



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

SERMAYE PİYASALARI İÇİN

ÖRNEK ŞİRKET YAPISI



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

SERMAYE PİYASALARI İÇİN ÖRNEK ŞİRKET YAPISI

Haziran 2005

(Yayın No. TÜSİAD-T/2005-06/403)

Meşrutiyet Caddesi, No.74 34420 Tepebaşı/İstanbul
Telefon: (0212) 249 07 23 • Telefax: (0212) 249 13 50

© 2005, TÜSİAD

Tüm hakları saklıdır. Bu eserin tamamı ya da bir bölümü, 4110 sayılı Yasa ile değişik 5846 sayılı FSEK uyarınca, kullanılmazdan önce hak sahibinden 52. Maddeye uygun yazılı izin alınmadıkça, hiçbir şekil ve yöntemle işlenmek, çoğaltılmak, çoğaltılmış nüshaları yayılmak, satılmak, kiralanmak, ödünç verilmek, temsil edilmek, sunulmak, telli/telsiz ya da başka teknik, sayısal ve/veya elektronik yöntemlerle iletilmek suretiyle kullanılamaz.

ISBN : 975-8458-83-3

LEBİB YALKIN YAYIMLARI VE BASIM İŞLERİ ANONİM ŞİRKETİ
Oto Sanayii, Barbaros Cad. No.78 34396 4. Levent-İSTANBUL
Tel: (0212) 282 39 00 Faks: (0212) 280 99 34

ÖNSÖZ

TÜSİAD, özel sektörü temsil eden sanayici ve işadamları tarafından 1971 yılında, Anayasamızın ve Dernekler Kanunu'nun ilgili hükümlerine uygun olarak kurulmuş, kamu yararına çalışan bir dernek olup gönüllü bir sivil toplum örgütüdür.

TÜSİAD, demokrasi ve insan hakları evrensel ilkelerine bağlı, girişim, inanç ve düşünce özgürlüklerine saygılı, yalnızca asli görevlerine odaklanmış etkin bir devletin varolduğu Türkiye'de, Atatürk'ün çağdaş uygarlık hedefine ve ilkelerine sadık toplumsal yapının gelişmesine ve demokratik sivil toplum ve laik hukuk devleti anlayışının yerleşmesine yardımcı olur. TÜSİAD, piyasa ekonomisinin hukuksal ve kurumsal altyapısının yerleşmesine ve iş dünyasının evrensel iş ahlakı ilkelerine uygun bir biçimde faaliyette bulunmasına çalışır. TÜSİAD, uluslararası entegrasyon hedefi doğrultusunda Türk sanayi ve hizmet kesiminin rekabet gücünün artırılarak, uluslararası ekonomik sistemde belirgin ve kalıcı bir yer edinmesi gerektiğine inanır ve bu yönde çalışır. TÜSİAD, Türkiye'de liberal ekonomi kurallarının yerleşmesinin yanısıra, ülkenin insan ve doğal kaynaklarının teknolojik yeniliklerle desteklenerek en etkin biçimde kullanımını; verimlilik ve kalite yükselişini sürekli kılacak ortamın yaratılması yoluyla rekabet gücünün artırılmasını hedef alan politikaları destekler.

TÜSİAD, misyonu doğrultusunda ve faaliyetleri çerçevesinde, ülke gündeminde bulunan konularla ilgili görüşlerini bilimsel çalışmalarla destekleyerek kamuoyuna duyurur ve bu görüşlerden hareketle kamuoyunda tartışma platformlarının oluşmasını sağlar.

Türk ekonomisinde uzun süredir devam eden makroekonomik istikrarsızlık ve yüksek kamu borçlanma gereksinimi reel sektörün finansmanı üzerinde belirgin bir baskı ortamı oluşturmuştur. Kamu açıklarının finansmanı amacıyla devletin mali piyasalardan giderek artan şekilde borçlanması, faizlerin yüksek seviyelerde seyretmesine, dolayısıyla reel sektör finansman maliyetinin aşırı derecede yükselmesine yol açmıştır. Yine bu politik ve ekonomik istikrarsızlık dolayısıyla yurt içinden ve dışından uzun vadeli fon bulmak şirketler açısından imkansız bir hale gelmiştir.

Son dönemde, politik alanda sağlanan istikrar, ekonomik parametrelerdeki hızlı iyileşme, enflasyondaki azalma, Avrupa Birliği'nden müzakere tarihi alınması ve benzeri olumlu göstergeler neticesinde ekonomik yapıda önemli gelişmeler yaşanmaktadır. Büyüme, artan üretim ve zorlaşan rekabet koşulları, tüketici beklentilerindeki değişim gibi faktörler şirketlerin finansman ihtiyaçlarının da değişmesine ve yeni finansman modelleri arayışına girmelerine yol açmıştır.

Her şirketin bedefleri, büyüklüğü, ortaklık yapısı ve faaliyet gösterdiği sektör gibi kendine özgü unsurları doğrultusunda ortakları ve üst yönetimi tarafından belirlenecek bir stratejisi olmalıdır. Şirket, stratejisini uygularken ortaklarına ve pay sahiplerine en fazla değeri yaratacak şekilde "örnek şirket" uygulamalarını takip ederek ilerler. Şirketin başarısı, iyi oluşturulmuş iş stratejileri ve planlama süreciyle sağlanabilir.

Bu rapor, dünya şirketleri ile rekabet edecek olan Türk şirketlerinin sağlıklı bir yapıya kavuşması ve global finans kaynaklarından faydalanabilmeleri için kendilerinden beklenenleri kredi verenler gözüyle incelemekte ve bu alandaki ana konuları özetlemektedir. Çalışmanın temel amacı Türk şirketlerine global rekabet gücü kazandırabilmek amacıyla iyi kurumsal yönetim ilkelerini tanıtmak ve şirketlerin büyüme ve uzun vadeli başarı için ihtiyaç duydukları fon kaynaklarının beklentilerini daha iyi anlamalarını sağlamak olarak özetlenebilir. Rapor bu amaçla hazırlanmış ve bu ilkelerin ve beklentilerin tanımını yapan, konu başlıkları ile bunların ne olduğunu kısaca özetleyen bir kılavuz olarak düşünülebilir. Ancak şirketlerin bu araçları etkin bir biçimde kullanmaları için bu raporda belirtilen her bir iyi kurumsal yönetim aracını daha detaylı bazda incelemesi ve uygulamaya yönelik ilave destek alması gerekebilecektir.

TÜSİAD Sanayi, Hizmetler ve Tarım Komisyonu bünyesinde faaliyet gösteren, başkanlığını Komisyon Başkanı Agab Uğur'un sürdürdüğü Finansman Modelleri Çalışma Grubu tarafından yürütülen "Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı" başlıklı rapor, Finansman Modelleri - Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı Alt Çalışma Grubu Başkanı Dilek Yardım ve Alt Çalışma Grubu Üyeleri Özlem Ataüinal, Özgür Canbaş, Erkin Erimez, Fabrettin Ertik, Pelin Kubilay, Nedim Ölçer, Hande Şenova, Gökhan Tezel, Erol Ulukutlu, Alp Yörük ve Yasemin Zeybek tarafından hazırlanmıştır.

Haziran 2005

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	9
I. ÖRNEK ŞİRKET	15
1. HEDEF VE VİZYON	17
1.1 ŞİRKET KÜLTÜRÜ	17
1.1.1. Vizyon ve Misyonun Belirlenmesi	17
1.1.2. Vizyon ve Misyonun Benimsetilmesi ve Yaygınlaştırılması	17
1.2. ŞİRKET STRATEJİSİ VE STRATEJİK PLANLAMA SÜRECİ	17
1.2.1. İş Stratejilerinin Oluşturulması	18
1.2.2. İş Stratejilerinin Yaygınlaştırılması ve Uygulanması	20
1.2.3. Şirketin Toplumsal Sorumluluk Stratejileri	21
1.3. DEĞER BAZLI YÖNETİM	22
1.4. KALİTE ÇALIŞMALARI	23
2. BÜTÇE, PLANLAMA VE YÖNETİM İLETİŞİM SİSTEMLERİ	24
2.1. PLANLAMA	24
2.2. BÜTÇE	28
2.3. İLETİŞİM VE KONTROL MEKANİZMALARI	30
2.3.1. Sistem Alt Yapısı	30
2.3.2. İletişim ve Kontrol Mekanizması	30
3. ETKİLİ KURUMSAL YÖNETİM	31
3.1. KURUMSAL YÖNETİM NEDİR?	31
3.1.1. Kurumsal Yönetim Esasları	32
3.2. KURUMSAL YÖNETİM AÇISINDAN ORGANİZASYON	32
3.2.1. Yönetim Kurulu Yapısı	33
3.2.2. İcra Başkanı ve Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komiteler	33
3.3. ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMA	34
3.4. PAY VE MENFAAT SAHİPLERİ	34
3.5. KURUMSAL YÖNETİMİN MALİYETLERİ	35
3.6. YASAL ORTAM ve TÜRKİYE UYGULAMASI	36
3.6.1. Aile Şirketleri	36
3.6.2. Uygulamalar	37

4. FİNANSAL RİSK YÖNETİMİ VE RİSKLERİN ÖLÇÜLMESİ	38
4.1. RİSK NEDİR	38
4.1.1. Risk Ölçütü	39
4.2. ŞİRKETLERDEKİ FİNANSAL RİSK YÖNETİMİ UYGULAMALARI	40
4.2.1. Risk Yönetiminde Strateji Geliştirme Süreci	40
4.2.2. Risk Yönetiminde Altyapı Geliştirme Süreci	42
4.2.3. Risk Yönetiminde Değerlendirme ve İyileştirme Süreci	44
4.3. ŞİRKETLERDE FİNANSAL RİSK YÖNETİMİNİN ALGILANMASI	45
4.4. RİSK YÖNETİMİ İLE İLGİLİ PRATİK ÖNERİLER	46
II. FİNANSMAN İHTİYACININ BELİRLENMESİ	51
1. İÇ FAKTÖRLERİN ANALİZİ	53
1.1. ŞİRKETİN FİNANSAL DURUMU	53
1.1.1. Dönen Varlıklar ve Likidite Analizleri	54
1.1.2. Duran Varlıklar ve Oran Analizleri	56
1.1.3. Varlık Toplamının Analizi	57
1.1.4. Borçluluk Durumunun Değerlendirilmesi	58
1.1.5. İşletme Sermayesi	58
1.1.6. Özkaynaklar Analizi	59
1.1.7. Karlılık analizleri	59
1.1.8. Nakit Akışı Analizi	60
2. DIŞ ETKENLERİN ANALİZİ	61
2.1. MAKROEKONOMİK KOŞULLAR	61
2.1.1. Devlet Müdahalesi	63
2.2. MALİ PİYASA KOŞULLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	64
3. ŞİRKETİN HEDEFİ ve FİNANSMAN KARARLARINA ETKİLERİ	64
3.1. ŞİRKET STRATEJİLERİ	65
3.2. STRATEJİLERE GÖRE FİNANSMAN KAYNAKLARININ BELİRLENMESİ	66
3.3. YATIRIM KARARI VE FİNANSMANI	67
III. UYGUN FİNANSMAN MODELİNE ULAŞILMASI	69
1. FİNANSMANIN KULLANIM AMACI	71
2. FİNANSMAN TÜRLERİ	72

