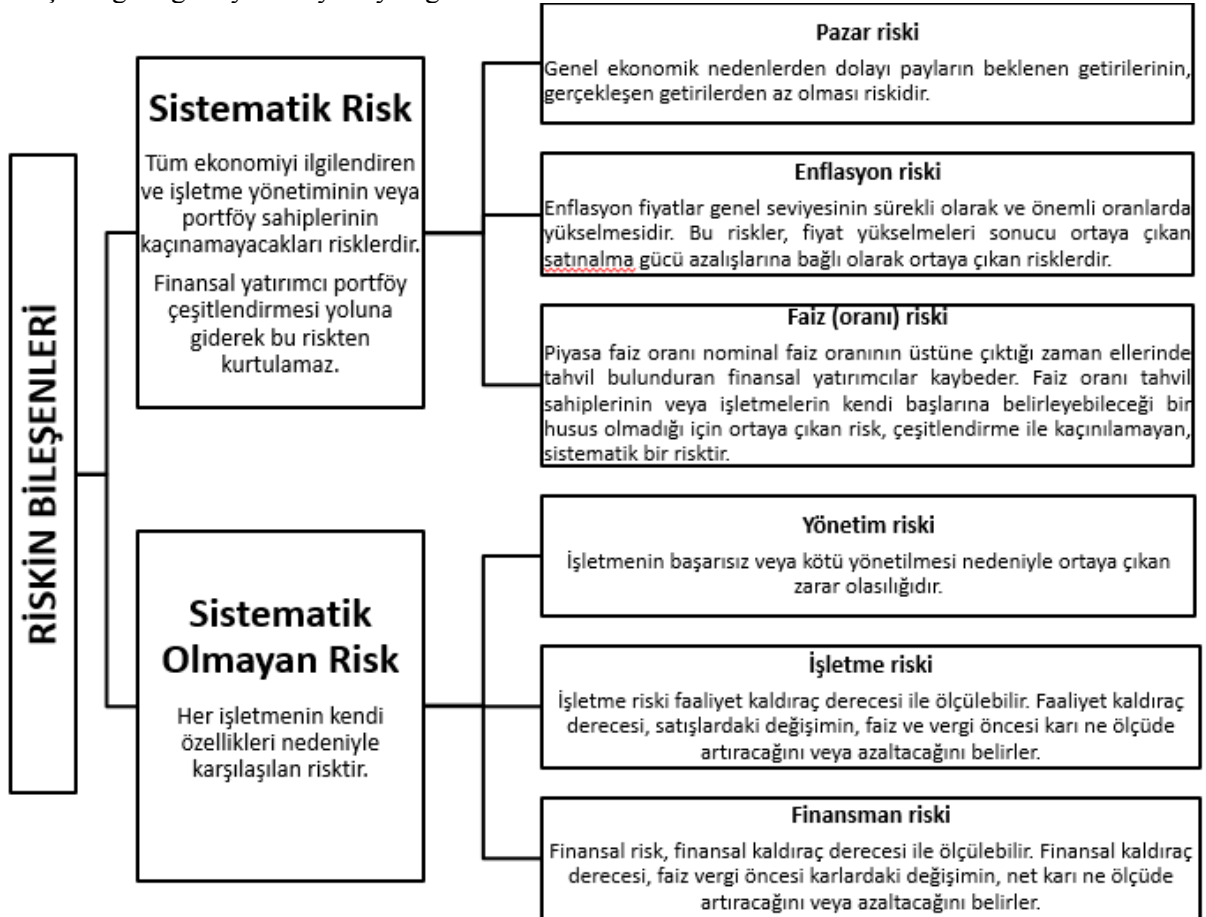
3 SORU

Risk

Portföy yönetiminde risk, portföyün beklenen getirisinin gerçekleşen getirisinden sapma olasılığıdır. Risk ile getiri doğru orantılıdır. Portföyün getirisi arttıkça riski de artar. Yatırımın süresi arttıkça belirsizlik artar, belirsizlik arttıkça risk artar.



Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi riskten kaçınan finansal yatırımcıların getirisi ve serveti arttıkça, bu artış sağladığı doyum veya fayda giderek daha az oranda artmaktadır.



Bir hisse senedinin beklenen getirisi nasıl hesaplanır?

$$\bar{r} = \frac{\sum_1^n r_i}{n}$$

yada

$$\text{olasılıklar söz konusu ise } \bar{r} = \sum_1^n p_i r_i$$

Portföyün beklenen getirisi nasıl hesaplanır?

- Portföyün getirisi, portföye dahil edilen hisse senetlerinin getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır.

$$r_p = W_x r_x + W_y r_y$$

W_x =Hisse senedinin portföydeki ağırlığı

r_x =Hisse senedinin getirisi

Portföyün riski nasıl hesaplanır?

- Portföyün riskinin ölçüsü standart sapmadır. Standart sapma hesaplanabilmesi için varyansın hesaplanması gerekir. Varyans şöyle hesaplanır:

$$\sigma^2 = W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$$

σ_A =Hisse senedinin getirilerinin standart sapması

ρ_{AB} =A ve B hisse senedi arasındaki korelasyon katsayısı

- Eğer menkul kıymet sayısı 2'den fazla olursa portföyün varyansı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\sigma^2 = W_A^2 \sigma_A^2 + W_B^2 \sigma_B^2 + W_C^2 \sigma_C^2 + 2W_A W_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB} + 2W_A W_C \sigma_A \sigma_C \rho_{AC} + 2W_B W_C \sigma_B \sigma_C \rho_{BC}$$

NOT: Portföyü oluşturan hisse senedi sayısı arttıkça, hisse senetleri arası kovaryans sayısı da artacak, varyans eşitliği uzayacaktır.

- Varyans hesaplandıktan sonra standart sapma ise varyansın karekökü olarak hesaplanabilir. Yani;

$$\sigma_P = \sqrt{\sigma^2}$$

NOT: İKİ MENKUL KIYMET ARASINDAKİ KORELASYON KATSAYISI +1 İSE PORTFÖYÜN RİSKİ ÇEŞİTLENDİRME İLE AZALTILAMAZ VE PORTFÖYÜN STANDART SAPMASI, PORTFÖYÜN GETİRİSİNİ HESAPLARKEN KULLANDIĞIMIZ FORMÜLE HESAPLANIR. YANI;

$$\sigma_P = W_1 \sigma_1 + W_2 \sigma_2$$

Korelasyon Katsayısı

İki varlık arasında var olan ilişkiyi belirten bir katsayıdır. +1 ile -1 arasında değer alır. İki varlık arasında +1 korelasyon olduğunda değişkenler tam olarak aynı yönde hareket etmektedirler. -1 korelasyon olduğunda ise tam olarak zıt yönde hareket etmektedirler. Aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$\rho_{AB} = \frac{COV_{AB}}{\sigma_A \sigma_B}$$

Kovaryans

- Kovaryans ise; iki değişkenin birlikte değişiminin yönünü gösterir. $-\infty$ ile $+\infty$ arasında değer alır. Pozitif değer alması aynı yönde, negatif değer alması ters yönde hareket eğilimini ifade eder. Sıfır olması ise menkul kıymet getirileri arasında bir ilişkinin bulunmadığını gösterir. Aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$COV_{AB} = \frac{\sum[(A - \bar{A}) \times (B - \bar{B})]}{n - 1}$$

A: 1. yatırım aracının getirisi

\bar{A} : 1. yatırım aracının beklenen getirisi

B: 2. yatırım aracının getirisi

\bar{B} : 2. yatırım aracının beklenen getirisi

n= dönem sayısı

Olasılık dağılımı söz konusu olduğunda ise aşağıdaki şekilde hesaplanabilir:

$$COV_{AB} = \sum P_i [(A - \bar{A}) \times (B - \bar{B})]$$

Beta Katsayısı

İlgili menkul kıymetin pazara göre riskini gösteren katsayıdır.

$$\beta_A = \frac{Covr_A r_B}{(\sigma_M)^2}$$

- Beta katsayısı bir menkul kıymetin sistematik riskinin ölçüsüdür. Bir başka deyişle, menkul kıymetin performansının, piyasanın ortalama performansı ile olan ilişkisidir. Menkul kıymetin piyasadaki bir birimlik değişime karşılık yaptığı değişimin katsayısıdır. Piyasanın beta katsayısı her zaman için 1 olarak kabul edilir. Teorik olarak da piyasayı oluşturan tüm menkul kıymetlerin beta katsayısı toplamları da 1'e eşit olduğu söylenebilir.
- Bir menkul kıymetin beta katsayısı 3 değişik şekilde yorumlanır.
 - Beta katsayısının 1 olması,
 - Beta katsayısının 1 den yüksek olması,
 - Beta katsayısının 1 den düşük olması.
- Beta Katsayısının 1 Olması: Bir menkul kıymetin beta katsayısının 1 olması, piyasadan ne daha fazla ne de daha az risk içermediğini, piyasa ile aynı riski taşıdığını gösterir. Örneğin, piyasa %5 yükselir veya düşerse, menkul kıymetin de %5 yükseleceği ya da düşeceği beklenir.
- Beta Katsayısının 1 den Yüksek Olması: Bir menkul kıymetin beta katsayısının 1 den yüksek olması, menkul kıymetin fiyatının piyasadan daha fazla yükseleceğini ya da düşeceğini gösterir. Örneğin, beta katsayısı 1.25 olan bir menkul kıymetin fiyatının piyasadan %25 daha fazla yükseleceği ya da düşeceği beklenir. Yani, piyasa %1.00 yükseliyorsa, menkul kıymetin fiyatının %1.25 yükselmesi, piyasa %1.00 düşüyorsa, menkul kıymetin fiyatının da %1.25 düşmesi beklenir.

- Beta Katsayısının 1 den Düşük Olması:

Bir menkul kıymetin beta katsayısının 1 den düşük olması, menkul kıymetin fiyatının piyasadan daha az yükseleceğini ya da düşeceğini gösterir. Örneğin, beta katsayısı 0.80 olan bir menkul kıymetin fiyatının piyasadan %20 daha az yükseleceği ya da düşeceği beklenir. Yani, piyasa %1.00 yükseliyorsa, menkul kıymetin fiyatının %0.80 yükselmesi, piyasa %1.00 düşüyorsa, menkul kıymetin fiyatının da %0.80 düşmesi beklenir.

- Beta katsayısı ile menkul kıymetin volatilitesi arasında yakın bir ilişkinin varlığından sözedilebilir. Beta katsayısı yükseldikçe menkul kıymetin volatilitesi artar. Beta katsayısı 1 den yüksek olan menkul kıymetler beta katsayısı 1 den küçük olan menkul kıymetlere oranla daha çok risk içerirler ve dolayısıyla beta katsayısı 1 den yüksek olan menkul kıymetlerden oluşan portföyün de riski artar. Dolayısıyla yükselen piyasalarda (boğa piyasası - bull market) beta katsayısı 1 den yüksek olan menkul kıymetler piyasadan daha yüksek getiri sağlarken, düşen piyasalarda (ayı piyasası - bear market) da piyasadan daha yüksek bir zarar getirir. Bu sebeple düşen piyasalarda beta katsayısı 1 den düşük olan menkul kıymetler tercih edilir. İdeal bir piyasa fonu veya portföyü oluşturan menkul kıymetlerin toplam betaları da 1 e eşit olması gerekmektedir. Defansif bir portföyün 1 den küçük, agresif olanların ise 1 den büyük bir beta toplamına sahip olması gerektiği yönünde görüşler vardır.

Örnek-Portföy Betası

Menkul Kıymet	Ağırlık	Beta
X	0,30	4,03
Y	0,20	0,84
Z	0,10	1,05
W	0,40	0,59

Alfa Katsayısı

Alfa katsayısı menkul kıymet fiyat hareketinin sistematik olmayan riskini ölçen bir katsayıdır. Sistematik olmayan riski gösteren bir katsayı olmasından dolayı piyasadaki tüm menkul kıymetlerin alfa katsayısı toplamı teorik olarak 0'a eşit olması gerekmektedir.

Değişim Katsayısı

- Bir birimlik getiri için alınan riskin ölçüsüdür. Birden fazla menkul kıymetin beklenen getiri ve risk düzeyleri arasında tercih gerektiğinde kullanılır.

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

formülüyle bulunur.

Değişim katsayısı düşük olan hisse senedi seçilir. Çünkü birim beklenen getiriye ilişkin risk düzeyi(standart sapma) ölçümü yapılır. Değişim katsayısı düşük olan hisse senedinin beklenen getiriye ilişkin riski de daha düşüktür.

Geleneksel portföy yaklaşımı

Geleneksel portföy yaklaşımının amacı, yatırımcılara maksimum faydayı sağlamaktır. Tüketicilerin maksimum faydayı elde edeceği mal ve hizmeti nasıl seçtiği düşünülürse, yatırımcılarında benzer şekilde risk ve getiriye ilişkin fayda tercihlerini maksimum yapan bir portföyü seçebilecekleri kabul edilmektedir. Başka bir ifadeyle, ortaya çıkan risk düzeyine göre yatırımcılar, bekledikleri faydayı maksimum yapmaya çalışırlar.

Geleneksel portföy yaklaşımı, aşırı çeşitlendirmeye önem vermekte, portföye alınacak olan menkul kıymetler arasında olası ilişkileri dikkate almamakta ve menkul kıymet seçiminde sayısal bilgilere yeterince yer vermemektedir. Geleneksel portföy yaklaşımına göre riskin dağıtılması esas amaçtır. Portföyü meydana getiren menkul kıymetlerin getirileri aynı yönde hareket etmeyeceğinden, portföyün riski de tek bir menkul kıymetin riskinden küçük olacaktır. Bu ilkedan hareketle geleneksel portföy yaklaşımı, portföydeki menkul kıymetlerin çeşitlendirilmesine dayanır. Bu yaklaşım “bütün yumurtaları aynı sepete koymamak” şeklinde tanımlanabilir. Bu yaklaşıma göre, aynı endüstri kolunda olmayan işletmelerin menkul kıymetlerinden oluşan bir çeşitlendirmeye gidilmesinin olumlu bir etki yapacağı varsayılmaktadır.

Geleneksel portföy yaklaşımı uygulaması, yatırımcıdan yatırımcıya değişiklik göstermektedir. Bu değişiklik, yatırımcıların sahip olduğu bilgi ve tecrübeye göre farklılık gösterebilmektedir. Geleneksel portföy yaklaşımının amacı, yatırımcının en yüksek faydayı elde etmesini sağlamaktır. Bir başka ifade ile meydana gelen risk seviyesine göre yatırımcı, hedeflediği faydayı maksimum yapmaya çalışmaktadır.

Geleneksel portföy yaklaşımında portföy getirisi, portföy içinde yer alan menkul kıymetlerin kâr payları ve belirli dönemlerde menkul kıymetlerde meydana gelen değer artışı ile ifade edilebilir. Dolayısıyla yatırımcıların sahip oldukları menkul kıymetlerin gelecekteki getirilerini iyi tahmin etmek gerekir. Bunun yanı sıra tahmin edilen bu getirilere göre ortaya çıkabilecek risklerinde hesaplanması gerekir. Portföy oluşturmanın esas amacı riski dağıtmaktır. Portföydeki menkul kıymetlerin getirileri aynı olmayacağı gibi, portföyün toplam riski de tek bir menkul kıymetin riskinden küçük olacaktır. Bu varsayımdan hareketle geleneksel portföy yaklaşımı, portföy içinde yer alan menkul kıymetlerin sayısını arttırmaya çalışmaktadır.

Modern Portföy Teorisi (Markowitz)

Modern portföy teorisi; portföy yatırımlarını, beklenen getiri ve portföydeki varlıkların riskleri açısından analiz eder.

- Bu analizde, finansal araçların arasındaki korelasyon kritik öneme sahiptir.
- Yatırımcı bütün parasını, düşük risk ve düşük beklenen getiriye sahip bir hisse senedine mi yoksa yüksek beklenen getiri ve yüksek riske sahip bir hisseye mi yatırmalı?
- Bunların yerine; yatırımcı parasını iki hisse senedi arasında dağıtabilir. Modern Portföy Teorisi işte bu son noktaya odaklanır. Amaç, portföy riskini azaltmaktır.

Varsayımları

1. Menkul Kıymetler Borsalarında işlem gören menkul kıymetlerin arzında herhangi bir kısıtlama söz konusu değildir. Dolayısıyla yatırımcılar borsada istediği kadar hisse senedi alabilme imkanına sahiptir.
2. Menkul kıymet yatırımcıları, akıllı hareket etmeyi düşünürler. Yani yatırımcının en büyük amacı, elde edebileceği faydayı maksimum yapmaktır. Dolayısıyla, kendi refahlarını arttırmaktır.
3. Menkul kıymet yatırımcıları, yatırım kararı verdiklerinde bunu yatırım yapacakları menkul kıymetlerin beklenen getirisi ve risklerine göre yaparlar. Beklenen getiri ölçüsü olarak portföy içindeki menkul kıymetlerin beklenen getirilerinin ortalamasını, risk ölçüsü olarak da portföy getirilerinin varyansını alırlar. Dolayısıyla yatırımcıların tümü menkul kıymetlerin beklenen getirileri, standart sapmaları ve korelasyonuna ilişkin aynı beklentiye sahiptirler.
4. Menkul kıymet yatırımcılarının hemen hemen tümü, aynı risk düzeyinde daha fazla getiri elde etmeyi tercih ederler.
5. Menkul kıymet yatırımcıları, aynı zaman ufkuna sahiptirler.
6. Menkul kıymet yatırımcıları için sermaye piyasasına ait bilgilere aynı zamanda ulaşmak mümkündür. Çünkü, sermaye piyasası bilgileri süratle ve doğru olarak menkul kıymet fiyatlarına yansımaktadır. Bilgi akışına ait bir kısıtlama yoktur.

Etkin Portföy

- Markowitz'in etkin portföy tanımına göre, belirli bir risk düzeyinde, en yüksek beklenen getiriye sahip portföy, etkin portföydür.
- Buna göre; hiçbir yatırımcı etkin portföy dışında kalacak bir portföy oluşturmamalıdır.

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

- Modern finansın temel taşlarından birisi olarak kabul edilir.
- Çeşitlendirmenin arkasındaki mantığı açıklamak, rekabetçi bir piyasada belirsiz getirilere sahip finansal varlıkların fiyatlandırılmasına teorik bir yapı sağlamak, finansal varlıkların risk primlerindeki farklılıkları açıklamak gibi amaçlarla ortaya çıkmıştır.
- FVFM'ye göre; bir varlığın volatilitesi sistematik risk ve sistematik olmayan risk (spesifik risk) olarak ikiye ayrılır.
- FVFM'ye göre; riskli sevmeyen rasyonel yatırımcılar, çeşitlendirme ile azaltılabilecek bir riske bağlı olmak istemez.
- Bunun yerine; spesifik riski ortadan kaldırmak için portföyü korelasyonu düşük olan varlıklardan oluşturmak isterler.
- Sonuçta; yatırımcılar portföyü oluşturan her bir varlığın toplam volatilitisini önemsememelidir. Onlar için sadece sistematik risk tarafı önemli olmalıdır.
- Yatırımcılar sadece alacakları sistematik risk için ödüllendirilmelidir.
- FVFM'ye göre; beklenen getiriler, piyasa riski yani beta ile direkt olarak ilişkilidir. Buna göre; beklenen getirilerin, toplam risk yani volatilité ile bir ilişkisi yoktur.
- FVFM, getiri-beta ilişkisinde, doğru fiyatlanmış finansal varlıkların ve portföylerin bir doğru üzerinde toplandıklarını söyler. Bu doğruya, Finansal Varlık Pazar Doğrusu adı verilir.

SORULAR

Bir firmanın kendine özgü özelliklerinden ve içinde bulunduğu spesifik şartlarından kaynaklanan riski aşağıdakilerden hangisi belirtmektedir? Kasım 2017

- A) Sistematik risk
B) Politik risk
C) Sistematik olmayan risk
D) Forward risk
E) Yönetim riski

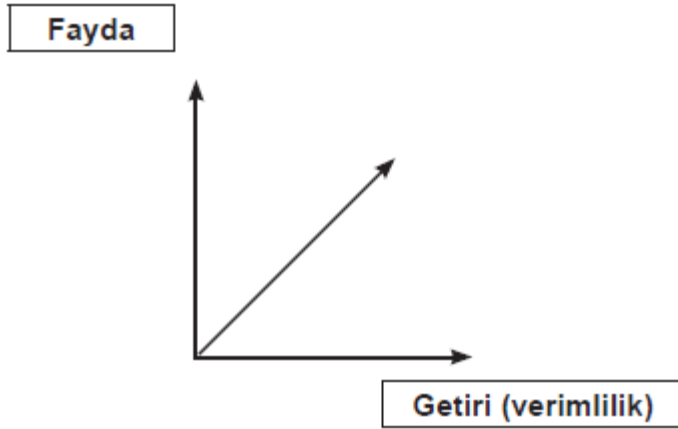
Pazarda menkul kıymetlerin yönü ile firmanın menkul kıymetlerinin yönü aynı ve değişmelerinin derecesi eşit olduğunda Beta (β) katsayısının değeri aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2017

- A) Beta = (1)
B) Beta = (0)
C) Beta = (-1)
D) Beta = (2)
E) Beta = (0,5)

Aşağıdakilerden hangisi sistematik riskin kaynakları arasında yer almamaktadır? Kasım 2017

- A) Kur riski
B) Faiz oranı riski
C) Endüstri riski
D) Politik risk
E) Satın alma gücü riski (enflasyon riski)

Aşağıdaki şekil bir yatırımcının her bir birim ilave getiri karşısında elde edeceği faydayı göstermektedir. Bu şekle göre söz konusu yatırımcının risk karşısındaki davranış biçimi aşağıdaki şıklardan hangisinde doğru olarak gösterilmiştir? Kasım 2017



- A) Risk karşısında kayıtsız yatırımcı
B) Riskten kaçınan yatırımcı
C) Risk arzulayan yatırımcı
D) Genç ve risk isteyen yatırımcı
E) Bilgili ve risk almayan yatırımcı

Yatırım kararlarının alınmasında riskleri, sistematik ve sistematik olmayan riskler olarak iki gruba ayırırsak, aşağıdakilerden hangisi sistematik olmayan riskler arasında yer alır? Mayıs 2017

- A) Enflasyon riski
B) Faiz oranı riski
C) Pazar riski
D) Döviz kuru riski
E) Finansal risk

Yatırım kararları alınırken, yatırımcıların bir birim getiri için ne kadar riske katlandığını gösteren ölçü aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2017

- A) Değişkenlik katsayısı
B) Beklenmeyen getiri
C) Varyans
D) Beklenen getiri
E) Standart sapma

I. Bir kıymetin sistematik olmayan riski β (beta) ile ölçülür.

II. Bir menkul kıymetin beklenen getirisi, risksiz faiz oranına, pazar risk primine ve menkul kıymetin betasına bağlıdır.

III. Bu modele göre menkul kıymetlere yapılan yatırımların tek temel risk kaynağı vardır: sistematik olmayan risk

IV. Sistematik olmayan risk pazar riski olarak da bilinir.

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli için yukarıda belirtilenlerden doğru olanlar aşağıdakilerden hangisinde eksiksiz olarak belirtilmiştir? Mayıs 2017

- A) Yalnız I
B) Yalnız IV
C) Yalnız II
D) Yalnız III
E) III ve IV

Korelasyon katsayısı ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Kasım 2016

- A) Katsayı "+1" veya "-1" e ne kadar yakın ise ilişkinin doğrusallığı o kadar zayıftır.
B) İki değişken arasında mükemmel ve ters yönde bir ilişki varsa korelasyon "-1"dir.
C) İki değişken arasında hiçbir ilişki yoksa korelasyon sıfırdır.
D) İki değişken arasında mükemmel ve aynı yönde bir ilişki varsa korelasyon "+1"dir.
E) Korelasyon katsayısının "-" (eksi) değerli olması, değişkenlerden birinin artarken diğerinin azaldığını göstermektedir.

Geleneksel portföy yaklaşımı ve modern portföy yaklaşımı hakkında aşağıda verilen bilgilerden hangisi doğrudur? Mayıs 2016

- A) Modern portföy yaklaşımında varlıkların getirileri dikkate alınırken, geleneksel portföy yaklaşımında riskler ön plandadır.
B) Modern portföy yaklaşımı belirli koşullarda sistematik olmayan riskin sifira kadar düşürülebileceğini göstermektedir.
C) Modern portföy yaklaşımında çeşitlendirme sadece varlık sayılarının artırılması ile sağlanır, hisse senedi sayısı ne kadar çok olursa portföy riski de o kadar düşük olur.
D) Geleneksel portföy yaklaşımı, modern portföy yaklaşımının aksine, varlık getirilerinin birbiriyle olan ilişkisini de dikkate alır.
E) Her iki yaklaşımda da varlık getirilerinin korelasyon hesaplamaları aranmaz.

A hisse senedinin getirilerinin standart sapması %10, B hisse senedinin getirilerinin standart sapması %12 ve bu iki hisse senedinin getirileri arasındaki kovaryans +0,0024 ise, A ve B hisse senetlerinin getirileri arasındaki korelasyon katsayısı kaçtır? Mayıs 2016

- A) 0,1
B) 0,2
C) 0,22
D) 0,24
E) 0,36

Ekonomik Durum	Olasılık Dağılımı	Getiri
Büyüme	0,25	0,50
Normal	0,50	0,40
Daralma	0,25	0,30

Bir ekonomi; büyüme, normal ve daralma olmak üzere belli bir anda üç durumdan birinde bulunmaktadır. Bu durumların gerçekleşmesine ilişkin olasılık dağılımı ve u dönemlere karşılık gelen B hisse senedi getiri oranları yukarıdaki tabloda verilmiştir. Bu bilgilere göre B hisse senedinin beklenen getirisi nedir? Mayıs 2016

- A) 0,18
B) 0,21
C) 0,32
D) 0,40
E) 0,50

Aşağıdakilerden hangisi getiri ile risk arasındaki ilişkiyi en iyi şekilde belirtir? Eylül 2015

- A) Risksiz yatırım araçlarının bir getirisi yoktur.
B) Getiri ile risk arasında bir ilişki yoktur.
C) Zarar ile risk eş anlamlıdır.
D) Risk arttıkça getiri artar.
E) Risk arttıkça getiri düşer.

10. SERMAYE MALİYETİ

2 SORU

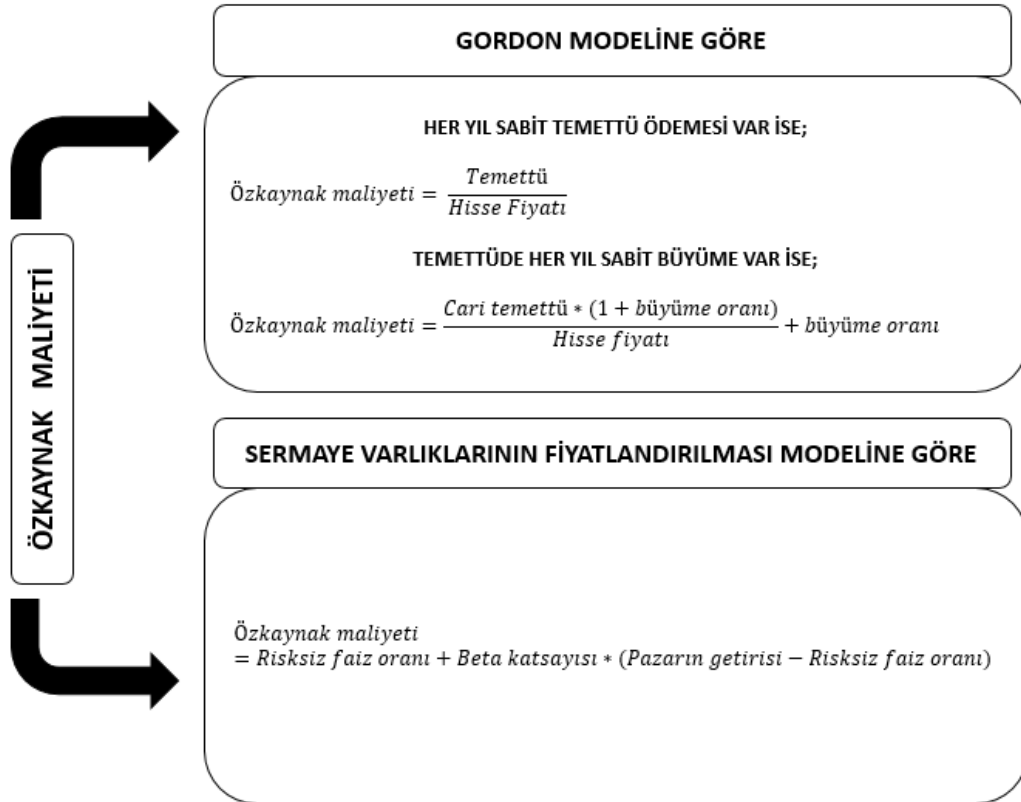
Sermaye maliyeti firmanın kaynak maliyeti anlamında kullanılan bir ifadedir. Diğer bir ifadeyle firmanın sahip olduğu kaynaklarının maliyetidir. Firmanın temelde iki çeşit kaynağı bulunmaktadır. Bunlar **öz kaynaklar** ve **yabancı kaynaklar**dır. Öz kaynaklar ile ifade edilen kısım çoğunlukla hisse senetleri olurken; borçla ifade edilen kısım da çoğunlukla tahvil olmaktadır. Bankadan kullanılan uzun vadeli krediler de yabancı kaynak kapsamında değerlendirilmektedir.

- Bu kaynakları firma için finansman kaynağı olarak ifade ettiğimizde, bu kaynağın maliyeti firmaya sağladığı nakit girişlerinin bugünkü değeri ile muhtemel nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı olarak hesaplanabilir. Hesaplanan iskonto oranı o kaynağın firmaya olan maliyetini ifade etmektedir.

