



TÜRMOB

TÜRKİYE SERBEST MUHASEBECİ MALİ MÜŞAVİRLER
VE YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLER ODALARI BİRLİĞİ
(UNION OF CHAMBERS OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS OF TURKEY)

2016/2.DÖNEM

YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK SINAVLARI

FİNANSAL YÖNETİM

31 Ağustos 2016-Çarşamba 18:00

SORULAR

SORU 1:İşletme birleşme ve satın almalarında, işletme değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemler nelerdir?(6 Puan) Bunlardan (1) İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi ile (2) Gerçek Değer Yöntemini açıklayınız. (14 Puan)

SORU 2:Sermaye bütçelemesi (proje değerlendirme) nedir?(5 puan) Sermaye bütçelemelerinde (proje değerlendirmesinde) dikkat edilmesi gereken durumlar nelerdir?(10 puan) Sermaye bütçelemesinde (proje değerlendirme) kullanılan yöntemleri sıralayınız.(5 puan)

SORU 3:İşletmelerin ihtiyaç duyduğu uzun vadeli finansman kaynakları hangi yollarla sağlanır? Açıklayınız.(20 Puan)

SORU 4: a)(H) hisse senedi en son hisse başına 3-TL temettü ödemiştir. Yıllık temettü büyüme oranı %4 ve hisse senedi beklenen getirisi %14 ise bu hisse senedinin olması gereken fiyatı nedir?(15 puan)

b) (Y) Anonim Şirketinin borç/aktif oranı %50'dir. Şirketin hisse senedinin şu anki değeri 30-TL olup şirket bu yıl 3-TL temettü vermiştir. Temettü ödemelerinin her yıl %7 büyümesi beklenmektedir. Borçlanma maliyeti %10 ve vergi oranı %20 ise (Y) şirketinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti nedir?(15 puan)

SORU 5:Yıllık üretim kapasitesi 65.000 birim olan (B) işletmesi, üretimde birim başına 40-TL değişken maliyete katlanmaktadır. Ürünün birim satış fiyatı 90-TL olup, sabit maliyetler toplamı 2.000.000-TL'dir. İşletmenin başabaş noktası üretim düzeyini hesaplayınız. İşletme, üretim kapasitesinin %5 fazlası ile üretim yapması ve tüm ürettiklerini satması durumunda ne kadar kar elde eder? (Üretim kapasitesinin aşılması nedeniyle herhangi bir ekstra maliyet oluşmamıştır.)(10 puan)

1



CEVAPLAR

Cevap 1 - İşletme birleşme ve satın almalarında işletmelerin değerinin belirlenmesinde kullanılan başlıca yöntemler şunlardır:

- 1-Defter Değeri Yöntemi,
- 2-İşleyen Teşebbüs Değeri Yöntemi,
- 3-Tasfiye Değeri Yöntemi,
- 4-Net Aktif Değeri Yöntemi,
- 5-Piyasa Değeri Yöntemi,
- 6-Gerçek Değer Yöntemi,
- 7-İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi,
- 8-Yeniden Yapma Değeri Yöntemi,
- 9-Emsal Değeri Yöntemi,
- 10-Ekspertiz Değeri Yöntemi,
- 11-Temettü Verimi Yöntemi,
- 12-Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi,
- 13-Fiyat/Nakit Akım Oranı Yöntemi,
- 14-Piyasa Değeri /Defter Değeri Oranı Yöntemi.

2

(1) İskonto Edilmiş Nakit Akışları Yöntemi: İskonto edilmiş (indirgenmiş) nakit akışları yöntemi, gelecekteki nakit akışlarının (kârların değil) değerlemesi işlemi olup yöntemin temeli paranın zaman değerine dayanmaktadır. İskonto edilmiş nakit akışları, gelecekte elde edilecek nakit akışlarının belli bir faiz oranı üzerinden bugünkü değerinin bulunmasıdır.

İskonto edilmiş nakit akışı analizi üç aşamadan oluşmaktadır.