2.1. ÖZKAYNAK	72
2.2. DIŞ BORÇLANMA	73
2.2.1. Banka Kredileri ve Diğer Finans Kurumları	73
2.2.2. Çok Taraflı Uluslararası Fonlar	74
2.3. SERMAYE PİYASALARI	74
2.3.1. Borçlanma Senetleri	74
2.3.2. Halka Arz	76
2.4. ORTAKLIK/HİSSE TRANSFERLERİ	77
2.4.1. Stratejik Ortaklık ve Şirket Birleşmeleri	77
2.4.2. Finansal Ortaklık (Doğrudan sermaye yatırımları)	77
2.4.3. Ortak girişim (joint-venture)	78
2.4.4. Şirket Satışı	79
3. FİNANSMAN TÜRÜNÜN BELİRLENMESİ	80
3.1. ÖNEMLİ NOKTALAR	80
3.2. FİNANSMAN KAYNAĞINA ULAŞILABİLİRLİK	83
IV.EKLER	85
1. ANKET SONUÇLARI	87
2. RİSK TERİMLERİ SÖZLÜĞÜ	90

YÖNETİCİ ÖZETİ

YÖNETİCİ ÖZETİ

Örnek Şirket

Her şirketin hedefleri, büyüklüğü, ortaklık yapısı ve faaliyet gösterdiği sektör gibi kendine özgü unsurları doğrultusunda ortakları ve üst yönetimi tarafından belirlenecek bir stratejisi olmalıdır. Şirket, stratejisini uygularken ortaklarına ve pay sahiplerine en fazla değeri yaratacak şekilde "örnek şirket" uygulamalarını takip ederek ilerler. Şirketin başarısı, iyi oluşturulmuş iş stratejileri ve planlama süreciyle sağlanabilir. Stratejileri oluşturmanın yanı sıra uygulama aşaması da önemlidir. Baştan iyi oluşturulmamış stratejilerin uygulamasında aksaklıklar görülmekte, iyi stratejilerin uygulaması ölçüm yapılarak takip edilmesini gerektirmektedir. İş ve yönetim süreçlerinin verimlilik ve etkinliğinin, belirlenen performans kriterleri doğrultusunda sürekli olarak ölçülmesi, iyileştirme çalışmalarının yapılması ve bu iyileştirmelerin tedarikçi performansı, müşteri gereksinimleri ve tatmini ve rakip/kıyaslama verileri gibi sonuçlara yansımaları kalite çalışmaları ile sağlanabilmektedir. Artan rekabet koşullarında şirketler ortaklarına ve çalışanlarına değer yaratmanın haricinde ayrıca daha iyi bir toplum ve daha iyi bir çevre için gönüllü olarak katkıda bulunmak durumundadırlar.

Şirketlerin bütçe, planlama, yönetim iletişim sistemleri, risk yönetimi, kurumsal yönetim gibi kavramları benimseyip kendi bünyelerinde geliştirmeleri hedeflenen başarı için önemli rol oynar. Bu kavramları iyi uygulayan şirketler, operasyonel performans artışının yanı sıra finansal kaynakları daha kolay ve daha ucuza kullanma olanağına sahip olurlar. Artan karlılık, sağlıklı büyüme, yüksek piyasa değeri ya da kredi notu, güvenilirlik, çalışan memnuniyeti gibi sonuçlarla tüm paydaşları ve kamuoyu tarafından ödüllendirilirler.

Şirketin orta ve uzun vadede ulaşmak istediği hedefleri tespit etmesi ve bu hedeflere ulaşmak için izlenecek yolları belirlemesi için bütçe ve planlama yapması gerekmektedir. Öncelikle hedeflerin belirlenmesi, buna göre kritik başarı faktörlerinin tespiti ve rekabet avantajlarının ortaya konulması planlama sürecinin gereklileridir. Genel ekonomik koşulların izlenmesi ve istatistiksel analizi, sektör koşullarının takibi ve rekabet ortamının belirlenmesi genel olarak dış etkenlerin analizi ile mümkündür. Ayrıca şirket içi faktörlerin incelenmesi planlama başarısını olumlu etkileyecektir. Tüm bu analiz ve inceleme sonuçları doğrultusunda gelecek yıllara yönelik detaylı projeksiyonların oluşturulmasıyla planlama süreci tamamlanır. Sonrasında periyodik revizyon yerine olaylar bazında gerekli durumlarda revizyon yapıl-

ması yeterli olacaktır. Bütçe ise uzun vadeli planlama ışığında önümüzdeki bir yıllık sürecin rakamsal tahminlerini içermektedir. Şirketin sürekliliği ve hedeflerini uygulama başarısı açısından sistem alt yapısının uygunluğu ve yönetsel kontrolün sağlanması önemlidir.

İyi bir kurumsal yönetim rejimi, şirketlerin sermayeyi verimli bir şekilde kullanmalarını garanti etmelerini sağlar. Kurumsal yönetim ile şirket performansı ve karlılığı arasında belirli bir ilişki kurulmaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının temelinde, yönetimde ve karar alma süreçlerinde nitelikli ve yetkin bireylerin görev alması (profesyonel yönetim) ve bu bireylerin her türlü çıkar çatışmasından uzak, bağımsız bir şekilde karar alabilmelerinin sağlanması yatmaktadır. Şirketin saygınlığını, güvenilirliğini ve devamlılığını sağlayarak piyasalara ve yatırımcılara güven vermek ve bunun yanında tüm hissedarların çıkarlarını eşit gözetmek ve sahip oldukları değeri en üst düzeye çıkarmak kurumsal yönetimin en önemli amaçlarındandır.

Günümüzde şirketlerin ülke, ekonomi ve sektörel koşullar altında tüm riskleri izleyip olumsuz etkilerine karşı önlemler alması risk yönetimi altında kontrol edilmektedir. Risk yönetiminin temel amacı getiri/risk optimizasyonu problemini çözmek sayılabilir, bu da riski getiri ile karşılaştırmayı sağlayacak şekilde bir risk maliyeti hesaplanabilmesini sağlamaktır. Şirketin hedefleri doğrultusunda risk düzeyini belirlemesi ve risk çeşitlerine (piyasa, kredi ve operasyonel riskler) göre yönetim stratejisini ve organizasyonunu oluşturması beklenmektedir. Model seçimi ve risk limitlerinin belirlenmesi de önemlidir. Şirketlerin risk yönetimi amacıyla, yüksek likidite tutma, vade yapısı matching'i ve "sepet yapma" gibi klasik yöntemleri tercih ettikleri, türev enstrümanlarından ise en fazla TL/döviz forward işlemlerinin gerçekleştirildiği görülmektedir.

Finansman İhtiyacının Belirlenmesi

Şirketlerin işleyişlerinde en önemli unsurlardan biri de finansmandır. Şirketin, finansman arayışına girmeden önce ihtiyacını doğru belirlemesi önemlidir. Bu süreçte şirketin finansal durumu ve hedefleri gibi iç faktörler kadar makroekonomik koşullar ve mali piyasaların durumlarının da derinlemesine incelenmesi, doğru analiz edilmesi gereklidir.

Finansal durumun değerlendirilmesinde; ciro, nakit akımları, likidite, toplam varlıklar ve borçlar ile karlılık gibi konularda sürekli bilgi akışı sağlayacak şekilde

standart raporlamalara (bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu vb. ana finansal tablolara) ve bu verilerin birbirleriyle ve önceki dönemlerle karşılaştırılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Mevcut finansal durumun doğru analiz edilmesi, işletmenin ihtiyaçlarının belirlenmesi ve bunlar için zamanında hareket edilmesini sağlamaktadır. Veri bulunabilmesi halinde, şirketin sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırmalı olarak incelenmesi de yönetime önemli bilgiler sunacaktır. Finansal durum değerlendirmesinde, ana performans göstergelerinden faydalanılmaktadır. Bu göstergeler, operasyonel verilerle desteklenerek kullanılmalıdır. Sektör ve iş koluna özgü analizlerin yapılması önem kazanmaktadır; örneğin telefon operatörü için abone başı karlılık veya satış analizleri gibi. Özellikle karlılık analizleri, işletme sermayesi ihtiyacı ve nakit akımı tabloları şirket içi kaynakların değerlendirilmesinde yön gösterecektir. Büyüme oranları, enflasyon/devalüasyon oranları ise makroekonomik gelişmelerin izlenmesinde faydalı olacaktır.

Şirketlerin hedef ve stratejileri finansman kararlarında etkili olmaktadır. Belirlenen strateji doğrultusunda detaylı yatırım fizibilite çalışması yapılmalı ve böylelikle doğru finansmanın kullanılması sağlanmalıdır. Örneğin yakın sektör iş kollarına girmeyi hedefleyen bir şirket stratejik veya finansal ortaklıklar kanalıyla veya kendi yatırım yaparak bu hedefi gerçekleştirebilir. Yatırım durumunda detaylı maliyet analizleri, iş planı (business plan), maliyetlerin yanı sıra gelecekte bu yatırımın getireceği getiri ve kolaylıkların çıkarılması, kısaca bunları kapsayan bir yatırım fizibilitesi yapılması gerekmektedir.

Büyüme odaklı stratejilerde, şirket ihtiyaç duyduğu finansmanının büyüklüğüne, sağlanacak kaynağın geri dönüş vadesine, şartlarına, piyasa şartlarına ve kendi mali durumuna bakarak uzun vadeli bir finansman kaynağı kullanmaya yönelmelidir. Kaynak seçimi uzun vadeli finansal kredi, ortaklıklar, sermaye piyasası araçları veya özsermaye kullanımı, özsermayenin yetmediği durumlarda sermaye arttırımı şeklinde olabilmektedir.

Uygun Finansman Modeline Ulaşılması

Finansmanın kullanım amacı finansman türünün belirlenmesinde etkileyici rol oynayacaktır. İşletme sermayesi ve ara finansman şirketlerin süregelen faaliyetleriyle ilgili sürekli ya da bir kereye mahsus ihtiyaçların finansmanı için gereklidir. Yeni bir pazara ya da iş koluna girmek, kapasite arttırımı, yeni sabit varlık yatırım projeleri ya da şirket satın almaları gibi normal şirket faaliyetlerinin dışındaki ihtiyaçların finansmanı için köprü ya da yatırım finansmanı kullanılır.