Öz Sermaye Maliyeti

- Öz sermaye maliyeti diğer bir ifadeyle hisse senetlerinin firmaya olan maliyetini ifade etmektedir. Ancak unutulmaması gereken husus bu maliyetin ihraç maliyeti olmadığıdır. Firmanın ihraç etmiş olduğu hisse senetleri ile bu hisse senetlerine yatırım yapan hissedarlar arasında bir beklenti oluşmaktadır. Hissedarın bu hisse senedini almasındaki yegane etken beklediği getiri oranı olmaktadır.
- Hissedar alternatif yatırım araçları olmasına rağmen neden hisse senedine yatırım yapmaktadır? Bu soruya verilebilecek en önemli cevap beklediği getiri oranı olacaktır. O halde hissedar bir hisse senedine yatırım yaparken beklediği risk ile uyumlu olarak belirli bir oranda kazanç elde etmek isteyecektir. Hisse senedinden elde edilebilecek kazançlar ikiye ayrılmaktadır.

$$\text{Hissedarın Beklediği Kazanç} = \text{Temettü Kazancı} + \text{Sermaye Kazancı}$$



Örnek

ABC AŞ'nin hisse senetlerinin cari değeri 30 TL olup, sürekli olarak her yıl 15 TL temettü ödeneceği tahmin edilmektedir. Buna göre hisse senetlerinin firmaya maliyeti nedir?

Örnek

Şirketin hisse senetlerinin cari değeri 20 TL, bu yıl ödenen temettü 8 TL'dir. Temettü ödemelerinin her yıl %6 oranında büyüyeceği tahmin edilmektedir. Hisse senetlerinin firmaya maliyetini hesaplayınız.

Örnek

Bir firmanın beta katsayısı 0,58, risksiz faiz oranı %8, pazarın getiri oranı %20 ise özsermaye maliyetini hesaplayınız.

Borcun Maliyeti

- Firmaların borçlanma kapsamında temelde başvurdukları iki temel kaynak bulunmaktadır. Bunlar, banka kredisi ve tahvil olmaktadır. Borcun maliyeti denildiğinde akla, maruz kalınan faiz oranı gelse de gerçekte bu oran borcun maliyeti değildir.
- Borcun maliyeti, alınan borcun nakit girişlerinin bugünkü değerini ile nakit çıkışlarının bugünkü değerini birbirine eşitleyen iskonto oranıdır.

$$Kredi_{BD} = \sum_{t=1}^n \frac{Taksit_t}{(1 + k_d)^t}$$

- Borcun maliyetini tahvil ihracı sürecinde değerlendirdiğimizde ise, tahvilin vadeye kadarki getirisi borcun maliyetini oluşturmaktadır.

$$Tahvilin_{BD} = \sum_{t=1}^n \frac{Kupon_t}{(1 + k_d)^t} + \frac{Anapara}{(1 + k_d)^n}$$

Örnek

- ABC A.Ş. bankadan 1.000.000 TL tutarlı 10 yıl vadeli kredi kullanmıştır. Bankadan alınan kredinin 10 yıl boyunca ödeneceği yıllık taksitleri 185.000 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre bankadan alınan kredinin firmaya olan maliyetini hesaplamak istediğimizde;

$$1.000.000 TL = \sum_{t=1}^{10} \frac{185.000 TL}{(1 + k_d)^t}$$

$$k_d = 0,13096 = \% 13,1$$

Örnek

- ABC A.Ş.'nin vadesine 5 yıl kalmış nominal değeri 1.000 TL ve % 15 kupon ödemeli tahvili piyasada 950 TL'den işlem gördüğüne göre vadeye kadarki getirisi diğer bir ifadeyle tahvilin firmaya olan maliyeti hesaplanmak istendiğinde;

$$Tahvilin_{BD} = \sum_{t=1}^n \frac{Kupon_t}{(1 + k_d)^t} + \frac{Anapara}{(1 + k_d)^n}$$

$$950 TL = \sum_{t=1}^5 \frac{150 TL}{(1 + k_d)^t} + \frac{1.000 TL}{(1 + k_d)^5}$$

$$k_d = 0,1655 = \% 16,55$$

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, firmaların gerçek sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan yöntemdir. Sadece öz kaynak ya da sadece borç kullanan firma sayısının çok az olduğu düşünüldüğünde kullanılan kaynakların ağırlıklarının da dikkate alınarak hesaplamaya katılması gerekecektir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

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

$$\begin{aligned} & \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} \\ & = \\ & (\text{Borcun maliyeti} * (1 - \text{Vergi oranı}) * \text{Borcun ağırlığı}) \\ & + \\ & (\text{Özkaynak maliyeti} * \text{Özkaynak ağırlığı}) \end{aligned}$$

Örnek

Şirketin kaynak yapısı ve her bir kaynağın işletmeye olan vergi öncesi maliyeti aşağıdaki gibidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplayınız. Vergi oranı %20'dir.

Kaynak Türü	Tutar	Maliyet
Banka kredisi	500.000	%40
Tahvil	500.000	%30
Dağıtılmayan Kar	300.000	%40
Hisse Senedi	700.000	%45
Toplam	2.000.000	

SORULAR

Aşağıdakilerden hangisi işletmenin sermaye maliyetini oluşturan unsurlardan biri değildir? Kasım 2017

- A) Uzun vadeli borçlar
B) Satın alınan menkul kıymetler
C) Dağıtılmayan kârlar
D) İhraç edilen hisse senetleri
E) Tahviller

ABC işletmesinin betası (β) 0.60, risksiz faiz oranı % 11 ve pazar getiri (faiz) oranı % 15'tir. Sermaye varlıklarını fiyatlama yöntemine (CAPM) göre bu işletmenin sermaye maliyeti aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2017

- A) 0.134
B) 0,125
C) 0.232
D) 0.0161
E) 0.153

X Şirketi, 4 yıl vadeli ve %40 faiz oranlı, anapara ödemesi vade sonunda yapılacak şekilde tahvil ihraç etmiştir. Vergi oranı % 20 olduğu durumda tahvil ihracının maliyeti (% olarak) aşağıdakilerden hangisinde gösterilmiştir? Mayıs 2017

- A) 8
B) 16,8
C) 30,8
D) 32
E) 38

X işletmesinin betası (β) 0.80, risksiz faiz oranı %20 ve pazar getiri (faiz) oranı % 30'dur.

Sermaye varlıklarını fiyatlama yöntemine (CAPM) göre bu işletmenin sermaye maliyeti aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2017

- A) 0,22
B) 0.23
C) 0.25
D) 0.28
E) 0.30

Aşağıdakilerden hangisi vergi sonrası borç maliyeti hesaplanmasının mantığını en iyi şekilde açıklar? Kasım 2016

- A) Ödenen faizlerin borcun maliyetinin temelini oluşturması
B) İşletmelerin tabi olduğu yüksek kurumlar vergisi oranı
C) Hisse senedi ihracında vergi alınmaması
D) Ödenen faizlerin vergi tasarruf etkisi yaratması
E) Borçlanmanın özkaynak ile finansmana göre daha sık kullanılması

Finansal varlıkları fiyatlama modeline göre, bir hisse senedinin beklenen getirisi %16, Pazar portföyünün beklenen getirisi %10 ve risksiz faiz oranı %6 ise, söz konusu hisse senedinin beta katsayısı kaçtır? Kasım 2016

- A) 1,5
B) 2
C) 2,5
D) 3
E) 3,5

Aşağıdakilerden hangisi finansal varlıkları fiyatlama modeline göre bir hisse senedinin beklenen getirisini vermektedir? Kasım 2016

- A) Risksiz faiz oranı + Hisse senedinin risk primi
B) Risksiz faiz oranı + Piyasa risk primi
C) Risksiz faiz oranı + Ortalama getiri oranı
D) Risksiz faiz oranı + Cari faiz oranı
E) Risksiz faiz oranı + Kâr payı getirisi

Y A.Ş.'nin özsermayesinin maliyeti 0,20, cari ağırlığı % 70, borcun maliyeti 0,10, borcun cari ağırlığı 0,30 ve vergi oranı da %35'tir. Buna göre firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2016

- A) % 10,95
B) % 14,95
C) % 15,95
D) % 16,95
E) % 17,95

İşlem gördüğü piyasada Kayalı AŞ'nin hisse senedinin betası 1,5 ve pazarın getirisi %13 olarak hesaplanmıştır. Risksiz faiz oranının %5 olması durumunda finansal varlık fiyatlama modeline göre Kayalı AŞ'nin sermaye maliyeti oranı aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2016

- A) %37 B) %27 C) %25 D) %20 E) %17

Hisse senedi maliyetinin, risksiz faiz oranına hisse senedinin risk priminin eklenmesiyle bulunduğu yöntem aşağıdakilerden hangisidir? Eylül 2015

- A) Temettü modeli B) Kâr payı iskonto modeli
C) Gordon büyüme modeli D) Finansal varlıkları fiyatlama modeli
E) Ağırlıklı ortalama sermaye modeli

İşletmenin sermaye yapısının % 60'ı tahvillerden, geriye kalan % 40'ı ise hisse senetlerinden oluşmaktadır. İşletmenin vergi sonrası tahvil maliyeti % 35 ve hisse senedi maliyeti % 40 ise, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti % kaçtır? Eylül 2015

- A) 37 B) 39 C) 40 D) 42 E) 44

BTM şirketinin en son yılda ödediği hisse başına temettü tutarı 2,4 TL'dir. Şirketin yıllık temettü büyüme oranının sürekli olarak % 5 olması beklenmektedir. Şirketin hisse senedi piyasa değeri 16,5 TL olduğuna göre, hisse senedinin sermaye maliyeti oranı aşağıdakilerden hangisidir? Eylül 2015

- A) 0,16 B) 0,18 C) 0,20 D) 0,22 E) 0,24

Beta kat sayısı ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Eylül 2015

- A) Pazar portföyünün betası 1'e eşittir.
B) Beta kat sayısı sistematik riskin bir ölçüsüdür.
C) Hisse senedinin betası, söz konusu hisse senedinin getirisinin pazarın getirisine olan duyarlılığını göstermektedir.
D) Beta kat sayısı, herhangi bir hisse senedinin getirisinin piyasadaki dalgalanmalara karşı duyarlılığının ölçüsüdür.
E) Betası 1'den büyük olan hisse senetlerinin riski ve beklenen getirisi daha düşüktür.

A İşletmesinin mevcut sermaye yapısı; 300.000 TL tutarında tahvilden, 200.000 TL tutarında adi hisse senedinden ve 100.000 TL tutarında imtiyazlı hisse senedinden oluşmaktadır. Tahvillerin vergi sonrası maliyeti % 20, adi hisse senetlerinin maliyeti % 30 ve imtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti % 24'tür. Bu verilere göre, A İşletmesinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti nedir? Mart 2015

- A) 0,22 B) 0,24 C) 0,26 D) 0,28 E) 0,30

Bir firmanın hisse senetlerinin beta kat sayısı 2,5 ve pazar portföyünün beklenen getirisi % 14'tür. Risksiz faiz oranı % 8 ise finansal varlıkları fiyatlama modeline (CAPM) göre hisse senedinin beklenen getirisi yüzde kaçtır? Mart 2015

- A) 28 B) 23 C) 22 D) 18 E) 15

Aşağıdakilerden hangisi işletmenin sermaye maliyetini oluşturan unsurlardan biri değildir? Mart 2015

- A) Uzun vadeli borçlar B) Dağıtılmayan kârlar
C) İhraç edilen hisse senetleri D) Tahviller
E) Satın alınan menkul kıymetler

11. SERMAYE YAPISI

2 SORU

Finansman Yapısı Kavramı

- Bir işletmenin finansal yapısını bilançonun pasifindeki kaynakların bileşimi oluşturur.
- Başka bir ifade ile, bir işletmenin finansal yapısı denildiği zaman, pasifindeki kaynakların yüzde kaçının kısa vadeli borçlar, yüzde kaçının uzun vadeli borçlar, yüzde kaçının ise öz sermayeden oluştuğu ifade edilmektedir.
- İşletmelerin finansal yapılarını bilançolarının aktiflerindeki varlıklarının bileşimi belirler. Genellikle dönen varlıkların kısa vadeli borçlar ve öz sermaye ile, duran varlıkların ise uzun vadeli borçlar ve öz sermaye ile finanse edilmesi istenir.

Sermaye Yapısı Kavramı

- Sermaye yapısı bir işletmenin bilançosunun pasifindeki uzun vadeli borçlar ile özsermayenin bileşimini ifade etmektedir.
- Bilançonun pasif toplamından kısa vadeli borçlar çıkarılınca bulunan tutar devamlı sermaye (uzun vadeli borçlar + öz sermaye) olarak adlandırılır. Sermaye yapısı devamlı sermaye içinde uzun vadeli borçlar ile öz sermayenin oranını belirtir.

Optimal Sermaye Yapısı Kavramı

- İşletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize eden uzun vadeli borç özsermaye bileşimi **optimal sermaye yapısı** olarak ifade edilir.
- Optimal sermaye yapısı ayrıca işletmenin piyasa değerini maksimum yapan sermaye yapısıdır.
- Firma değerlemesi kısmında da gösterileceği üzere, bir işletmenin piyasa değeri işletmenin gelecekte elde edeceği serbest nakit akımlarının (tüm yatırımlar için gerekli olan nakit çıktıktan sonra kalan miktar) ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak iskonto edilen bugünkü değerine eşittir.

$$\text{Piyasa Değeri} = \frac{SNA_1}{(1 + AOSM)} + \frac{SNA_2}{(1 + AOSM)^2} + \frac{SNA_3}{(1 + AOSM)^3} + \dots + \frac{SNA_n}{(1 + AOSM)^n}$$

- Yukarıdaki eşitlikte SNA herhangi bir dönemdeki serbest nakit akımını göstermektedir.
- SNA = Faaliyet kârı – faaliyet kârı üzerinden hesaplanan vergiler + amortismanlar ve nakit çıkışı gerektirmeyen diğer giderler (karşılık giderleri gibi) – ilave net çalışma sermayesi ihtiyacı – sabit sermaye yatırımları
- AOSM ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) paydada yer aldığından bunun alabileceği en düşük (minimum) değerde (paydanın en küçük değeri) işletmenin piyasa değeri maksimum olur.

Sermaye Yapısı Kararlarının Firma Değerine Etkisi İle İlgili Yaklaşımlar

A. Klasik Yaklaşımlar

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

B. Modern yaklaşımlar

1. Statik Dengeleme Teorisi
2. Sinyal Teorisi
3. Finansal Hiyerarşi Teorisi
4. Sermaye Yapısının Paydaş Teorisi

A. KLASİK YAKLAŞIMLAR

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 arttıkça 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.

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.

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 SERMAYE YAPISI adı verilir.

4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modelin Varsayımları

- Firmaların işletme riski, faiz ve vergi öncesi kârlarındaki değişkenliğe göre ölçülmektedir.
- İşletme riski aynı seviyede olan işletmeler aynı risk sınıfında değerlendirilmektedir.
- Tüm yatırımcılar benzer beklentilere sahiptir.
- Yatırımcıların işletmelerin gelecekteki faiz ve vergi öncesi kârları ve bu kârlarının gerçekleşme olasılıkları (riskleri) ile ilgili beklentileri homojendir.
- Menkul kıymetlerin alım ve satımında işlem maliyetleri bulunmamaktadır. Gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcılar şirketlerle aynı faiz oranı üzerinden borçlanabilmektedirler.
- Hem bireyler hem de şirketlerin borçlanma maliyeti risksiz faiz oranıdır. Bireyler ve işletmeler risksiz faiz oranı üzerinden istedikleri miktarda borçlanabilmektedirler.
- Yatırımcılar faiz ve vergi öncesi kârın (FVÖK) gelecekte sabit kalacağını beklemektedirler. Buna göre işletmelerin büyümeyeceği beklenmektedir. Ayrıca firmanın borcu sabit kalmaktadır. Başka bir ifade ile firma borcunu her defasında yenilemektedir. Böyle bir borçlanma genelde tahvil ihracı ile sağlanabilir. Tahvillerin vadesi geldiğinde firma tahvilleri yeniden ihraç ederek borcunu çevirmektedir.
- Firmalar kârlarının tamamını kâr payı olarak öz sermaye sahiplerine dağıtmaktadırlar.
- Sermaye yapısı değiştirilirken işletmenin varlık yapısında bir değişiklik yapılmamaktadır.
- Firma sermaye yapısı içinde borcun oranını artırmak istediğinde tahvil ihraç etmektedir, ancak tahvil ihracından elde edilen nakit firmada kalmamakta veya yatırım yoluyla başka varlıklara dönüşmemektedir. Bu tutar ile firmanın ihraç edilmiş hisse senetleri geri alınmaktadır. Başka bir ifade ile tahvil ihracı ile borç verenlerden elde edilen tutar mevcut hisselerin bir kısmının geri alınması için hissedarlara gitmektedir. Burada sermaye yapısı değiştirilerek (uzun vadeli borç ve öz sermaye bileşimi değiştirilerek) bilançonun pasifinin yapısı değiştirilmektedir, bilançonun aktifinde herhangi bir değişiklik yapılmamaktadır.
- Bu varsayımları gözönüne alarak Modigliani ve Miller iki önerme geliştirmişlerdir. **Birinci önermeye göre; bir firmanın değeri faiz ve vergi öncesi kârının (mevcut varlıklarından elde ettiği kâr) risk sınıfına uygun ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmiş değerine eşittir.**

$$FD_{\text{Borçlu}} = FD_{\text{Borçsuz}} = \frac{FVÖK}{ÖSM_{\text{Borçsuz}}}$$

Yukarıdaki ifadede $FD_{\text{Borçlu}}$ sermaye yapısında borç olan firmanın değerini, $FD_{\text{Borçsuz}}$ ise sermaye yapısında borç olmayan firmanın değerini (sermaye yapısı tamamen öz kaynaklardan oluşan firmanın değerini) göstermektedir. $ÖSM_{\text{Borçsuz}}$ ise sermaye yapısında borç bulunmayan bir firmanın öz sermaye maliyetini göstermektedir.

- Yukarıdaki formülden de görüleceği gibi faiz ve vergi öncesi kârı aynı olan sermaye yapısında borç bulunan bir firmanın değeri ile sermaye yapısında borç bulunmayan bir firmanın değeri birbirine eşittir ve bu değer faiz ve vergi öncesi kârın risk sınıfına uygun ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmiş değerine eşittir.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise, ilgili risk sınıfında sermaye yapısında borç bulunmayan bir firmanın öz sermaye maliyetidir ($ÖSM_{\text{Borçsuz}}$).
- **Vergilerin bulunmadığı bir ortamda ve yukarıdaki varsayımlar altında sermaye yapısını değiştirerek (uzun vadeli borç ve öz kaynak birleşimini değiştirerek) firmanın değerini ve sermaye maliyetini değiştirmek mümkün değildir.**

- Firma daha fazla borçlandığında daha riskli bir duruma gelecektir. Bu durumda öz sermaye sahipleri bekledikleri getiriye artıracaklardır. Bunun sonucunda öz sermaye maliyeti artacak ve borcun sağladığı avantaj ortadan kalkacaktır. **Firma daha fazla borçlanınca sermaye yapısı içindeki borcun oranı artacak (maliyeti daha düşük olan bileşenin oranı artacak) ancak öz sermaye maliyeti de artacağından ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişmeyecektir. Bu da ikinci önermedir.**

$$\ddot{O}SM_{Borçlu} = \ddot{O}SM_{Borçsuz} + (\ddot{O}SM_{Borçsuz} - Maliyet_{Borç}) * \frac{Borç}{\ddot{O}zsermaye}$$

Modigliani ve Miller Modeli (Vergili)

- Modigliani ve Miller daha sonraki çalışmalarında firmaların kurumlar vergisi ödeyeceklerini kabul etmişlerdir. Dolayısıyla ilk çalışmalarındaki sıfır vergi varsayımını kaldırmışlardır. Ancak ilk modeldeki diğer varsayımları korumuşlardır.
- Böyle bir durumda Modigliani ve Miller, firmanın sermaye yapısındaki borç miktarının artırılarak firma değerinin yükseltilebileceği sonucuna varmışlardır. Çünkü borcun maliyeti olan faiz vergiden düşülecek bir giderdir. Dolayısıyla faizin vergi avantajı vardır.

B. MODERN YAKLAŞIMLAR

1. Statik Dengeleme Teorisi

- İşletmelerin borcun vergi avantajı ve iflas maliyetleri arasında seçim yaparak optimal sermaye yapılarını oluşturdukları belirtilmiştir.
- Borç kaynağı kullanımındaki artışlarda ortaya çıkan iflas maliyetlerinin bugünkü değerinin, artış sonucunda borcun sağladığı vergi avantajının bugünkü değerini aştığı noktaya kadar işletmenin borç finansmanını kullanmasının uygun olacağı statik dengeleme teorisi ile açıklanmıştır.
- İşletme, borç finansmanını vergi avantajı sağladığı için kullanır. Düşük borç düzeylerinde iflas olasılığı azdır. Bu nedenle borçlanmanın sağladığı fayda maliyetinden daha fazladır. Yüksek borç düzeylerinde ise iflas maliyetleri borç finansmanının sağlayacağı vergi avantajını aşabilir.
- Teoride ileri sürülen maliyeti ya da riski düşürme konusundaki tercihin, sermaye yapısı kararlarını belirleyeceğidir.

2. Sinyal Teorisi

- İşletme yönetimi ve piyasa arasında bilgi asimetrisi olduğunu varsaymaktadır.
- Teoriye göre yöneticiler işletmenin karlılığı ve riski hakkında bilgi iletmek için sermaye yapılarını değiştirir.
- Yöneticilere yapılan ödemeler işletme değerine bağlı olarak değişiklik gösterir. Yöneticiler de kendilerine yapılacak ödemeleri garanti altına almak için şirket eksik değerlendirildiği zaman piyasayı bilgilendirme yönünde bir davranış oluşur. Bilgilendirme doğrudan şirketin eksik değerlendirildiğini ilan etmek yoluyla yapılırsa inanılabilirliği konusu şüpheli olacaktır. Bu yüzden sermaye yapısı kararları ile piyasaya sinyaller gönderilir.
- Sermaye yapısı içerisindeki borç kaynağının artırılması iflas olasılığını artırır, ancak yöneticilerin böyle bir karar alması işletmeye olan güveni gösterir. Bu durum piyasa tarafından işletmenin aslında hisse senedi fiyatlarının yansıttığı değerden daha iyi olduğu algılamasına yol açar. **Kaldırıcın artırılması pozitif sinyal gönderir. Borç finansmanının pozitif sinyal olarak algılanması sermaye yapısı kararlarının zamanlamasına bağlı olarak da açıklanabilir.**
- İşletmelerde hisse senedi fiyatları yükseldiği zamanlarda öz kaynak finansmanını sağlamak avantajlı olduğu gibi, işletmelerin hisse senetlerinin düşük fiyatlı olduğu zamanlarda borç finansmanı tercih edilmesi uygun olur. Piyasa, yöneticilerin uyguladığı bu zamanlama davranışını bildiği için sermaye yapısında borç kullanımı yönünde bir değişiklik olduğunda hisse senedinin fiyatının düşük olduğu düşünülür. Hisse senedi fiyatının düşük olması ileride değerlendirileceğini gösterdiğinden piyasaya şirket hakkında olumlu sinyal gönderir.

3. Finansal Hiyerarşi Teorisi

- İşletmelerde kaynak ihtiyacının karşılanmasında sermaye bileşenleri arasında öncelikli tercihler yapıldığı bu teori ile açıklanmaktadır.
- Tercihler işletme yöneticileri ve piyasa arasındaki bilgi asimetrisinden kaynaklanmaktadır.
- İşletme öncelikle yatırım fırsatlarına göre kar dağıtım oranlarını oluşturarak ve gerektiğinde nakit varlıklarını kullanarak içsel fonlardan yararlanır.
- İçsel fonlar yeterli gelmediğinde dış finansman kullanımının zorunlu olduğu durumda öncelikle en az riskli borç kaynaklarından, daha sonra riskli borç kaynaklarında ve melez enstrümanlardan yararlanılır.
- En son tercih ise hisse senedi ihracıdır.
- Teoriye göre, sermaye yapısında uygulanan hiyerarşinin nedeni işletmedeki borç alma kapasitesini sınırlamama, dış etkilere bağlılığı azaltma, çıkarım maliyetlerine katlanmama ve piyasaya olumsuz sinyal yollamama istekleridir.

4. Sermaye Yapısının Paydaş Teorisi

- İşletmenin paydaşlarıyla etkileşiminin de optimal sermaye yapısı üzerinde önemli bir etken olduğu bu teori ile açıklanır.
- Paydaş kapsamında işletmeye kaynak sağlayanların dışında müşteriler, tedarikçiler, çalışanlar ve işletmenin faaliyette bulunduğu toplum yer almaktadır.
- Eğer işletme finansal yönden sıkıntı içerisinde ise paydaşlar işletme ile birlikte iş yapma konusunda gönülsüz davranma eğilimindedir.
- İflas durumu söz konusu olmasa dahi borcun işletme karlılığı üzerinde olumsuz etkisi olacaktır.
- Borçluluğu yüksek işletmelerde çalışanların gelişimi için kaynak ayrılmada sıkıntı yaşanacağı düşünülmesi, nitelikli işgücünün işletmeye çekilememesine neden olur.
- Çalışanların kaldıraçlı sermaye yapısına sahip işletmelerde çalışmak istememelerinin diğer bir nedeni de konjonktür dalgalanmalarında borç oranları yüksek işletmelerde daha çok işten çıkartmalar görülmesidir.
- İşletme uygun ve istediği miktarda borç bulabilse de paydaşlarıyla olan ilişkilerini korumak amacıyla sermaye yapısını oluşturur.

SORULAR

ABC şirketinin finans yöneticisi; borcun ve öz kaynağın maliyetinin farklı borçlanma düzeylerinde değişmediğini, borç maliyetinin özsermaye maliyetinden düşük olduğunu; dolayısıyla sermaye yapısında ne kadar fazla borca yer verilirse ortalama sermaye maliyeti düşeceği için işletmenin değerinin de o ölçüde artacağını belirtmektedir.

Söz konusu finans yöneticisinin sermaye yapısının belirlenmesiyle ilgili düşünceleri aşağıdaki finans yaklaşımlarından hangisini yansıtmaktadır? Kasım 2017

- A) Sermaye piyasasının etkinliği yaklaşımı
B) Paranın zaman değeri yaklaşımı
C) Net faaliyet geliri yaklaşımı
D) Net gelir yaklaşımı
E) Modigliani-Miller yaklaşımı

“Optimal sermaye yapısının belirlenmesine ilişkin yaklaşımlardan göre, optimum bir sermaye yapısı bulunmakta ve firma kaldıraç etkisi ile pazar değerini artırabilmektedir. Borçlanmak suretiyle işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirli bir noktaya kadar düşürülebilir ve firmanın değeri artırılabilir. Ancak bu noktadan sonra borçlanmaya devam edilmesi halinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti artmakta ve firma değeri de azalmaktadır”

Sermaye yapısı teorileri uyarınca, yukarıda boş bırakılan yere aşağıdakilerden hangisi getirilmelidir? Mayıs 2017

- A) Tümlleştirme yaklaşımına
B) Geleneksel yaklaşıma
C) Net gelir yaklaşımına
D) Net faaliyet geliri yaklaşımına
E) Netleştirme yaklaşımına

Optimal sermaye yapısının belirlenmesine ilişkin yaklaşımlardan Modigliani-Miller Yaklaşımına göre aşağıdakilerden hangisi işletmenin değerini belirleyen temel etmenlerden biridir? Mayıs 2017

- A) İşletmenin sermaye yapısı
B) Piyasanın sermaye yapısı
C) İşletmenin elde ettiği kar
D) İşletmenin özkaynak maliyeti
E) İşletmenin borçlanma maliyeti

Aşağıdakilerden hangisi sermaye yapısı yaklaşımlarından birisidir? Kasım 2016

- A) Eldeki kuş yaklaşımı
B) Arbitraj fiyatlama yaklaşımı
C) Net gelir yaklaşımı
D) Etkin sınır yaklaşımı
E) Rasgele yürüyüş yaklaşımı

Borçlanmaya bağlı olarak faiz ödemelerinin neden olduğu vergi tasarrufu ile artan mali başarısızlık ve temsilcilik maliyetlerinin optimizasyonunun gerektiğini ifade eden sermaye yapısı teorisi aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2016

- A) Modigliani ve Miller Modeli (vergisiz)
B) Modigliani ve Miller Modeli (vergili)
C) Dengeleme Teorisi
D) Finansman Hiyerarşisi Teorisi
E) Bilgi İçeriği Teorisi

Optimal sermaye yapısı ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi daha doğrudur? Mayıs 2016

- A) Sadece kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluşan sermaye yapısıdır.
B) Özsermaye maliyetini minimize eden kısa vadeli yabancı kaynaklar-özsermaye bileşimidir.
C) Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize eden uzun vadeli yabancı kaynak-özsermaye bileşimidir.
D) Sadece özsermayeden oluşan sermaye yapısıdır.
E) Piyasa değerini maksimum yapan dönen varlıklar-duran varlıklar bileşimidir.