1- İskonto Oranının Belirlenmesi: İskonto oranının belirlenmesinde ilgili sektörün özellikleri, normal kazancı, konjonktür durumu, işletmenin dönemsel değişimlerden etkilenme derecesi, rakip işletmenin kârlılık oranları yeni yatırımlardan beklenen minimum verim oranı, alternatif verim oranı ve işletmenin sermaye maliyetinden faydalanılmaktadır. Bu oranın belirlenmesinde isabetlilik, büyük ölçüde, şartları değerlendirme yeteneğine ve tecrübeye bağlıdır.

2- Gelecekteki Nakit Akışlarının Tahmini: Bir işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarını tahmin etmek zor olup bu tahmin tam anlamıyla yapılamamaktadır. İşletmenin gelecekteki nakit akışları tahmin edilirken cari yılın nakit akışı yanında geçmişteki nakit akışları da incelenmektedir. Geçmiş yıllardaki ve cari yıldaki işletmenin durumu geleceğe projekte edilirken gösterge olarak kullanılmaktadır. Ancak nakit akışları tahmin edilirken ilgili kalemlerin gerekli düzeltmelerden sonra geleceğe projekte edilmesi gerekmektedir.

Nakit akışları tahmin edilirken dikkat edilmesi gereken konular aşağıda belirtilmiştir:

- Saticı işletmenin geçmiş gelirlerinin analizi,
- İşletmenin faaliyette bulunduğu sektörün analizi,
- Gelecekteki gelirlerin tahminlenmesi,



•Nakit akışlarının yıllar içerisinde sabit kalıp kalmayacağını saptanması ve/veya bu durumda işletme değerinin tahminlemesi,

•Nakit akışlarının yıllar içerisinde değişken olacağı tahmin edilen durumlarda işletme değerinin bulunması,

Teorik olarak, nakit akışları tahmin edilirken işletmelerin geçmiş performanslarından yararlanır. Ancak ekonomik istikrardan söz etmenin zor olduğu ekonomilerde nakit akışlarının tahmini de geçmiş dönem performanslarına fazlaca güvenilemediği gibi nakit akışlarının tahminleneceği süre uzadıkça, analizin kullandığı varsayımlardaki belirsizlik de artacak ve analizin vereceği sonuçlar ile gerçekleşecekler arasında sapma büyüyebilecektir.

3- Nakit Akışlarının Bugünkü Değerinin Hesaplanması: Tahmin edilen nakit akışları, belirlenen iskonto oranına göre bugünkü değere indirgenmektedir.

İndirgenmiş nakit akımı yönteminde işletmenin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımları bugünkü değere indirgenmesiyle de işletme değeri bulunur.

İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi daha çok içsel yatırım projelerinin değerlendirilmesinde kullanılsa da son yıllarda özellikle ABD’de işletme değerini saptaması için de kullanılır hâle gelmiştir. Bunun sebebi ise bu yöntemde işletmenin gelecekteki performansının ve verimliliğinin göz önüne alınmasıdır. İskonto edilmiş nakit akışları yöntemi temel varsayımları, paranın bugünkü değeri gelecekteki değerinden farklı olacağı ve gelecekteki nakit akışlarının uygun bir şekilde tahminlenebileceği düşünceleridir. Enflasyonist ekonomilerde, bu varsayımların birincisinin doğruluğu kesin iken aynı olgu, ikinci varsayımlarının doğruluğuna ters yönde etki yapmaktadır.

3

Bu yöntemin işletme birleşmelerine uygulanmasında karşılaşılan zorluklar şunlardır:

•Birleşmenin doğuracağı sinerji etkisinin önceden tahmin edilmesinin ve bu değer analize katılmasının zorluğu,

•İskonto oranının belirlenmesinin zorluğu,

•Nakit akışlarının tahmininin zorluğu

olarak kısaca özetlenebilir.

(2) Gerçek Değer Yöntemi: Bir hisse senedinin ve dolayısıyla işletmenin gerçek değeri, işletmenin sahip olduğu varlıkların kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır.

Gerçek değer bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin de bu işletmeden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmeye biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu işletme ve hisse senetleri için normal buldukları değerdir.