Şirketler finansmanın ne kadarının özkaynaktan ne kadarının dış kaynaktan karşılanacağına karar verirken dış kaynaktan sağlanacak finansman alternatiflerinin ve özkaynağının maliyetini dikkatle hesaplamak durumundadır. Serbest nakit akımı tablolarını hesaplayarak ne kadar fon yarattığını ve bunları değişik şekillerde değerlendirdiğinde nasıl borç servisi yapılabileceğinin planlamasını yapmalıdır. Yatırım finansmanlarında, sermaye, riski ve getirisi açısından daha pahalı sayıldığından, özkaynak/dış kaynak oranının düşük/optimum olması tercih edilir. Şirketler yatırımlarını mevcut ve mümkün en ucuz dış borçlanma yoluyla finanse ederler.

Şirketin tüm finansman türlerinden haberdar olması, bu finansman türlerinin maliyetlerini incelemesi ve koşullarını gözden geçirmesi doğru finansmana ulaşmasını sağlayacaktır. Dış kaynak olarak banka kredileri ve diğer finansal kuruluşların yanı sıra çok taraflı uluslararası fonların ürünleri de incelenmelidir. Ülkemizde çoğunlukla dış kaynaklı finansman sağlanmasına rağmen sermaye piyasası araçlarından faydalanmak üzere bunların da incelenmesi doğru olacaktır. Borçlanma senetlerinden finansman bonosu, hisse senedine çevrilebilir tahvil ve menkul kıymetleştirme az kullanılmalarına rağmen teşviklerle birlikte alternatif finansman kaynağı olabilmektedir. Ayrıca halka arz ve ortaklık çeşitleri de finansman kullanım amacına göre doğru finansman kaynağı olabilecektir.

Nakit akışı tabloları finansman türünün belirlenmesinde araç olarak kullanılabilir. Şirketin serbest nakit akımları üzerine, kullanılması planlanan finansman türünün maliyet ve getirilerinin (vergi, teşvik, vb.) eklenmesiyle elde edilecek net durum, şirketin ödeme kabiliyeti ve finansman kaynağından sağlayacağı yararların belirlenmesinde faydalı olacaktır.

Bazı finansman türlerinde miktarın uygulama sınırlamaları getirmesi finansman ihtiyaç tutarının net belirlenmesini gerektirmektedir. Ayrıca ihtiyaç duyulan vade yapısı da finansman türü belirlenmesinde seçici rol oynayacaktır. Geri ödeme özkaynak, halka arz ve ortaklık gibi finansman türlerinde fiili olarak söz konusu değilken dış borçlanmalarda dikkat edilmesi gereken bir unsurdur. Faiz ve maliyet tüm finansman türleri için karşılaştırmalı değerlendirilmelidir.

Mevcut tüm finansman türleri maliyet, uygunluk, ulaşılabilirlik açısından karşılaştırmalı olarak incelenmeli, finansman türünün miktar, vade yapısı, faiz cinsi gibi önemli bileşenleri değerlendirilmelidir. Finansman türünün doğru belirlenmesi kullanım amacının (örneğin yatırım projesi ya da işletme sermayesi gibi) başarıya ulaşması için önemlidir.

B Ö L Ü M

ÖRNEK ŞİRKET

I. Örnek Şirket

1. Hedef ve Vizyon

1.1 Şirket Kültürü

1.1.1. Vizyon ve Misyonun Belirlenmesi

Şirket vizyonu, bir şirketin orta ve uzun vadede, şirketin kültürü ve stratejileri doğrultusunda bulunmayı planladığı yer olarak tanımlanabilir.

Şirket misyonu ise, bir kurumun kısaca varolma sebebi olarak özetlenebilir. Şirket vizyonunun, ilke ve değerlerinin de şirket misyonu ile uyumlu ve aynı doğrultuda olması, stratejilerin uygulanabilirliğini ve hedefe ulaşabilirliğini sağlar.

Şirket misyon ve vizyonunun tespit edilmesi; şirket kültürünün ve değerlerinin yaratılması, yaygınlaştırılması ve geliştirilen çeşitli politika ve stratejilerle uygulamaya geçirilebilmesi açısından temel bir gerekliliktir.

1.1.2. Vizyon ve Misyonun Benimsetilmesi ve Yaygınlaştırılması

Şirketin uzun vadede devam eden büyüme ve başarı sağlaması için şirket vizyon ve misyonunun, aktiviteye dönüştürülmesi, bu vizyon ve misyon doğrultusunda oluşturulan doğru politika ve stratejilerin yaşama geçirilmesi gerekmektedir. Bu noktada öncelikle vizyon ve misyon şirket içinde yaygınlaştırılmalı ve şirket çalışanlarıyla paylaşılmalıdır. Aynı şekilde şirket tarafından verilen, şirket kültürünü yansıtan ve destekleyen çeşitli mesaj ve aktivitelerle vizyon ve misyonunun çalışanlara benimsetilmesi, çalışanların kendi açılarından şirketin vizyon, misyon ve stratejilerine ne şekilde katkıda bulunabileceklerini bilmeleri ve uygulamaları açısından önemlidir.

1.2. Şirket Stratejisi Ve Stratejik Planlama Süreci

Şirketlerin vizyonlarında belirttikleri orta ve uzun vadeli hedeflerine ulaşabilmeleri için şirket kültürlerini destekleyecek politika ve stratejiler ("Şirket Stratejisi") belirlemeleri gerekmektedir. Bu stratejiler ekonomik alandaki stratejilerin yanında günümüzde toplumsal alanda da kendini göstermek durumundadır. Çünkü artık günümüzde özellikle büyük ve orta ölçekli şirketler için sürdürülebilir başarının ölçümü için ekonomik başarılarının yanında topluma sağladıkları katkılar da kriter olmaya başlamaktadır. Artık şirketler iyi bir vatandaş olma, kazançları ölçüsünde toplumun farklı alanlarına da katkıda bulunma misyonunu taşıma durumundadırlar.

Şirket stratejilerinin yanı sıra şirketler topluluğuna sahip organizasyonların/holdinglerin, ayrıca Grup Stratejilerinin olması yararlı olacaktır. Grup içindeki şirketlerin fonksiyonlarının ve stratejilerinin birbirinden ayrı olarak tanımlanması ilerideki bölümlerde detaylandıracağımız konularda önem kazanmaktadır (Bkz. I. 2 Bütçe, Planlama ve Yönetim İletişim Sistemleri ve II. 1 İç Faktörlerin Analizi).

Şirketlerin belirlenen şirket stratejisine ve sosyal hedeflere ulaşmaları ve bu hedeflerin uzun vadeli sürdürülebilirliği için belli bir "**Stratejik Planlama Süreci**" oluşturulmak ve uygulanmak durumundadır. Öncelikle şirketin ölçeği doğrultusunda ne şekilde bir stratejik planlama sürecinin uygulanacağını, bu sürecin nasıl işleyeceğinin tespit edilmesi, daha sonra uygulanan bu süreç içinde hangi araç ve teknolojilerin kullanılacağını, sürecin hangi organizasyonel birimler içinde yürütüleceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Aynı zamanda Stratejik Planlama Sürecinin şirketin diğer iş süreçleriyle ve bu süreçlerde kullanılan araçlarla entegrasyonunun sağlanması, operasyonel alanda hayata geçirilmesi açısından önem taşımaktadır.

Genel olarak incelendiğinde, stratejik planlama süreci üç ana aşamadan oluşmaktadır:

- Strateji belirleme / stratejik pozisyonlama,
- Stratejinin yaygınlaştırılması ve uygulanması,
- Stratejilerin gözden geçirilmesi, güncellenmesi

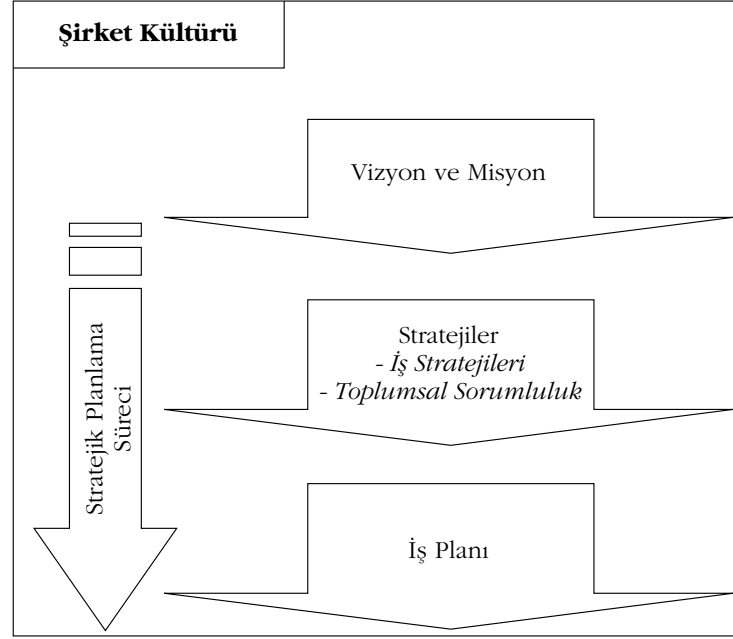
1.2.1. İş Stratejilerinin Oluşturulması

Şirketin, vizyonu ve misyonu doğrultusunda kendine kısa, orta ve uzun vadeli iş hedefleri koyması ve bu hedeflere ulaşmak için çeşitli operasyon alanlarında politika ve stratejiler belirlemesi gereklidir. Belirlenen iş hedefleri, şirket kültürünü destekleyecek ve uygulama alanında yansıtacak nitelikte olmalıdır.

Stratejik planlar sadece geleceğin öngörüsü olarak değil, aynı zamanda gelecekte hedeflenen sonuçlara ulaşabilmek için bugünden yapılması gerekenlerin bir planlaması olarak kabul edilmelidir.

İş stratejilerinin belirlenmesinde şirketin vizyon, misyon ve kültürü temel teşkil ederken iç ve dış faktörlerin iyi analiz edilmesi gerekmekte, dolayısıyla şirketlerin kendi iç kaynakları, güçlü / zayıf yönleri ile dış çevre, endüstri ve rekabet koşulları hakkında yapılacak detaylı analizlerin neticeleri üzerine inşa edilmelidir. Öncelik-

le şirket içinde stratejileri uygulamaya geçirecek bir stratejik liderlik anlayışının oluşturulması ve bu doğrultuda çalışacak uygun bir şirket organizasyonunun yapılandırılması, motive edilmesi ve gerekli bilgi paylaşımı ve akışını sağlayacak bilgi ve iletişim gerekmektedir.



Strateji oluşturulmasında aşağıdaki faktörlerin belirlenmesi de önem kazanmaktadır.

- Şirketin ürün ve hizmet yelpazesi ve sektörler
- Şirketin ürün ve hizmet yelpazesine göre hedef kitlesi
- Şirketin rekabet stratejileri,
- Değişen pazar koşullarının takibi
- Şirketin rekabet stratejileri ve değişen pazar koşulları doğrultusunda büyüme planlarının belirlenmesi,
- Şirketin faaliyet gösterdiği iş alanlarının çeşitliliği konusunda kararların verilmesi.