Bir işletmenin gelecek yıla ilişkin beklenen faaliyet karı (faiz ve vergi öncesi kar) 250.000 TL, kurumlar vergisi oranı %20, yıllık amortisman tutarı 50.000 TL, net işletme sermayesi ihtiyacındaki artış 5.000 TL ve net sabit yatırım tutarı 30.000 TL ise, gelecek yıl beklenen serbest nakit akışı kaç TL'dir? Mayıs 2016

- A) 185.000
B) 200.000
C) 215.000
D) 285.000
E) 335.000

I. Dağıtılmamış karlar

II. Borçlanma

III. Hisse senedi ihracı

Finansman hiyerarşisi teorisinin getirdiği açıklamalar çerçevesinde, bir işletmenin yukarıda verilen farklı finansman imkanları arasında yapacağı öncelik sıralaması aşağıdakilerin hangisinde doğru olarak verilmiştir? Mayıs 2016

A) I, II, III

B) II, I, III

C) III, II, I

D) I, III, II

E) III, I, II

I. Hisse senedi beta katsayısının yükselmesi özsermaye maliyetinin yükselmesine neden olur.

II. Şirketin artan borç düzeyi, özkaynak maliyetinin artmasına neden olabilir.

III. Hissedarlardan sağlanan fonların maliyeti, yabancı fonların maliyetinden çok daha düşüktür.

Yukarıdaki ifadelerden hangisi ya da hangileri doğrudur? Mayıs 2016

A) Yalnız I

B) Yalnız II

C) I, II ve III

D) II ve III

E) I ve II

I- Yatırımcılar ile şirket yöneticileri, şirket ile ilgili aynı düzeyde bilgiye sahiptirler.

II Yöneticiler, şirketin kârlılığı, gelişme fırsatları ve karşılaşılabileceği risklerle ilgili olarak yatırımcılara kıyasla daha gerçekçi bilgiye sahiptirler.

III- Yatırımcılar, şirketin mevcut durumu ve geleceği ile ilgili olarak yöneticilere kıyasla daha fazla bilgiye sahiptirler.

Asimetrik bilgi kavramı çerçevesinde yukarıdaki ifadelerden hangisi/hangileri doğrudur? Eylül 2015

A) Yalnız I

B) Yalnız II

C) Yalnız III

D) I ve II

E) I, II ve III

Faizin vergi avantajı ile mali başarısızlık ve temsilcilik maliyetlerinin (vekâlet maliyetinin) dengelenmesi gerektiğini ileri süren teori aşağıdakilerden hangisidir? Eylül 2015

A) İlişkisizlik Teorisi

B) Dengeleme Teorisi

C) Eldeki Kuş Teorisi

D) Vergi Farklılığı Teorisi

E) Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Optimal sermaye yapısı ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi daha doğrudur? Mart 2015

A) Sadece özsermayeden oluşan sermaye yapısıdır.

B) Piyasa değerini maksimum yapan dönen varlıklar - duran varlıklar bileşimidir.

C) Sadece kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluşan sermaye yapısıdır.

D) Özsermaye maliyetini minimize eden kısa vadeli yabancı kaynaklar - özsermaye bileşimidir.

E) Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimize eden uzun vadeli yabancı kaynak - özsermaye bileşimidir.

Modigliani ve Miller'in sermaye yapısı ile ilgili çalışmalarında yaptıkları varsayımlar ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi yanlıştır? Mart 2015

A) Firmaların işletme riski, faiz ve vergi öncesi kârlarındaki değişkenliğe göre ölçülmektedir.

B) Yatırımcıların işletmelerin gelecekteki faiz ve vergi öncesi kârları ve bu kârlarının gerçekleşme olasılıkları ile ilgili beklentileri heterojendir.

C) Tüm menkul kıymetler pürüzsüz piyasalarda işlem görmektedir.

D) Bireyler ve işletmeler risksiz faiz oranı üzerinden istedikleri miktarda borçlanabilmektedirler.

E) Yatırımcılar faiz ve vergi öncesi kârın gelecekte sabit kalacağını beklemektedirler.

Finansman hiyerarşisi teorisinin temelinde aşağıdakilerden hangisi yer almaktadır? Mart 2015

A) Kurumlar vergisi

B) Faizin vergi avantajı

C) Asimetrik bilgi

D) Mali başarısızlık maliyetleri

E) Temsilcilik maliyetleri

12. FİNANSMAN KAYNAKLARI

1. KISA SÜRELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI
2. ORTA SÜRELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI
3. UZUN SÜRELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI
4. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN KAYNAKLARI

1. Kısa Süreli Finansman Kaynakları

1. Ticari krediler (satıcı kredileri)
2. Banka kredileri
3. Finansman bonoları
4. Factoring
5. Menkulleştirme (VDMK)
6. Geri satın alma anlaşmaları (Repo)
7. Diğer kısa süreli finansman kaynakları

1. Ticari Krediler (Satıcı Kredileri)

Genellikle firmalar hammadde, malzeme yada mal alışlarının önemli bir bölümünü satıcı firmalardan kredili olarak yaparlar.

2. Banka kredileri

1. Nakdi krediler

- Spot krediler
- İştira-iskonto kredileri
- Rotatif nakit krediler
- Prefinansman kredisi
- Döviz kredileri ve dövize endeksli krediler
- Eximbank kredileri

2. Gayri nakdi krediler

- Teminat mektupları
- Kabul kredisi (Banka kabulleri)
- Referans mektupları

1. Nakdi krediler

Belirli bir vade sonunda faizi ile birlikte geri alınmak üzere tüzel ve gerçek kişilere bankalar tarafından kullanılan kredilerdir.

Spot kredi

Firmaların kısa süreli nakit ihtiyaçlarını karşılamak için aldığı, **vadesi geldiğinde tek seferde** ödemesi yapılan kredilerdir. Spot kredilerde müşteri istese de ara ödeme yapamaz. **Spot kredilerin tutarı, uygulanacak faiz oranı ve vadesi, kredinin kullanıldığı tarihteki piyasa koşulları ve firma ile yapılan görüşmeler sonucunda saptanır ve kredinin süresi boyunca değişmez.** Faiz oranının hesap açıldığında sabitlenmesi ile vade sonunda ödenecek faiz tutarı belli olduğu için nakit yönetimine yardımcı olur.

İştira-iskonto kredileri

Ticari işlemlerden doğmuş olan ve henüz vadesi gelmemiş ticari senetlerin nakde dönüşmesini sağlayan kredi türüdür. **Ticari senedin ödeme yerinin belediye sınırları dahilinde olması durumunda "İskonto Kredisi" olarak; ticari senedin ödeme yerinin belediye sınırları dışında olması durumunda "İştira Kredisi" olarak kullanılır.** Senet portföyü yüksek hacimli olan ve nakit döngüsü yoğun firmalarda, kısa vadeli nakit ihtiyaçlarının giderilmesinde kolaylık ve esneklik sağlayan kredi türüdür. **Vade tarihine kadar olan süreye tekabül eden faiz, komisyon ve bunlar üzerinden KKDF, BSMV gibi yasal kesintilerin düşülmesinden sonra kalan bakiyenin ödenmesine imkan veren nakdi bir kredidir.**

Rotatif nakit krediler

Belirlenen vade ve limit içinde kalınmak şartıyla firmanın, imza ve/veya nakit karşılığında, istenen zaman ve miktarda para çekmesine, istendiği zaman ise krediyi kısmen veya tamamen kapatmasına olanak veren avans niteliğindeki (borçlu cari hesap şeklinde çalışan) kredi türüdür. **Vadesinden önce kapatılabilme özelliği, firmalara likidite kolaylığı sağlar ve finansman giderlerini azaltır.**

Prefinansman kredisi

İşletme veya onun adına hareket eden bankanın yurtdışından sağladığı döviz kredilerinin vadeleri sonunda tekrar döviz olarak geri ödenebilmesi için bankanın verdiği bir garanti olarak tanımlanabilir.

Bu kredilerin vadeleri genellikle en fazla 1 yıl olarak uygulanır.

Prefinansman kredileri, ihracat ve döviz kazandırıcı faaliyetlerle ilgili mal ve hizmet alımının finansmanında kullanılmak üzere, firmalarca bizzat yurt dışındaki alıcıdan veya uluslararası piyasalardan sağlanarak, Türkiye'deki bankalar veya özel finans kurumları aracılığıyla yurda getirilerek alış yapılması suretiyle kullanılır.

Döviz kredileri ve dövize endeksli krediler

Döviz Kredisi: İhracatı olmayan veya ihracat taahhüdü olmadan kredi kullanmak isteyen firmalara, bir yıldan uzun vadeli olarak kullanılan kredilerdir.

Dövize Endeksli Kredi (DEK): Döviz Kredisi kullanamayan ancak dövize endeksli ve/veya döviz cinsinden gelir elde etme kapasitesi olan firmalara, her türlü ticari faaliyetlerinin finansmanı amacıyla kullanılan kredilerdir. Dövize Endeksli Krediler, bir firma lehine tespit edilen kredinin belli bir döviz cinsine endekslenerek, firmalara bu limit dahilinde ödeme tarihindeki banka döviz alış kurları üzerinden TL olarak ödendiği kredilerdir.

Eximbank kredileri

İhracatın geliştirilmesi ve ihracatçıya daha düşük maliyetli fon kaynağı sağlanması amacıyla Eximbank tarafından hazırlanan çeşitli kredi paketleri bankalar aracılığı ile ihracatçılara, ihracat taahhüdü karşılığında kullanılır.

2. Gayri Nakdi krediler

Herhangi bir işin yapılmasını, mal teslimini veya borç ödemesini taahhüt eden işletmelerin, bu taahhütlerini kararlaştırılan koşullara uygun olarak yerine getireceklerini veya borçlandıkları paraları vadelerinde ödeyeceklerini güvenceye almak üzere, bankaca karşı tarafa hitaben taahhütte bulunması, garanti verilmesi tarzında kullanılan parasal olmayan kredilerdir.

Teminat mektupları

Borçlunun alacaklıya karşı üstlendiği yükümlülüğün yerine getirilmesini garanti etmek üzere, ticari bankalar tarafından alacaklıya hitaben düzenlenen bir taahhüttür.

Kabul kredisi (Banka kabulleri)

Kabul kredisi bir ithalat kredisi niteliği taşımakla birlikte, işlemde ihracatçı tarafından ithalatçı üzerine çekilen bir poliçe söz konusudur.

satıcı mal bedelinin ödenmesini garantilemek için ithalatçının bankasının poliçeyi kabul etmesini ister. Poliçenin banka tarafından kabul edilmesi ve vadesinde ödemenin garantisi krediyi oluşturur.

Kabul kredisi, döviz darlığı çekilen dönemlerde, bankaların özellikle dış ticaretin finansmanı için ithalatçı firmalara açtıkları bir kredi türüdür. Banka parasal ödeme yerine, belirli bir limite kadar müşteri tarafından çekilecek poliçeleri, kabulüne ilişkin bir açıklama yazarak, itibarını lehdarın emrine sunar.

İç ilişkiye göre poliçenin ödeme yükümlülüğü müşteriye, üçüncü kişiler karşısında ise bu yük gereğinde bankaya aittir.

Referans mektupları

Referans Mektupları genellikle kamu kuruluşları tarafından açılan ihalelere iştirak etmek isteyen müteahhit kuruluşların banka nezdindeki kredilerinin bildirilmesi amacıyla düzenlenen ve banka için herhangi bir ödeme taahhüdünü içermeyen belgelerdir.

Bankacılık işlemlerinde niyet mektubu; içeriğinde yer alan belirli koşulların gerçekleşmesi hâlinde, mektubu veren banka tarafından belirli bir projenin finansmanı konusunda muhatabına ciddi izlenim veren bir belgedir.

3. Finansman Bonoları

Firmaların kısa süreli borç kaynakları içinde finansman bonoları genellikle maliyeti en düşük olanıdır. Finansman bonoları ile işletme kısa süreli fon gereksinmelerini nakit olarak karşılar.

Finansman bonusu türleri

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

4. Factoring

- Mal veya hizmet satışından doğan alacakları temlik olarak satıcı firmaya garanti, tahsilat/alacak yönetimi ve finansman hizmetlerinden en az birinin sunulduğu finansman yöntemidir.
- Factoring vadeli alacaklara hareket ve likidite kazandıran ve işletmeye nakit girişi sağlayan önemli yöntemlerden biridir. İşletmelerin Factoring kuruluşları ile yaptıkları sözleşmeler ile alacaklar güvenli ve etkili bir tahsilat ve nakit akışına dönüşür.

5. Menkulleştirme (VDMK)

- Varlığa dayalı menkul kıymet, alacaklar karşılık gösterilerek menkul kıymet çıkarılması işlemidir. Özetle, bilançodaki alacaklar kalemi menkul kıymete dönüşür, bu da menkulleştirme olarak bilinir.
- Menkulleştirme, gelecekte gerçekleştirilecek belirli nakit akımları güvence gösterilerek, finansal piyasalardan borçlanma olanağı sağlayan bir transformasyon tekniğidir.
- Söz konusu teknik özellikle bankalara kredi veren kamu ya da özel kuruluşlara önemli avantajlar sağlar. VDMK çıkarılması işletmeye likiditenin artırılması, finans kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve faiz riskinin azaltılması konularında avantaj sağlar.

6. Geri satın alma anlaşmaları (REPO)

- Bir menkul kıymetin belli bir tarihte, belli bir fiyattan geri alınma taahhüdü ile satımı repo olarak adlandırılır.
- Repo, taşınır değerlerin işlem başlangıç valöründen satılarak bitiş valöründen geri alınmasını ifade etmektedir.
- Ters repo, bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründen alınarak, bitiş valöründen geri satılmasıdır.
- Repo vadesi işletmenin likidite süresi ile kolayca uyarlanabileceği için işletmelere likiditenin alternatif getirisinden yararlanma fırsatı verir. Özellikle faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde işletme karlılığına da önemli katkı sağlar. Repo, çalışma sermayesinin finansmanı amacıyla kullanılan kısa süreli banka kredileri ile işletme alacaklarından tahsilatların kısa vadeli olarak değerlendirilmesinde önemli araçlardan biridir.
- Repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetler; devlet tahvilleri, hazine bonoları, banka bonoları vb. borçlanma araçlarıdır.

7. Diğer Kısa Süreli Finansman Kaynakları

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

2. ORTA SÜRELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI

Ortak bir kanı olmamakla birlikte orta süreli finansman kaynakları süresinin 1-10 yıl arasında olduğu kabul edilmektedir. Ancak orta süre ülkelerin ekonomik koşullarına göre 1-5 yıl arasında da değişebilmektedir.

1. Orta Süreli Banka Kredileri
2. Taksitli Donatım (Teçhizat) Kredileri
3. Dönen (Rotatif) Krediler
4. Orta Süreli Satıcı Kredileri
5. Kiralama (Leasing)
6. Forfaiting
7. Euro Krediler
8. Diğer Orta Süreli Finansman Kaynakları

1. Orta Süreli Banka Kredileri

- Orta süreli kredilerde genellikle maddi duran varlıklar kredinin güvencesi olarak gösterilmekte, söz konusu duran varlıklar üzerinde ipotek kurulmaktadır.
- Genellikle yarı sabit olarak nitelendireceğimiz amaçlar için, duran varlık ve işletme sermayesinin süreklilik gösteren bölümünün finansmanı için kullanılır.

Orta süreli banka kredilerin başlıca kullanılış alanları:

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

2. Taksitli Donatım (Teçhizat) Kredileri

- Taksitli donatım kredileri, teçhizattan beklenen gelire uygun olarak, önceden saptanan bir plana göre düzenli taksitlerle geri ödenir. Söz konusu kredilerde süre, genellikle 1-5 yıl olup, seyrek olarak gereçlerin faydalı ömrüne kadar uzandığı görülmektedir.
- Bu tür kredilerden daha çok kredi değerliliği çok yüksek olmayan, alternatif finans kaynakları bulmada zorunluluklarla karşılaşan ulaştırma, imalat, inşaat, hizmet kesimlerinde çalışan küçük firmalar yararlanırlar. Taksitli donatım kredilerinin üstün yönü, taksitlerin makine ve donatımın yaratacağı gelire uygun saptanması durumunda, kredinin kendini öder bir nitelik almasıdır.
- Ayrıca küçük firmalar, bu tür kredilerin yardımıyla, başka yolla satın alamayacakları donatımı elde etme olanağına sahip olurlar.
- Sakıncalı yönü, faiz oranının, normal orta süreli kredilere kıyasla yüksek oluşudur.

3. Dönen (Devreden-rotatif-revolving) Krediler

- Ticaret bankalarına özgü bir orta süreli finansman türüdür.
- Dönen krediler önceden saptanmış kredi limiti aşılmamak kaydıyla yinelenen borç alma ve geri ödemelere olanak verir.
- Dönen krediden yararlanan firma, geri ödeme yaptıkça, tekrar saptanan kredi limitine kadar borçlanma hakkına sahip olur. Dönen krediler, finansmanda büyük bir esneklik sağlar.
- Sözü edilen kredi türü, gelecekte krediye gereksinme duyacağını tahmin eden, fakat bunun tam zamanını ve tutarını kestiremeyen firmalar açısından çok yararlıdır.

4. Orta Süreli Satıcı Kredileri

- Firmalar, özellikle maddi duran varlıkların finansmanında, orta ya da uzun süreli satıcı kredilerinden yararlanmaktadır. Satıcı kredileri de orta süreli banka kredilerine benzer şekilde bir geri ödeme planına bağlı olarak, dönemsel taksitlerle geri ödenmektedir. Uygulamada genellikle satın alınan maddi duran varlığın bedelinin bir kısmı peşin olarak ödenmekte kalanı taksitde bağlanmaktadır.
- Satıcı kredilerinin özel bir şekli, şarta bağlı satış sözleşmeleridir. Şarta bağlı satış sözleşmeleri, yeni makine ve teçhizat alımında yaygın bir şekilde kullanılabilir. Söz konusu satış sözleşmelerine göre, makine veya teçhizatı kullanma hakkı alıcı firmaya geçmekte, fakat son taksit ödeninceye değin makine ve teçhizatın mülkiyeti satıcı firmada kalmaktadır.

5. Kiralama (Leasing)

Bir aktif varlığın belirli bir süre belirli bir ücret karşılığında firmada kullanılmasıdır.



6. Forfaiting

Forfaiting, bankanın(forfaite), ihracatçı şirketin vadesi 3-4 yıla kadar olan emre yazılı senetlerini satın aldığı orta süreli ihracat finansmanı yöntemidir.

Forfaiting mal ve hizmet ihracatından doğan ve gelecekte tahsil edilecek orta süreli ve uygulamada bir banka tarafından garanti edilmiş senetli ya da senetsiz bir alacağın, vadeden önce satılarak bedelinin tahsil edilmesidir.

Factoring genellikle iç piyasaya dönük ve daha kısa vadeli olmasına karşılık forfaiting daha uzun vadeli ve dış pazarlara dönük olmaktadır.

Forfaitingde alacakların devrinde geri rücu edilemez oluşu en büyük özelliğidir. Factoringde her türlü mal ve hizmetin işlem konusu olabilmesine karşılık forfaitingde yatırım malları ön plandadır.

7. Euro Krediler

- Uluslararası faaliyet gösteren şirketler euro para ve sermaye pazarlarından borçlanma yoluna gidebilirler. Euro para pazarlarından borçlanma kısa vadeli banka kredileri ve euro finansman bonoları ihracı şeklinde gerçekleşir. Bankalardan kredi alınır bu tek bir bankadan karşılanabileceği gibi sendikasyon kredisi şeklinde de olabilir. Genellikle bankalar riski paylaşmak için sendikasyon kredisi vermeyi tercih ederler.
- Kredi faiz oranları libor+spread şeklinde değişken faiz üzerinden veya sabit faiz üzerinden belirlenir.
- Bu krediler işletme kredisi, rotatif kredi, ihracat kredisi, köprü kredileri, ipotekli krediler vb. şeklinde açılır.
- Buna ilaveten kredi mektupları da düzenir.

8. Diğer Orta Süreli Finansman Kaynakları

- Ertelenmiş ve taksitli bağlanmış vergi borçları
- Orta süreli tahvil çıkarılması

3. UZUN SÜRELİ FİNANSMAN KAYNAKLARI

1. Uzun vadeli banka kredileri
2. İpotek karşılığı sigorta şirketlerinden vb. sağlanan uzun vadeli krediler
3. Tahvil ihracı

1. Uzun Vadeli Banka Kredileri

Firmaların ülkemizde en çok başvurduğu fon kaynağı vadeleri bir yılın ötesine uzanan uzun vadeli banka kredileridir. Ülkemizde halka açık şirket sayısının sınırlı oluşu ve bu sebeple tahvil ihracının azlığı firmaları uzun vadeli banka kredisi kullanmaya yönlendirmiştir.

Enflasyonun varlığı, kaynak yetersizliği, faiz oranlarının sık değişmesi gibi sebeplerle bu tip kredilerin vadesi 3 ila 5 yıl ile sınırlı kalmakta ve bu aralıkta bir yığılmanın olduğu yani orta vadeli kredi karakteri taşıdığı bilinmektedir. Kredilerin uzun vadeli olmaması büyük çaplı ekonomik yatırımlara gerektiği gibi kaynak teşkil edemediğini göstermektedir. Ayrıca ülkemizdeki ticaret bankalarının uzun vadeli kredilere sıcak bakmaması ve yeterince kalkınma bankasının bulunmaması önemli bir problem olarak karşımızda durmaktadır.

Bankalardan uzun vadeli kredi alınırken banka ve firma arasında bir kredi sözleşmesi hazırlanır. Genelde bu tip sözleşmeleri bankalar kendileri prototip olarak hazırlamakta, sadece ödeme planı, faiz oranı, faiz çeşidi ve teminat gibi konularda ek düzenlemelerde bulunmaktadır. Ayrıca ülkemizde faiz oranlarının ve reel faizin yüksekliği birçok firmayı döviz kredisi kullanmaya yönlendirmektedir. Bir çok firma, alınacak kredinin döviz veya TL olmasının etkisini hesaplamakta, hangi tür kredi düşük faiz ödenmesini gerektiriyorsa onu almaktadır.

2. İpotek Karşılığı Sigorta Şirketlerinden vb. Sağlanan Uzun Vadeli Krediler

Sigortacılığın gelişmiş olduğu ABD, AB, Japonya gibi ülkelerde sigorta şirketlerinin elinde büyük fonlar birikmektedir. Sigorta şirketleri bu fonları devlet kağıtlarında, yatırım fonlarında vb. alanlarda değerlendirmeleriyle birlikte özellikle sermaye piyasasından fon temin edemeyen, itibarlı, orta ve orta üstü firmalara ipotek karşılığında kredi olarak vermektedir. Bu kredilerin faiz oranları banka faiz oranları civarındadır, fakat vadeleri oldukça uzundur.

3. Tahvil İhracı

- Tahvil, ihraççı şirketin, tahvil yatırımcısına, belirlenen tarihlerde anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirmekle yükümlü olduğu, uzun dönemli bir borçlanma aracıdır.
- Tahvil çeşitliliğinin fazla olması, vadesinin genellikle 10 yıl ve daha fazla olması, tahvil sözleşmesinde yer almışsa tahvilin geri çağrılabilmesi, firmanın ihtiyacına göre bir ödeme planı ile sunulması, tahvil itfa fonlarının oluşturulabilmesi tahvil ihracını cazip hale getirmektedir.
- Tahvillerde firma arasındaki alacak borç ilişkisi vade ile sona erer. Tahvil sahibi firmanın kar/zarar riskine katılmaz ve vadesi geldiğinde şirket zararda olsa dahi anapara ve faizini tahsil eder. Tahvilin faizinin ve anaparasının tahsili ortakların alacaklarının önündedir, bunlar tahsil edilmeden ortaklar firmadan bir pay alamazlar.

Tahvil Türleri

- Nama ve hamiline yazılı tahviller
- Devlet ve özel sektör tahvilleri
- Primli ve primsiz tahviller
- İkramiyeli tahviller
- Garantili ve garantisiz tahviller
- Sabit ve değişken faizli tahviller
- Endeksli tahviller
- Kara iştirakli tahviller
- Sıfır kuponlu tahviller
- Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller

4. ÖZSERMAYE İLE FİNANSMAN KAYNAKLARI

1. Yeni pay senedi ihracı

- 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

2. Otofinsman

- Karların dağıtılmayarak işletmede bırakılması yoluyla sağlanmaktadır.
- Otofinsman açık ve gizli şekilde iki türde yapılmaktadır. Açık otofinansman, karların dağıtılmayarak bilançoda gösterilmesi ile gerçekleşmektedir. Gizli otofinansman ise, gerçekleşmesi gereken karın, yüksek amortisman, ihtiyatlar ve karşılık zararları yoluyla azaltılması sonucu ortaya çıkar.
- İşletmeler otofinansmanı yedek akçeler, amortismanlar ve uzun vadeli karşılık ayrılması yoluyla gerçekleştirmektedir.

ABC Bankası, bir ihracatçı şirketin mal veya hizmet ihracatından kaynaklanan ve vadesi 3-4 yıla kadar olan emre yazılı senetlerini satın alarak o şirkete orta vadeli ihracat finansmanı sağlamıştır. Aşağıdakilerden hangisi bu finansman yöntemini belirtmektedir? Kasım 2017

- A) Rotatif krediler
C) Forfaiting
E) Tevsi kredileri

- B) Swap
D) Forward sözleşmesi

13. TEMETTÜ POLİTİKASI

1 SORU

Temettü ve Temettü Politikası ile İlgili Temel Kavramlar

- Temettü işletmelerin elde ettikleri net kârdan (kurumlar vergisi çıktıktan sonra kalan kâr) ortaklarına ödedikleri kâr payıdır.
- Temettü daha çok halka açık anonim şirketler için söz konusu olan bir kavramdır. Halka açık anonim şirket, hisse senetleri halka arz edilmiş ve organize bir borsada (örneğin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) işlem gören anonim şirkettir.
- Bu şirketlerin hisselerine yatırım yapan ortaklar pasif ortaktır. Şirketin yönetiminde görev almazlar.
- Bu yatırımcıların amacı yaptıkları yatırımdan tatminkâr bir getiri elde etmektir.
- Halka açık anonim şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar bu yatırımlarından iki tür getiri beklerler. Bunlardan ilki temettü getirisidir. İkincisi ise sermaye kazancıdır.
- Temettü getirisi hissedarların elde ettikleri getirinin bir unsuru olduğundan halka açık anonim şirketler için çok önemli bir kavramdır.

İlişkisizlik Teorisi

- Bu teoriye göre, belirli varsayımlar altında, şirketlerin uyguladıkları temettü politikasının şirketin piyasa değeri (şirketin hisse senedinin piyasa fiyatı) ve sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi yoktur.
- Teorinin varsayımları:
 - ✓ Şirketler kurumlar vergisi bireyler de gelir vergisi ödememektedir. Başka bir ifade ile vergiler bulunmamaktadır.
 - ✓ Hisse senetlerinin ihracı sırasında ihraç maliyetleri yoktur, ikinci el piyasadaki alım-satımlarda da işlem maliyetleri bulunmamaktadır.
 - ✓ Temettü politikasının şirketin sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır.
 - ✓ Şirketin sabit varlıklara yatırım politikası (sermaye bütçeleme kararları) ile temettü politikasının bir ilgisi yoktur.
 - ✓ Simetrik bilgi söz konusudur. Yatırımcılar ve şirket yöneticileri gelecekteki yatırım fırsatları ile ilgili aynı bilgiye sahiptirler.

Eldeki Kuş Teorisi

- Biraz önce açıklanan ilişkisizlik teorisinde yatırımcılar için, beklenen getirinin iki unsuru olan temettü getirisi ile sermaye kazancı arasında bir fark yoktur. Yatırımcılar bu iki unsurdan birisini diğerine göre daha fazla tercih etmemektedirler.
- Gordon ve Lintner, temettü ödeme oranı düştükçe yatırımcıların bekledikleri gerekli getiri oranını artıracaklarını, bunun da işletmenin özsermaye maliyetinin yükselmesine sebep olacağını ortaya atmıştır.
- Çünkü yatırımcılar için ödenecek temettü, dağıtılmamış kârlar kullanılarak yapılan yatırımlar sonucunda sağlanacak büyüme ve büyümenin getireceği sermaye getirisinden daha garantilidir.
- Bu nedenle yatırımcılar açısından şu anda elde edilecek temettü, bu temettü işletme bünyesinde tutularak yapılacak yatırımların neden olacağı sermaye kazancından daha değerlidir.

Vergi Farklılığı Teorisi

- Bu teori, hisse senedi yatırımcısının elde ettiği getirinin iki unsuru olan temettü getirisi ile sermaye kazancının farklı şekilde vergilendirildiği esasına dayanmaktadır.
- Yatırımcının amacı vergi sonrası gelirini maksimize etmektir.
- Sermaye kazançlarının vergilendirilmesi bu kazançlar oluştuğunda değil, fakat ekonomik olarak tasarruf edildiğinde (hisseler fiilen satılıp para tahsil edildiğinde) yapılmaktadır. Bu durum sermaye kazançlarının vergilendirilmesinin ertelenmesine neden olmaktadır.
- Birçok ülkede minimum bir elde tutma süresi geçtikten sonra sermaye kazançlarından vergi alınmamaktadır.
- Çoğunlukla sermaye kazançları temettü getirisine göre daha az oranda vergiye tabi tutulmaktadır.
- Dolayısıyla gelir vergisi de işin içine girdiğinde birçok yatırımcı, işletmenin temettü ödememesini, temettü tutarını dağıtılmamış kârlara eklemesini, bunlarla yatırım yaparak işletmeyi büyütmesini, bunun sonucunda hisse senetlerinin değerinin artmasını ve bu yolla sermaye kazancı elde edilmesini arzular.
- Bunun sonucunda daha az temettü ödeyen ve net kârının önemli bir kısmını yedeklere ayıran şirketlerin hisselerine daha fazla talep olur. Bu yolla bu tür şirketlerin hisse senetleri değer kazanır.