Bir işletmenin gerçek değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

Gerçek Değer = Defter Değeri x (Piyasa Değeri / Defter Değeri)

Burada önemli bir nokta, Piyasa Değeri / Defter Değeri oranının sektör ortalaması olmasıdır. Özellikle küçük ölçekli, halka açık olmayan işletmelerde gerçek değer, defter değerinin işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki ortalama piyasa değeri/defter değeri oranıyla çarpılmasıyla bulunabilir.



Cevap 2 – Sermaye bütçelemesi ifadesindeki sermaye, üretimde kullanılan duran varlıkları; bütçe ise gelecekteki belli bir zaman dilimi içindeki nakit giriş ve çıkışlarını ayrıntılı olarak gösteren bir planı belirtmektedir. Bu anlamda sermaye bütçeleme, işletmenin üretimde kullanacağı duran varlıkların yatırımına ilişkin bir değerlendirme sürecidir. Sermaye bütçeleme yerine proje değerlendirme de denilmektedir. Sermaye bütçeleme aşamasında yapılacak duran varlık yatırımlarına ilişkin seçenekler farklı değerlendirme yöntemleri ile değerlendirilerek; işletme değerini artırma gücü bakımından daha üstün olan proje seçilmeye çalışılmaktadır.

Sermaye bütçelemelerinde (proje değerlendirmesinde) dikkat edilmesi gereken durumlar:

- a- Sermaye bütçeleme kararları uzunca bir dönemi kapsarlar. Yatırım kararı uygulamaya konulduktan sonra vazgeçme maliyetleri çok yüksek olur. Bu nedenle bir sermaye bütçeleme sürecinden sonra gerçekleştirilmeye başlanan yatırım kararından vazgeçmenin esnekliği çok düşüktür.
- b- Sermaye bütçeleme sürecinde değerlendirilen projeler, işletmenin geleceğini etkiler. Gereğinden büyük yatırımlar atıl kapasite nedeniyle yüksek maliyetler doğurur. Gereğinden küçük yatırımlar da işletmenin rekabet şansını azaltır. Pazar payını artırma olanağını azaltır.
- c- Sermaye bütçeleme sürecinde değerlendirilen projeler, görece olarak büyük tutarlarda finansman gereksinimi doğurur. Bu nedenle, bu tür yatırımların gerektireceği finansman, yeteri kadar önceden sağlanmış olmalıdır.

4

Sermaye bütçeleme sürecinde (proje değerlendirmesinde) kullanılan yöntemleri:

- a) Paranın Zaman Değeri Göz Önünde Bulundurulmayan Yöntemler
 - 1-Geri Ödeme Dönemi Yöntemi
 - 2-Yatırım Karlılığı Yöntemi (Basit Karlılık Yöntemi)
- b) Paranın Zaman Değeri Göz Önünde Bulundurulan Yöntemler
 - 1-Net Bugünkü Değer Yöntemi
 - 2-İç Getiri Oranı Yöntemi
 - 3-Karlılık Endeksi Yöntemi (Fayda/maliyet Yöntemi)
 - 4-Düzeltilmiş İç Getiri Oranı Yöntemi
 - 5-Yıllık Eşdeğer Gider Yöntemi
 - 6-Ekonomik Katma Değer Yöntemi



Cevap 3 – İşletmeler sürekli olarak kullandıkları duran varlıkları finanse edebilmek için uzun vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. Bununla birlikte işletmeler özellikle kuruluş aşamasında ve yeni yatırım zamanlarında da uzun vadeli finansman kaynaklarına ihtiyaç duymaktadırlar. İşletmelerin ihtiyaç duyduğu uzun vadeli finansman kaynakları ise ortaklar tarafından işletmeye sağlanan özkaynaklardan ve borçlanma yoluyla sağlanan yabancı kaynaklardan oluşmaktadır. Borçlanma yoluyla finansman işletmelere kaldıraç etkisinden yararlanma imkânı sunmasının yanı sıra işletmenin risk düzeyini de artırmaktadır. Uzun vadeli finansmandaki en temel ayırım borç ve özsermaye ayırımıdır. Bununla birlikte varant ve hisse senedi karşılığı değiştirilebilir borç senetleri gibi hibrit enstrümanların ortaya çıkmasıyla borç ve özsermaye arasındaki sınır giderek ortadan kalkmaya başlamıştır. İşletmeler zamanla artan finansman araçları ile birlikte ihtiyaç duydukları uzun vadeli fonları dezavantajlarına katlanmadan kullanmanın yollarını aramaktadır.