Yapılan bu analizler sonucunda ortaya çıkan dış faktörlere ve şirket iç imkan ve kaynaklarına uygun olarak şirketin pazardaki pozisyonlaması yapılar ve gerçekçi değerlendirmeler ışığında uzun vadede gidilmesi gereken yön ve ulaşılmak istenen nokta tespit edilir.

Strateji belirleme aşamasının ana amacı:

- şirketleri vizyonlarına ulaştıracak olan stratejik alanların tespit edilmesi,
- bu alanlara yönelik hedeflerin belirlenmesi,
- hedeflere ulaşmak için "olmazsa olmaz" kritik başarı faktörlerinin tanımlanması,
- bu kritik başarı faktörlerine ulaşmadaki şirket performansını ölçmek üzere kullanılan kilit performans göstergelerinin ve bunlara ait uzun vadeli hedeflerin belirlenmesi ve,
- tüm bunlara dayanarak kritik başarı faktörlerine yönelik uzun vadeli stratejik aksiyon planlarının oluşturulmasıdır.

Bunu takiben, şirketler o yıla ait iş planlarının da uzun vadeli stratejik planları ve kritik başarı faktörleri ile uyumunu sağlamalıdır. Ayrıca, stratejik planların mali açıdan nasıl bir değer ifade ettiği, mali tablolar ve analizler neticesinde hesaplanmalıdır.

1.2.2. İş Stratejilerinin Yaygınlaştırılması ve Uygulanması

Belirlenen iş stratejileri hayata geçirilirken hangi aksiyon ve planların uygulanacağı, hangi iş süreçlerinin işleme gerektiğinin tespit edilmesi gerekmektedir. Örneğin:

- Şirket iş alanlarını ne şekilde, hangi sektörlerde, hangi yöntem ve aksiyonlarla genişletmeyi planlamaktadır?
- Şirket müşteri beklentilerini hangi aksiyon ve planlamalarla karşılamayı hedeflemektedir?
- Şirketin değişen pazar koşullarına uyum sağlamak için uygulayacağı strateji ve yöntemler nelerdir?
- Şirket, belirlediği iş stratejileri doğrultusunda birimlerini ne şekilde yönetmekte ve verimliliğin artışı için ne gibi yöntemler uygulamaktadır?

Şirket stratejik planlarının ana mesajları, gizlilik esasları dahilinde, tüm şirket çalışanları ile çeşitli seviyelerde paylaşılması stratejilerin benimsenmesi ve uygulanması açısından kritiktir. Şirketlerin stratejik planlarını uygulamadaki başarıları, belirlemiş oldukları kilit performans göstergeleri hedeflerine uyum ile ölçülür. Şirketlerin yıllık iş planı ve bütçeleri oluşturulurken güncel stratejik planlar baz alınmalı ve referans kabul edilmelidir.

Şirketler stratejilerini "tarih bazlı" olarak değil ancak "olay bazlı" olarak revize etmelidirler. Yani şirketlerin uzun vadeli stratejik aksiyon planlarının her yıl değişmesi gerekmeyebilir. Buna karşın şirketin pazar ve rekabet koşullarındaki değişiklikler şirketin rekabet yeri ve koşullarını değiştirecek önemdeyse bu durumda yıl sonunu beklemeden strateji revizyonu gerekebilir.

Şirketler, değişen koşullara göre yeni analizler yaparak ve şirket konumlamasını gözden geçirerek stratejik aksiyon planlarını ve kilit performans göstergeleri hedeflerini güncellemelidir. Ayrıca, strateji revizyonu ihtiyacı olmasa bile, yıl sonlarında iş planları ile birlikte stratejik planların da gözden geçirilmesi, gelecek yılki iş planlarının stratejik plana entegrasyonu ve çok önemli değişiklikler doğrultusunda stratejik planların güncelleştirilmesi, planların sürekli olarak yaşaması adına faydalı olacaktır.

1.2.3. Şirketin Toplumsal Sorumluluk Stratejileri

"Kurumsal Sosyal Sorumluluk" kavramı, şirketlerin daha iyi bir toplum ve daha iyi bir çevre için gönüllü olarak katkıda bulunması anlamına gelmektedir. Bu kavram günümüzde şirketler için giderek daha fazla önem kazanmakta, yalnızca bir zorunluluk ve sorumluluk değil; aynı zamanda uzun vadeli bir yatırım ve rekabet avantajı olarak kendini göstermektedir. Sosyal sorumluluk kavramı içinde, şirketlerin öncelikle daha iyi ve yaşanılabilir bir çevre sağlamak ve içinde buldukları toplumun yaşam kalitesini yükseltmek için bilgi, deneyim ve çözümlerini kullanmaları ve bunu çevreyi koruma, kültür ve sanata destek olma, eğitim ve araştırmaya yönelik çalışmaları teşvik etme, toplumla ilgili etkinliklere aktif olarak katkıda bulunma gibi faaliyetlerle hayata geçirmeleri vazgeçilmez hale gelmeye başlamıştır. Bu noktada şirketlerin sosyal sorumluluk bilincini; toplumun beklentileri ve ihtiyaçlarıyla örtüşecek şekilde, vizyon ve misyonları doğrultusunda ve süreklilik ilkesi çerçevesi içinde gerçekleştirdikleri faaliyetlerle geliştirmeleri, topluma ve diğer şirketlere de bu konuda örnek teşkil etmeleri bundan sonraki önemli bir adımdır.

Rekabet platformunda, rekabet mevzuatına uygun hareket edilmesi, kanuni ve mali (vergi ve borçlar) tüm yükümlülüklerin zamanında ve sürekli olarak yerine getirilmesi, ürün, hizmet ve çözüm kalitesinin TSE standartlarına uygun olması, ISO 9000-14000 gibi kalite ve çevre standartlarına uygun davranılması, çocuk işçi çalıştırılmaması ve tüketicinin bilinçlendirilmesi konusunda çeşitli aktivitelerin gerçekleştirilmesi şirketlerin iyi ve dürüst vatandaş olma yolunda gerçekleştirmeleri gereken önemli noktalardan bazılarıdır.

Ayrıca, şirketler toplumsal sorumluluk faaliyetleri doğrultusunda aşağıdaki faaliyetlere de yönelebilmektedirler. Bu şekilde şirket sosyal anlamda topluma katkıda bulunurken aynı zamanda şirketin bilinirliğini artırmış, strateji ve vizyonun kitlelere ulaştırılmasını sağlamış olacaktır.

- Kültür ve Sanata Destek

Bir toplumun kültür ve sanatta nerede olduğu, o toplumun hangi gelişim düzeyinde olduğunun en önemli göstergelerinden biridir. Dolayısıyla toplumsal sorumluluğunun bilincinde olan şirketlerin kültür ve sanatın çeşitli dallarında verdikleri destekler o toplumun kültürel olarak gelişimine katkı sağlayacaktır.

- Eğitim ve Araştırmaya Destek

Daha bilinçli bir toplum yaratmanın en kritik noktası hiç şüphesiz ki eğitim ve gençlerdir. Bu nedenle özellikle büyük ve orta ölçekli şirketler tarafından okulların, üniversitelerin ve araştırma kuruluşlarının bilimi ve öğrenimi teşvik etmek amacıyla desteklenmesi şirketlerin toplumsal sorumluluk bilincini yansıtan en önemli göstergelerden biridir.

- Çevre Koruma

İş hayatında başarılı bir şirket olmanın yanında, iyi ve sorumlu bir vatandaş olarak şirketlerin sadece çevreye duyarlılık göstermeleri bugün yeterli olmamaktadır. Bunun yanında şirketler çevrenin ve doğal kaynakların korunması, alternatif kaynakların geliştirilmesi için de aktif olarak faaliyet göstermek durumundadırlar.

- Toplum Refahına Katkı

Şirketler için sel, deprem vb. gibi toplumun ihtiyacı olduğu durumlarda gereken özveriye göstererek katkıda bulunmak toplumsal sorumluluk bilincinin hayata geçirildiğinin göstergesidir.

Şirketlerin aynı zamanda faaliyetlerini sürdürürken içinde yaşadıkları topluma karşı iyi ve dürüst bir vatandaş olmaları, diğer şirketlere ve toplumsal örgütlere örnek olmaları ve bunun uygulamalarını yerine getirmeleri gerekmektedir.

1.3. Değer Bazlı Yönetim

Dünya çapında yapılmış araştırmalar, stratejik planlar ile ilgili yaşanan en önemli sorunların bu planların uygulaması ve hayata geçirilmesi konusunda olduğunu or-

taya koymuştur. Her 10 şirketten 9'u stratejilerini planladıkları şekilde uygulayamamaktadır.

Yine bu araştırmalar, stratejilerini ölçülebilir hedefler halinde tanımlamayan ve performansı düzenli olarak ölçerek takip etmeyen şirketlerin stratejik planlarını uygulamaya geçiremediklerini göstermiştir. "Ölçülemeyen yönetilemez" prensibinden hareketle, stratejilerin doğru yönetilebilmesi için de ölçüm en önemli başarı faktörü konumundadır.

Değer bazlı yönetim, şirketlerin değer yaratan kilit süreçlerinin ve stratejik hedeflerinin analiz edilerek her birisi için bir ölçüm parametresi (kilit başarı göstergesi) geliştirilmesi ve bu parametreler için tanımlanan hedefler ile fiili performansın düzenli olarak ölçülerek karşılaştırılması esasına dayanır. Bu sayede şirketler değer yaratan süreçlerindeki ve stratejik hedeflerine ulaşmadaki performanslarını sürekli olarak kontrol altında tutabilmekte ve gerekli aksiyonları zamanında alabilmektedir.

Değer bazlı yönetim uygulamasının takip sistemi, şirketlerde "Dengeli Şirket Karneleri (Balanced Scorecards)" oluşturularak sağlanır. Bu sistemde şirket performansı sadece mali göstergeler ile değil;

- Operasyonel boyut,
- Müşteri ve çevre boyutu,
- Finansal boyut ve
- Öğrenme ve geliştirme boyutu

olmak üzere bir denge dahilinde dört ayrı bakış açısında incelenir. Kısaca şirketin kilit performans göstergeleri bu dört ana başlık altına gruplandırılır ve takip edilir. Böylece şirketin başarısında etmen olarak en kritik önem taşıyan bu dört perspektifin tamamına yönelik olarak takip parametreleri geliştirilmesi garanti altına alınmış olur.