Temettünün Bilgi İçeriği Hipotezi

- Gerçekte şirketin gerek yatırım fırsatları gerekse beklenen kârıyla ilgili olarak yöneticilerin yatırımcılara nazaran daha iyi bilgisi vardır.
- Genelde gözlemlenen, temettü artışını hisse senedinin fiyatındaki artışın takip ettiği, temettüdeki düşüşü ise hisse senedi fiyatındaki düşüşün takip ettiğidir.
- Yöneticiler şimdi yüksek temettü ödeyip, daha sonraki yıllarda beklenen kâr elde edilemeyince ödenen temettü miktarını düşürmek istemezler.
- İleriki yıllarda temettü oranını düşürmek zorunda kalmamak için, yöneticiler sadece ileride yüksek kazanç beklediklerinde temettüde artışa giderler.
- Dolayısıyla ödenen temettüdeki normalin üstündeki bir artış yatırımcılar tarafından yöneticilerin ileride yüksek kazanç beklediği şeklinde yorumlanır.
- Benzer şekilde, ödenen temettüdeki azalış veya normalin altında bir artış da yatırımcılar tarafından işletme yöneticilerinin gelecekle ilgili olumsuz beklentilere sahip oldukları şeklinde yorumlanır.
- Bu hipoteze göre, yatırımcıların ödenen temettü tutarındaki değişikliğe gösterdikleri tepki temettüyü sermaye kazancına tercih ettikleri şeklinde değerlendirilmemelidir.
- **Buradaki tepki daha çok temettü ile ilgili kararın yatırımcılar için taşıdığı bilgi içeriğinden kaynaklanmaktadır.**
- Temettüdeki normalin üstündeki bir artışı yöneticilerin olumlu beklentilere sahip oldukları yönünde değerlendiren yatırımcılar, geleceği olumlu görünen bir şirketin hisse senetleri için yüksek fiyat ödemeye razı olmaktadır.

Yatırımcı Tercihleri Teorisi

- Bu teori değişik yatırımcı gruplarının değişik temettü politikalarını tercih ettikleri kabulünden yola çıkmaktadır.
- Yatırımcıların (Yatırımcılar bireysel yatırımcılar olabileceği gibi kurumsal yatırımcılar da olabilir.) bazıları düzenli temettü geliri elde etmek isterler. Bu tür yatırımcılar hisse senedi yatırımını uzun vadeli bir yatırım olarak görürler. Hatta bu yatırımcılardan bazıları temettü geliri üzerinden vergi de ödemezler.
- Bu tür yatırımcılar düzenli temettü ödeyen hisse senetlerine yatırım yaparlar.
- Bir grup yatırımcı vardır ki bunlar da hisse senedi yatırımını kısa vadeli olarak görürler ve sermaye kazancını tercih ederler. Bu yatırımcılar da hızlı büyüyen ve değerlendirme potansiyeli yüksek olan hisse senetlerine yatırım yaparlar.
- Şirketler temettü politikalarını değiştirdiğinde, yeni politikadan hoşnut olmayan yatırımcılar hisse senetlerini satarak, kendilerine uygun temettü politikası olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar.

Artık Kâr Modeli

- Bu modele göre ödenecek temettü tutarı belirlenirken aşağıdaki dört faktör dikkate alınmalıdır:
 - ✓ Firmanın hisse senetlerine yatırım yapmış olan ortakların sermaye kazancı veya temettü tercihleri
 - ✓ Firmanın yatırım fırsatları
 - ✓ İşletmenin hedef sermaye yapısı (Hedef sermaye yapısı işletmenin sermaye maliyetini minimum, piyasa değerini maksimum yapan uzun vadeli borç öz sermaye bileşimidir.)
 - ✓ Borcun maliyeti ve firmanın borçlanabilme kapasitesi
- Bu modele göre işletmeler hedef kâr payı dağıtım oranını belirlerken aşağıdaki adımları takip etmelidirler :
 - ✓ İşletme öncelikle optimal sermaye bütçesini belirlemelidir. Bu işlem işletmenin, yapacağı yatırımları ve bunların maliyetlerini belirlemesini gerektirir.
 - ✓ İşletme hedef sermaye yapısını dikkate alarak, planladığı yatırımlar için gerekli olan öz kaynakları tespit etmelidir.
 - ✓ Bu öz kaynaklar mümkün olduğu kadar dağıtılmamış kârlardan (kâr yedeklerinden) karşılanmalıdır.
 - ✓ Planlanan yatırımlar için ayrılan kâr tutarı çıktıktan sonra kalan miktar temettü olarak ortaklara dağıtılmalıdır.

Temettü Politikasının Belirlenmesi

- Yukarıdaki tüm modeller analiz edildiğinde, temettü politikasının belirlenmesi konusunda yöneticilere yol göstermek açısından aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkmaktadır:
 - ✓ Bir işletmenin yatırım fırsatları arttığında (büyüme potansiyeli yükseldiğinde) temettü ödeme oranı düşürülmelidir. Sermaye artırımı yoluyla yeni hisse senedi ihracı, hem ihrac maliyetlerinin bulunması hem de yatırımcılara hisse senedi fiyatının aşırı değerlendirilmiş olduğu ve bu durumdan yöneticilerin yararlanmak istedikleri yönünde olumsuz bir mesaj göndermesi nedeniyle son çare olarak kullanılmalıdır. Yeni hisse senedi ihraç etmek zorunda kalmamak için yatırım fırsatları yüksek olan işletmeler net kârlarının daha büyük kısmını yedeklere ayırmalı, daha az kısmını temettü olarak dağıtmalıdır.
 - ✓ Bir işletme için en önemli husus işletmenin gelir yaratma potansiyeli ve bu gelirin değişkenliğidir. Eğer bir işletmenin gelirin değişkenliği fazla ise (işletmenin geliri ekonomik durumdaki değişimlerden yüksek oranda etkileniyorsa) o işletmenin işletme riski yüksektir. Yatırımcılar temettü ödemelerindeki artış ve azalışları işletmenin beklenen geliri ve riskliliği konusunda bir mesaj olarak algılamaktadırlar Bu nedenle istikrarlı temettü ödemesi, yatırımcılar için bir yıl çok yüksek, sonraki yıl çok düşük veya hiç temettü ödenmemesinden daha önemlidir. İşletmeler istikrarlı temettü ödemesine dikkat etmelidirler.
 - ✓ Yukarıda da ifade edildiği gibi, yönetim yatırımcıları ani temettü artış ve azalışları ile şaşkınlıktadır. İşletmeler temettü politikalarını belirlerken uzun dönemli artık kârı (sadece tek bir yılın artık kârını değil) dikkate almalıdırlar. Buna göre işletme yöneticileri önlerindeki belirli bir dönem için (örneğin önümüzdeki 5 yıllık dönem için) yatırım fırsatlarını değerlendirip bunlarla ilgili finansman ihtiyaçlarını belirlemelidirler. Ayrıca bu yatırımlar dikkate alınarak planlama dönemi için beklenen net kâr tutarı da belirlenmelidir. Bundan sonra yatırımlar için gerekli iç kaynaklar (dağıtılmamış kârlar) çıktıktan sonra elde kalacak tutar (artık kâr) belirlenmeli ve artık kâr planlama dönemi boyunca her yıl eşit olarak dağıtılmalıdır. Eğer dağıtılmamış kârlar planlanan yatırımları finanse etmek için yeterli değilse, planlama dönemi boyunca temettü dağıtılmamalı, yatırımcıların getirilerini sermaye kazancından elde etmeleri sağlanmalıdır.

SORULAR

“İşletmenin kar payındaki değişimler, firmanın gelecekteki durumu hakkında piyasaya bilgi vermektedir”

Yukarıdaki ifade, aşağıdaki kar dağıtım politikalarından en çok hangisini belirtmektedir? Mayıs 2017

- A) Kar payları ilgisizliği politikası
B) Eldeki kuş politikası
C) Vergi tercihleri politikası
D) Kar paylarının işaret verme politikası
E) Kalan kar payları politikası

Aşağıdakilerden hangisi kâr payının bedelsiz hisse senedi şeklinde dağıtılmasının sonuçlarına ilişkin doğru bir ifade değildir? Kasım 2016

- A) Şirketten nakit çıkışı olmadan kâr dağıtımını yapılmaktadır.
B) Şirketin ödenmiş sermaye tutarını artırmaktadır.
C) Şirketin özsermaye tutarı değişmemektedir.
D) Şirketin piyasadaki hisse senedi sayısı artmaktadır.
E) Şirkete ilave bir finansman sağlanmaktadır.

Temettü politikası ile ilgili olarak aşağıdaki teorilerden hangisi Modigliani ve Miller tarafından ortaya atılmıştır? Kasım 2016

- A) Artık kâr modeli
B) Vergi farklılığı teorisi
C) Yatırımcı tercihleri teorisi
D) İlişkisizlik (önemsizlik) teorisi
E) Temettünün bilgi içeriği hipotezi

Aşağıdaki ifadelerden hangisi temettü ilişkisizlik teorisi ile ilgilidir? Mayıs 2016

- A) Temettü kazançları üzerinden alınan vergiler temettü politikasını etkiler
B) Değişik yatırımcı gruplarının farklı tercihleri temettü politikası belirlenirken dikkate alınmalıdır.
C) Yatırımcılar gelecekteki sermaye kazançları yerine bugünkü temettüyü tercih eder.
D) Temettü politikası hisse senetlerinin fiyatını etkilemez.
E) Ödenen temettü tutarlarına verilen yatırımcı tepkileri işletme yöneticileri için önemlidir.

Temettü artışlarının yatırımcılara olumlu, temettü azalışları veya beklenenin altında artışların yatırımcılara olumsuz mesaj verdiği teori aşağıdakilerden hangisidir? Mart 2015

- A) Vergi Farklılığı Teorisi
B) Artık Kâr Modeli
C) Yatırımcı Tercihleri Teorisi
D) Temettünün Bilgi İçeriği Hipotezi
E) İlişkisizlik Teorisi

“Yatırımcılar açısından şu anda elde edilecek temettü, bu temettü işletme bünyesinde tutularak yapılacak yatırımların neden olacağı sermaye kazancından daha çok değerlidir.”

Yukarıdaki ifade aşağıdaki teorilerden en fazla hangisiyle ilgilidir? Mart 2015

- A) Eldeki Kuş Teorisi
B) Vergi Farklılığı Teorisi
C) Yatırımcı Tercihleri Teorisi
D) Gelir Etkisi Teorisi
E) Artık Kâr Modeli

14. FİRMA DEĞERLEMESİ

1 SORU

Değer Kavramı

- Burada firma değeri ile kastedilen, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının net bugünkü değerinin maksimum kılınmasıdır. Firma değer maksimizasyonunu amaç edindiğinde bir diğer deyişle, hisse senedinin değerini ya da hissedarın servetini maksimum kılmayı hedeflemektedir.
- Firma değerinin artması, aynı zamanda, firmanın varlıklarının cari değerinden borçlarının cari değerinin çıkarılması ile bulunan öz sermayenin değerinin artırılması anlamına gelmektedir.

Nominal Değer

- Bir hisse senedinin üzerinde yazılı olan tutar olup bu varlığın kâğıt üzerindeki değerini ifade eder.

Defter Değeri

- Defter değeri, bir varlığın bilançoda görülen kayıt altına alınmış değeridir. Öz sermaye açısından defter değeri, firmanın aktif toplamından borçlarının çıkartılması ile bulunan tutardır. Hisse senedinin defter değeri ise bulunan bu tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunur.

Tasfiye Değeri

- Hisse senedinin tasfiye değeri denildiğinde, firmanın tüm varlıklarının satılması sonucu elde edilecek tutardan, firmanın tüm borçlarının ödemesi yapıldıktan sonra kalan tutarın, hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değer anlaşılmaktadır. Tasfiye değerine *likidasyon değeri* de denilmektedir.

İşleyen Teşebbüs Değeri

- Bir varlığın parçalar halinde değil de çalışır halde iken satılması durumunda elde edilecek tutara işleyen teşebbüs değeri denilmektedir.

Piyasa (Borsa) Değeri

- Herhangi bir varlık borsaya kote olmuş ise onun borsadaki alıcılar ve satıcılar tarafından oluşan ve borsada işlem gören fiyatı o varlığın borsa değeri olarak ifade edilir. Borsada işlem görmeyen bir varlığın pazarda oluşan fiyatına borsa değeri denilemez fakat bu piyasa değeri olarak adlandırılır.

Teorik ya da İçsel (olması gereken) Değer

- Finans çalışmalarında günümüzde yoğunlaşılacak konuların başında hisse senedinin olması gereken değerinin hesaplanması gelmektedir. Bu açıdan bakıldığında etkin bir piyasada oluşan ya da bir varlıkla ilgili tüm bilgilerin tamamına dayalı olarak hesaplanan değere teorik (içsel) değer ya da olması gereken değer denilmektedir.

Değere Dayalı Yönetimin Avantajları

1. Firmanın iç ve dış çevresinde kullanılabilecek ortak kavramları oluşturması
2. Performans değerlemesinde kullanılabilecek güçlü bir araç olması,
3. Firmada değer yaratan ve yaratmayan faaliyetleri belirleyerek en uygun kaynak tahsisini yapması
4. Firma yönetiminin değer yaratan sürücüler üzerinde yoğunlaşmasını sağlaması
5. Firmanın değerini arttırmaya yönelik sermaye tahsisinin sağlanması

Değere Dayalı Yönetimin Dezavantajları

1. Firmalar için bu yönetim yapısının karmaşık olması
2. Firma için önemli bir kurulum ve sürdürme maliyeti oluşturması
3. Hesaplamaların ayrıntılı ve karmaşık olması
4. Değere dayalı yönetimin iyi uygulanamaması durumunda teorik kalmasıdır.

Firma Değerini Belirleyen Faktörler

Firmanın değerini etkileyen birçok potansiyel faktör vardır. Ancak aşağıdaki maddeler değerlendirme çalışmasında en etkin olanları olarak listelenmiştir.

- Sektörün doğası ve firmanın bu sektördeki geçmişi
- Ülkenin ekonomik durumu ve sektörün genel görünümü
- Geçmişteki ve gelecekteki sermayenin maliyeti, risk ve enflasyon
- Stokların defter değeri ve firmanın finansal yapısı
- Firmanın kazanç sağlama potansiyeli
- Firmanın şerefiye veya maddi olmayan varlıkları
- Satılacak hissenin oranı
- Benzer ya da aynı hizmeti veren firmaların satış değerleri
- Satın alacak firmanın yaratabileceği sinerji potansiyeli
- Bağlayıcı anlaşmalar
- Firmanın nakit akışı ve likidite

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.

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

2. Piyasa Bazlı Yaklaşım

Piyasa bazlı yaklaşımlarda, piyasadaki mevcut durum dikkate alınarak işletme varlıklarının yada işletmenin değerlemesi 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
- 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.
- Aktif bazlı yaklaşımlar ve piyasa bazlı yaklaşımlar firma değerlemesinde yaygın olarak kullanılmakla birlikte firmanın gelecek dönemlerde elde ettiği nakit akışlarını dikkate almamaları yönünden eleştirilmektedir. Bu açıdan bakıldığında ise firma değerlemede en sık kullanılan yaklaşım olan gelir yaklaşımı karşımıza çıkmaktadır.

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
- 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.

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.

$$\begin{aligned} \text{FCFE} &= \text{Net Kâr} \\ &+ \text{Amortismanlar} \\ &- \text{Sermaye Harcamaları} \\ &- \Delta \text{ İşletme Sermayesi} \\ &- \text{Anapara Geri Ödemesi} \\ &+ \text{Yeni Borçlar} \end{aligned}$$

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.

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{FCFE} \\ &+ \text{Faiz Giderleri} * (1 - \text{Vergi Oranı}) \\ &+ \text{Anapara Geri Ödemesi} \\ &- \text{Yeni Borçlar} \\ &+ \text{İmtiyazlı Hisse Senedi Kâr Payları} \end{aligned}$$

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 farklı değildir.

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:

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

- Temettünün n yılına kadar g1 oranında, n yılında sonra sonsuza kadar g2 büyüme oranıyla büyümesi durumunda hisse senedi fiyatı:

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

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)

$$P_0 = \frac{12}{1,15^1} + \frac{14,4}{1,15^2} + \frac{17,28}{1,15^3} + \frac{20,736}{1,15^4} + \left(\frac{21,7728}{0,15 - 0,05} * \frac{1}{1,15^4} \right)$$

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

Diğer Yöntemler

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

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 = Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPLAT) – Sermaye Maliyeti

EVA = Yatırılan Sermaye*(Yatırılan Sermayenin Getiri – AOSM)

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

=(0,25-0,15)*2.000 = 200 TL bulunur.

Firma Değeri = Yatırılan Sermaye + EVA

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

Pazar Katma Değeri=Firmanın Piyasa Değeri-Toplam Yatırılan Sermaye

Nakit Katma Değeri = Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı + Amortisman - Batık Fonların Amortismanı - Yatırılan Brüt Sermaye Maliyeti

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

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.

SORULAR

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi yanlıştır? Kasım 2017

- A) İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, yeniden yapılandırma içerisindeki işletmelerin hisse senedi değerlemelerinde daha doğru sonuçlar verir.
 B) İflas durumundaki işletmelerde nakit akımları negatif olarak tahmin edileceğinden İndirgenmiş nakit akımları yöntemi uygun olmayabilir.
 C) Dönemsel ve konjonktürel özellik gösteren işletmelerin hisselerinin değerlemesinde indirgenmiş nakit akımları yönteminin uygulanması zorlaşmaktadır.
 D) İndirgenmiş nakit akımları yönteminin başarısı, beklenen nakit akımları ve iskonto oranı hakkında doğru tahminlerin yapılmasına bağlıdır.
 E) İndirgenmiş nakit akımları yönteminde varlıkların değerini risk özellikleri ve nakit akımlarına bağlı olarak tespit etmek amaçlanır.

Bir işletmenin gelecekteki bir dönemine ilişkin olarak, beklenen net kâr tutarı 120.000 TL, amortismanlar 30.000 TL, net işletme sermayesindeki artış 10.000 TL, net sermaye harcamaları 50.000 TL ve borç anapara geri ödemesi 80.000 TL olarak öngörülmüş ise, söz konusu dönemde özsermaye serbest nakit akışı kaç TL'dir? Kasım 2016

- A) 10.000
 B) 12.000
 C) 16.000
 D) 18.000
 E) 20.000

Etkin bir piyasada oluşan ya da bir varlıkla ilgili tüm bilgilerin tamamına dayalı olarak hesaplanan değer aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2016

- A) Nominal değer
 B) İşleyen teşebbüs değeri
 C) Defter değeri
 D) Teorik ya da içsel değer
 E) Piyasa değeri

Aşağıdakilerden hangisi değere dayalı yönetimin doğrudan avantajlarından biri olarak sayılmaz? Mayıs 2016

- A) Firmanın iç ve dış çevresinde kullanılabilir ortak kavramları oluşturması
 B) Performans değerlemesinde kullanılabilir güçlü bir araç olması
 C) Değer yaratan ve yaratmayan faaliyetleri belirleyerek en uygun kaynak tahsisini yapması
 D) Firma yönetiminin değer yaratan süreçler üzerine yoğunlaşmasını sağlaması
 E) Firmanın sermaye maliyetini azaltması

Değere dayalı yönetim anlayışında, aşağıdakilerden hangisi değer sürücüleri kavramını en doğru şekilde ifade etmektedir? Eylül 2015

- A) Firmanın finansal performans ölçütleri
 B) Firmanın pazar payını artırıcı faaliyetler
 C) Firmanın diğer firmalarla yaptığı birleşme ve ortaklıklar
 D) Firmanın kârlılığını etkileyen tüm unsurlar
 E) Firmanın değerini etkileyen tüm unsurlar

Etkin piyasalar hipotezinin geçerli olduğu bir piyasada, hisse senedinin piyasa değeri aşağıdakilerden hangisine eşittir? Mart 2015

- A) Nominal değer
 B) Tasfiye değeri
 C) İtibari değer
 D) Defter değeri
 E) İçsel değer

Özsermaye tutarı 28 milyon TL, toplam mevcut hisse senedi sayısı 7 milyon adet olan bir işletmenin içerisinde bulunduğu sektörün piyasa değeri/defter değeri oranının 2,5 olduğu bilinmektedir. Bu firmanın hisse senetlerinin olması gereken fiyatı (TL) aşağıdakilerden hangisidir? Mart 2015

- A) 6
 B) 8
 C) 9
 D) 10
 E) 11,2

15. TÜREV ÜRÜNLER

1 SORU

- Riskten korunma, spotta sahip olduğunuz veya ileri vadede elinize geçecek bir varlığı şimdiden vadeli piyasalarda satmak, ya da ileride ihtiyacınız olacak bir varlığı şimdiden vadeli piyasalarda satın almaktır.
- Finansal piyasalar ikiye ayrılır:
 - Spot piyasalar: belli miktarda bir mal veya kıymetin alım satımında, bunların karşılığı olan paranın, işlemin ardından el değiştirmesini sağlayan piyasalardır.
 - Vadeli piyasalar: ileride bir tarihte teslimatı yapılmak üzere, herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır.

Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Vadeli İşlem Sözleşmeleri Nedir?

Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikteki malı, kıymetli madeni, finansal göstergeli, sermaye piyasası aracını ya da döviz alma ya da satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir.

Vadeli İşleme Konu Olabilecek Araçlar Nelerdir?

Vadeli işlem sözleşmeleri genellikle mallara (tarımsal ürün, enerji ürünleri, metaller gibi...), hisse senetlerine, hisse senedi endekslerine, faiz oranlarına ve dövizde dayalı olarak düzenlenmektedir. Bunların yanı sıra, hızla gelişen günümüz mali piyasalarında değişen yatırımcı ihtiyaçlarına paralel olarak hava durumu, kredi riski gibi birçok farklı değişkene dayalı olarak düzenlenen vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır.

Vadeli İşlem Piyasalarında Hangi Amaçlarla İşlem Yapılır?

Vadeli işlem piyasalarında şu amaçlarla işlem yapılmaktadır:

Korunma Amaçlı İşlemler: Spot piyasada pozisyonu olup fiyat riskinden korunmak isteyen yatırımcılar gelecekteki fiyatı sabitlemek amacıyla vadeli işlem piyasasında işlem yaparlar.

Spekülasyon Amaçlı İşlemler: Spekülasyon amaçlı işlem yapan yatırımcılar fiyat hareketlerinden kazanç sağlamak üzere risk alırlar. Spekülatörler bu suretle piyasaların likit olmasını sağlarlar.

Arbitraj Amaçlı İşlemler: Aynı anda, aynı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü piyasalar arasındaki fiyat farklarından veya spot piyasa ile vadeli piyasa arasındaki fiyat farklılıklarından faydalanarak kar elde etmek amacıyla yapılan işlemlerdir. Aynı anda bir piyasada alım, diğer piyasada da satım yapıldığı için açık pozisyon taşınmamakta, yani herhangi bir risk alınmamaktadır.

Vadeli İşlemlerin Sağladığı Avantajlar Nelerdir?

Vadeli işlem piyasaları, spot piyasada ortaya çıkan risklerin ortadan kaldırılması ya da yönetilmesi, gelecekteki fiyat değişimlerine karşı bugünden alım-satım satım yapılması sonucu tarafların olası fiyat dalgalanmalarına karşı korunmalarını sağlar.

Vadeli işlem piyasaları üreticilere, ithalat ve ihracatçılara, portföy yöneticilerine, bankacılara ve yatırımcılara fiyatların gelecekteki seyirleri hakkında fikir vererek risk ve stok yönetiminde yol gösterici olurlar.

Vadeli işlem piyasalarında yatırımcılar, spot piyasalara oranla daha düşük miktarlarda sermaye ile işlem yapabilme şansına sahiptirler. Spot piyasalarda işlem tutarının tamamı tahsil edilirken, vadeli piyasalarda işlem tutarına oranla daha düşük miktardaki teminat tutarı ile işlem yapılabilmektedir.

Forward Sözleşmeleri

- Bir emtianın gelecekte belli bir süre sonra teslim koşuluyla alım veya satımı için bugünden yapılan sözleşmelerdir.
- Forward genelde kur riskine karşı korunma veya spekülasyon için kullanılır.

Futures Sözleşmeleri

- Belirli bir spot ürünün fiyatının bugünden sabitlenmesi suretiyle ileri bir tarihte teslim edilmesi veya teslim alınması taahhütlerini içeren kontratlardır.
- Alan ve satan taraf yükümlülük altına girer, taraflar takas merkezine teminat yatırır, taraflar birbirine değil takas merkezine karşı sorumludur, birbirlerinin kredi riskini hesaplamaz, vade tarihi bitiminden önce pozisyonu kapatmak mümkündür.
- Future kontrat çeşitleri; emtia future, enerji future, finansal future, para-döviz future, faiz future, borsa endeks future gibi...
- Future işlemine yatırım yapan yatırımcının işlem karşılığında teminat yatırması zorunludur. Pozisyon açıldığında başlangıç teminatı yatırılır. Takas kurumu tarafından işlemin her iki tarafından da teminat alınır, amaç fiyat dalgalanmaları dolayısıyla ortaya çıkacak zararları karşılamaktır.

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.
- Forward anlaşmalardan farklı olarak futures kontratları için alıcı ve satıcıların borsa nezdinde açılacak bir hesaba 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.

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
- 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

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.

SWAP

Swap işlemleri, farklı kuruluşların, farklı piyasalardaki, farklı kredi değerliliklerine bağlı olarak, farklı kredi şartları ile karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıklardan swap işlemine taraf olanlardan her birinin yararına olacak şekilde yararlanmalarınıdır.

Bu farklılıklar neler olabilir ?

- Belirli döviz fonlarına erişebilme yeteneğindeki farklılıklar.
- Değişken faizli fon sağlayabilme yeteneğine karşın, sabit faizli fon sağlamada karşılaşılan zorluklar.
- Kredibilite farklılıkları

İşlevleri

- Swap yükümlülüklerin değiş – tokuşunu mümkün kılmaktadır.
- Swap işlemleri, genellikle orta vadeli (3 - 10 yıl) işlemlerdir.
- Swap, sermaye maliyetini düşürmektedir.
- Döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların yarattığı riski en aza indirmektedir.
- Ülkenin ulusal parasının değer kaybettiği dönemlerde yatırımcılar, sağlam dövizlere yönelirler. Bu durumda merkez bankası swap aracılığıyla döviz elde eder ve bu dövizler müdahalede kullanılır. Spekülatif hareketler durdurulduğu zaman, alınan bu dövizler iade edilir ve karşı tarafa verilen ulusal para fonları geri alınır.

Türleri

- Faiz swapları
- Para swapları
- Emtia swapları
- Hisse swapları

SORULAR

Black ve Scholes modeli ile Binomial model olarak adlandırılan değerlendirme yöntemleri aşağıdaki varlıklardan hangisinin değerinin tespitinde diğerlerine kıyasla daha fazla kullanılmaktadır?

Kasım 2017

- A) Opsiyon
B) Adi hisse senedi
C) Leasing
D) Euro tahvil
E) Gelire endeksli hazine tahvili

Aşağıdakilerden hangisi Forward ve/veya Futures sözleşmeleriyle ilgili olarak doğru değildir?

Mayıs 2017

- A) Futures sözleşmesi nama yazılı olup devredilemez.
B) Futures sözleşmelerinde sözleşme unsurları standart olarak tanımlanmış olup sözleşmeler geneldir.
C) Forward sözleşmesinde kredi riski bulunur.
D) Forward sözleşmesinde kar veya zarar vade sonunda ortaya çıkar. Futures sözleşmesinde ise kar veya zarar günlük olarak hesaplanır.
E) Futures sözleşmesinde, işlem yapmak için belirli bir teminat yatırılması zorunludur.

Aşağıdakilerden hangisi Black-Scholes opsiyon fiyatlama modelinin temel varsayımlarından biri değildir? Mayıs 2017

- A) Opsiyon alım ve satımı için işlem maliyeti ve vergi söz konusudur.
B) Hisse senedi için açığa satış serbesttir.
C) Hisse senedi fiyatları sürekli olarak değişmektedir.
D) Arbitraj olanağı bulunmamaktadır.
E) Kısa vadeli risksiz faiz oranı üzerinden istenildiği kadar borçlanılabilir.

Swap sözleşmesi ile ilgili aşağıda verilen bilgilerden hangisi yanlıştır? Kasım 2016

- A) Fonlama maliyetini düşürmek için kullanılabilir.
B) Faiz ve para (döviz) swapları en yaygın türleridir.
C) Organize ve resmi bir piyasası bulunmamaktadır.
D) Emtia üzerine swap sözleşmesi yapılamamaktadır.
E) Türev ürünlerden biridir.

Aşağıdakilerden hangisi vadeli işlem piyasalarında işlem yapmanın amaçları arasında sayılmaz?

Mayıs 2016

- A) Spekülasyon
B) Arbitraj
C) Riskten korunma
D) Hedging
E) Manipülasyon

Aşağıdakilerden hangisi Black-Scholes opsiyon fiyatlama modelinin temel varsayımlarından biri değildir? Eylül 2015

- A) Opsiyon alım ve satımı için işlem maliyeti ve vergi söz konusudur.
B) Hisse senedi için açığa satış serbesttir.
C) Hisse senedi fiyatları sürekli olarak değişmektedir.
D) Arbitraj olanağı bulunmamaktadır.
E) Kısa vadeli risksiz faiz oranı üzerinden istenildiği kadar borçlanılabilir.

Genel olarak “fiyatlaması dayanak varlığın fiyatına bağlı olarak belirlenen ürünler” ifadesi ile aşağıdakilerden hangisi tanımlanmaktadır? Mart 2015

- A) Menkul kıymetler
B) Türev enstrümanlar
C) Yatırım araçları
D) Mevduat ürünleri
E) İmtiyazlı hisse senetleri

16. KURUMSAL YÖNETİM GENEL BİLGİLER

3 SORU

Kurumsal yönetim nedir?