Sermaye piyasası gelişmiş olan ekonomilerde işletmeler, ihtiyaç duydukları uzun vadeli kaynakları genellikle tahvil ve hisse senedi ihraç etme yoluyla sağlamaktadırlar.

İşletmelerin ihtiyaç duyduğu uzun vadeli finansman kaynakları:

1-HİSSE SENETLERİ: İşletmelerin sermaye piyasasından uzun vadeli fon sağlamada kullandıkları en önemli finansman araçlarından biri hisse senedir. İşletmeler gerek ilgili kanunlardan yararlanarak gerekse de ihtiyaç duydukları özsermayeyi sağlamak amacıyla sermaye artımına gitmektedirler. Bu işlemin sonucunda tedavüle çıkardıkları hisse senetleri ise menkul kıymet borsalarında işlem görebilmektedir. Hisse senedi, sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında kıymetli evrak niteliğinde pay senedi çıkarabilen anonim şirket veya sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin yasal şekillere uygun olarak düzenledikleri belgeler olup, sermayenin belli bir oranını temsil eden ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir.

2-OTOFİNANSMAN: İşletmeler uzun vadeli fon gereksinimlerinin bir kısmını da otofinansman yoluyla sağlamaktadırlar. Otofinansman, kârların dağıtılmayarak işletmede bırakılması yoluyla sağlanmaktadır. Diğer bir tanımla otofinansman, bir işletmenin kendi gücü ile özsermaye yaratmasıdır.

Otofinansman açık ve gizli şekilde iki türde yapılmaktadır. Açık otofinansman, kârların dağıtılmayarak bilançoda gösterilmesi ile gerçekleşmektedir. Gizli otofinansman ise gerçekleşmesi gereken kârın, yüksek amortisman, ihtiyatlar ve karşılık zararları yoluyla azaltılması sonucu ortaya çıkar.

Özellikle küçük ve orta büyüklükte olan ve kredi olanakları sınırlı olan işletmeler için fon sağlamada otofinansman başlıca yoldur. İşletmeler bu şekilde sermaye ihtiyacına gerek duymadan ya da yeni ortak almalarına gerek kalmadan fon sağlamaktadırlar. Bununla birlikte otofinansman ile işletmeye sabit bir yük getiren faiz ödemelerinden kaçınılmış olur.

İşletmeler otofinansmanı yedek akçeler, amortismanlar ve uzun vadeli karşılık ayrılması yoluyla gerçekleştirmektedirler. İşletmeler yedek akçeler yoluyla otofinansmanı; kanuni, ihtiyarî, olağanüstü ve gizli yedek akçe ayırma yoluyla gerçekleştirmektedirler.

3-TAHVİLLER: Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ekonomilerde işletmelerin uzun vadeli kaynak sağlamak için başvurdukları başlıca yollardan biri de tahvil çıkarmaktır. Ülkemizde anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları uzun vadeli borç senetlerine tahvil adı verilmektedir.

Tahvil; ihraççı şirketin, tahvil yatırımcısına, belirlenen tarihlerde anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirmekle yükümlü olduğu, uzun dönemli bir borçlanma aracıdır.