1.4. Kalite Çalışmaları

Şirketlerin vizyon ve misyonları doğrultusunda belirledikleri ve uyguladıkları iş, yönetim ve stratejik planlama süreçlerinin daha verimli ve hedefe yönelik olarak işlemleri, iyileştirilmeleri ve sağladıkları katma değer artırılması için kalite çalışmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Uygulanan kalite çalışmalarının şirket içinde ne ölçüde yaygınlaştırıldığı, bu çalışmaların sadece teorik anlamda değil, pratik anlamda da hayata geçirildiğinin en önemli göstergesidir.

İş ve yönetim süreçlerinin verimlik ve etkinliğinin, belirlenen performans kriterleri doğrultusunda sürekli olarak ölçülmesi, iyileştirme çalışmalarının yapılması ve bu iyileştirmelerin tedarikçi performansı, müşteri gereksinimleri ve tatmini ve rakip/kıyaslama verileri gibi sonuçlara yansması kalite çalışmalarının ana hedefidir.

Şirket çalışanlarının da kalite çalışmalarının bilincinde ve sorumluluğunda olmaları, aktif olarak çalışmalara katılmaları bunun yanında finansal kaynakların ve diğer kaynakların stratejik hedefler doğrultusunda kullanılması, teknolojilerin, entelektüel sermayenin ve bilginin ürünlerde ve hizmetlerde avantaj elde edilecek şekilde en iyi biçimde kullanılmasını sağlayacak sistematik bir yöntem uygulanması, kalite çalışmalarının hedefine ulaşmasında önemli rol oynamaktadır.

2. Bütçe, Planlama ve Yönetim İletişim Sistemleri

2.1. Planlama

Planlama süreci şirketin orta ve uzun vadede ulaşmak istediği hedefleri tespit etmek ve bu hedeflere ulaşmak için izlenecek yolları belirlemek için kullanılan bir süreçtir. Söz konusu süreç 2 - 5 yıllık dönemi (bazı durumlarda 10 yıllık dönemi) içerir ve daha çok vizyon ve hedef tespiti temeline dayanır. Ayrıca alınan kararların sayısal etkileri bu dönemi içeren projeksiyonlar hazırlanır. Böylelikle izlenen stratejinin sayısal büyüklüklere etkisi ve yapılması gereken yatırımlar tespit edilir. Yatırımların hangi finansman yöntemleri ile finanse edileceği konusunda kararlar verilir.

Özellikle uzun vadeli borçlanmak isteyen şirketler açısından kritik bir süreçtir. Bu şekilde şirket yatırımcılarına nerede olduğunu, nerede olmayı planladığını aktarmış olur. Yatırımcılarda kendi verdikleri fonların nerelerde kullanılacağını ve sonuçlarını detaylarıyla görebilirler.

Planlama çalışması yapılırken aşağıdaki temel konular üzerinde çalışılır.

- Hedeflerin Belirlenmesi

Şirket planlama dönemi sonunda nerede olmak istediğini, hangi iş alanlarında çalışacağını tanımlar. Kısacası hedeflerini belirler (Bkz. I. 1.2 Şirket Stratejisi ve Stratejik Planlama Süreci).

- Kritik Başarı Faktörlerinin Belirlenmesi

Bir şirket açısından en önemli kriterler o şirketin hedeflerine ulaşmasında kritik rol oynayan etkenlerdir (kritik başarı faktörleri). Bu alanlar tespit edildikten son-

ra, söz konusu alanlar ile ilgili gelişim stratejileri oluşturulur. Ayrıca uygulanacak stratejilerin başarıyla uygulanıp uygulanmadığını anlamak için kilit performans göstergeleri tespit edilir.

- Rekabet Avantajlarının Belirlenmesi

Şirketin bu hedeflere ulaşmak için sahip olduğu rekabet avantajları tespit edilir, ayrıca ileride gelişmeyi planladığı alanlar ve bunlar ile ilgili stratejiler belirlenir. Hedeflere ulaşmak için kullanılacak stratejiler bunlar etrafında oluşturulur.

- Dış Etkenlerin Analizi

Söz konusu hedeflere ulaşmak için şirketin sahip olduğu rekabet avantajları yanında, dış etkenleri ve bu dış etkenlerin söz konusu planlama sürecine etkisini analiz etmesi gerekir. (Bkz. II. 2 Dış Etkenlerin Analizi) Değişik gelişmelere göre değişik senaryoların hazırlanması faydalı olacaktır.

- Genel ekonomik çevrenin incelenmesi

Böyle bir çalışmada bakılması gereken dış etkenler; politik gelişmeler, ekonomik gelişmeler (enflasyon, devalüasyon, büyüme), sosyal gelişmeler (demografik değişiklikler, şehirleşme, yalnız yaşama, kadın-erkek dengesi, vb.), teknolojik gelişmeler, çevre ile ilgili konular, yasal çerçeve ile ilgili gelişmeler olarak örneklendirilebilir.

İstatiksel verilerin incelenmesi: Ekonomik değişkenlerin (enflasyon, büyüme oranı, ithalat-ihracat rakamları, kur tahminleri) istatiksel verileri hem mevcut durumun belirlenmesinde hem de geleceğe yönelik tahminlerin yapılmasında yardımcı olacaktır. Şirketin büyüme oranı enflasyon, sanayi ve üretim tahminleri ve ülke riskinden bağımsız düşünülmemelidir. Gelecek ile ilgili tahminleri yaparken piyasanın geçmiş dinamiklerini incelenir ve bu dinamiklerden etkili faktörler tespit edilir. Temel ekonomik göstergeler (enflasyon, devalüasyon, büyüme) ile ilgili gelecek tahminleri de göz önüne alınarak piyasa/sektör şartları doğrultusunda model dinamikleri belirlenir.

- Sektörün incelenmesi

Sektörün Analizi: Şirketler planlama süreci içinde çalıştıkları ve olmayı planladıkları sektörler ile ilgili analiz yaparlar. Bu çalışmada temel inceleme alanları; tedarikçiler (şirketin tedarikçiler karşısındaki gücü, tedarikçilerin gücündeki olası de-

ğişiklikler incelenir), piyasaya girme ile ilgili sınırlamalar/yaptırımlar (içinde bulunan piyasanın ne kadar korunduğu, yeni oyunculara açıklığı, dağıtım kanallarına ulaşılabilirliği, marka pozisyonu, sermaye yoğunluğu, vb.), alıcılar (alıcıların pazarlık ve alım gücü, satış hacimleri, fiyat değişimlerine duyarlılık, marka imajı, dikey entegrasyon imkanları vb.), ikame mallar (değiştirme maliyetleri, fiyat performans dinamikleri, vb.), olacaktır.

Piyasanın Büyüme Dinamikleri: Hedeflenen iş alanı için Pazar büyüklüğü ve piyasa büyüme dinamikleri araştırılır. Bu araştırma sonuçları, hedefe ulaşmak için uygulanacak politikaları (yatırım yapmak, rekabet stratejilerini gözden geçirmek, vb.) tespit eder.

- Rekabetin incelenmesi

Rekabet Avantajının Belirlenmesi: Şirket planlama sürecinin başında kendi güçlü ve zayıf yönleri ile ilgili bir çalışma yapar. Bu çalışmada kendi için fırsat ve tehdit alanlarını tespit eder. Bu alanlar ile ilgili izleyeceği stratejileri tespit eder.

Piyasa rekabet koşulları ve rakiplerin incelenmesi: Hedeflenen alan ile ilgili rekabet koşulları ve rakiplerin durumu ile ilgili analizler yapılır ve bu analizler çerçevesinde şirket politikaları tespit edilir. Bu analiz sırasında; piyasadan çıkılması ile ilgili sınırlar, yatırım tutarları, marka imajı, değiştirme maliyetleri, büyüme, atıl kapasite pozisyonu, talep ve fiyat arasındaki ilişki, sabit maliyetler, stok maliyetleri konuları incelenir.

- Şirket İçi Etkenlerin Analizi

Dış etkenler ile ilgili analizlerin yanında şirketin kendi iç imkanlarının da incelenerek hedeflenen noktalara ulaşmak için yapılması gerekenler tespit edilir. (Bkz. II. 1 İç Faktörlerin Analizi) Aşağıdaki konularda analizler yapılır.

- Kaynaklar: Şirketin sahip olduğu insan kaynağı, bilgi birikimi, sahip olduğu kabiliyetler, finansal kaynaklar
- Stratejik Kabiliyetler: Şirketin sahip olduğu piyasa değişimlerine hızlı yanıt verebilme, esneklik, esnek organizasyon yapısı
- Finansal Yapı: Şirketin finansal yapısı, hedefe ulaşmak için izlenecek yolun finansal yapıya etkileri, yapılan yatırımların geri dönüşü ile ilgili beklentiler, nakit yaratma kabiliyeti, ekonomik karlılık, yatırılan sermaye karlılığı

- Şirket Kültürü: Şirketin sahip olduğu değer yargıları, kontrol sistemleri, organizasyon yapıları, iletişim kanal ve şekilleri, kültürün liderlik özellikleri, kültür değişiminin kolay olup olmadığı
- Değer Zincirlerinin Analizi: Şirketin değer zincirinin incelenmesi, inceleme sonucunda hedefe ulaşmak açısından en önemli noktaların tespiti, bu noktalar ile ilgili uygulanacak strateji ve politikaların belirlenmesi
- Güç Sahipleri Analizi: Güç sahiplerinin beklentileri, etki alanları, değişime olan tepkiler, işbirliği ihtiyaçları
- Hedeflerin Netleştirilmesi

Yapılan çalışmalar sonucunda gelinen noktada başta belirlenmiş hedeflerin netleştirilmesi ve revizyonu yapılır.

- Plan Varsayımlarının Oluşturulması

Yukarıda bahsedilen temel ekonomik göstergeler ile ilgili varsayımların yanında yapılan işlerle ilgili olarak satışlar, işletme sermayesi, fonlama, karlılık, genel yönetim giderleri konuları için şirket politikaları baz alınarak planlama dönemi varsayımları hazırlanır.

- Projeksiyonların Hazırlanması

Belirlenen hedefler, temel ekonomik göstergeler ve varsayımlar çerçevesinde aşağıdaki projeksiyonlar hazırlanır.

- Satış projeksiyonları (birim, fiyat, vb.)
- Satın alma projeksiyonları
- Maliyet projeksiyonları (hammadde maliyetleri, brüt kar, vb..)
- İşletme Sermayesi projeksiyonları (alacak, stok, ticari borç devir hızları, vb)
- Genel Yönetim Giderleri projeksiyonları
- Yatırımlar ile ilgili projeksiyonlar
- Finansman ile ilgili projeksiyonlar
- Kar/Zarar projeksiyonları
- Bilanço projeksiyonları
- Nakit Akış projeksiyonları

Böylelikle şirketin uzun vadeli planları sayısal bir yapıya dönüştürülmüş olur. Her bütçe döneminde bu projeksiyonlar üzerinden gerçekleştirmeler tespit edilir ve

yine aynı plan çerçevesinde plan dönemi içinde, yeni bütçe döneminde yapılacak olan çalışmalar belirlenir.