Bir şirketin yönetim kurulu, ortakları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri sorumluluk, hesap verebilirlik, şeffaflık ve adil olmak gibi etik kavramları da içerisine alacak şekilde belirleyen, şirket ile ilgili kararların alınmasında tarafların şirket üzerindeki hak ve yükümlülüklerini de gözeterek kullanılacak genel kural ve prosedürleri belirlemeyi hedefleyen, şirketin ulaşmak istediği hedefleri, bu hedeflere ulaşmada izlenecek yol ve yöntemleri araştıran, bu hedef sonucunda ulaşılan sonucun performans değerlendirmesi ve denetimini gerçekleştirmeyi hedefleyen bir yönetim biçimidir diyebiliriz.

İyi Kurumsal Yönetimin Unsurları;

- Disiplin,
- Şeffaflık,
- Bağımsızlık,
- Hesap Verebilirlik,
- Sorumluluk,
- Eşitlik,
- Sosyal Sorumluluk

Kurumsal Yönetimin Bileşenleri



Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişimi Ve Ortaya Çıkaran Nedenler

Ulusal ekonomilerin büyümesi, uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesi, uluslararası sermaye akışkanlığının artması, şirket hissedarlarının işletme yönetimindeki etkinliklerinin azalması, şirket yönetim kurulları ve özellikle kurul içinde murahhas yönetici (CEO) unvanını taşıyan yöneticilerin verdikleri kararların öneminin artması gibi etkenler, kurumsal yönetim kavramının doğuşunda etkili olmuştur

Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Her ülke için geçerli standart bir kurumsal yönetim modeli mevcut değildir. Pek çok ülkede kurumsal yönetim düzenlemelerinin ABD modelinden farklılaştığı gözlenmektedir. ABD modelinde esas olan “uyulması zorunlu yasa ve kurallar” yaklaşımı yerine yatırımcıların bilgilendirilmesi esasına dayalı “piyasa disiplini” yaklaşımının tercih edildiği gözlenmektedir. Bu farklılaşma tercihinin temel nedenlerinden birisi, kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde birbirleriyle olan bağı nedeniyle ilgili yasaların kısa vadede uyum içerisinde değiştirilmesinin zorluğu olmuştur.

İkinci neden ise, değişim sürecini piyasa mekanizmasına bırakmanın kamuoyunun daha az tepki vermesine yardımcı olacağı düşüncesidir. Araştırmalar, Dünyada 100’ün üzerinde farklı kurumsal yönetim düzenlemesi olduğunu göstermektedir ve bu düzenlemelere her geçen gün yenileri eklenmektedir. **Ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamaları; ülkelerin yönetim biçimine, kültürel yapısına, hukuki altyapısına, şirket yapılanmalarına ve insan faktörüne bağlı olarak farklılıklar göstermektedir.** Bir ülkenin kurumsal yönetim düzeyini belirleyen ana etmenler şunlardır:

- Ülkenin ekonomik durumu
- Rekabet düzeyi
- Bankacılık sistemi
- Mülkiyet haklarının gelişmişliği
- Finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi
- Şirket uygulamaları

Kurumsal yönetimi ortaya çıkaran nedenler

- **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Artması**

Uluslararası sermaye hareketi bir ülkede yerleşik bir kişi veya kuruluşun bir başka ülkedeki kişi veya kuruluşa fon aktarması ya da ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile gerçekleşen bir olaydır.

- **Hisse Senedi Sahipliğinin Artması**

Sermaye piyasalarında meydan gelen gelişme ile birlikte hisse senedine sahip insanların sayısı da hızlı bir şekilde artış göstermiştir. Bu artış ile birlikte şirketlerin mülkiyet haklarının tabana yayılması da söz konusu olmuştur. Bunun sonucu olarak halka açık işletmelerin şeffaf bir yönetim sergilemeleri daha da önem kazanmıştır.

- **Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Artması**

Küreselleşme ile birlikte, dünyadaki tüm ekonomik sınırlar ortadan kalkmış ve başarının en önemli koşullarından olan rekabet ön plana çıkmıştır. Bu yüzden birçok ülke ve sermaye merkezi uluslararası yatırımcıları kendisine çekmeye çalışma gayreti içersindedir.

- **Teknolojik Gelişmeler**

Teknolojik gelişmelerin özellikle son yıllarda en fazla etkili olduğu alanlardan biriside finansal sistemlerdir. Şirketler artan bu teknoloji ile birlikte pek çok işleri fiziksel mekânlardan ziyade internet üzerinden sanal ortamda gerçekleştirmeye başlamıştır.

Kurumsal yönetimin küresel düzeyde önem kazanmasını ve şirketlerin kurumsal yönetime geçiş çabalarının artmasını bazı etmenlere bağlı olarak izah etmek mümkündür:

- **ÖZELLEŞTİRMELER:** Özelleştirme uygulamaları küresel düzeyde devam etmektedir. Özelleştirmenin başarısı ile özelleştirilecek kurumların kurumsal yönetim ilkelerini uygulama performansı arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri, her şeyden önce, özelleştirilecek kuruma olan güvenin artmasına ve böylece, özelleştirilecek firmaya satın alma yönünde daha fazla talep gelmesine yol açarak özelleştirme gelirlerinin artmasına yardımcı olmaktadır.
- **BORSAYA KOTE OLMA KOŞULLARININ ZORLAŞTIRILMASI:** Borsalar, yatırımcıyı korumak ve piyasaya olan güveni sağlamak için, kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda, borsaya kote olmanın şartlarını zorlaştırmaktadır. Örneğin, ülkemizde de olduğu gibi, halka açık şirketlere, şirket yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurul üyesi bulunması şartı gibi yaptırımlar getirilebilmektedir.
- **ŞİRKET DERECELENDİRME NOTUNU İYİLEŞTİRME ÇABASI:** Derecelendirme firmalarının verdiği not ile şirket kurumsal yönetim performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle yurt dışı piyasalara ya da yabancı yatırımcılara tahvil ihraç etmeyi planlayan firmaların derecelendirme kuruluşlarından yatırım yapılabilir notu (BBB ve üstü) alması, büyük ölçüde kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yönetilmesine bağlıdır. Çünkü bu kuruluşlar şirketin gelecekteki riskleri konusunda görüş beyan ederken bir anlamda kurumsal yönetimin uygulanıp uygulanmadığının gözetimini de yapmaktadır. Nitekim derecelendirme notu verilirken bakılan kriterler arasında kurumsal yönetim ilkelerinin önemli bir kısmının yer aldığı göze çarpmaktadır.
- **BİRLEŞME VE DEVRALMALARIN ARTMASI:** Özellikle ülkemiz örneğinde de gözlemlendiği gibi, birleşme ve devralma işlemleri artmaya devam etmektedir. Yabancı şirketler için birleşme ve satın almalarda en gözde firmaların, riski daha az olan ve kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yönetilen firmalar olduğu açıktır.
- **KÜRESEL KRİZLE BERABER YENİDEN GÜNDEME GELEN PİYASAYI DÜZENLEME ÇABALARI:** 2008 krizinde piyasa disiplininin piyasayı düzenleme açısından yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır. Küresel ölçekte risklerin yönetilmesi, en son aşamada, şirketlerin kendi risklerini iyi yönetmelerine bağlıdır. Şirketler ise risklerini iyi yönetebilmek için kurumsal yönetim performansını artırmak durumundadır.
- **ULAŞIMDA, BİLGİ VE İLETİŞİMDE GELİŞMELER:** Ulaşım ve bilişim altyapısında sağlanan gelişmeler ve bu tür araç kullanımının artması toplumsal mobilitiyi artırmış ve eskiden uzak ve ulaşılması imkânsız gözükken mesafeleri birey ve toplum gözünde kısaltmıştır. Bu teknolojik gelişmelerin yol açtığı, bireysel ve toplumsal bazda oluşan katılımcı yönetim ve çoğulculuk talepleri, şirketlerin bu talebi karşılaması yönünde baskı oluşturmuştur.

Kurumsal Yönetimin Faydaları

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından önemli yararları bulunmaktadır. Konuya şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması; düşük sermaye maliyeti, finansman imkânlarının ve likiditenin artması, kar ve şirket değerinde artış, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması anlamına gelmektedir. Konuya ülke açısından baktığımızda ise iyi kurumsal yönetim, ülkenin imajının yükselmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, dahası yabancı sermaye yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi anlamına gelmektedir.

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

1. Şeffaflık ilkesi

- Kurumsal yönetimin en önemli temel ilkelerinden birisi olan şeffaflık ilkesi açıklık kavramı ile birlikte düşünülmelidir.
- Yönetimde açıklık kavramı “saydam yönetim”, “şeffaf yönetim”, “gün ışığında yönetim” ve “demokratik yönetim” gibi kavramlarla da ifade edilebilmektedir.
- Şeffaflık; ticari sır niteliğinde ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır.
- Şeffaflık, kamuoyunun bilme hakkı ile şirketin gizleme hakkının kesiştiği noktada yer almaktadır.

Şeffaflığın Sağlanabilmesi İçin

- Bilgi açık ve anlaşılır olmalıdır,
- Açıklanan bilgi doğru olmalıdır,
- Bilginin tam bir tarafsızlık içerisinde sunulması ve bu bilgileri kullanacakları yanıltmaması gerekir,
- Bilgi eksiksiz sunulmalıdır,
- Bilgi kullanıcılar tarafından analizler yapmaya imkân sağlamalıdır,
- Bilgi, düşük bir maliyetle sunulmalıdır,
- Bilgiye erişim kolay olmalıdır,
- Bilgiye zamanında erişim imkânları olmalıdır

2. Hesap Verebilirlik İlkesi

- Hesap verebilirlik ilkesi; şirket yönetimine ilişkin kural ve sorumlulukların açık bir şekilde tanımlanması, yönetim ile hissedar çıkarları arasındaki paralelliğin yönetim kurulu tarafından gözetilmesi olarak tanımlanmaktadır.
- Hesap verebilirlik, bir kurumun faaliyetlerinin işletmenin dış çevresinden etkilendiğini ve bu nedenle bu faaliyetlerin etkilerinden sorumlu olunması gerektiğini öngörür. Bu çerçevede, hem içsel hem de dışsal çevrede, bu faaliyetlerin etkilerinin ölçülmesi gerekmektedir.
- Faaliyet öncesinde, sırasında ve sonrasında geri bildirim sağlanmasını içeren şeffaflık ilkesinin aksine, hesap verebilirlik ilkesi faaliyet sonrasında kapsamaktadır.
- Bu ilke, yönetim kurulunun tepe yönetim performansını bağımsız bir şekilde izlemesini ve tepe yöneticilerin hissedarlara karşı hesap verebilirliğinin temin edilmesini gerektirmektedir.

3. Sorumluluk İlkesi

- Sorumluluk, şirketin tüzel kişiliğinin, şirket yönetim kurulunun ve yöneticilerinin karar ve eylemlerinin ilgili mevzuata, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanması anlamına gelmektedir.
- Şirket yönetiminin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini içerir

Yönetim Kurulunun Başlıca Sorumlulukları

- Şirketin kısa ve uzun vadeli hedeflerini belirlemek;
- Hedeflere ulaştıracak stratejileri irdelemek, geliştirilmesine katkıda bulunmak ve uygulanmasını sağlamak;
- Şirketin stratejik ve mali performansını irdelemek ve iyileştirici önlemler almak;
- İcra başkanını seçmek, belirli performans kriterlerine göre değerlendirmek ve ücretlendirilmesini belirlemek;
- Şirketin idari ve mali denetimini sağlamak;
- Yönetim kurulunun, yönetim kurulu alt komitelerinin ve üst düzey yöneticilerin etkin ve verimli çalışmalarını sağlayacak yapı ve işleyişte olmasını sağlamak ve bunların performans kriterlerini belirlemek;
- Şirketin, hissedarlara ve dış mercilere yönelik iletişim ve ilişki yaklaşımını belirlemek;
- Şirket ve çalışanları için iş ahlakı kurallarını belirlemek ve uygulanmasını sağlamak;
- Şirketin dahili ve harici tasarruflarının, faaliyet ve davranışlarının ilgili mevzuata uygunluğunu sağlamak,

4. Adillik (Eşitlik) İlkesi

- Şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder.
- Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dâhil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali halinde yeterli telafi ya da tazminat elde etme imkânına sahip olmalıdır.

SORULAR

Aşağıdakilerden hangisi kurumsal yönetimin evrensel kabul ve geçerliliği olan ana ilkelerinden birisi değildir? Kasım 2017

- A) Adillik
B) Hesap verebilirlik
C) Katılımcılık
D) Şeffaflık
E) Sorumluluk

Aşağıdakilerden hangisi bir ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarını belirleyen ana faktörlerden biri olarak gösterilemez? Mayıs 2017

- A) Siyasal sistem
B) Rekabet düzeyi
C) Ekonomik durum
D) Mülkiyet haklarının gelişmişlik düzeyi
E) Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi

Aşağıdakilerden hangisi kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında değerlendirilmez? Kasım 2016

- A) Basiretlilik
B) Şeffaflık
C) Eşitlik
D) Hesap verebilirlik
E) Sorumluluk

Ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler haricinde şirket ile ilgili tüm finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolayca erişilebilir bir biçimde kamuoyuna duyurulması olarak ifade edilen kurumsal yönetim ilkesi aşağıdakilerden hangisidir? Mayıs 2016

- A) Eşitlik
B) Şeffaflık
C) Hesap verebilirlik
D) Sorumluluk
E) Bağımsızlık

- I. Düşük sermaye maliyeti
II. Finansman imkanlarına erişimde kolaylık
III. Ülke imajının iyileşmesi

Yukarıdakilerden hangisi ya da hangileri, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlere doğrudan sağlayabileceği faydalardandır? Mayıs 2016

- A) Yalnız I
B) Yalnız II
C) I ve II
D) II ve III
E) I, II ve III

Aşağıdakilerden hangisi ülkelerin kurumsal yönetim anlayışları üzerinde en az etkilidir? Mayıs 2016

- A) Ekonomik konjonktür
B) Yönetim biçimi
C) Kültürel yapı
D) Hukuki altyapı
E) Şirket yapılanmaları

Aşağıdakilerden hangisi kurumsal yönetim bileşenlerinden biri değildir? Mayıs 2016

- A) Medya
B) Yatırımcılar
C) Akademisyenler
D) Kreditorler
E) Tedarikçiler

Şirket yönetiminin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunun sağlanması, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD) belirlediği kurumsal yönetim ilkelerinin hangi temel kavramıyla ilgilidir? Eylül 2015

- A) Eşitlik
B) Şeffaflık
C) Sorumluluk
D) Basiretlilik
E) Hesap verebilirlik

Aşağıdakilerden hangisi kurumsal yönetimin küresel düzeyde önem kazanmasına ve şirketlerin kurumsal yönetime geçiş çabalarının artmasına doğrudan neden olan etmenlerden değildir? Eylül 2015

- A) Özelleştirmeler
- B) Birleşme ve devralmaların artması
- C) Borsaya kote olma koşullarının zorlaştırılması
- D) Bağımsız denetime verilen önemin artması
- E) Şirket derecelendirme notunu iyileştirme çabası

Aşağıdakilerden hangisi kurumsal yönetime yönelik temel stratejilerden biri değildir? Eylül 2015

- A) Hiyerarşik olmayan yapının oluşturulması
- B) Etkin risk yönetim sistemlerinin oluşturulması
- C) Kurum içinde ve kamuoyuna yeterli bilgi akışının sağlanması
- D) Çıkar çatışmalarının önem arz ettiği durumlara ilişkin risklerin özel olarak izlenmesi
- E) Yönetim Kurulu, üst düzey yönetim ve denetçiler arasında iş birliği ve etkileşimin sağlanmasına yönelik mekanizmanın kurulması

Kurumsal yönetime ilişkin olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Mart 2015

- A) Kurumsal yönetim, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece de ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde de ortaklarına değer yaratmasına olanak tanıyan uygulamalardır.
- B) Kurumsal yönetim, pay sahiplerinin haklarının şirket tarafından tanınması ve bu hakların etkin olarak kullanılmasına imkân veren bir şirket yönetim anlayışıdır.
- C) Kurumsal yönetim, şirketlerin ve kurumların yönetim ve faaliyetlerinin yönlendirildiği bir sistemdir.
- D) Şirketlerde kurumsal yönetim yalnızca yönetim kurulu tarafından yerine getirilen faaliyetlerdir.
- E) Kurumsal yönetim, şirketlerin kontrol edildiği bir sistemdir.

I. Yatırımcılar

II. Denetim şirketleri

III. Medya

Yukarıdakilerden hangisi/hangileri kurumsal yönetimin bileşenlerindedir? Mart 2015

- A) Yalnız I
- B) Yalnız II
- C) I ve II
- D) II ve III
- E) I, II ve III

Aşağıdakilerden hangisi kurumsal yönetimin küresel düzeyde önem kazanmasına ve şirketlerin kurumsal yönetime geçiş çabalarının artmasına neden olan doğrudan etmenlerden biri değildir? Mart 2015

- A) Özelleştirmeler
- B) Birleşme ve devralmaların artması
- C) Bağımsız denetime verilen önemin artması
- D) Borsaya kote olma koşullarının zorlaştırılması
- E) Şirket derecelendirme notunu iyileştirme çabası

17. SPK KURUMSAL YÖNETİM TEBLİĞİ

9 SORU

BİRİNCİ BÖLÜM

Kurumsal yönetim ilkelerine kimler tabi değil?

- Payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklar.
- Payları Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar veya Kurumsal Ürünler Pazarı dışındaki diğer pazar, piyasa veya platformlarında işlem gören ortaklıklar.
- Paylarının ilk defa halka arz edilmesi ve/veya borsada işlem görmeye başlaması için Kurula başvuran/başvurulan ortaklıklardan; payları Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar veya Kurumsal Ürünler Pazarı dışındaki diğer pazar, piyasa veya platformlarında işlem görecektir olanlar.
- 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karara göre dışarıda yerleşik sayılan ortaklıklar.

İKİNCİ BÖLÜM

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayacak kurumlar kaç gruba ayrılır?

A) BİRİNCİ GRUP: Piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklar.

B) İKİNCİ GRUP: Birinci grup dışında kalan ortaklıklardan, piyasa değerinin ortalaması 1 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 250 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklar.

C) ÜÇÜNCÜ GRUP: Birinci ve ikinci gruba dahil olan ortaklıklar dışında kalan payları Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Kurumsal Ürünler Pazarında işlem gören diğer ortaklıklar.

Payları ilk defa halka arz edilen ve borsada işlem görmeye başlayan şirketler hangi gruba tabi?

Üçüncü grupta yer alan ortaklıkların yükümlülüklerine tabi olacak olup, paylarının borsada işlem görmeye başlaması sonrasında yapılacak ilk genel kurul tarihi itibarıyla gerekli uyumu sağlamak zorundadır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında istisnalar nelerdir?

- Bağımsız yönetim kurulu üye sayısı hakkında kural yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz. Her durumda ikiden az olamaz.** 3. gruptaki ortaklıklar ile yapılacak başvurunun Kurulca uygun görülmesi koşuluyla, sermayesinin aralarında eşit olarak en az %51'inin doğrudan veya dolaylı olarak sermaye, yönetim veya denetim ilişkisi bulunmayan, birbirinden bağımsız ve ortaklık ile ilgili önemli kararlarda her bir tarafın olumlu oyu gerekecek şekilde ortaklığın yönetim kontrolünü sözleşme ile eşit olarak paylaşan iki gerçek veya tüzel kişiden oluşan bankalar hariç iş ortaklıkları için uygulanmaz. Bu ortaklıklarda bağımsız üye sayısının iki olması yeterlidir.
- Bankalar için bağımsız yönetim kurulu üye sayısı üçten az olmamak kaydıyla bankanın ihtiyarındadır. Bankaların yönetim kurulu yapılanmaları içerisinde denetim komitesi üyeliği için görevlendirilen yönetim kurulu üyeleri bu Tebliğ çerçevesinde bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak kabul edilir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum zorunluluğuna aykırılık halinde uygulanacak tedbirler nelerdir?

- Kurul, bu Tebliğde belirtilen veya Kurulca verilen süreler içinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmesini sağlayacak kararları almaya ve buna ilişkin işlemleri resen yapmaya yetkilidir.
- Kurul, uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi için herhangi bir süre belirlenmemiş veya verilmemiş olsa dahi, uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemeye, dava açmaya, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını mahkemeden talep etmeye yetkilidir. Mahkemeye sunulacak talebe kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamak üzere yapılması gereken işlemleri içeren bir uyum önerisi eklenir.
- Ortaklıkların, uyulması zorunlu kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını sağlamak üzere işlem yapmak ve karar almak için yeterli sayıda yönetim kurulu üyesinin bulunmasına karşın yönetim kurulunun veya genel kurulun bu doğrultuda gerekli işlemleri yapmaması veya kararları almaması halinde, Kurul bu ortaklıklara 30 gün süre verir. Verilen süre içerisinde uyum için gerekli işlemlerin yapılmaması halinde Kurul, yönetim kurulunun toplanabilmesi ve karar alabilmesi için gerekli olan ve bağımsızlık kriterini sağlayan gerekli sayıda bağımsız üyeyi resen atar. Yeni yönetim kurulu, Kurulun uygun görüşünü almak suretiyle, esas sözleşmede zorunlu kurumsal yönetim ilkelerine uyumu sağlayacak gerekli değişiklikleri yaparak ticaret siciline tescil ve ilan ettirir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporları

- **Yıllık faaliyet raporlarında;** bu Tebliğ ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu ilkelere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte ortaklığın yönetim uygulamalarında söz konusu ilkeler çerçevesinde bir değişiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamalara yer verilir. Söz konusu açıklamalarda dönem içerisinde önemli bir değişiklik olması durumunda, ilgili değişikliğe ara dönem faaliyet raporlarında yer verilir.
- Kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarının içeriğine ve yayımlanmasına ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarının formatı Kurulca ilan edilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**İlişkili taraflarla gerçekleştirilecek işlemler**

- Ortaklıkların ve bağlı ortaklıklarının, ilişkili tarafları ile gerçekleştirecekleri işlemlere başlamadan önce, yapılacak işlemin esaslarını belirleyen bir yönetim kurulu kararı alması zorunludur.
- Ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları ile ilişkili tarafları arasındaki,

a) Varlık ve hizmet alımı benzeri işlemler ile yükümlülük transferi işlemlerinde; işlem tutarının, kamuya açıklanan son finansal tablolara (dipnotlarıyla birlikte finansal durum tablosu, kâr, zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu, nakit akış tablosu ve öz kaynak değişim tablosunu) göre **varlık toplamına** veya kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolara göre oluşan **hasılat tutarına** ya da yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanacak **şirket değerine** olan oranının,

b) Varlık ve hizmet satışı benzeri işlemlerde; işlem tutarının (varlığın net defter değerinin yüksek olması durumunda net defter değerinin), kamuya açıklanan son finansal tablolara göre **varlık toplamına** veya kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolara göre oluşan **hasılat tutarına** (varlığın devri, kiraya verilmesi veya üzerinde aynı hak tesis edilmesi durumunda, son yıllık finansal tablolara göre söz konusu varlıktan elde edilen karın ortaklığın sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karına) ya da yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanacak **şirket değerine** olan oranının,

%5'ten fazla olarak gerçekleşeceğinin öngörülmesi durumunda; işlem öncesinde işleme ilişkin Kurulca belirlenen bir kuruluşa **değerleme yaptırılması zorunludur**. İşleme konu varlığın **pay** olması ve söz konusu payların devrinin borsada gerçekleştirilmesi durumunda; ayrıca **değerleme raporu aranmaz**. **Kiralama işlemlerinde ve/veya nakit akışlarının kesin olarak ayrıştırılabildiği diğer işlemlerde işlem tutarı olarak, toplam kira gelir/giderlerinin ve/veya diğer gelir/giderlerin indirgenmiş nakit akışı yöntemine göre hesaplanan net bugünkü değeri dikkate alınır**. Bu fıkrada belirtilen esaslar çerçevesinde hesaplanan oranların negatif çıkması veya anlamlı olmayacak şekilde yüksek çıkması gibi sebeplerle uygulanabilirliğinin bulunmaması durumunda, söz konusu oran değerlendirme sırasında dikkate alınmaz ve bu durum yeterli açıklamayı içerecek şekilde KAP'ta açıklanır.

c) **Hasılatın %5 oranındaki kısmına isabet eden tutarın, toplam öz kaynakların binde biri oranındaki kısmına tekabül eden tutardan düşük olması halinde; hasılatı davalı oran uygulanabilir olarak kabul edilmez.**

ç) **Bankalar** açısından **hasılat**, ana faaliyetlerinden elde edilen **faiz geliridir**.

- **%10'dan fazla bir orana ulaşılacağına öngörülmesi durumunda, değerlendirme yaptırılması yükümlülüğüne ek olarak işleme ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır.** Konunun görüşüleceği yönetim kurulu toplantılarında, ilişkili taraf niteliğinde olan yönetim kurulu üyeleri oy kullanamaz. Bağımsız üyelerin çoğunluğunun söz konusu işlemi onaylamaması halinde, bu durum işleme ilişkin yeterli bilgiyi içerecek şekilde KAP'ta açıklanır **ve işlem genel kurul onayına sunulur**. Söz konusu genel kurul toplantılarında, işlemin tarafları ve bunlarla ilişkili kişilerin oy kullanamayacakları bir oylamada karar alınır. Bu maddede belirtilen durumlar için yapılacak genel kurul toplantılarında toplantı nisabı aranmaz. **Oy hakkı bulunanların basit çoğunluğu ile karar alınır**. Bu fıkrada belirtilen esaslara uygun olarak alınmayan yönetim kurulu kararları ile genel kurul kararları geçerli sayılmaz.
- **İşleme konu gayrimenkul ile gayrimenkulün bütünleyici parçaları, gayrimenkul projeleri ve gayrimenkule bağlı haklar, Kurulun gayrimenkul değerlemesine ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde değerlemeye tabi tutulur.**
- Yukarıdaki değerlendirme hizmetleri dışındaki değerlendirme hizmetlerinde, Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri esas alınır.
- İlişkili taraf işlemlerinin gerçekleştirilmesine karar verilmesi durumunda; işlemin taraflarının birbirleriyle olan doğrudan veya dolaylı ilişkileri, işlemlerin niteliği, değerlemede kullanılan varsayımlar ve değerlendirme sonuçlarını içeren değerlendirme raporunun özeti, işlemler değerlendirme raporunda ulaşılan sonuçlara uygun bir şekilde gerçekleştirilmemişse bu durumun gerekçesi Kurulun kamuyu aydınlatma düzenlemeleri çerçevesinde KAP'ta duyurulur.
- Yatırım ortaklıklarının ilişkili taraflarından aldıkları portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı ve sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık hizmetleri için bu madde hükümleri uygulanmaz.
- Bankaların ve finansal kuruluşların (kalkınma ve yatırım bankaları hariç olmak üzere, Bankacılık Kanununda tanımlanan finansal kuruluşları), olağan faaliyetlerinden kaynaklanan ilişkili taraf işlemleri için bu madde kapsamında yer alan yükümlülükleri yerine getirmesi zorunlu değildir.
- Kurul, gerekli gördüğü takdirde, bu Tebliğde belirtilen oranlara bağlı kalmaksızın ortaklıklar ve bağlı ortaklıkların, ilişkili tarafları veya ilişkili olmayan tarafları arasındaki işlemlerinde değerlendirme yapılmasını ve bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde değerlendirme sonuçlarının kamuya açıklanmasını zorunlu tutabilir.

Yaygın ve süreklilik arz eden işlemler

Yaygın ve süreklilik arz eden işlem: Ortaklıkların olağan faaliyetleri kapsamında ticari nitelikte olsun veya olmasın bir yıllık hesap dönemi içinde en az iki defa yapılan veya yapılacak aynı nitelikteki işlemleri ifade eder.

- Ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları ile ilişkili tarafları arasındaki yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerin kapsamı ve bu işlemlere ilişkin şartlar yönetim kurulu tarafından karara bağlanır. Söz konusu işlemlerin kapsamında ve şartlarında önemli bir değişiklik olması durumunda, konu hakkında yeniden yönetim kurulu kararı alınır.
- Ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları ile ilişkili tarafları arasındaki yaygın ve süreklilik arz eden işlemlerin bir hesap dönemi içerisindeki tutarının,

a) Alış işlemlerinde kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolara göre oluşan satışların maliyetine olan oranının,

b) Satış işlemlerinde kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolara göre oluşan hasılat tutarına olan oranının,

%10'dan fazla bir orana ulaşacağı öngörülmesi durumunda, yönetim kurulu kararına ilaveten, ortaklık yönetim kurulu tarafından işlemlerin şartlarına ve piyasa koşulları ile karşılaştırılmasına ilişkin olarak bir rapor hazırlanır ve bu raporun tamamı veya sonucu KAP'ta açıklanır. Oranların hesaplanmasında, aynı nitelikteki işlemlerin toplu değerlendirilmesi esas olup, aynı ortaklık ile yapılan ve farklı nitelikteki işlemlerin her birinin ayrı birer işlem olarak değerlendirilmesi gerekir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun söz konusu işlemleri onaylamaması halinde, muhalefet gerekçesinin KAP'ta açıklanması zorunludur.