4-HİBRİT ENSTRÜMANLAR: Büyüyen ve yeni kurulan şirketler dış kaynaklı finansman ihtiyacı duymaktadırlar. Bu ihtiyaç genelde banka kredileri ile karşılanırsa da kredilere ulaşma şartları gittikçe zorlaştırılmaktadır. Özellikle BASEL II olarak adlandırılan Avrupa Ortak Pazarı düzeyinde bankaların öz sermaye ve kredi ilişkileri konusundaki yeni düzenlemesi banka kredilerine ulaşmayı daha zor duruma getirmiştir. Buna göre bankalar hem kredi vermeyi ve hem de kredi masraflarının yüksekliğini, üstlendiği risk (kredibilite notu) bazında değerlendirmektedir. Özellikle orta ve küçük ölçekteki kuruluşlar ile yeni ve kurulmakta olan şirketlerin riskleri yüksek olduğundan, kredi alma olanakları büyük çapta kısıtlanmıştır.

Hibrit menkul kıymetler özellikleri itibarıyla özsermaye ile borç arasında melez bir karakter göstermektedir bu nedenle şirketlere daha geniş bir yatırımcı grubuna yönelme imkanı sağlamaktadırlar. Hibrit menkul kıymetler özellikle yeni ve büyüyen şirketlerin yatırımcı çekmek amacıyla kullanıldığı araçlardır. Bu şirketlere duyulan güvenin az olması nedeniyle borçlanma olanaklarının sınırlı olması, hibrit menkul kıymetlerden yararlanma olanaklarını artırmaktadır. Hibrit enstrümanlar şunlardır:

Varant: Varant, belli bir varlığı, önceden belirlenmiş fiyat üzerinden, belirlenmiş bir tarihte veya öncesinde, alma veya satma hakkı veren bir menkul kıymettir. Varantlar banka ve aracı kurum gibi finansal kuruluşlar tarafından ihraç edilebileceği gibi (finansal varantlar), işletmeler tarafından da (şirket varantları) ihraç edilebilmektedir.

Varantlar borsada kote olan finansal araçlar olup, kolayca alınıp satılabilmektedir ve dayanak varlığı hisse senedi, endeks, döviz, emtia v.b. olabilmektedir. Finansal varantlarda, varantın türünü dayanak varlıklar belirlemektedir.

İşletmelerin ya da diğer finansal kuruluşların ihraç ettiği varantlar işletmeler için alternatif bir finansman aracı niteliğinde, sermaye piyasaları içinse çeşitliliği artıracak bir finansal araç niteliğindedir.

Dönüştürülebilir Menkul Kıymetler: Dönüştürülebilir menkul kıymetler yatırımcıya elinde bulunan menkul kıymeti önceden belirlenmiş fiyat ve şartlara göre hisse senedi ile değiştirme hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir.

Dönüştürülebilir menkul kıymetler yatırımcıya, şirket sermayesine ortak olma, dolayısıyla sermaye kazancı elde etme olanağı sağlamaktadır. İhraççı şirket açısından bakıldığında ise dönüştürülebilir menkul kıymetlerin avantajları aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Hisse senedi ihracı yerine dönüştürülebilir menkul kıymet ihracı, hisse senetlerin cari fiyatlarla ihraç edilmesini önleyerek, özsermayenin zayıflatılmasını engellemekte ve uzun bir dönem için mevcut hissedarların oy kullanma haklarının saklı tutulmasına olanak tanımaktadır.

- Hisse senedi ihracı yerine dönüştürülebilir menkul kıymet ihracı, hisse senedi ihraç dönemini erteleyerek, gelecekte daha yüksek fiyatların oluşmasını sağlayacaktır.

- Dönüştürülebilir menkul kıymetler kendini likidite eden borç niteliği taşımaktadır. Vade geldiğinde ödemenin hisse senedi ile yapılması, fonların şirket bünyesinde kalmasını sağlamaktadır.

Dönüştürülebilir menkul kıymetlerin uygulamada iki tipik örneği dönüştürülebilir tahviller ve dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleridir.

Dönüştürülebilir tahvillerde tahvil sahibi, elindeki tahvilleri, önceden belirlenen sayıda hisse senedi ile değiştirme opsiyonuna sahiptir. Dönüştürülebilir tahviller geleneksel tahvillere benzemekle birlikte, yatırımcıya ihraççı şirketin hisse senetlerini alma hakkı sunmasıyla geleneksel tahvillerden ayrılmaktadır. Öte yandan dönüştürülebilir tahviller varantlı tahvillere de benzemektedir. İki menkul kıymet arasındaki temel farklılık varantlı tahvillerin, tahvil ve varant olarak iki menkul kıymete bölünebilmesi, dönüştürülebilir tahvillerde söz konusu bölünmenin olmamasıdır.