Çok önemli bir değişiklik olmadığı sürece uzun vadeli planlarda ciddi revizyonlar yapılmamalıdır. Önemli değişiklikler olması durumunda yeni şartların gereği olarak revizyonlar yapılmalı ve yeni hedefler belirlenmelidir (Bkz. I. 1.2.2 İş Stratejilerinin Yaygınlaştırılması ve Uygulanması).

Grup şirketleri olarak daha yukarıdan bakıldığında planlama oldukça kritiktir. Grup stratejileri doğrultusunda belirlenen hedeflere ulaşılması için yapılması gerekenler, bireysel bazda şirket stratejileriyle çakışmamalıdır. Örnek vermek gerekirse Grup stratejisi gereği yapılması planlanan yeni alışveriş merkezi, sırf bilanço görünümü uygunluğu açısından Grubun başka bir alanda üretim yapan bir şirketi üzerinden planlanmamalıdır. Grup stratejileri doğrultusundaki yeni yatırımlar bağımsız olarak düşünülmeli, detaylandırılan planlama doğrultusunda finansman şekli ve modeli belirlenmeli ve Grubun hangi çatısı altında yapılandırılacağına bunların sonucunda karar verilmelidir. Grup yatırımlarının farklı şirketlerde yapılandırılıp finanse edilmesi, hatta şirketler arası çapraz yatırımlar, yapılan yatırımın geri dönüşünün hesaplanmasında ve faaliyet bazında karlılığın takip edilmesinde büyük zorluklar çıkaracaktır.

2.2. Bütçe

Bütçe, takip eden bir yıl için yapılır. İş planları, şirketlerin stratejik planlarında yer alan uzun vadeli hedeflerinin gerçekleşmesi için öngörülen planların ilk yılının detaylandırılmış ve fonksiyonel baza indirgenmiş şeklidir. Şirket bünyesindeki tüm birimler ve departmanlar için somut hedefler içerir.

Bütçe ile ilgili yapılan çalışmalar aşağıdadır.

- İstatistik Verilerin İncelenmesi

Bütçe dönemi için temel ekonomik gösterge (enflasyon, devalüasyon, büyüme) tahminleri incelenerek bütçe kabulleri hazırlanır.

- Bütçe Varsayımlarının Oluşturulması

Yukarıda bahsedilen temel ekonomik göstergeler ile ilgili varsayımların yanında yapılan işlerle ilgili olarak satışlar, işletme sermayesi, fonlama, karlılık, genel yönetim giderleri konuları için şirket politikaları baz alınarak bütçeleme dönemi varsayımları hazırlanır, finansman politikaları belirlenir.

- Bütçenin Hazırlanması

Belirlenen hedefler, temel ekonomik göstergeler ve varsayımlar çerçevesinde aşağıdaki bütçeler hazırlanır.

- Satış bütçesi (birim, fiyat, vb..)
- Satın alma bütçesi
- Maliyet bütçesi (hammadde maliyetleri, brüt kar,vb..)
- İşletme Sermayesi kabulleri (alacak, stok, ticari borç devir hızları,vb)
- Genel Yönetim Giderleri bütçesi
- Yatırımlar bütçesi
- Finansman tablosu
- Kar/Zarar
- Bilanço
- Nakit Akış

Yukarıda bahsi geçen bütçeler ve tahminler aylık bazda hazırlanır.

- Bütçe/Fiili Takibi

Şirketler her ay fiili sonuçlar ile bütçe hedeflerini karşılaştırırlar. Bu karşılaştırmalar sonucunda ortaya çıkan pozitif ve negatif yönlü sapmalar incelenir, sebepleri hakkında analizler yapılır. Ortaya çıkan sonuçlara göre önlemler alınır. Ayrıca sonuçlar şirket üst yönetimi ile paylaşılır.

- Bütçe Revizyonu

Makroekonomik büyüklüklerin ya da şirketlerin yer aldığı sektörlere özgü önemli değişikliklerin yapılan bütçelerdeki varsayımları geçersiz kılması halinde bütçeler revize edilir. Bütçelerin çok sık revize edilmeleri uygun değildir. Bütçeler çok özel durumlar dışında bir kereden fazla revize edilmemelidir.

- Bütçe Hazırlama Süreci

Şirket içindeki her departman kendi konusu ile ilgili gelir/gider bütçeleri hazırlar (satış departmanı satış bütçesini, satın alma departmanı satın alma bütçesini, üretim departmanı üretim bütçesini, vb.). Hazırlanan tüm bütçeler şirketin mali grubuna gönderilir ve burada son kontrolden geçirildikten sonra konsolide edilerek tüm bütçeler ve kar/zarar, fon akım ve nakit akım tabloları oluşturulur.

Yine grup şirketleri olarak bütçe konusu ele alındığında grup konsolide bütçesi bireysel bazda ayrı ayrı hazırlanmış şirketler bütçelerinin konsolidasyonundan oluşmalıdır. Grup konsolide bütçesi şirketler arası borç alacak ilişkilerini düzenlemeli, denetime açık, şeffaf ve takip edilebilir bir yapı altında şirketlerin birbirleri arasındaki faaliyetleri yönlendirmelidir. Şirketlerin strateji odağına dikkat edilerek uzun vadeli kontrat veya yönetim kurulu kararlarıyla ilişkiler düzenlenmeli, sermaye yapılarının açık ve yalın olmasına özen gösterilmelidir.

2.3. İletişim ve Kontrol Mekanizmaları

2.3.1. Sistem Alt Yapısı

Şirket ile ilgili verilerin düzenli ve güncel takip edilebilmesi için entegre bir bilgi sistemleri alt yapısının (SAP, Oracle, vb.) olması önemlidir. Alt yapının WEB tabanlı olarak çalıştırılması sisteme bir çok noktadan ulaşmayı ve birçok noktadan veri beslemeyi kolaylaştıracaktır. Burada kritik nokta verilerin süreç sahipleri tarafından girilmesi ve mali grubun veri giren bir grup yerine verileri yorumlayan, rapor üreten, analizler yapan bir grup haline dönüşmesinin sağlanmasıdır.

Söz konusu alt yapı aslında bir MIS (Yönetim Bilgilendirme Sistemi) alt yapısı olarak düşünülmelidir. Bu yolla sisteme girilen verilerden bir çok rapor üretilebilir, kritik verilerin güncel takibi sağlanmış olur. Ayrıca iyi bir raporlama alt yapısı ile sistemde bulunan verilerden kişiye özel raporların üretilmesi sağlanabilir. Bu esneklik sayesinde karar süreçleri hızlanır ve verilere bağlı analiz sonuçlarına dayanan sağlıklı kararlar alınabilir.

Şirket açısından kritik olan başarı faktörleri tespit edilerek, bu faktörler ile ilgili veriler güncel olarak takip edilebilir. Böylelikle şirketin hedeflere ulaşmaktaki performansı izlenir, sapmalar olması halinde hızlı önlemler alınabilir.

2.3.2. İletişim ve Kontrol Mekanizması

Şirkette işlerin genel gidişatı ile ilgili haftalık bazda üst yönetimin (gereken durumlarda yönetim grubunun) katıldığı bir toplantı yapılması faydalıdır. Toplantıda tüm ilgili birimler kendi işleri ile ilgili bilgi verirler ve veriler ışığında kararlar tartışılarak alınır. Bir ölçüde koordinasyon sağlanmış olur.

Ayrıca her çeyrek bazında iş ile ilgili gelişmelerin değerlendirildiği Yönetim Kurulu toplantılarının yapılması faydalıdır. Yönetim Kurulu toplantılarında şirket üst

yönetimi de hazır bulunur. Bu toplantılarda işin genel durumu ve geleceği ile ilgili değerlendirmeler yapılır. Şirket yönetimi yönlendirilir.

Yönetim Kurullarının objektif olması ve işler ile ilgili doğru yönlendirmeler yapabilmesi için şirket dışından bağımsız üyeleri bulundurmaları kritiktir. (Bkz. I. 3 Etkili Kurumsal Yönetim)

Holdinglein ve/veya Şirketler Topluluklarının yönetimi açısından iletişim ve kontrol mekanizmaları oldukça önemlidir. Grup şirketleri arasındaki yapının şeffaf ve yalın olması (Bkz. I. 2.2 Bütçe) iletişimin kolaylığını sağlar, kontrol mekanizmalarının düzgün çalışmasına yardımcı olur.

3. Etkili Kurumsal Yönetim

3.1. Kurumsal Yönetim Nedir?

Kurumsal yönetim (corporate governance) en geniş tanımıyla insanların modern yaşamda bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. İyi bir kurumsal yönetim rejimi, şirketlerin sermayeyi verimli bir şekilde kullanmalarını garanti etmelerini sağlar. Hisse değerini maksimize etmeyi ilke edinmiş şirketlerin daha iyi yönetilmesi ve daha yüksek getiriler elde etmesi beklenir. Kurumsal yönetim ile şirket performansı ve karlılığı arasında belirli bir ilişki kurulmaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının temelinde, yönetimde ve karar alma süreçlerinde nitelikli ve yetkin bireylerin görev alması (profesyonel yönetim) ve bu bireylerin her türlü çıkar çatışmasından uzak, bağımsız bir şekilde karar alabilmelerinin sağlanması yatmaktadır. Kurumsal yönetim hissedarlar ve çalışanlar dışında şirketin nasıl yönetildiğiyle ilgili tüm kreditorler, yatırımcılar, tedarikçi ve müşteriler açısından da önemlidir.

Kurumsal yönetimin en önemli amaçları kurumun saygınlığını, güvenilirliğini ve devamlılığını sağlayarak piyasalara ve yatırımcılara güven vermek ve bunun yanında tüm hissedarların çıkarlarını eşit gözetmek ve sahip oldukları değeri en üst düzeye çıkarmaktır. Ayrıca aile şirketlerinde, bir başka amaç olarak, aile içi dinamikleri rasyonel kurallara dayandırarak kurumun sürekliliğini sağlamak sayılabilir.

Şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması; kurumsallaşma, üretkenlik, verimlilik, büyüme ve bunlarla birlikte düşük sermaye maliyeti, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarının dışında kalmaması anlamına gelmektedir.

3.1.1. Kurumsal Yönetim Esasları

Kurumsal yönetimin evrensel kabul görmüş ve geçerliliği olan ana ilkeleri adil-lik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluktur. Bu ilkeler ışığında kurumsal yöne-tim, kurumun en yüksek performansı göstermesini, en karlı, en başarılı ve en reka-betçi olmasını hedefler. Kurumsal yönetim etik kurallar, kanunlara uyma, çevrenin korunması gibi bir dizi alanla örtüşen genel bir yaklaşımdır. Bir kurumun en üstün performansa ulaşarak başarılı olmasını amaçlayan kurumsal yönetim ilkeleri, bu an-lamda yukarıda bahsi geçen yaklaşımların birleştirici çatısıdır. Bu çatı olmadan, ne iyi ahlaklı yaklaşım ne de çevreye duyarlılık tek başına bir kurumu başarılı kılma-ya yeterli değildir.