- Hazırlanacak raporlarda asgari olarak aşağıdaki hususlara yer verilmesi zorunludur:

a) İşleme taraf şirketler hakkında ticaret unvanı, şirket ile ilgili olan faaliyetleri, halka açık olup olmadığı, yıllık bazda aktif toplamı, faaliyet karı, net satışlar gibi özet finansal veriler ve benzerlerini de içerecek bilgi.

b) İşleme taraf şirketlerle olan ilişkilerin niteliği, ortaklığın faaliyetlerine olan etkisi hakkında genel bilgi.

c) İşlemin dayandığı sözleşmenin tarihi, konusu, ticari sır niteliğinde olmamak kaydıyla sözleşmedeki önemli unsurlar, daha önce izahname gibi dokümanlarda yer verilmiş ise buna ilişkin bilgi.

ç) İşlemin piyasa koşullarına uygunluğu değerlendirilirken esas alınan kriterler.

d) İşlemin piyasa koşullarına uygun olup olmadığı hakkında değerlendirme.

- Temettü dağıtımı, sermaye artırımı nedeniyle yeni pay alma hakkı kullanımı ve yöneticilerin mali haklarına ilişkin ödemeler ile menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ilişkili taraflarından aldıkları portföy yönetimi, yatırım danışmanlığı ve sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık hizmetleri ile bankaların ve finansal kuruluşların olağan faaliyetlerinden kaynaklanan ilişkili taraf işlemleri için bu madde hükümleri uygulanmaz.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**Yatırımcı ilişkileri bölümü**

- Ortaklıklar ile yatırımcılar arasındaki iletişimi sağlayan yatırımcı ilişkileri bölümünün oluşturulması ve bu bölümün ortaklık genel müdürü veya genel müdür yardımcısına ya da muadili diğer idari sorumluluğu bulunan yöneticilerden birine doğrudan bağlı olarak çalışması ve yürütmekte olduğu faaliyetlerle ilgili olarak en az yılda bir kere yönetim kuruluna rapor hazırlayarak sunması zorunludur.

- Yatırımcı ilişkileri bölümü yöneticisinin “Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı” ve “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı”na sahip olması, ortaklıkta tam zamanlı yönetici olarak çalışıyor olması ve kurumsal yönetim komitesi üyesi olarak görevlendirilmesi zorunludur. Şu kadar ki, menkul kıymet yatırım ortaklıklarında söz konusu personelin ortaklıkta tam zamanlı olarak çalışması zorunlu değildir. Yatırımcı ilişkileri bölümü yöneticisinin ve bu bölümde görev alan asgari bir kişinin adı, soyadı ve iletişim bilgileri ile bu bilgilerde meydana gelen değişiklikler Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde KAP’ta yayımlanır. Bölüm yöneticisinin görevinden ayrılması durumunda 30 gün içerisinde yeni bir kişinin görevlendirilmesi zorunludur.
- Yatırımcı ilişkileri bölümünün görevi, kamuya açıklanması kaydıyla çeşitli birimler tarafından da yerine getirilebilir. Bu halde, görevlerden en çoğundan sorumlu olan yönetici, yatırımcı ilişkileri bölümü yöneticisi olarak kabul edilir ve görevler bu personel tarafından yerine getirilir.
- Bu Tebliğ uyarınca belirlenen üçüncü grupta yer alan ortaklıkların yatırımcı ilişkileri bölümü yöneticisinin, belirtilen “Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı” ve “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı”nın herhangi birine veya sadece “Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı”na sahip olması yeterlidir.
- Yatırımcı ilişkileri bölümünün başlıca görevleri aşağıda yer almaktadır:
 - a) Yatırımcılar ile ortaklık arasında yapılan yazışmalar ile diğer bilgi ve belgelere ilişkin kayıtların sağlıklı, güvenli ve güncel olarak tutulmasını sağlamak.
 - b) Ortaklık pay sahiplerinin ortaklık ile ilgili yazılı bilgi taleplerini yanıtlamak.
 - c) Genel kurul toplantısı ile ilgili olarak pay sahiplerinin bilgi ve incelemesine sunulması gereken dokümanları hazırlamak ve genel kurul toplantısının ilgili mevzuata, esas sözleşmeye ve diğer ortaklık içi düzenlemelere uygun olarak yapılmasını sağlayacak tedbirleri almak.
 - ç) Kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü husus da dahil olmak üzere sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesini gözetmek ve izlemek.
 - Paylarının ilk defa halka arz edilmesi ve/veya borsada işlem görmeye başlaması için Kurula başvuran/başvurulan ortaklıkların, bu madde kapsamındaki yükümlülüklerini, paylarının borsada işlem görmeye başlaması tarihinden itibaren altı ay içerisinde yerine getirmeleri gerekir.

Teminat, rehin, ipotek ve kefaletler

- Ortaklıklar ile bunların bağlı ortaklıkları;
 - a) Kendi tüzel kişilikleri lehine,
 - b) Finansal tablolarında tam konsolidasyon kapsamına dahil ettikleri ortaklıklar lehine,
 - c) Olağan ticari faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla diğer üçüncü kişiler lehine,
 vermiş oldukları teminat, rehin, ipotek ve kefaletler dışında üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet veremez.
 - Sermayelerine doğrudan katılan iştirakler ve iş ortaklıkları lehine, doğrudan katılan sermaye payı oranında teminat, rehin, ipotek ve kefalet verilebilir.
 - **Her koşulda olağan ticari faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla diğer üçüncü kişiler lehine teminat, rehin, ipotek ve kefalet verilmesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır.** Konunun görüşüleceği yönetim kurulu toplantılarında, ilişkili taraf niteliğinde olan yönetim kurulu üyeleri oy kullanamaz. **Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun söz konusu işlemleri onaylamaması halinde, muhalefet gerekçesinin KAP’ta açıklanması zorunludur.**
 - **Üçüncü kişiler lehine verilen teminat, rehin, ipotek ve kefaletler ile elde edilen gelir veya menfaatlere olağan genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak yer verilir.**
 - Paylarının ilk defa halka arz edilmesi ve/veya borsada işlem görmeye başlaması için Kurula başvuran/başvurulan ortaklıkların, bu maddeye aykırı mevcut teminat, rehin, ipotek ve kefaletlerinin, paylarının borsada işlem görmeye başladığı yılı takip eden dördüncü yılın sonuna kadar sıfır düzeyine indirilmesi zorunludur.
 - Yatırım ortaklıklarının, bankaların ve finansal kuruluşların üçüncü kişiler lehine verdikleri teminat, rehin, ipotek ve kefaletler hakkında bu madde hükümleri uygulanmaz.

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

1. PAY SAHİPLERİ
2. KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK
3. MENFAAT SAHİPLERİ
4. YÖNETİM KURULU

1. PAY SAHİPLERİ

PAY SAHİPLERİ

1. Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması
2. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı
3. Genel Kurul
4. Oy hakkı
5. Azlık hakları
6. Kar payı hakkı
7. Payların devri

1. 1. Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması

- Tüm pay sahiplerine eşit muamele edilir.
- Şirket organlarının yanı sıra “Pay Sahipleri ile İlişkiler Birimi”, başta bilgi alma ve inceleme hakkı olmak üzere pay sahipliği haklarının korunması ve kullanılmasının kolaylaştırılmasında etkin rol oynar.
- Pay sahiplerinin haklarının kullanımını etkileyebilecek her türlü bilgi güncel olarak şirketin internet sitesinde pay sahiplerinin kullanımına sunulur

1. 2. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı

Ortaklık yönetimi özel denetim yapılmasını zorlaştırıcı işlem yapmaktan kaçınır.

1. 3. Genel Kurul

Ortaklığın kurumsal internet sitesinde ve KAP’ta, genel kurul toplantı ilanı ile birlikte, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere genel kurul toplantı tarihinden en az üç hafta önce pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulacak belgeler ile ortaklığın ilgili mevzuat gereği yapması gereken bildirim ve açıklamaların yanı sıra, aşağıdaki hususlar dikkati çekecek şekilde yatırımcılara ayrıca duyurulur.

a) Açıklamanın yapılacağı tarih itibarıyla ortaklığın ortaklık yapısını yansıtan toplam pay sayısı ve oy hakkı, ortaklık sermayesinde imtiyazlı pay bulunuyorsa her bir imtiyazlı pay grubunu temsil eden pay sayısı ve oy hakkı ile imtiyazların niteliği hakkında bilgi.

b) Ortaklığın ve bağlı ortaklıklarının geçmiş hesap döneminde gerçekleşen veya gelecek hesap dönemlerinde planladığı ortaklık faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek yönetim ve faaliyetlerindeki değişiklikler ve bu değişikliklerin gerekçeleri hakkında bilgi.

c) Genel kurul toplantı gündeminde yönetim kurulu üyelerinin azli, değiştirilmesi veya seçimi varsa; azil ve değiştirme gerekçeleri, yönetim kurulu üyeliği adaylığı ortaklığa iletilen kişilerin; özgeçmişleri, son on yıl içerisinde yürüttüğü görevler ve ayrılma nedenleri, ortaklık ve ortaklığın ilişkili tarafları ile ilişkisinin niteliği ve önemlilik düzeyi, bağımsızlık niteliğine sahip olup olmadığı ve bu kişilerin yönetim kurulu üyesi seçilmesi durumunda, ortaklık faaliyetlerini etkileyebilecek benzeri hususlar hakkında bilgi.

ç) Ortaklık pay sahiplerinin gündeme madde konulmasına ilişkin Yatırımcı İlişkileri Bölümü’ne yazılı olarak iletmis oldukları talepleri, yönetim kurulunun ortakların gündem önerilerini kabul etmediği hallerde, kabul görmeyen öneriler ile ret gerekçeleri.

d) Gündemde esas sözleşme değişikliği olması durumunda ilgili yönetim kurulu kararı ile birlikte, esas sözleşme değişikliklerinin eski ve yeni şekilleri.

- Genel kurul gündemi hazırlanırken, her teklifin ayrı bir başlık altında verilmiş olmasına dikkat edilir ve gündem başlıkları açık ve farklı yorumlara yol açmayacak şekilde ifade edilir. Gündemde “diğer”, “çeşitli” gibi ibarelerin yer almamasına özen gösterilir. Genel kurul toplantısından önce verilecek bilgiler, ilgili oldukları gündem maddelerine atıf yapılarak verilir.
- Genel kurul toplantısı, pay sahiplerinin katılımını artırmak amacıyla pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açmayacak ve pay sahiplerinin mümkün olan en az maliyetle katılımını sağlayacak şekilde gerçekleştirilir. Bu amaçla esas sözleşmede yer almak kaydıyla, toplantı pay sahiplerinin sayısal olarak çoğunlukta bulunduğu yerde yapılır.
- Toplantı başkanı Türk Ticaret Kanunu, Kanun ve ilgili mevzuat uyarınca genel kurulun yürütülmesi hakkında önceden hazırlıklar yapar ve gerekli bilgiyi edinir.
- Genel kurul toplantısında, gündemde yer alan konuların tarafsız ve ayrıntılı bir şekilde, açık ve anlaşılabilir bir yöntemle aktarılması konusuna toplantı başkanı özen gösterir. Pay sahiplerine eşit şartlar altında düşüncelerini açıklama ve soru sorma imkanı verilir. Toplantı başkanı, genel kurul toplantısında ortaklarca sorulan ve ticari sır kapsamına girmeyen her sorunun doğrudan genel kurul toplantısında cevaplandırılmış olmasını sağlar. Sorulan sorunun gündemle ilgili olmaması veya hemen cevap verilemeyecek kadar kapsamlı olması halinde, sorulan soru en geç 15 gün içerisinde Yatırımcı İlişkileri Bölümü tarafından yazılı olarak cevaplanır. Genel kurul toplantısı sırasında sorulan tüm sorular ile bu sorulara verilen cevaplar, en geç genel kurul tarihinden sonraki 30 gün içerisinde Yatırımcı İlişkileri Bölümü tarafından ortaklık İnternet sitesinde kamuya duyurulur.
- Yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahiplerinin, yönetim kurulu üyelerinin, idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ve bunların eş ve ikinci dereceye kadar kan ve sıhrî hısımlarının, ortaklık veya bağlı ortaklıkları ile çıkar çatışmasına neden olabilecek önemli bir işlem yapması ve/veya ortaklığın veya bağlı ortaklıklarının işletme konusuna giren ticari iş türünden bir işlemi kendi veya başkası hesabına yapması ya da aynı tür ticari işlemlerle uğraşan bir başka ortaklığa sorumluluğu sınırsız ortak sıfatıyla girmesi durumunda; söz konusu işlemler, genel kurulda konuya ilişkin ayrıntılı bilgi verilmek üzere ayrı bir gündem maddesi olarak genel kurul gündemine alınır ve genel kurul tutanağına işlenir.
- Yukarıda belirtilenler haricinde imtiyazlı bir şekilde ortaklık bilgilerine ulaşma imkânı olan kişiler, kendileri adına ortaklığın faaliyet konusu kapsamında yaptıkları işlemler hakkında genel kurulda bilgi verilmesini teminen gündeme eklenmek üzere yönetim kurulunu bilgilendirir.
- Gündemde özellik arz eden konularla ilgili yönetim kurulu üyeleri, ilgili diğer kişiler, finansal tabloların hazırlanmasında sorumluluğu bulunan yetkililer ve denetçilerin gerekli bilgilendirmeleri yapabilmek ve soruları cevaplandırmak üzere genel kurul toplantısında hazır bulunmaları sağlanır.
- Şirketlerin,

a) Varlık ve hizmet alımı benzeri işlemler ile yükümlülük transferi işlemlerinde; işlem tutarının, kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık toplamına veya kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolara göre oluşan hasılat tutarına ya da yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanacak şirket değerine olan oranının,

b) Varlık ve hizmet satışı benzeri işlemlerde; işlem tutarının (varlığın net defter değerinin yüksek olması durumunda net defter değerinin), kamuya açıklanan son finansal tablolara göre varlık toplamına veya kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolara göre oluşan hasılat tutarına (varlığın devri, kiraya verilmesi veya üzerinde aynı hak tesis edilmesi durumunda; son yıllık finansal tablolara göre söz konusu varlıktan elde edilen kârın, ortaklığın sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kârına) (bankalar ve finansal kuruluşların olağan faaliyetlerinden kaynaklanan aynı hak tesisi hariç) ya da yönetim kurulu karar tarihinden önceki altı aylık günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması baz alınarak hesaplanacak şirket değerine olan oranının,

%10'dan fazla bir orana ulaşacak olması ya da bir faaliyetinin durdurulması durumlarında; söz konusu işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararının icra edilebilmesi için bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayının bulunması gerekir. Yönetim kurulu kararının katılanların oybirliği ile alınmaması durumunda, imzalı yönetim kurulu kararı ve muhalefet şerhi KAP'ta açıklanır. **Kiralama işlemlerinde** ve/veya nakit akışlarının kesin olarak ayrıştırılabildiği diğer işlemlerde işlem tutarı olarak, yıllık toplam brüt kira gelir/giderlerinin ve/veya diğer gelir/giderlerin indirgenmiş nakit akışı yöntemine göre hesaplanan net bugünkü değeri dikkate alınır.

Bağımsız üyelerin çoğunluğunun işlemi onaylamaması halinde, bu durum işleme ilişkin yeterli bilgiyi içerecek şekilde KAP'ta duyurulur ve işlem genel kurul onayına sunulur. Genel kurul toplantılarında ilgili kanunda belirtilen esaslara uyulur.

Bu esaslar çerçevesinde hesaplanan **oranların negatif çıkması veya anlamlı olmayacak şekilde yüksek çıkması gibi sebeplerle** uygulanabilirliğinin bulunmaması durumunda, söz konusu oran değerlendirme sırasında dikkate alınmaz ve bu durum yeterli açıklamayı içerecek şekilde KAP'ta açıklanır.

Hasılatın %10 oranındaki kısmına isabet eden tutarın, toplam öz kaynakların binde ikisi oranındaki kısmına tekabül eden tutardan düşük olması halinde; hasılatı dayalı oran uygulanabilir olarak kabul edilmez.

- Bağış ve yardımlara ilişkin politika oluşturularak genel kurul onayına sunulur. Genel kurul tarafından onaylanan politika doğrultusunda dönem içinde yapılan tüm bağış ve yardımların tutarı ve yararlanıcıları ile politika değişiklikleri hakkında genel kurul toplantısında ayrı bir gündem maddesi ile ortaklara bilgi verilir.
- Genel kurul toplantıları, söz hakkı olmaksızın menfaat sahipleri ve medya dâhil kamuya açık olarak yapılabilir ve bu hususta esas sözleşmeye hüküm konulabilir.

1. 4. Oy Hakkı

- Oy hakkının kullanılmasını zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılır. Sınır ötesi de dahil olmak üzere her pay sahibine oy hakkını en kolay ve uygun şekilde kullanma fırsatı sağlanır.
- Oy hakkında imtiyazdan kaçınılır. Oy hakkında imtiyazın varlığı halinde halka açık payların sahiplerinin yönetimde temsilini engelleyecek nitelikteki imtiyazların kaldırılması esastır.
- Karşılıklı iştirak ilişkisi beraberinde bir hakimiyet ilişkisini de getiriyorsa; karşılıklı iştirak içerisinde bulunan ortaklıkların, gerekli nisapları sağlamak gibi çok zaruri durumlar ortaya çıkmadıkça, karşılıklı iştirak ilişkisi içerisinde buldukları ortaklığın genel kurullarında oy haklarını kullanmamaları esastır ve bu durum ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak KAP'ta açıklanır.

1. 5. Azlık Hakları

- Azlık haklarının kullanılmasına azami özen gösterilir.
- Azlık hakları, esas sözleşme ile sermayenin yirmide birinden (%5) daha düşük bir orana sahip olanlara da tanınabilir. Azlık haklarının kapsamı esas sözleşmede düzenlenerek genişletilebilir.

1. 6. Kar Payı Hakkı

- Ortaklığın belirli ve tutarlı bir kâr dağıtım politikası bulunur. Bu politika genel kurul toplantısında ortakların onayına sunulur ve ortaklığın kurumsal İnternet sitesinde kamuya açıklanır.
- Kâr dağıtım politikası, pay sahiplerinin ortaklığın gelecek dönemlerde elde edeceği kârın dağıtım usul ve esaslarını öngörebilmesine imkan verecek açıklıkta asgari bilgileri içerir.
- Yönetim kurulunun genel kurula kârın dağıtılmamasını teklif etmesi halinde, bunun nedenleri ile dağıtılmayan kârın kullanım şekline ilişkin bilgiye kâr dağıtımına ilişkin gündem maddesinde yer verilir.
- Kâr dağıtım politikasında pay sahiplerinin menfaatleri ile ortaklık menfaati arasında dengeli bir politika izlenir.

1. 7. Payların Devri

- Payların serbestçe devredilebilmesini zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılır.

2. KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

1. Kurumsal internet sitesi
2. Faaliyet raporu

2.1. Kurumsal İnternet Sitesi

- Ortaklığın kurumsal İnternet sitesinde; ilgili mevzuat uyarınca açıklanması zorunlu bilgilerin yanı sıra;
 - ticaret sicili bilgileri,
 - son durum itibarıyla ortaklık ve yönetim yapısı,
 - imtiyazlı paylar hakkında detaylı bilgi,
 - değişikliklerin yayımlandığı Türkiye Ticaret Sicili Gazeteleri'nin tarih ve sayısı ile birlikte
 - ortaklık esas sözleşmesinin son hali,
 - özel durum açıklamaları,
 - finansal raporlar (finansal tablolar, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanlarından oluşan raporları),
 - faaliyet raporları,
 - izahnameler ve
 - diğer kamuyu aydınlatma belgeleri,
 - genel kurul toplantılarının gündemleri,
 - katılanlar cetvelleri ve toplantı tutanakları, vekaleten oy kullanma formu, pay alım teklifi veya vekalet toplanmasında hazırlanan zorunlu bilgi formları ve benzeri formlar,
 - varsa şirketin kendi paylarının geri alınmasına ilişkin politikası,
 - kâr dağıtım politikası, bilgilendirme politikası,
 - şirket tarafından oluşturulan etik kurallar ve
 - sıkça sorulan sorular başlığı altında, şirkete ulaşan bilgi talepleri ile soru ve şikayetler ve bunlara verilen cevaplar yer alır. Bu kapsamda, en az son 5 yıllık bilgilere kurumsal İnternet sitesinde yer verilir.
- Şirketin ortaklık yapısı; dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile %5'ten yüksek paya sahip olan gerçek kişi pay sahiplerinin isimleri, pay miktarı ve oranları ile hangi imtiyaza sahip oldukları gösterilecek şekilde asgari 6 ayda bir güncellenecek şekilde açıklanmalıdır.
- Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gereken, özel durum ve dipnotlar hariç finansal tablo bildirimleri Türkçe'nin yanı sıra eş anlı olarak İngilizce de KAP'ta açıklanır. İngilizce açıklamalar, açıklamadan yararlanacak kişilerin karar vermelerine yardımcı olacak ölçüde doğru, tam, dolaysız, anlaşılabilir, yeterli ve açıklamanın Türkçesi ile tutarlı olacak şekilde özet olarak hazırlanır.
- İnternet sitesinde yer alan bilgiler, uluslararası yatırımcıların da yararlanması açısından Türkçe ile tamamen aynı içerikte olacak şekilde ayrıca ihtiyaca göre seçilen yabancı dillerde de hazırlanır.

2.2. Faaliyet Raporu

- Yönetim kurulu, faaliyet raporunu kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında tam ve doğru bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlar.
- İlgili mevzuatta ve kurumsal yönetim ilkelerinin diğer bölümlerinde belirtilen hususlara ek olarak yıllık faaliyet raporlarında;
 - a) Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin şirket dışında yürüttükleri görevler hakkında bilgiye ve yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığına ilişkin beyanlarına,
 - b) Yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komitelerin üyeleri, toplanma sıklığı, yürütülen faaliyetleri de içerecek şekilde çalışma esaslarına ve komitelerin etkinliğine ilişkin yönetim kurulunun değerlendirmesine,
 - c) Yönetim kurulunun yıl içerisindeki toplantı sayısına ve yönetim kurulu üyelerinin söz konusu toplantılara katılım durumuna,
 - ç) Şirket faaliyetlerini önemli derecede etkileyebilecek mevzuat değişiklikleri hakkında bilgiye,
 - d) Şirket aleyhine açılan önemli davalar ve olası sonuçları hakkında bilgiye,
 - e) Şirketin yatırım danışmanlığı ve derecelendirme gibi konularda hizmet aldığı kurumlarla arasındaki çıkar çatışmaları ve bu çıkar çatışmalarını önlemek için şirketçe alınan tedbirler hakkında bilgiye,
 - f) Sermayeye doğrudan katılım oranının %5'i aştığı karşılıklı iştiraklere ilişkin bilgiye,
 - g) Çalışanların sosyal hakları, mesleki eğitimi ile diğer toplumsal ve çevresel sonuç doğuran şirket faaliyetlerine ilişkin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri hakkında bilgiye, yer verilir.

3. MENFAAT SAHİPLERİ

Menfaat Sahipleri

1. Menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası
2. Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi
3. Şirketin insan kaynakları politikası
4. Müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler
5. Etik kurallar ve sosyal sorumluluk

3.1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası

- Menfaat sahipleri; şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar gruplarıdır. Şirket, işlem ve faaliyetlerinde menfaat sahiplerinin ilgili mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarını koruma altına alır. Menfaat sahiplerinin haklarının mevzuat ve karşılıklı sözleşmeler ile korunmadığı durumlarda, menfaat sahiplerinin çıkarları iyi niyet kuralları çerçevesinde ve şirket imkânları ölçüsünde korunur.
- Menfaat sahiplerinin mevzuat ve sözleşmelerle korunan haklarının ihlali halinde etkili ve süratli bir tazmin imkânı sağlanır. Şirket, ilgili mevzuat ile menfaat sahiplerine sağlanmış olan tazminat gibi mekanizmaların kullanılabilmesi için gerekli kolaylığı gösterir. Ayrıca şirket çalışanlarına yönelik tazminat politikasını oluşturur ve bunu kurumsal İnternet sitesi aracılığıyla kamuya açıklar.
- Menfaat sahipleri, haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve prosedürleri hakkında şirketin kurumsal İnternet sitesi de kullanılmak suretiyle yeterli bir şekilde bilgilendirilir.
- Şirket, menfaat sahiplerinin şirketin ilgili mevzuata aykırı ve etik açıdan uygun olmayan işlemlerinin kurumsal yönetim komitesine veya denetimden sorumlu komiteye iletilmesi için gerekli mekanizmaları oluşturur.
- Menfaat sahipleri arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkması veya bir menfaat sahibinin birden fazla çıkar grubuna dahil olması durumunda; sahip olunan hakların korunması açısından mümkün olduğunca dengeli bir politika izlenir, her bir hakkın birbirinden bağımsız olarak korunması hedeflenir.

3.2. Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi

- Başta şirket çalışanları olmak üzere menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımını destekleyici modeller şirket faaliyetlerini aksatmayacak şekilde geliştirilir. Şirket tarafından benimsenen söz konusu modellere şirketin iç düzenlemelerinde veya esas sözleşmesinde yer verilir.
- Menfaat sahipleri bakımından sonuç doğuran önemli kararlarda menfaat sahiplerinin görüşleri alınır.

3.3. Şirketin İnsan Kaynakları Politikası

- İşe alım politikaları oluşturulurken ve kariyer planlamaları yapılırken, eşit koşullardaki kişilere eşit fırsat sağlanması ilkesi benimsenir. Yönetici görev değişikliklerinin şirket yönetiminde aksaklığa sebep olabileceği öngörülen durumlarda, yeni görevlendirilecek yöneticilerin belirlenmesi hususunda halefiyet planlaması hazırlanır.
- Personel alımına ilişkin ölçütler yazılı olarak belirlenir ve bu ölçütlere uyulur.
- Çalışanlara sağlanan tüm haklarda adil davranılır, çalışanların bilgi, beceri ve görgülerini arttırmalarına yönelik eğitim programları gerçekleştirilir ve eğitim politikaları oluşturulur.
- Şirketin finansal durumu, ücret, kariyer, eğitim, sağlık gibi konularda çalışanlara yönelik bilgilendirme toplantıları yapılarak görüş alışverişinde bulunulur.
- Çalışanlar ile ilgili olarak alınan kararlar veya çalışanları ilgilendiren gelişmeler çalışanlara veya temsilcilerine bildirilir, bu nitelikteki kararlarda ilgili sendikalardan görüş alınır.
- Şirket çalışanlarının görev tanımları ve dağılımı ile performans ve ödüllendirme kriterleri çalışanlara duyurulur. Çalışanlara verilen ücret ve diğer menfaatlerin belirlenmesinde verimliliğe dikkat edilir. Şirket, çalışanlarına yönelik olarak pay edindirme planları oluşturabilir.
- Çalışanlar arasında ırk, din, dil ve cinsiyet ayrımı yapılmaması ve çalışanların şirket içi fiziksel, ruhsal ve duygusal kötü muamelelere karşı korunması için önlemler alınır.
- Şirket, dernek kurma özgürlüğü ve toplu iş sözleşmesi hakkının etkin bir biçimde tanınmasını destekler.
- Çalışanlar için güvenli çalışma ortamı ve koşulları sağlanır.

3.4. Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler

- Şirket, mal ve hizmetlerinin pazarlamasında ve satışında müşteri memnuniyetini sağlayıcı her türlü tedbiri alır.
- Müşterinin satın aldığı mal ve hizmete ilişkin talepleri süratle karşılanır ve gecikmeler hakkında süre bitimi beklenmeksizin müşteriler bilgilendirilir.
- Mal ve hizmetlerde kalite standartlarına uyulur ve standardın korunmasına özen gösterilir. Bu amaçla kaliteye ilişkin belirli bir garanti sağlanır.
- Müşteri ve tedarikçiler ile ilgili ticari sır kapsamındaki bilgilerin gizliliğine özen gösterilir.

3.5. Etik Kurallar ve Sosyal Sorumluluk

- Etik kurallar, Şirket'in hizmet kalitesini ve saygınlığını artırmak üzere, şirket çalışanları ve toplumla ilişkilerini düzenleyen ve şirket içi davranış kültürünü oluşturan değerler bütünüdür.
- Bu çerçevede Şirket, sosyal sorumluluklarına karşı duyarlı olur; çevreye, tüketiciye, kamu sağlığına ilişkin düzenlemeler ile etik kurallara uyar. Şirket, uluslararası geçerliliğe sahip insan haklarına destek olur ve saygı gösterir. Şirket, irtikap ve rüşvet de dahil olmak üzere yolsuzluğun her türlüyle mücadele eder, tüm faaliyetlerinde toplumsal yarar ve çevreye saygı doğrultusunda davranır.
- Şirketin faaliyetleri kurumsal İnternet sitesi vasıtasıyla kamuya açıklanan etik kuralları çerçevesinde yürütülür.
- Şirket, sosyal sorumluluklarına karşı duyarlı olur; çevreye, tüketiciye, kamu sağlığına ilişkin düzenlemeler ile etik kurallara uyar. Şirket, uluslararası geçerliliğe sahip insan haklarına destek olur ve saygı gösterir. İrtikap ve rüşvet de dahil olmak üzere yolsuzluğun her türlüyle mücadele eder.