Hisse senediyle değiştirilebilir tahviller, bir borç türü olarak ortaya çıkar; ancak taşıyıcısına ilerideki belirli bir tarihte ve belirli koşullarla adi hisse senediyle değiştirme hakkı verirler. Değiştirilebilir tahvil ihraç eden firmalar özkaynaklar/borçlar oranını yükselttiklerinden dolayı daha riskli olarak görülebilirler. Ancak bu yüksek risk kupon faiz oranına yansımamaktadır. Sermaye kazancı sağlama olanağının olması, kupon faiz oranlarının dönüştürülebilirlik özelliği taşımayan tahvillere göre daha düşük olmasını sağlamaktadır.

Dönüştürülebilir tahviller yüksek işletme riski taşıyan ancak büyüme potansiyeli yüksek olan işletmeler için uygun borçlanma araçlarıdır. Yatırımcılara ileride elde edilebilecek sermaye kazancı şansı sunması bu menkul kıymetlerin cazibesini artırmaktadır. Ayrıca dönüştürülebilir tahviller yatırımcısına şirketin iyiye gitmesi durumunda hisse senedi sahibi olma imkanı tanıdığından, yatırımcılar dönüştürülemez tahvillere oranla daha düşük kupon faiz oranlarını kabul etmektedir. Söz konusu menkul kıymetin şirketler için dezavantajı ise vergiden düşülebilse de her yıl faiz ödemesi yapılması ve yatırımcı değişim yapmadığı takdirde anapara ödemesinin yapılmasının zorunlu olmasıdır.

Dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri, ihraçları sırasında belirlenmiş bir oran dahilinde adi hisse senetleri ile değiştirilebilir bir nitelik taşırlar. Dönüştürülebilirlik özelliği, adi hisse senetlerinin yakın gelecekte prim yapacağı tahmin edilen şirketler için imtiyazlı hisse senedi sahiplerine önemli avantajlar sağlamaktadır. Dönüştürülebilir imtiyazlı hisse senetleri, dönüştürülebilir tahvillere benzemekle birlikte önceden belirlenmiş bir vadenin olmaması açısından bu menkul kıymetlerden farklıdır.

5-DİĞER UZUN VADELİ FİNANSMAN ARAÇLARI: İşletmelerin hisse senedi, tahvil, otofinansman ve hibrit enstrümanlar dışında yararlanabileceği birçok uzun vadeli finansman kaynağı bulunmaktadır. Bu kaynaklar özellikle borsaya kote edilmemiş veya sermaye piyasalarından borçlanma imkanları kısıtlı olan işletmeler için uygun araçlar olmaktadır.

İşletmelerin uzun vadeli finansman kaynağı sağlama yollarından biri iş melekleridir. İş melekleri, gelecek vaat eden ya da genellikle kurulum aşamasındaki, girişimciler tarafından yönetilen şirketlere yatırım yapmayı isteyen ve elinde serbest fonları bulunan yatırımcılardır. Bu melekler hem kendilerine getiri sağlamayı hem de girişimci ruhu desteklemeyi amaçlamaktadırlar.

Uzun vadeli finansman kaynaklarından bir diğeri sendikasyon kredileridir. Sendikasyon kredisi, bir grup banka veya diğer finansal kuruluşların bir araya gelerek kullandıkları bir kredi türüdür. Sendikasyon kredileri kullanılması temel amacı kredi kuruluşunun geri ödenmeme riskini dağıtmak istemesi ve talep edilen kredi miktarının büyük tutarlara ulaşmasıdır. Bu tür kredilerin kullanılmasının nedeni finansal kuruluşun müşterisiyle olan ilişkilerini geliştirmek istemesidir. Söz konusu kredilerde kullanılan kredi miktarları büyük, vadeler uzun ve uygulanan faiz türü genellikle değişken olmaktadır.