- Adillik (güvenilirlik): Azınlık ve yabancı hissedarlar dahil olmak üzere tüm hissedar haklarının korunması ve çıkarlarının eşit gözetilmesi,
- Hesap Verebilirlik: Yönetime ilişkin kural ve sorumlulukların açık bir şekilde tanımlanması, şirket yönetimi ve hissedar çıkarlarının paralelliğinin yönetim kurulu tarafından gözetilmesi, şirket içindeki birimler arasında rol dağılımları, karar verme yetkileri ve performans sorumluluğu
- Şeffaflık: Mali ve operasyonel performansın, kurumsal yönetim ve hissedarlık yapısıyla ilgili yeterli, doğru ve kıyaslanabilir bilginin zamanlı bir şekilde açık-lanması, raporlanması ve tartışılması
- Sorumluluk (performans olgusu): Şirket faaliyeti ve davranışlarının ilgili mev-zuata, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanması, yöneticilerin hissedarlar için değer yaratmak amacıyla çalışmaları ve bu doğrultuda ödül-lendirilmeli ya da cezalandırılmaları.

Türkiye’de ve dünyada son yıllarda yaşanan ekonomik ve mali krizler birçok şirketin yapılarını ve yönetim biçimlerini yeniden gözden geçirmeleri gerektiğini or-taya çıkartmıştır. Bunun yanında yönetim kurulları üzerindeki performans baskısı da sürekli artmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri dünyada her geçen gün daha faz-la önemsenmektedir. Bu ilkelerin uygulanması özellikle gelişmekte olan piyasalar-da yatırımcı tercihlerinde en önemli kriterlerden birini oluşturmaktadır.

3.2. Kurumsal Yönetim Açısından Organizasyon

Bir şirketin en önemli stratejik organı olarak yönetim kurulu şirketi idare ve temsil eder, uzun ve kısa vadeli hedefleri belirler ve bu hedeflere ulaşmak için stra-

tejileri oluşturur. Yönetim kurulu ve sorumluluklarının belirlenmesi, üyelik kriterleri, bağımsız üyelerin katılımı, yönetim kurulunun oluşturulması, toplantı sıklıkları, üyelerin; seçimi, görev tanımları, görev süreleri, performanslarının değerlendirilmesi, başarıların ödüllendirilmesi önemli kurumsal yönetim konularıdır.

3.2.1. Yönetim Kurulu Yapısı

Kurumsal yönetim ilkelerine göre yönetilen şirket ve kurumlarda yönetim kurulu gerekli deneyim, beceri ve farklı bilgi birikimleri getiren üyelerden oluşmalıdır. Bağımsız üyelerin yönetim kurulunda çoğunlukta bulunması, bir şirkette kurumsal yönetimin doğru ve tarafsız uygulamaları sağlayabilmesi için ön koşuldur.

Yönetim kurulu bir şirkette icranın irdelendiği, eleştirildiği en önemli organdır. Yönetim kurulu üyeleri, her hissedarın bilgisine açık bir prosedüre göre ve değişik hissedarların görüşlerini yansıtabilecek şekilde genel kurulda seçilir. Yönetim kurulu başkanı diğer yönetim kurulu üyeleri ile aynı olan görevlerine ek olarak, icra başkanı (chief executive officer -CEO) ile yönetim kurulu toplantılarının gündemini oluşturur, *kurumsal yönetim komitesi* ile birlikte yönetim kurulunun işleyişini organize eder, iyileştirici önlemler alır. Yönetim kurulu üye sayısı, şirketin ihtiyaçlarına göre *kurumsal yönetim komitesi* tarafından belirlenir. Yönetim kurulunun performans odaklı tarafsızlığının sağlanması için her üyenin, çoğunluk hissesine bakılmaksızın, tek oy hakkı vardır. Kararlar, toplantı yeter sayısı sağlanmışsa, toplantıya katılan üye sayısının çoğunluğu ile alınır.

Yönetim kurulu şirket ile pay sahipleri arasında yaşanabilecek anlaşmazlıkların giderilmesinde ve çözüme ulaştırılmasında öncü rol oynar. Kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda sorumluluklarını yürütür. Mevzuat, esas sözleşme ve genel kurulun yönetim kuruluna yüklediği görevleri kasten veya ihmalen yerine getirmemeleleri halinde müteselsilen sorumludurlar.

3.2.2. İcra Başkanı ve Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komiteler

Yönetim kurulu bir şirkette icranın irdelendiği, eleştirildiği en önemli organdır. İcra başkanı şirketin ana sözleşmesinde belirtilen uygulamanın en üst noktasında sorumlu kişidir. Eğer şirket yapısında icra başkanı yoksa aynı işlev genel müdür tarafından yerine getirilir. İcra başkanı yönetim kuruluna bağlıdır. Şirketin ve bireylerin performanslarının objektif olarak irdelenmesi ve değerlendirilmesi için yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı mutlaka ayrı kişiler olmalıdır. Ancak böylelikle muh-

temel çıkar çatışmaları önlenebilir ve şirketin ihtiyacı olan bağımsız görüş getirilebilir.

Komiteler, yönetim kurulunun profesyonel bir yaklaşımla çalışmasını ve böylelikle kurumsal yönetim ilkelerine uyumu sağlar. Her komite için, üyelerin çoğunun bağımsız olması, şeffaf bir şekilde seçilmesi kurumsal yönetimin işlemesi açısından zorunludur. Yönetim kurulunun iyi çalışması için gerekli komitelerin sayısı şirketin içinde bulunduğu durum ve gereksinimlere göre şirketten şirkete değişiklik gösterebilir.

Denetleme Komitesi kurumsal yönetim ilkelerine göre şirket performansı ile ilgili her türlü iç ve dış denetimin yeterli ve şeffaf bir şekilde yapılmasını sağlar.

Kurumsal Yönetim Komitesi yönetim kuruluna uygun adayların saptanması, değerlendirilmesi, eğitilmesi ve ödüllendirilmesi konularında hissedarlar ile yönetim kurulu üyeleri arasında kurumsal yönetimin işleyişi amacıyla görev alır.

3.3. Şeffaflık Ve Kamuyu Aydınlatma

Şirketin finansal durumunda ve/veya faaliyetlerinde ve/veya ortaklık yapısında önemli bir değişiklik olması halinde veya yakın bir gelecekte önemli bir değişiklik beklentisi durumunda, kamuoyu ticari sır ve etik kurallar çerçevesinde bilgilendirilir. Kar payı dağıtım politikası, mali tablolar ve raporlar faaliyet raporu ve şirketin internet sitesi aracılığıyla anons edilebilir. Şirket mevzuat gereği açıklama zorunluluğu gerektiren durumlarla sınırlı kalmayıp pay sahiplerinin ve diğer menfaat sahiplerinin karar mekanizmalarını etkileyecek önemli bilgileri paylaşmalıdır.

Periyodik mali tablo ve mali tablo dip notları şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanmalı ve açıklanmalıdır. Bağımsız denetim faaliyetleri ile danışmanlık faaliyetlerinin birbirinden ayrılması çıkar çatışmalarını önleyecektir.

Şirket, finansal durumu, yönetim ve faaliyetleriyle ilgili önemli bilgilerin düzenli olarak gerek şirket içi organizasyonlarda gerekse hissedarlar, pay sahipleri ve menfaat sahipleriyle paylaşılması şirket yönetiminin geliştirilmesi ve iyi kurumsal yönetim için gereklidir.

3.4. Pay ve Menfaat Sahipleri

Kurumsal yönetim hissedar haklarını korumaya yönelik çalışmalara yer verir. Pay sahiplerinin bilgi alma hakkının kapsamı genişletilerek ticari sır ve şirket men-

faati dışında bu hakkın daha etkin hale getirilebilmesi amacıyla esas sözleşmeye hüküm konulması tavsiye edilmektedir. Oy hakkı vazgeçilmez nitelikte bir hak olup esas sözleşme ile kaldırılamaz ve oy hakkının özüne dokunulamaz. Oy hakkının kullanılmasını zorlaştıracı uygulamalardan ve imtiyaz tanınmasından kaçınılmalıdır.

İyi kurumsal yönetimin esasında azınlık haklarının kullandırılmasına azami özen gösterilmelidir. Azınlık pay sahiplerinin yönetim kuruluna temsilci göndermelerini teminen esas sözleşmede birikimli oy kullanma yöntemine yer verilmelidir. Azınlık haklarının kapsamının esas sözleşmede düzenlenerek genişletilmesi önemlidir. Azınlık ve yabancı hissedarlar dahil tüm pay sahiplerine eşit muamele uygulanmalıdır.

Pay sahiplerinin paylarını serbestçe devretmesini zorlaştıracı uygulamalardan kaçınılmalıdır. Esas sözleşmede pay devrini zorlaştıracı düzenlemeler yer almamalıdır.

3.5. Kurumsal Yönetimin Maliyetleri

Kurumsal yönetimin uygulanması sırasında hissedarlara ve şirket yönetimine çeşitli maliyetler ortaya çıkar. Değişim için zaman ve çaba gereklidir. Özellikle aile şirketlerinde, yeni bağımsız yönetim kurulunun hayat geçirilmesi iki üç yıl alabilir. Fedakarlık yapmak istemeyen aile üyeleri baskı ve huzursuzluk yaratabilirler. Çoğunluk hissedarlarının kontrollerinin azalmasını, yönetim kurullarında bağımsız üyelerle birlikte çalışmayı benimsemeleri beklenir. Her üyenin tek bir oya sahip olduğu katılımcı bir yönetim kurulu oluşturulur. Yüksek beceride, başarılı ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri masraflı olabilir. (Daha detaylı bilgi için Bkz. TÜSİAD, Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu 2002 Raporları)

Hem iyi hem kötü performansın şeffaf biçimde herkes tarafından bilinmesi kâbulenilmelidir. Gelişmekte olan piyasalara yatırım yapan yatırımcılar yönetim riskini göz önünde bulundurarak ve çoğunlukla bir iskonto vererek şirket değerlerini hesaplarlar. Bu noktada kurumsal yönetim doğrudan şirket değerini etkileyen bir faktör konumuna gelmektedir. Şirket karlılığının ve başarılı bir performansın yakalanması ve şirket sürekliliğinin sağlanması adına kurumsal yönetim uygulaması önem kazanmaktadır. Organizasyon değişiklikleri (yönetim kurulunun bağımsızlaştırılması, icra ve denetim komitelerinin oluşturulması, vb.) ve bilgi şeffaflığının sağlanması için getirilecek yeni sistem alt yapılarının, iletişim ve kontrol mekanizmalarının kurulması, bağımsız denetim başlıca kurumsal yönetim maliyetlerini oluştura-

caktır. Ancak bu maliyetler iyi kurumsal yönetim ile elde edilecek performans ve karlılık artışları dikkate alınarak değerlendirilmelidir.