4. YÖNETİM KURULU

Yönetim Kurulu

1. Yönetim kurulunun işlevi
2. Yönetim kurulunun faaliyet esasları
3. Yönetim kurulunun yapısı
4. Yönetim kurulu toplantılarının şekli
5. Yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler
6. Yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere sağlanan mali haklar

4.1.Yönetim Kurulunun İşlevi

- Yönetim kurulu, ülkemizde olduğu gibi, şirketin az sayıda hâkim ortağın yönetim ve kontrolünde olduğu şirket yapılarında, diğer hisse sahipleri ve paydaşların da haklarını koruyacak şekilde şirketi idare ve temsil etmelidir. Üst yönetimin kendi özel çıkarlarını gözeterek kısa vadeli hedeflere yönelmesinin önüne geçmeli ve şirketin uzun vadeli sürdürülebilir büyümesi yönünde üst yönetimi yönlendirmelidir.
- **Yönetim kurulu, alacağı stratejik kararlarla, şirketin risk, büyüme ve getiri dengesini en uygun düzeyde tutarak, akılcı ve tedbirli risk yönetimi anlayışıyla şirketin öncelikle uzun vadeli çıkarlarını gözeterek, şirketi idare ve temsil eder.**

Yönetim kurulu, alacağı tüm kararlarda başta pay sahipleri olmak üzere şirketten etkilenebilecek tüm kişilerin çıkarlarını gözetmelidir. Etkin bir gözden geçirme ile şirketin karşı karşıya kalabileceği riskleri belirleyip, bu risklerin etkilerini en aza indirebilecek bir risk yönetim politikası oluşturmalıdır. Kurul şirketin kısa vadede daha çok uzun vadeli çıkarlarını gözetip, büyüme ve getiri dengesini en uygun düzeyde tutmalıdır

- **Yönetim kurulu şirketin stratejik hedeflerini tanımlar, şirketin ihtiyaç duyacağı insan ve finansal kaynaklarını belirler, yönetimin performansını denetler.**

Yönetim kurulu; şirketteki doğru pozisyonlara doğru yöneticileri atamakla görevlidir. Hâkim ortakların liyakat yerine kendi ailesi ve yakınlarını şirkette görevlendirmesi şirketin uzun vadeli hedeflerini gerçekleştirmesini engelleyebilir. Böyle bir aile şirketi yapısı şirketin profesyonel yöneticilerin getireceği verimlilik ve etkinlikten mahrum kalmasına ve şirketin kurumsallaşamamasına neden olabilir. Şirketin kurulmasında ve hâlihazırdaki noktaya gelmesinde hâkim ortakların girişimciliği önemli katkı yapmış olsa da bir noktadan sonra şirketin daha hızlı büyüebilmesi ve varlığını uzun süre devam ettirebilmesi için kurumsallaşmaya ihtiyaç vardır.

Bunu yapabilecek olan kişiler de bunun eğitimini almış ve işi bu olan profesyonellerdir. Şirket, ayrıca, şirkete katkısı yüksek personelin işten ayrılmaması için gerekli teşvikleri sağlamalıdır. Yöneticilerin, risk alıp daha fazla çalışmasını sağlayan ücretlendirme sistemi teşvik edici olmakla beraber; daha önce de ifade edildiği gibi, yöneticilerin faaliyetlerini denetleyen bir yapıya da gereksinim vardır. Örneğin bu noktada, performansa dayalı ücretlendirme sistemi yanında, iç kontrol ve iç denetim sistemlerinin oluşturulması yönetimin hatalı kararlar vermesini veya aşırı risk almasını engelleyebilir veya hata ve yanlıştan erken dönülmesine yardımcı olabilir.

- **Yönetim kurulu, şirket faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye, iç düzenlemelere ve oluşturulan politikalara uygunluğunu gözetir.**

Kurumsal yönetimin dört temel ilkesinden birisi olan sorumluluk ilkesine göre şirket yönetiminin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygun olması ve bunun denetlenmesi gerekir. **Bunu yapabilecek en etkili yapı da yönetim kuruludur.** Yönetim kurulu icra fonksiyonunun denetimini önceden belirlenmiş kurallara göre yaparak yönetimin bir anlamda etkin ve verimli çalışması için önemli bir fonksiyonu üstlenmiş olur

4.2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları

- Yönetim kurulu, faaliyetlerini şeffaf, hesap verebilir, adil ve sorumlu bir şekilde yürütür.
- Yönetim kurulu üyeleri arasında görev dağılımı varsa, yönetim kurulu üyelerinin görev ve yetkileri faaliyet raporunda açıklanır.
- Yönetim kurulu; ilgili yönetim kurulu komitelerinin görüşünü de dikkate alarak, başta pay sahipleri olmak üzere şirketin menfaat sahiplerini etkileyebilecek olan risklerin etkilerini en aza indirebilecek risk yönetim ve bilgi sistemleri ve süreçlerini de içerecek şekilde iç kontrol sistemlerini oluşturur.
- Yönetim kurulu, yılda en az bir kez risk yönetimi ve iç kontrol sistemlerinin etkinliğini gözden geçirir. İç denetim sisteminin işleyişi ve etkinliği hakkında faaliyet raporunda bilgi verilir.
- Yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı/genel müdürün yetkilerinin net bir biçimde ayrıştırılması ve bu ayrımın yazılı olarak esas sözleşmede ifade edilmesi esastır. Şirkette hiç kimse tek başına sınırsız karar verme yetkisi ile donatılmamalıdır.
- Yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı/genel müdürün aynı kişi olmasına karar verilmesi durumunda, bu durum gerekçesi ile birlikte KAP'ta açıklanır.
- Yönetim kurulu, şirket ile pay sahipleri arasında etkin iletişimin sağlanmasında, yaşanabilecek anlaşmazlıkların giderilmesinde ve çözüme ulaştırılmasında öncü rol oynar ve bu amaca yönelik olarak kurumsal yönetim komitesi ve Yatırımcı İlişkileri Bölümü ile yakın işbirliği içerisinde olur.
- Yönetim kurulu üyelerinin görevleri esnasındaki kusurları ile şirkette sebep olacakları zarar, şirket sermayesinin %25'ini aşan bir bedelle sigorta edilir ve bu husus KAP'ta açıklanır.

4.3. Yönetim Kurulunun Yapısı

- Yönetim kurulu üye sayısı, her durumda beş üyeden az olmamak koşulu ile, yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumuna ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine imkan sağlayacak şekilde belirlenir.
- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelere oluşur. İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyesi, üyelik haricinde şirkette başkaca herhangi bir idari görevi veya kendisine bağlı icrai mahiyette faaliyet gösteren bir birim bulunmayan ve şirketin günlük iş akışına ve olağan faaliyetlerine müdahil olmayan kişidir.
- İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri içerisinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilme niteliğine sahip bağımsız üyeler bulunur.
- Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz. Bağımsız üye sayısının hesaplanmasında küsuratlar izleyen tam sayı olarak dikkate alınır. Her durumda, bağımsız üye sayısı ikiden az olamaz.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süresi üç yıla kadar olup, tekrar aday gösterilerek seçilmeleri mümkündür.
- Aşağıdaki kriterlerin tamamını taşıyan yönetim kurulu üyesi "bağımsız üye" olarak nitelendirilir.

a) Şirket, şirketin yönetim kontrolü ya da önemli derecede etki sahibi olduğu ortaklıklar ile şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran veya şirkette önemli derecede etki sahibi olan ortaklar ve bu ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu tüzel kişiler ile kendisi, eşi ve ikinci dereceye kadar kan ve sıhri hısımları arasında; son beş yıl içinde önemli görev ve sorumluluklar üstlenecek yönetici pozisyonunda istihdam ilişkisinin bulunmaması, sermaye veya oy haklarının veya imtiyazlı payların %5 inden fazlasına birlikte veya tek başına sahip olunmaması ya da önemli nitelikte ticari ilişkinin kurulmamış olması.

b) Son beş yıl içerisinde, başta şirketin denetimi (vergi denetimi, kanuni denetim, iç denetim de dahil), derecelendirilmesi ve danışmanlığı olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin önemli ölçüde hizmet veya ürün satın aldığı veya sattığı şirketlerde, hizmet veya ürün satın alındığı veya satıldığı dönemlerde, ortak (%5 ve üzeri), önemli görev ve sorumluluklar üstlenecek yönetici pozisyonunda çalışan veya yönetim kurulu üyesi olmaması.

c) Bağımsız yönetim kurulu üyesi olması sebebiyle üstleneceği görevleri gereği gibi yerine getirecek mesleki eğitim, bilgi ve tecrübeye sahip olması.

ç) Bağlı oldukları mevzuata uygun olması şartıyla, üniversite öğretim üyeliği hariç, üye olarak seçildikten sonra kamu kurum ve kuruluşlarında tam zamanlı çalışmıyor olması.

d) 31/12/1960 tarihli ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu (G.V.K.)'na göre Türkiye'de yerleşmiş sayılması.

e) Şirket faaliyetlerine olumlu katkılarda bulunabilecek, şirket ile pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarında tarafsızlığını koruyabilecek, menfaat sahiplerinin haklarını dikkate alarak özgürce karar verebilecek güçlü etik standartlara, mesleki itibara ve tecrübeye sahip olması.

f) Şirket faaliyetlerinin işleyişini takip edebilecek ve üstlendiği görevlerin gereklerini tam olarak yerine getirebilecek ölçüde şirket işlerine zaman ayırabiliyor olması.

g) Şirketin yönetim kurulunda son on yıl içerisinde altı yıldan fazla yönetim kurulu üyeliği yapmamış olması.

ğ) Aynı kişinin, şirketin veya şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu şirketlerin üçten fazlasında ve toplamda borsada işlem gören şirketlerin beşten fazlasında bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak görev almıyor olması.

h) Yönetim kurulu üyesi olarak seçilen tüzel kişi adına tescil ve ilan edilmemiş olması.

- Aday gösterme komitesi, yönetimin ve yatırımcıların da dahil olmak üzere bağımsız üyelik için aday tekliflerini, adayın bağımsızlık ölçütlerini taşıyıp taşıyamaması hususunu dikkate alarak değerlendirir ve buna ilişkin değerlendirmesini bir rapora bağlayarak yönetim kurulu onayına sunar.

Bağımsız yönetim kurulu üye adayı, ilgili mevzuat, esas sözleşme ve yukarıda yer alan kriterler çerçevesinde bağımsız olduğuna ilişkin yazılı bir beyanı aday gösterildiği esnada aday gösterme komitesine verir.

- Yönetim kurulu, aday gösterme komitesinin raporu çerçevesinde bağımsız üye aday listesini hazırlayarak genel kurul toplantısından en az 60 gün önce ilgili aday gösterme komitesinin raporu ve yönetim kurulu kararı ile birlikte Kurul'a gönderir.
- Kurul, bağımsızlık kriterleri çerçevesinde yaptığı değerlendirme sonucunda varsa liste hakkında olumsuz görüşünü 30 gün içerisinde şirkete bildirir. Kurul'un olumsuz görüş bildirmiş olduğu kişi genel kurula bağımsız üye adayı olarak sunulamaz. Şirket, bağımsız üye aday listesi ile birlikte adaylığı kabul edilmeyen bağımsız yönetim kurulu üyesi adaylarını, en geç genel kurul toplantı ilanı ile birlikte KAP'ta açıklar. Bağımsız yönetim kurulu üyesi atamasına ilişkin genel kurul kararı, karşı oylar ve gerekçeleri ile birlikte şirketin kurumsal İnternet sitesinde açıklanır. Bağımsızlığı ortadan kaldıran bir durum ortaya çıktığı takdirde, bu durum bağımsız üye tarafından gerekçesi ile birlikte KAP'ta açıklanmak üzere derhal yönetim kuruluna iletilir. Söz konusu üye eş anlı olarak bu durumu ve gerekçesini Kurul'a da yazılı olarak iletir. Bu durumda bağımsızlığını kaybeden yönetim kurulu üyesi ilke olarak istifa eder. Asgari bağımsız yönetim kurulu üye sayısının yeniden sağlanmasını teminen, aday gösterme komitesi yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar görev yapmak üzere boşalan üyeliklere bağımsız üye seçimi için değerlendirme yapar ve değerlendirme sonucunu yazılı olarak yönetim kuruluna bildirir.

Yönetim kurulu, aday gösterme komitesinin raporu çerçevesinde belirlenen adaylar arasından bağımsız üye seçimini yapar.

Yönetim kurulu, bağımsız üyeliğin boşalmasından itibaren 30 gün içerisinde, aday gösterme komitesinin raporu çerçevesinde belirlenen aday listesini Kurul'a gönderir. Kurul liste hakkında varsa olumsuz görüşünü 20 gün içerisinde şirkete bildirir. Kurul'un olumsuz görüş bildirmiş olduğu kişi bağımsız üye olarak belirlenemez. Bu çerçevede yönetim kurulu tarafından seçilen üyeler ilk genel kurula kadar görev yapar.

Bu maddede yer alan hükümler, bağımsız yönetim kurulu üyesinin istifa etmesi veya görevini yerine getiremeyecek duruma gelmesi halinde de geçerlidir.

- Şirket, yönetim kurulunda kadın üye oranı için % 25'ten az olmamak kaydıyla bir hedef oran ve hedef zaman belirler ve bu hedeflere ulaşmak için politika oluşturur. Yönetim kurulu bu hedeflere ulaşma hususunda sağlanan ilerlemeyi yıllık olarak değerlendirir.
- Denetimden sorumlu komite üyelerinden en az biri denetim/muhasebe ve finans konusunda 5 yıllık tecrübeye sahip olmalıdır.

4.4. Yönetim Kurulu Toplantılarının Şekli

- Yönetim kurulu, görevlerini etkin olarak yerine getirebileceği sıklıkta toplanır. Yönetim kurulu başkanı, diğer yönetim kurulu üyeleri ve icra başkanı/genel müdür ile görüşerek yönetim kurulu toplantılarının gündemini belirler. Üyeler her toplantıya katılmaya ve toplantılarda görüş bildirmeye özen gösterir. Elektronik ortamda yönetim kurulu toplantısı yapılmasına imkan sağlanır.
- Yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu toplantısı gündeminde yer alan konular ile ilgili bilgi ve belgelerin, eşit bilgi akışı sağlanması amacıyla, toplantıdan yeterli zaman önce yönetim kurulu üyelerinin incelemesine sunulmasından sorumludur.
- Toplantıya katılmayan ancak görüşlerini yazılı olarak yönetim kuruluna bildiren üyenin görüşleri diğer üyelerin bilgisine sunulur.
- Yönetim kurulunda her üyenin bir oy hakkı bulunur.
- Yönetim kurulu toplantılarının ne şekilde yapılacağı şirket içi düzenlemeler ile yazılı hale getirilir.
- Yönetim kurulu toplantılarında gündemde yer alan konular açıkça ve her yönü ile tartışılır. Yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu toplantılarına icracı olmayan üyelerin etkin katılımını sağlama yönünde en iyi gayreti gösterir. Yönetim kurulu üyesi, toplantılarda muhalif kaldığı konulara ilişkin makul ve ayrıntılı karşı oy gerekçesini karar zaptına geçirir.
- Yönetim kurulu üyesi şirket işleri için yeterli zaman ayırır. Yönetim kurulu üyesinin başka bir şirkette yönetici ya da yönetim kurulu üyesi olması veya başka bir şirkete danışmanlık hizmeti vermesi halinde, söz konusu durumun çıkar çatışmasına yol açmaması ve üyenin şirketteki görevini aksatmaması esastır. Bu kapsamda, üyenin şirket dışında başka görev veya görevler alması belli kurallara bağlanır veya sınırlandırılır. Yönetim kurulu üyesinin şirket dışında aldığı görevler ve gerekçesi, grup içi ve grup dışı ayrımı yapılmak suretiyle seçiminin görüşüldüğü genel kurul toplantısında seçime ilişkin gündem maddesi ile birlikte pay sahiplerinin bilgisine sunulur.

4.5. Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler

- Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini teminen
 - “Denetimden Sorumlu Komite” (bankalar hariç),
 - “Riskin Erken Saptanması Komitesi” (bankalar hariç),
 - “Kurumsal Yönetim Komitesi”,
 - “Aday Gösterme Komitesi,
 - Ücret Komitesi” (bankalar hariç) oluşturulur.

- Ancak yönetim kurulu yapılanması gereği ayrı bir aday gösterme komitesi ve ücret komitesi oluşturulamaması durumunda, kurumsal yönetim komitesi bu komitelerin görevlerini yerine getirir.
- Komitelerin görev alanları, çalışma esasları ve hangi üyelerden oluşacağı yönetim kurulu tarafından belirlenir ve KAP'ta açıklanır.
- Komitelerin en az iki üyeden oluşması gerekir.
- İki üyeden oluşması halinde her ikisinin, ikiden fazla üyesinin bulunması halinde üyelerin çoğunluğunun, icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşması zorunludur.
- Komitelerin başkanları, bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilir. Denetimden sorumlu komitelerin tüm üyelerinin bağımsız yönetim kurulu üyesi niteliğinde olması gerekir. Yönetim kurulu üyesi olmayan konusunda uzman kişiler, denetimden sorumlu komite dışındaki diğer komitelerde üye olabilir.
- İcra başkanı/genel müdür komitelerde görev alamaz.
- Bir yönetim kurulu üyesinin birden fazla komitede görev almamasına özen gösterilir.
- Komitelerin görevlerini yerine getirmeleri için gereken her türlü kaynak ve destek yönetim kurulu tarafından sağlanır. Komiteler, gerekli gördükleri kişiyi toplantılarına davet edebilir ve görüşlerini alabilir.
- Komiteler, faaliyetleriyle ilgili olarak ihtiyaç gördükleri konularda bağımsız uzman görüşlerinden yararlanır. Komitelerin ihtiyaç duydukları danışmanlık hizmetlerinin bedeli şirket tarafından karşılanır. Ancak bu durumda hizmet alınan kişi/kuruluş hakkında bilgi ile bu kişi/kuruluşun şirket ile herhangi bir ilişkisinin olup olmadığı hususundaki bilgiye faaliyet raporunda yer verilir.
- Komiteler yaptıkları tüm çalışmalarını yazılı hale getirir ve kaydını tutar. Komiteler, çalışmalarının etkinliği için gerekli görülen ve çalışma ilkelerinde açıklanan sıklıkta toplanır. Komiteler, çalışmalarını hakkındaki bilgiyi ve toplantı sonuçlarını içeren raporları yönetim kuruluna sunar.

Denetimden Sorumlu Komite

- Denetimden sorumlu komite; şirketin muhasebe sistemi, finansal bilgilerinin kamuya açıklanması, bağımsız denetimi ve şirketin iç kontrol ve iç denetim sisteminin işleyişinin ve etkinliğinin gözetimini yapar. Bağımsız denetim kuruluşunun seçimi, bağımsız denetim sözleşmelerinin hazırlanarak bağımsız denetim sürecinin başlatılması ve bağımsız denetim kuruluşunun her aşamadaki çalışmaları denetimden sorumlu komitenin gözetiminde gerçekleştirilir.
- Şirketin hizmet alacağı bağımsız denetim kuruluşu ile bu kuruluşlardan alınacak hizmetler denetimden sorumlu komite tarafından belirlenir ve yönetim kurulunun onayına sunulur.
- Denetimden sorumlu komite, kamuya açıklanacak yıllık ve ara dönem finansal tabloların şirketin izlediği muhasebe ilkeleri ile gerçeğe uygunluğuna ve doğruluğuna ilişkin değerlendirmelerini, şirketin sorumlu yöneticileri ve bağımsız denetçilerinin görüşlerini alarak kendi değerlendirmeleriyle birlikte yönetim kuruluna yazılı olarak bildirir.
- Denetimden sorumlu komite; en az üç ayda bir olmak üzere yılda en az dört kere toplanır ve toplantı sonuçları tutanağa bağlanarak alınan kararlar yönetim kuruluna sunulur. Denetimden sorumlu komitenin faaliyetleri ve toplantı sonuçları hakkında yıllık faaliyet raporunda açıklama yapılması gerekir. Denetimden sorumlu komitenin hesap dönemi içinde yönetim kuruluna kaç kez yazılı bildirimde bulunduğu da yıllık faaliyet raporunda belirtilir.
- Denetimden sorumlu komite, kendi görev ve sorumluluk alanıyla ilgili tespitlerini ve konuya ilişkin değerlendirmelerini ve önerilerini derhal yönetim kuruluna yazılı olarak bildirir.

Kurumsal Yönetim Komitesi

- Kurumsal yönetim komitesi, şirkette kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarını tespit eder ve yönetim kuruluna kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirici tavsiyelerde bulunur ve yatırımcı ilişkileri bölümünün çalışmalarını gözetir.

Aday Gösterme Komitesi

Aday gösterme komitesi;

- a) Yönetim kurulu ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilik pozisyonları için uygun adayların saptanması, değerlendirilmesi ve eğitilmesi konularında şeffaf bir sistemin oluşturulması ve bu hususta politika ve stratejiler belirlenmesi konularında çalışmalar yapmak,
- b) Yönetim kurulunun yapısı ve verimliliği hakkında düzenli değerlendirmeler yapmak ve bu konularda yapılabilecek değişikliklere ilişkin tavsiyelerini yönetim kuruluna sunmak, ile sorumludur.

Riskin Erken Saptanması Komitesi

Riskin erken saptanması komitesi; şirketin varlığını, gelişmesini ve devamını tehlikeye düşürebilecek risklerin erken teşhisi, tespit edilen risklerle ilgili gerekli önlemlerin alınması ve riskin yönetilmesi amacıyla çalışmalar yapmakla sorumlu olup, risk yönetim sistemlerini en az yılda bir kez gözden geçirir.

Ücret Komitesi

Ücret komitesi;

- a) Yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirilmesinde kullanılacak ilke, kriter ve uygulamaları şirketin uzun vadeli hedeflerini dikkate alarak belirler ve bunların gözetimini yapar,
- b) Ücretlendirmede kullanılan kriterlere ulaşma derecesi dikkate alınarak, yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere verilecek ücretlere ilişkin önerilerini yönetim kuruluna sunar.

4.6. Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar

Yönetim kurulu, şirketin belirlenen ve kamuya açıklanan operasyonel ve finansal performans hedeflerine ulaşmasından sorumludur. Şirketin kamuya açıklanan operasyonel ve finansal performans hedeflerine ulaşıp ulaşmadığına ilişkin değerlendirme ve ulaşılamaması durumunda gerekçeleri yıllık faaliyet raporunda açıklanır. Yönetim kurulu, hem kurul hem üye hem de idari sorumluluğu bulunan yöneticiler bazında özeleştirisini ve performans değerlendirmesini yapar. Yönetim kurulu üyeleri ve idari sorumluluğu bulunan yöneticiler bu değerlendirmeler dikkate alınarak ödüllendirilir veya azledilir. Yönetim kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme esasları yazılı hale getirilmeli ve genel kurul toplantısı gündeminde ayrı bir madde olarak pay sahiplerinin bilgisine sunularak ortaklara bu konuda görüş bildirme imkânı tanınmalıdır. Bu amaçla hazırlanan ücret politikasına şirketin kurumsal internet sitesinde yer verilir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirmesinde kâr payı, pay opsiyonları veya şirketin performansına dayalı ödeme planları kullanılamaz. Şu kadar ki, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin bağımsızlıklarını koruyacak düzeyde olması gerekir.

- Şirket, herhangi bir yönetim kurulu üyesine veya idari sorumluluğu bulunan yöneticilerine borç veremez, kredi kullandıramaz, verilmiş olan borçların veya kredilerin süresini uzatamaz, şartlarını iyileştiremez, üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullandıramaz veya lehine kefalet gibi teminatlar veremez. Ancak bireysel kredi veren kuruluşlar, herkes için uyguladığı şartlarda söz konusu kişilere kredi verebilir ve bu kişileri diğer hizmetlerinden yararlandırabilir.
- Yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere verilen ücretler ile sağlanan diğer tüm menfaatler, yıllık faaliyet raporu vasıtasıyla kamuya açıklanır. Kişi bazında açıklama yapılması esastır.

SORULAR

Kurumsal Yönetim Tebliğine göre, denetimden sorumlu komite ile ilgili aşağıdaki bilgilerden hangisi yanlıştır? Kasım 2017

- A) Şirketin iç kontrol ve iç denetim sisteminin işleyişinin ve etkinliğinin gözetimini de yapar.
- B) Yönetim kurulunca belirlenen şirketin hizmet alacağı bağımsız denetim kuruluşunun denetimden sorumlu komiteye onaylanması gerekir.
- C) Bağımsız denetim sürecinin başlatılması ve bağımsız denetim kuruluşunun her aşamadaki çalışmaları denetimden sorumlu komitenin gözetiminde gerçekleştirilir.
- D) Denetimden sorumlu komite; en az üç ayda bir olmak üzere yılda en az dört kere toplanır.
- E) Denetimden sorumlu komitenin hesap dönemi içinde yönetim kuruluna kaç kez yazılı bildirimde bulunduğu da yıllık faaliyet raporunda belirtilir.

Kurumsal Yönetim Tebliğine göre, yönetim kurulu yapılanması gereği ayrı bir aday gösterme komitesi ve ücret komitesi oluşturulamaması durumunda, bu komitelerin görevlerini aşağıdakilerden hangisi yerine getirir? Kasım 2017

- A) Yatırımcı ilişkileri bölümü
- B) Azınlık hakları komitesi
- C) Denetimden sorumlu komite
- D) Kurumsal yönetim komitesi
- E) Hukuki danışmanlık komitesi

Kurumsal Yönetim Tebliğine göre yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komitelerle ilgili aşağıdaki bilgilerden hangisi yanlıştır? Kasım 2017

- A) Denetimden sorumlu komitenin en az bir üyesinin bağımsız yönetim kurulu üyesi niteliğinde olması gerekir.
- B) Komitelerin görev alanları, çalışma esasları ve hangi üyelerden oluşacağı yönetim kurulu tarafından belirlenir ve KAP'ta açıklanır.
- C) Komitelerin en az iki üyeden oluşması gerekir.
- D) İcra başkanı/genel müdür komitelerde görev alamaz.
- E) Komiteler, gerekli gördükleri kişiyi toplantılarına davet edebilir ve görüşlerini alabilir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu ilkelere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte ortaklığın yönetim uygulamalarında söz konusu ilkeler çerçevesinde bir değişiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamalara aşağıda yer alanların hangisinde yer verilir? Kasım 2017

- A) Konsolide finansal tablolarda
- B) SPK bülteninde
- C) Yıllık faaliyet raporlarında
- D) Yatırımcı ilişkileri raporunda
- E) Bağımsız denetçi raporunda

Aşağıdakilerden hangisi Kurumsal Yönetim Tebliği'nin faaliyet raporlarında yer almasını gerektirdiği bilgilerden birisi değildir? Kasım 2017

- A) Şirket aleyhine açılan önemli davalar ve olası sonuçları hakkında bilgi
- B) Sermayeye doğrudan katılım oranının %5'i aştığı karşılıklı iştiraklere ilişkin bilgi
- C) Yönetim kurulunun yıl içerisindeki toplantı sayısı
- D) Yönetim kurulu üyelerinin yıl içerisindeki yönetim kurulu toplantılarına katılım durumu
- E) Genel kurul toplantılarının gündemleri ile katılanlar cetveli

I. Finansal tablolar

II. Yönetim kurulu faaliyet raporları

III. Sorumluluk beyanları

IV. Kurumsal yönetim derecelendirmeleri

Kurumsal Yönetim Tebliğine göre finansal raporlar yukarıdaki hususlardan hangisini veya hangilerini kapsamaktadır? Kasım 2017

A) Yalnız I ve II

B) Yalnız I, II ve III

C) Yalnız I, II, III ve IV

D) Yalnız IV

E) Yalnız I ve III

Aşağıdakilerden hangisi bir şirketin performansının izlenmesinden, stratejilerinin belirlenmesinden, şirketin hissedarlarıyla etkin iletişimden sorumlu kurumsal yönetimin odağı organdır? Kasım 2017

A) Risk yönetimi ve iç kontrol komitesi

B) Denetimden sorumlu komitesi

C) Yönetim kurulu

D) Yatırımcı ilişkileri kurulu

E) Bağımsız yönetici üyeler kurulu

Aşağıdakilerden hangisi Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan ana bölümlerden biri değildir? Mayıs 2017

A) Pay sahipleri

B) Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık

C) Menfaat sahipleri

D) Yönetim kurulu

E) Risk değerlendirme

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre genel kurul toplantıları ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi söylenemez? Mayıs 2017

A) Genel kurul toplantısında, gündemde yer alan konuların tarafsız ve ayrıntılı bir şekilde, açık ve anlaşılabilir bir yöntemle aktarılması konusuna toplantı başkanı özen gösterir.

B) Genel kurul toplantısında pay sahiplerine eşit şartlar altında düşüncelerini açıklama ve soru sorma imkanı verilir.

C) Toplantı başkanı, genel kurul toplantısında ortaklarca sorulan ve ticari sır kapsamına girmeyen her sorunun doğrudan genel kurul toplantısında cevaplandırılmış olmasını sağlar.

D) Genel kurul toplantısında, sorulan sorunun gündemle ilgili olmaması veya hemen cevap verilemeyecek kadar kapsamlı olması halinde, sorulan soru en geç 3 gün içerisinde Yatırımcı İlişkileri Bölümü tarafından yazılı olarak cevaplanır.

E) Genel kurul toplantısı sırasında sorulan tüm sorular ile bu sorulara verilen cevaplar, en geç genel kurul tarihinden sonraki 30 gün içerisinde Yatırımcı İlişkileri Bölümü tarafından ortaklık İnternet sitesinde kamuya duyurulur

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre bir ortaklığın kurumsal internet sitesinde yer alması gereken bilgiler en az son kaç yıllık dönemi kapsamalıdır? Mayıs 2017

A) 10

B) 5

C) 4

D) 2

E) 3

“Şirketin ortaklık yapısı; dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile yüksek paya sahip olan gerçek kişi pay sahiplerinin isimleri, pay miktarı ve oranları ile hangi imtiyaza sahip oldukları gösterilecek şekilde asgari güncellenecek şekilde açıklanmalıdır.”