Eurotahviller (Euro-bond) ve Yabancı Tahviller: İşletmelerin yararlanabilecekleri alternatif uzun vadeli finansman araçlarıdır. Euro tahviller, satışa sunulduğu ülkenin para birimi dışında bir para birimi cinsinden, uluslararası bir sendikasyon tarafından ihraç edilen ve birçok ülkede satışa sunulan tahvillerdir. Yabancı tahviller ise, bir işletme, hükümet veya hükümet kuruluşunun belirli bir piyasada satılmak üzere, o ülkenin para birimi cinsinden ihraç ettiği borçlanma araçlarıdır. Euro tahvillerin özel bir şekli değişken faizli tahvillerdir. Bu tahviller yatırımcısına sabit oran yerine değişken bir oranda faiz ödemesi yapmaktadırlar. Değişken faizli tahviller işlerinin büyük bir kısmını değişken sabit faiz oranlarıyla yürüten finansal kuruluşlar tarafından tercih edilmektedir. Değişken faizli tahviller, varlıklar ve borçlar arasında dengeye ulaşmak için bir yol olmaktadır.

Yüksek büyüme potansiyeli veya yeni kurulmuş olan işletmelerin yararlanabileceği uzun vadeli finansman kaynaklarından biri girişim sermayesidir. Girişim sermayesinde kullanılan fonlar genellikle büyük paketler halinde ve hem borç hem de özsermaye olarak sağlanmaktadır. Girişim sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları şirketlerin nihai olarak büyümesini hedeflediklerinden yatırımlar genellikle 5-10 yıl



boyunca sabittir. Söz konusu uygulamada sermayedarlar çoğunlukla yönetim danışmanlığı da sağlamaktadırlar. Girişim sermayesine benzer bir finansman kaynağı da özel sermaye fonlarıdır. Özel sermaye fonlarının girişim sermayesinden farkları, bu fonların kullanılma amacı, sermayedar şirketin ortaklık payı ve vadelerdedir. Girişim sermayesi şirketleri daha çok yeni kurulmuş olan şirketlere yatırım yapmayı tercih ederken özel sermaye şirketleri belirli büyüklüklere ulaşmış, faaliyet karlılıkları yüksek, hızlı büyümekte olan, önemli pazar payları olan ve içinde buldukları sektöre giriş engelleri yaratabilmiş şirketleri yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Ayrıca özel sermaye fonlarında vade girişim sermayesinden uzun ve ortaklık payı girişim sermayesinden yüksek olmaktadır.

Son olarak uzun vadeli banka kredileri, finansal kiralama ve forfaiting.

Cevap 4 – a) Gordon Büyüme Modeli'ni kullanacağız.

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

$$k-g$$

$$P_0 = \frac{3 * (1 + 0,04)}{0,14 - 0,04} = 31,2 \text{ TL}$$

$$0,14 - 0,04$$

b) Borç/aktif oranı 0,50 ise borç/öz kaynak 1 olacaktır. Bu durumda sermaye maliyeti hesaplarken borç ve öz kaynağın ağırlıkları %50 olacaktır. Öz kaynak maliyetini bulmak için Gordon Büyüme Modelini kullanacağız. Burada bulacağımız k bizim öz kaynak maliyetimiz olacaktır.

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

$$k-g$$

$$30 = \frac{3(1+0,07)}{k-0,07}$$

$$k-0,07$$

$$k = 0,177$$

Öz kaynak maliyeti %17,7 ve borçlanma maliyeti %10 olduğuna göre Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = (0,50 \times 0,177) + (0,50 \times (1 - 0,20) \times 0,10) = \%12,85$$

Cevap 5 -

$$Q = \frac{\text{TSM}}{(90-40)} = \frac{2.000.000}{50} = 40.000 \text{ birim Başabaş noktası üretim düzeyi}$$

$$\text{Kar} = 65.000 \times 1,05 \times (90-40) - 2.000.000 = 1.412.500 \text{ TL}$$