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre yukarıdaki ifade de boş bırakılan yerlere sırasıyla aşağıdakilerden hangileri getirilmelidir? Mayıs 2017

A) % 1’den , ayda bir

B) % 3’ten , 3 ayda bir

C) % 5’ten , 6 ayda bir

D) % 8’den , 8 ayda bir

E) % 10’dan , 9 ayda bir

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre yönetim kurulunun faaliyet esasları ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi söylenemez? Mayıs 2017

- A) Yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı/ genel müdürün yetkilerinin net bir biçimde ayrıştırılması ve bu ayrımın yazılı olarak esas sözleşmede ifade edilmesi esastır.
- B) Yönetim kurulu üyeleri arasında görev dağılımı varsa, yönetim kurulu üyelerinin görev ve yetkileri faaliyet raporunda açıklanır.
- C) Yönetim kurulu, yılda en az iki kez risk yönetimi ve iç kontrol sistemlerinin etkinliğini gözden geçirir.
- D) Yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı/genel müdürün aynı kişi olmasına karar verilmesi durumunda, bu durum gerekçesi ile birlikte KAP'ta açıklanır.
- E) Yönetim kurulu üyelerinin görevleri esnasındaki kusurları ile şirkette sebep olacakları zarar, şirket sermayesinin %25'ini aşan bir bedelle sigorta edilir.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre istisnalar hariç tutulursa yönetim kurulunun yapısı ile ilgili olarak aşağıdakilerden hangisi söylenemez? Mayıs 2017

- A) Yönetim kurulu üye sayısı, her durumda beş üyeden az olmamak koşuluyla, yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumuna ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine imkan sağlayacak şekilde belirlenir.
- B) Yönetim kurulu üyelerinin en az %25'i icrada görevli olmayan üyelerden oluşur.
- C) İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyesi, üyelik haricinde şirkette başkaca herhangi bir idari görevi veya kendisine bağlı icrai mahiyette faaliyet gösteren bir birim bulunmayan ve şirketin günlük iş akışına ve olağan faaliyetlerine müdahil olmayan kişidir.
- D) İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri içerisinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilme niteliğine sahip bağımsız üyeler bulunur.
- E) Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süresi üç yıla kadar olup, tekrar aday gösterilerek seçilmeleri mümkündür.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre, istisnalar hariç tutulursa, yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı “her durumda” kaçtan az olamaz? Mayıs 2017

- A) 1
- B) 2
- C) 3
- D) 4
- E) 5

Aşağıdakilerden hangisi, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini teminen oluşturulabilecek alt komitelerden biri değildir? Mayıs 2017

- A) Denetimden sorumlu komite
- B) Riskin erken saptanması komitesi
- C) Aday gösterme komitesi
- D) Yetki gözetim komitesi
- E) Ücret komitesi

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre yönetim kurulu tarafından oluşturulan alt komitelerden hangisinde yönetim kurulu üyesi olmayan konusunda uzman kişiler üye olamaz? Mayıs 2017

- A) Aday gösterme komitesi
- B) Ücret komitesi
- C) Kurumsal yönetim komitesi
- D) Riskin erken saptanması komitesi
- E) Denetim komitesi

“Şirket, menfaat sahiplerinin şirketin ilgili mevzuata aykırı ve etik açıdan uygun olmayan işlemlerinin’ne iletilmesi için gerekli mekanizmaları oluşturur.”

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerinin “Menfaat Sahipleri” başlıklı ana bölümüne göre, aşağıdakilerden hangisi yukarıda boş bırakılan yere getirilebilecek komitelerden biridir? Mayıs 2017

- A) Kurumsal yönetim komitesi
B) Aday gösterme komitesi
C) Ücret komitesi
D) Riskin erken saptanması komitesi
E) Yetki gözetim komitesi

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde müşteri ile ilişkiler kapsamında aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Kasım 2016

- A) Şirket, mal ve hizmetlerin satışında müşteri memnuniyetini sağlayan her türlü tedbiri alır.
B) Müşteri ile ilgili bilgiler kamu paylaşımına açık olmalıdır.
C) Müşterinin satın aldığı mal ve hizmete ilişkin talepleri süratle karşılanır.
D) Şirketler gerekli kalite standartlarına uymalıdır.
E) Müşteriyle sağlıklı bir ilişki kurulmalıdır.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde, genel kurul duyurusu ile ilgili aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Kasım 2016

- A) Şirketin internet sitesinde ve kamuyu aydınlatma platformunda genel kurul toplantı ilanı ile birlikte, şirketin mevzuat gereği yapması gereken bildirim ve açıklamaların bulunması gerekir.
B) Genel kurul duyurusunda açıklamanın yapılacağı tarih itibarıyla şirketin ortaklık yapısını yansıtan toplam pay sayısı ve oy hakkına ilişkin bilgiler yer alır.
C) Genel kurul duyurusunda, şirket sermayesinde imtiyazlı pay bulunuyorsa, her bir imtiyazlı pay grubunu temsil eden pay sayısı ve oy hakkına ilişkin bilgiler yer alır.
D) Genel kurul duyurusunda pay sahiplerinin gündeme madde konulmasına ilişkin yatırımcı ilişkileri bölümüne yazılı olarak ilettikleri talepleri yer alır.
E) Genel kurul duyurusunda şirketin taraf olduğu davalar hakkında kapsayıcı bilgilere yer verilir.

- I) İnternet sitesi
II) Faaliyet raporu
III) Etik kurallar
IV) Sosyal sorumluluk

Yukarıdaki unsurlardan hangisi/hangileri sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerinin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi içerisinde yer almaktadır? Kasım 2016

- A) Yalnız I
B) I ve II
C) III ve IV
D) I, III ve IV
E) I, II, III ve IV

Aşağıdakilerden hangisi sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerinin dört ana başlığundan/bölümünden biri değildir? Kasım 2016

- A) Pay sahipleri
B) Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
C) Menfaat sahipleri
D) Yönetim Kurulu
E) Denetimden sorumlu komite

“Yönetim kurulunda görev yapan icrada görevli olmayan üyeler içerisinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilme niteliğine sahip üyeler bulunur.”

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yukarıdaki cümlede boş bırakılan yere gelebilecek en doğru ifade aşağıdakilerden hangisidir? Kasım 2016

- A) Bağımsız
B) Sorumlu
C) İcrada görevli
D) Yüksek pay sahipli
E) Kurumsal

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca yönetim kurulu toplantılarına ilişkin aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Kasım 2016

- A) Yönetim kurulu toplantılarının ne şekilde yapılacağı şirket içi düzenlemeler ile yazılı hale getirilir.
- B) Yönetim kurulunda her üyenin bir oy hakkı bulunur.
- C) Yönetim kurulu toplantısına katılmayan üyenin yerine başka bir üye oy kullanabilir.
- D) İlişkili taraf işlemlerine ilişkin yönetim kurulu toplantılarında ilişkili yönetim kurulu üyesi oy kullanmaz.
- E) Yönetim kurulu, görevlerini etkin olarak yerine getirebileceği sıklıkta toplanır.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komitelerle ilgili aşağıdaki bilgilerden hangisi yanlıştır? Kasım 2016

- A) Kurumsal yönetim komitesi yatırımcı ilişkileri bölümünün çalışmalarını gözetir.
- B) Tüm komiteler bağımsız yönetim kurulu üyesi başkanlığında çalışır.
- C) Aday gösterme komitesinin yokluğunda denetim komitesi bu komitenin görevlerini yerine getirir.
- D) Denetim komitesinin üyelerinin tamamı bağımsız üyeler arasından seçilir.
- E) Komitelerin görev alanları, çalışma esasları ve hangi üyelerden oluşacağı yönetim kurulu tarafından belirlenir ve kamuya açıklanır.

Şirketlerin kamuyu aydınlatma kapsamında uygulayacakları bilgilendirme politikası aşağıdakilerden hangisini içermez? Kasım 2016

- A) Kamuya hangi bilgilerin açıklanacağı
- B) Hangi kamu kesimlerinin bu bilgilere ulaşabileceği
- C) Bilgilerin hangi yollardan kamuya duyurulacağı
- D) Kamuya açıklanacak bilgilerin hangi sıklıkla açıklanacağı
- E) Yöneticilerin basın ile hangi sıklıkla görüşeceği

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca aşağıdakilerden hangisi doğrudan pay sahipliği ile ilgili bir kavram değildir? Kasım 2016

- A) Faaliyet raporu isteme hakkı
- B) Kâr payı hakkı
- C) Bilgi alma ve inceleme hakkı
- D) Oy hakkı
- E) Genel kurula katılma hakkı

Sermaye piyasası kurumsal yönetim mevzuatı uyarınca aşağıdakilerden hangisi insan kaynakları politikalarını belirlerken şirketlerden beklenen bir uygulama değildir? Kasım 2016

- A) Eşit koşuldaki çalışanlara eşit fırsat sağlanması
- B) Çalışanlar arası din, dil ve cinsiyet ayrımı yapılmaması
- C) Çalışanlarla ilgili alınan kararların çalışanlara duyurulması
- D) Çalışanlara dernek kurma özgürlüğü verilmesi
- E) Çalışan temsilcilerinin yönetim kurulu toplantılarına düzenli olarak çağırılması

Aşağıdakilerden hangisi faaliyet raporunda yer alan temel hususlardan biri değildir? Kasım 2016

- A) Kâr dağıtım politikası
- B) Ortaklık yapısı ve yönetim yapısı değişiklikleri
- C) Önemli müşterilerin şirket cirosunda sahip oldukları oran
- D) Faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risklere ilişkin detaylı açıklama
- E) İç kontrol sistemi ile bu sistemin işleyişine ilişkin yönetim kurulu beyanı

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca aşağıdaki hususlardan hangisi menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılmasını destekleme ilkesi ile ilgili bir ifade değildir? Kasım 2016

- A) Başta şirket çalışanları olmak üzere menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımını destekleyici modeller şirket faaliyetlerini aksatmayacak şekilde geliştirilir.
- B) Personel alımına ilişkin ölçütler yazılı olarak belirlenir ve bu ölçütlere uyulur.
- C) Benimsenen şirket yönetimine katılımını destekleyici modeller şirketin iç düzenlemelerinde veya esas sözleşmesinde yer alır.
- D) Menfaat sahipleri bakımından sonuç doğuran önemli kararlarda menfaat sahiplerinin görüşleri alınır.
- E) Menfaat sahiplerinin görüşlerinin alınması şirkete katkı sağlar.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde faaliyet raporu ile ilgili aşağıdaki bilgilerden hangisi yanlıştır? Mayıs 2016

- A) Yönetim kurulunun yıl içerisindeki toplantı sayısına ve yönetim kurulu üyelerinin söz konusu toplantılara katılım durumuna ilişkin bilgiye yer verir.
- B) Her altı ayda bir yayımlanmalıdır.
- C) Şirketin faaliyetleri hakkında tam ve doğru bilgiye ulaşılmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanır.
- D) Şirket faaliyetlerini önemli derecede etkileyebilecek mevzuat değişiklikleri hakkında bilgiye yer verir.
- E) Sermayeye doğrudan katılım oranının %5'i aştığı karşılıklı iştiraklere ilişkin bilgiye yer verir.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerine göre bağımsız yönetim kurulu üyeliği ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Mayıs 2016

- A) Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süresi üç yıla kadardır.
- B) Bağımsız yönetim kurulu üyeleri tekrar seçilebilir.
- C) Son on yıl içinde dört yıldan fazla yönetim kurulu üyeliği yapmış bir kişi, yönetim kuruluna bağımsız üye olarak seçilemez.
- D) Yönetim kurulu içinde bağımsız üye sayısı, toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz.
- E) Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, pay ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını her şeyin üstünde tutma avantajına sahiptir.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerine göre yönetim kurulu ile ilgili olarak aşağıda verilen bilgilerden hangisi yanlıştır? Mayıs 2016

- A) Yönetim kurulunda her üyenin bir oy hakkı vardır.
 - B) Yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu toplantılarına icracı olmayan üyelerin etkin katılımını sağlama yönünde en iyi gayreti gösterir.
 - C) Yönetim kurulu ayda bir kez toplanmak zorundadır.
 - D) Yönetim kurulu üyesi belli kurallar dahilinde üyelik yaptığı şirket dışında görev alabilir.
 - E) Yönetim kurulu toplantılarının ne şekilde yapılacağı şirket içi düzenlemeler ile yazılı hale getirilir.
- I. Menfaat sahipleri, haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve prosedürleri hakkında yeterli şekilde bilgilendirilir.
- II. Menfaat sahiplerinin şirketin mevzuata aykırı ve etik açıdan uygun olmayan işlemlerini doğrudan şirket yönetim kuruluna bildirmesi sağlanmalıdır.
- III. Menfaat sahipleri arasında çıkar çatışmalarını önleyecek politikalar belirlenmelidir.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında menfaat sahiplerinin haklarının korunması ile ilgili olarak yukarıdaki ifadelerden hangisi ya da hangileri doğrudur? Mayıs 2016

- A) Yalnız I
- B) Yalnız III
- C) I ve II
- D) I ve III
- E) I, II ve III

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerine göre yönetim kuruluna yardımcı komitelerle ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Mayıs 2016

- A) Kurumsal yönetim komitesinin üyelerinin tamamı bağımsız üyeler arasından seçilir.
- B) Ücret komitesinin başkanı bağımsız üyeler arasından seçilir.
- C) Aday gösterme komitesinin başkanı bağımsız üyeler arasından seçilir.
- D) İcra başkanı/genel müdür komitelerde görev alamaz.
- E) Denetimden sorumlu komitenin üyelerinin tamamı bağımsız üyeler arasından seçilir.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde aşağıdakilerden hangisi kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesinin bir unsurudur? Mayıs 2016

- A) Müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler
- B) Bilgi alma ve inceleme hakkı
- C) Faaliyet raporu
- D) Sosyal sorumluluk
- E) Şirketin insan kaynakları politikası

I. Şirketin sermayesinde imtiyazlı pay bulunuyorsa her bir imtiyazlı pay grubunu temsil eden pay sayısı ve oy hakkı

II. Gündemde esas sözleşme değişikliği olması durumunda ilgili yönetim kurulu kararı ile birlikte, esas sözleşme değişikliklerinin eski ve yeni şekilleri

III. Şirketin ortaklık yapısını yansıtan toplam pay sayısı ve oy hakkı

IV. Şirketin rekabet halinde olduğu diğer işletmelerin ortaklık yapıları

Yukarıdakilerden hangisi ya da hangileri, sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri gereği pay sahiplerine genel kurul toplantı ilanı ile birlikte duyurulmalıdır? Mayıs 2016

- A) Yalnız I
- B) Yalnız II
- C) III ve IV
- D) II, III ve IV
- E) I, II ve III

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerine göre pay sahiplerine ilişkin aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Mayıs 2016

- A) Pay sahiplerinin paylarını serbestçe devredebilmesini zorlaştıran uygulamalardan kaçınılır.
- B) Pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı esas sözleşmeyle veya şirket organlarından birinin kararıyla kaldırılabilir veya sınırlandırılabilir.
- C) Sınır ötesi de dahil olmak üzere her pay sahibine oy hakkını en kolay ve uygun şekilde kullanma fırsatı sağlanır.
- D) Yatırımcı ilişkileri bölümü, pay sahipliği haklarının korunması ve kullanılmasında etkin rol oynar.
- E) Kar dağıtım politikasında pay sahiplerinin menfaatleri ile şirket menfaati arasında dengeli bir politika izlenir.

Şirketlerin kurumsal internet sitelerinde en az son yıllık bilgilere yer verilir.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerine göre yukarıdaki boşluğa hangi sayı gelmelidir? Mayıs 2016

- A) 1
- B) 2
- C) 3
- D) 4
- E) 5

Aşağıdakilerden hangisi yönetim kurulunun toplantı şekli ile ilgili esaslar arasında verilmemektedir? Eylül 2015

- A) Yönetim kurulunda bazı üyelerin ayrıcalıklı oy hakları bulunabilir.
- B) Yönetim kurulu toplantısına uzaktan erişim sağlayan her türlü teknolojik yöntemle de iştirak edilebilir.
- C) İlişkili taraf işlemlerine ilişkili yönetim kurulu toplantılarında ilişkili yönetim kurulu üyesi oy kullanmaz.
- D) Toplantıya katılmayan, ancak görüşlerini yazılı olarak yönetim kuruluna bildiren üyenin görüşleri diğer üyelerin bilgisine sunulur.
- E) Şirketin önemli nitelikte ilişkili taraf işlemlerinde ve üçüncü kişiler lehine teminat, rehin ve ipotek verilmesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır.

Kamuyu aydınlatma ile ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Eylül 2015

- A) Kamuya açıklanan bilgiler tarafsız olmalıdır.
- B) Kamuya yapılan açıklamalar, şirketin işleri ile ilgili teknik bilgisi olanların anlayabileceği bir şekilde yapılmalıdır.
- C) Şirketlerin ticari sırları dışında kalan, şirketin pay ve menfaat sahiplerini etkileyebilecek her türlü bilginin kamuya açıklanması gerekir.
- D) Güçlü sermaye piyasalarının oluşması için, azınlık pay sahiplerinin şirketin işlemleri hakkında yeterince bilgi sahibi olması gerekir. Bunun koşullarından biri de işletmelerin şeffaf olmasıdır.
- E) Şirketler yatırımcının kararlarını etkileyebilecek her türlü bilgiyi tam, zamanında, doğru ve güvenilir bir şekilde pay ve menfaat sahiplerine ulaştırmalıdır. Aksi halde bilgi asimetrisi artacaktır.

I- Kâr dağıtım politikası kamuya açıklanmaz.

II- Kâr dağıtım politikası pay sahiplerinin gelecek dönemde kâr dağıtım esaslarını öngörebilmesine imkân vermelidir.

III- Yönetim Kurulu genel kurulda kârın dağıtılmamasını teklif edebilir.

Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında şirketin kâr dağıtım politikasıyla ilgili olarak yukarıdakilerden hangisi /hangileri doğrudur? Eylül 2015

- A) Yalnız I
B) Yalnız III
C) I ve II
D) II ve III
E) I, II ve III

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerine göre aşağıdakilerden hangisi faaliyet raporunda yer alan temel unsurlardan biri değildir? Eylül 2015

- A) Şeffaflık raporu
B) Kâr dağıtım politikası
C) Öngörülebilir risklere ilişkin detaylı açıklama
D) Derecelendirme kuruluşunun değerlendirmesi
E) İç kontrol sistemi ile bu sistemin sağlıklı olarak işleyip işlemediğine ilişkin yönetim kurulu beyanı

Kurumsal yönetim ilkelerine göre, şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya kuruluşlar aşağıdaki hangi kavramla ifade edilmektedir? Eylül 2015

- A) Hedef kitle
B) Kamuoyu
C) Pay sahipleri
D) İşletme çevresi
E) Menfaat sahipleri

Aşağıdakilerden hangisi vekâlet maliyetinin ortadan kaldırılması için kurumsal yönetim uygulamalarında başvurulan önlemlerden biri değildir? Eylül 2015

- A) Bağımsız denetim
B) Azlık haklarının korunması
C) Yönetici ücretlerinin artırılması
D) Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
E) Bağımsız yönetim kurulu üyeliği uygulaması

I- Şirketin yönetim kurulunda son on yıl içerisinde dört yıldan fazla yönetim kurulu üyeliği yapmış bir kişi, yönetim kuruluna bağımsız üye olarak atanamaz.

II- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri tekrar aday gösterilip seçilebilirler.

III- Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının dörtte birinden az olamaz.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca yönetim kurulunda bulunması gereken bağımsız üyelerle ilgili olarak yukarıdakilerden hangisi/hangileri doğrudur? Eylül 2015

- A) Yalnız I
B) Yalnız II
C) Yalnız III
D) II ve III
E) I ve III

“Finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun faaliyet raporu, denetleme raporları ve yönetim kurulunun kâr dağıtım önerisi, genel kurulun toplantısından en az on beş gün önce, şirketin merkez ve şubelerinde, pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur.”

Türk Ticaret Kanunu'nun yukarıdaki hükmü aşağıdakilerden hangisi ile doğrudan ilintilidir? Eylül 2015

- A) Kârdan pay alma hakkı
B) Eşit işleme tabi tutulma hakkı
C) Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
D) Genel kurulda oy kullanma hakkı
E) Pay sahiplerinin bilgi edinme hakkı

I- Her pay sahibinin bilgi alma ve inceleme hakkı vardır.

II- Bilgi alma ve inceleme hakkı, esas sözleşmeyle veya şirket organlarından birinin kararıyla sınırlandırılabilir.

III- Özel denetim bilgi isteme hakkının bir parçasıdır.

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerine göre pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına ilişkin yukarıdaki ifadelerden hangisi/ hangileri doğrudur? Eylül 2015

- A) Yalnız I
B) I ve II
C) I ve III
D) II ve III
E) I, II ve III

Aşağıdakilerden hangisi kamuoyunun; şirketin misyonu, vizyonu ve geleceğe yönelik hedefleri konusunda tam ve doğru bilgiye ulaşmasında diğerlerinden daha etkili bir araçtır? Mart 2015

- A) İnternet sitesi
B) Faaliyet raporu
C) Basın bültenleri
D) Bütçe
E) Medya kuruluşları

Sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca menfaat sahiplerinin şirket mevzuatına aykırı ve etik açıdan uygun olmayan işlemleri hangi komitelere iletilir? Mart 2015

- A) Kurumsal yönetim komitesi veya denetimden sorumlu komite
B) Riskin erken saptanması komitesi veya kurumsal yönetim komitesi
C) Aday gösterme komitesi veya denetimden sorumlu komite
D) Denetimden sorumlu komite veya ücret komitesi
E) Riskin erken saptanması komitesi veya ücret komitesi

Sermaye piyasası mevzuatı kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca bağımsız yönetim kurulu üyeliği için aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Mart 2015

- A) Yönetim Kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz.
B) Şirketin yönetim kurulunda son on yıl içerisinde altı yıldan fazla yönetim kurulu üyeliği yapmış bir kişi, bağımsız üye olarak atanamaz.
C) Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süreleri dolduktan sonra tekrar seçilebilirler.
D) Bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ikiden az olamaz.
E) Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süresi en fazla iki yıldır.

Aşağıdakilerden hangisi yönetim kurulunun toplantı şekli ile ilgili esaslar arasında yer almamaktadır? Mart 2015

- A) Yönetim kurulu, görevlerini etkin olarak yerine getirebileceği sıklıkta toplanır.
B) Üyeler her toplantıya katılmaya ve görüş bildirmeye özen gösterir.
C) Yönetim kurulu toplantısına üyelerin fiilen ve fiziken katılımı gerekmektedir.
D) Yönetim kurulunda her üyenin bir oy hakkı bulunur.
E) Toplantıya katılmayan ancak görüşlerini yazılı olarak yönetim kuruluna bildiren üyenin görüşleri diğer üyelerin bilgisine sunulur.

Aşağıdakilerden hangisi sermaye piyasası kurumsal yönetim ilkelerinin dört ana başlığından/bölümünden biri değildir? Mart 2015

- A) Pay sahipleri
B) Yönetim kurulu
C) Menfaat sahipleri
D) Denetimden sorumlu komite
E) Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık

Aşağıdakilerden hangisi halka açık şirketlerin internet sitesinde açıklamak zorunda olduğu bilgilerden değildir? Mart 2015

- A) Organizasyon şeması
B) Ticaret sicil bilgileri
C) Ortaklık yapısı
D) Faaliyet raporu
E) Finansal raporlar

“Miktarından bağımsız olarak şirketin hisselerinden bir kısmını elinde bulunduran herkes o şirket için pay sahibidir.”

Yukarıdaki ifade hangi kurumsal yönetim ilkesine işaret etmektedir? Mart 2015

- A) Sosyallik
D) Şeffaflık
- B) Eşitlik
E) Doğruluk
- C) Bilgi paylaşımı

Yönetim kuruluna yardımcı komitelerle ilgili olarak aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Mart 2015

- A) Kurumsal yönetim komitesinin üyelerinin tamamı bağımsız üyeler arasından seçilir.
B) Ücret komitesinin başkanı bağımsız üyeler arasından seçilir.
C) İcra başkanı/genel müdür komitelerde görev alamaz.
D) Denetimden sorumlu komitenin üyelerinin tamamı bağımsız üyeler arasından seçilir.
E) Aday gösterme komitesinin başkanı bağımsız üyeler arasından seçilir.

I. Kâr dağıtım politikası kamuya açıklanmaz.

II. Kâr dağıtım politikası pay sahiplerinin gelecek dönemde kâr dağıtım esaslarını öngörebilmesine imkân vermelidir.

III. Yönetim kurulu genel kurula kârın dağıtılmamasını teklif edebilir.

Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında şirketin kâr dağıtım politikasıyla ilgili olarak yukarıdakilerden hangisi/hangileri doğrudur? Mart 2015

- A) Yalnız I
D) I ve II
- B) Yalnız III
E) I, II ve III
- C) II ve III

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil edildiği endekstir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Gözültü Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir.

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki şirketlerin derecelendirme notlarına, şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformundaki açıklamalarından ulaşılabilir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan şirketlerin kotta kalma ve kayıtlama ücretlerine indirim uygulanmaktadır.

Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına giren ortaklıklara kotta kalma ücretlerinde, Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri tarihten itibaren tahakkuk tarihleri itibarıyla ilk iki yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 şeklinde uygulanan indirim bu ortaklıklar için Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına girdikleri tarihten itibaren 4 yıl boyunca devam edecektir.

Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri tarihten itibaren 4 yıl Kurumsal Yönetim Endeksi indirimi uygulanmış ortaklıklar için, 2015 yılı ve sonrasında tekrar indirim uygulanmayacak ve değişikliğin yürürlüğe girdiği tarih itibarıyla Kurumsal Yönetim Endeksi indirimine tabi ortaklıklar dışında, yeni bir ortaklık bu indirim tabi olamayacaktır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) 01.02.2013 tarih ve 4/105 sayılı toplantısında alınan karar doğrultusunda değiştirilen ve yenilenen metodolojiye göre yasal değişiklikle, temel ve ek puanlama sistemi şeklinde iki kademeli bir sisteme geçilmiştir.

Yeni sistemde, SPK ilkelerinde yer alan kural ve uygulamaların tümü, yapılan değişiklik kapsamında asgari unsur olarak kabul edilerek, ilk etapta 85 baz tavanı üzerinden temel puanlar oluşturulmaktadır.

İkinci aşamada asgari unsur olan kural ve uygulamaların etkinliği ve kurumlara katma değer yaratıp yaratmaması değerlendirilerek, 15 baz tavanı üzerinden ek puanlar hesaplanmaktadır. Yapılan değişikliklerle, ilkelere şekilsel uyumun yanında fonksiyonel uyumun özellikle öne çıkartılması ve hesaplamaların iki kademeli olarak yapılması matematiksel olarak notları aşağı doğru baskılamıştır.

Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görmek isteyen şirketler SPK tarafından lisanslandırılan derecelendirme kuruluşları tarafından "Kurumsal Yönetim Derecelendirme"si olarak BİST'e bildirmektedirler. Derecelendirme 4 ana başlık altında yapılmaktadır;

Pay sahipleri (%25 ağırlık ile)

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25 ağırlık ile)

Menfaat sahipleri (%15 ağırlık ile)

Yönetim Kurulu (%35 ağırlık ile)

SORULAR

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi ile ilgili aşağıdaki bilgilerden hangisi yanlıştır? Kasım 2016

- A) Endeks kapsamında, hisse senetleri BİST pazarlarında (yakın izleme pazarı, C ve D listeleri hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansı ölçülmektedir.
- B) Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmiş listede bulunan derecelendirme kuruluşlarınca kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu verilmektedir.
- C) Endeks kapsamındaki şirketlerin derecelendirme notlarına kamuyu aydınlatma platformundan ulaşılır.
- D) BİST'te işlem gören şirketler açısından kurumsal yönetim ilkelerine uyum konusunda derecelendirme notu alma zorunludur.
- E) Endekse dâhil olacak şirketler için kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde indirimler yapılmaktadır.

Aşağıdaki ifadelerden hangisi yanlıştır? Eylül 2015

- A) Pay ve menfaat sahiplerini ilgilendiren bilgi zamanında açıklanmalıdır.
- B) Muhasebe skandalları olarak ifade edilen durumlar gelişmiş piyasalarda da görülür.
- C) Kurumsal yönetimin temel amacı paydaşlar arasındaki çıkar çatışmalarını önlemektir.
- D) Genel kurul toplantıları, esas sözleşmede aksine hüküm olmadıkça, şirketin merkezinin bulunduğu mülki idare birimi sınırları içinde yapılır.
- E) Kurumsal yönetim derecelendirme puanının hesaplanmasında % 15 ile en düşük ağırlık "Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık" kriterine verilmiştir.

I- Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporlarının yayımlanması, payları BİST'te işlem gören halka açık şirketler açısından ihtiyari bir uygulamadır.

II- BİST kurumsal yönetim endeksine giren şirketlere, endekse girdiği tarihten itibaren kotta ve kayıta kalma ücretlerinde indirim uygulanmaktadır.

III- Kurumsal yönetim ilkelerine uyum konusunda derecelendirme notu alma, payları BİST'te işlem gören halka açık şirketler açısından ihtiyari bir uygulamadır.

Borsa İstanbul'un (BİST) kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin olarak yukarıdaki ifadelerden hangisi/hangileri doğrudur? Eylül 2015

- A) Yalnız I
B) Yalnız III
C) I ve II
D) II ve III
E) I, II ve III

I. Borsa İstanbul tarafından kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde indirim uygulanmaktadır.

II. Şirketlere itibar sağlamaktadır.

III. Şirketin, yabancı yatırımcılar tarafından daha fazla ilgi görmesini sağlamaktadır.

Yukarıdakilerden hangisi/hangileri, kurumsal yönetim endeksinde yer almalarının şirketlere sağladığı faydalardandır? Mart 2015

- A) Yalnız I
B) I ve II
C) I ve III
D) II ve III
E) I, II ve III