3.6. Yasal Ortam ve Türkiye Uygulaması

Türkiye’de halen kurumsal yönetim uygulamalarının oldukça yetersiz olduğu söylenebilir. Bunun en kolay açıklaması son dönemde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devredilen banka sayısının çokluğudur. Ana hissedar çıkarlarının ön planda tutulduğu ve bu doğrultuda banka kaynaklarının çoğunluk hissedar grupları lehine kullanılmış olması kurumsal yönetim zayıflığına en çarpıcı örneklerdir. Bu alandaki mevcut yasal ortam Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Türk Ticaret Kanunu olarak tanımlanabilir. Yasal ortamda belirli kurullarla yöneticilerin sorumluluklarının altı çizilse de cezai anlamda bugüne kadar şirketin zarar görmesinden sorumlu tutularak mahkemeye intikal ettirilmiş yöneticilerin sayısı oldukça azdır. İflas Kanunu’nun da kurumsal yönetim anlamında geliştirilmesi gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu, özellikle denetim konusunda yenilikler içermekte; bu kapsamda bordada işlem gören şirketler bağımsız denetim firmalarından başka hizmetler alırken çıkar çatışmasından kaçınmak, her 5 yılda denetçilerini değiştirmek ve denetim komitesi kurmak zorundadırlar. Ayrıca hisse değişimlerinde kontrol mekanizmaları getirilmiştir. Ancak önemli bir nokta olarak Türkiye’de bazı durumlarda Esas Sözleşme’nin yasal olarak geçerli olduğu ve diğer sözleşmelerin yasal ortamda anlamlarını kaybettiklerini unutmamak gerekmektedir. Bu amaçla özellikle azınlık haklarıyla ilgili sözleşmelerin ve değişikliklerin ayrıca Esas Sözleşme’de de yer alması gerektiğine dikkat edilmelidir.

3.6.1. Aile Şirketleri

Türkiye’deki şirketlerin %99’u küçük ve orta ölçekli şirketlerdir, toplam kayıtlı şirketlerin %95’i de aile şirkettir. Piramit yapılar ve finansal holding biçiminde örgütlenme oldukça yaygındır. Genelde aile şirketleri esnek yapıları ve hızlı karar mekanizmaları doğrultusunda ilk yıllarında oldukça hızlı bir büyüme ve başarı gösterirler. Ancak aile şirketlerinin devamlılığı sağlamakta başarılı olduğu söylenemez. Gerek ülkemizde ve gerekse dünyada aile şirketlerinin üçüncü kuşağa ulaşma oranı % 15-20, ömürleri ise 25-30 yıldır. Aile şirketlerinin başarısızlık nedenleri arasında yönetimde yetersizlik ve kurumsallaşamama ilk sırada yer almaktadır. Planlama eksikliği ise hemen sonra gelen başarısızlık nedenlerinden biridir. İş ve aile ilişkisinin üst üste geldiği aile şirketlerinde akrabalık bağı yönetimi zorlaştırmakta, bu noktada kurumsal yönetim anlayışı önem kazanmaktadır.

Grup şirketleri ağırlıklı olarak grup içi finansmana yönelmektedir. Aile şirketi yapılarında yönetici-patron özdeşliği ve aile üyelerinin yönetimde yer alması, kurumsal yönetim esaslarından yönetimin bağımsızlığı ilkesi ile uyum sağlamamaktadır. Her ne kadar tüm şirket ve meslek kuruluşları profesyonel yönetim ve bağımsızlık kavramlarına destek verdiklerini belirtse de, yaptırımların olmamasının da etkisiyle nadiren uygulanmaktadır.

Şirketlerin büyümesi, nitelikli personel istihdamını ve sistemli kontrol mekanizmalarını gerektirir. Patronluk ayrı bir meslektir, öğrenilmesi gerekir ve yürütücü yönetimle çakışmamalı, onun bir tamamlayıcısı olmalıdır. Bu kapsamda 'tek adam' rolünü rafa kaldırıp 'orkestra şefliği'ne yönelen patronlar başarıyı yakalayacaktır. Patron şirket karlılığının gözeticisidir. Türkiye'deki çoğu aile şirketinin çekindiği gibi kurumsallaşma patronların işten çekilmesi değildir. Tam tersine, patronların işin başında olmasında ve diğer çalışanlarla kollektif bir çalışma ruhu kurulmasında büyük faydalar vardır. Patronun görevi tepe yöneticisini atama, kurumu doğrudan ve dolaylı olarak denetlemektir. Bazen de şirket kurumsallaşır ama aile ilişkileri kurumsallaşamaz. Önemli olan aile ilişkilerinde de sistematik hale gelmektir. Kurumsallaşma aile şirketleri için bir felsefe ve inanç meselesidir. Başlangıçta aile olarak özveride bulunmak gerekecektir. Çünkü kurumsallaşma tek adam yönetimine zıt, tamamen yönetim bilgisine dayalı olarak yürütülmesi gereken profesyonelce bir sistemdir. Organizasyon şemasının olmaması, iş tanımlarının uygulamayı yansıtmaması gibi yönetsel problemlerin çözümünün yanı sıra genel anlamda aile şirketlerinin hayatta kalabilmeleri ve başarılı olabilmeleri kurumsallaşmanın ve kurumsal yönetim esaslarının uygulamaya geçirilmesiyle gerçekleşebilecektir.

3.6.2. Uygulamalar

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin belirlenmesine yönelik bir Komite oluşturmuş ve yürütülen çalışmalar sonucunda, dünya uygulamalarına paralel bir yöntem ve şekilde Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi hazırlanmıştır. Rehber kurumsal yönetim konusunda en iyi uygulama ilkelerini belirlemek amacıyla hazırlanmış olup halka açık şirketlere yöneliktir. Rehberde "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensibi geçerlidir, ancak bu durum halen yürürlükte bulunan mevcut yasal düzenlemelere herhangi bir istisna getirmemektedir. Ayrıca İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da Kurumsal Yönetim Endeksi tanımını getirmiş ve kullanıma açmıştır. Ancak uygulamada halen tek şirket olarak, Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş., kurumsal yönetim derecelendirme notu olarak endekse dahil olmuştur.

Halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konularındaki düzenlemeleri kurumsal yönetim uygulamasına fırsat tanısa da halka açık olmayan şirketlerdeki esnek ortam kayıt dışılığı ve bilgi saklamayı teşvik eder boyutlara ulaşabilmekte, haksız rekabet ortamına dönüşmektedir. Hak ve sorumlulukların kötüye kullanılması ve yetersiz hukuk sistemi kurumsal yönetim uygulamasını ve sermaye piyasalarının gelişimini yavaşlatmaktadır. Genel olarak pay sahipleri, haklarını kullanmakta etkin olamamakta, şirket yönetimi ile yeterli düzeyde iletişim ve etkileşim içinde bulunamamaktadırlar. Sonuç olarak yasal ortamda zorunluluğun olmaması kurumsal yönetim uygulamalarında iyi sonuçlara ulaştırmayı geciktirmektedir. İyi kurumsal yönetimin şirket karlılık, performans ve değerine olumlu etkileri şirket hissedarlarının bilinçlenmeleri ve profesyonel şirket uygulamalarının artmasıyla görülecek ve sektördeki diğer şirketleri de kurumsal yönetim uygulamasına özendircektir.

4. Finansal Risk Yönetimi Ve Risklerin Ölçülmesi

4.1. Risk Nedir?

"Risk"in ne olduğu ve bu çerçevede risk yönetiminden ne anlaşılması gerektiği konusu uzun yıllardır akademik dünyada tartışılan yarı felsefi bir konudur. Son yıllarda bu alanda çok önemli gelişmeler olmasına karşın, aslında kavramın anlamı üzerinde net bir uzlaşmaya varıldığını söylemek hala mümkün değildir.

Risk kavramına şirketler ve şirketlerde risk yönetimi açısından baktığımızda, kavramın genel olarak üç unsuru içerdiği görülmektedir:

- risk faktörünün dışsal, yani bizim kontrolümüz dışında, ancak iş sonuçlarını etkileyen bir faktör olması,
- risk faktörünün bir belirsizlik içermesi,
- risk faktörünün bir tehlikeye işaret etmesidir.

Sonuçta basitleştirirsek, risk "kontrol edemediğimiz dışsal bazı faktörlerin iş sonuçlarımız üzerinde tahrip edici bir etki yapma olasılığının bulunması hali " olarak tanımlanabilir.

Belirsizliğin ancak ve esas olarak bir tehlike içerdiğinde risk olarak görülmesi anlayışı, özellikle iş dünyasındaki uygulamalarda genellikle benimsenen bir yaklaşım olmakla beraber, bazı akademik görüşlere göre risk sadece belirsizlikle tanım-

lanmalıdır. Örneğin; kazanç ve kayıp tutarları eşit olan iki oyunda, birinci oyun kaybetme olasılığı %90, kazanma olasılığı %10, ikinci oyun ise kaybetme olasılığı %50, kazanma olasılığı %50 olan bir durumu yansıttığında klasik akademik yaklaşıma göre daha riskli olan oyun ikinci oyundur. Çünkü birinci oyunda zaten büyük olasılıkla kaybedilmekte, dolayısıyla sonucun belirsizliği çok daha azdır. Son dönemde riski tehlike olasılığına ağırlık vererek ölçen risk tanımlamaları akademik dünyada da önemli bir yaygınlık kazanmıştır.

Aynı zamanda, riskin niteliğinin objektif mi (gözleyenden bağımsız), yoksa subjektif (gözleyenin tercihlerine bağlı) mi olduğu da tartışılmaktadır.

4.1.1. Risk Ölçütü

Risk konusu üzerinde yapılan çalışmaların önemli bir bölümü pratik, anlamlı ve tutarlı bir **risk ölçütü** geliştirilmesi üzerine odaklanmıştır. Bu yönde pek çok metodoloji geliştirilmiş durumdadır. Bunların bir kısmı karmaşık matematiksel yöntemlere ve zengin istatistik veri tabanlarına dayanan yöntemlerdir. En azından şimdilik farklı çalışma alanlarında, değişik bazı risk ölçütlerinin daha popüler olduğu görülmektedir. Örneğin "standart sapma" akademik çalışmaların yanı sıra, özellikle borsa ve türev enstrüman hesaplamalarında yaygın olarak kullanılan bir risk ölçütüdür. Kredi riski ölçümünde "taahhütleri yerine getirememe riski" (default risk), sigortacılıkta "vaka (kaza) olasılığı" ve "vaka beklenen zararı" ile başta bankacılık olmak üzere finansal kurumlarda riskin parasal olarak ifade edildiği "Riske Maruz Değer" (VaR: Value at Risk) gibi ölçütler yaygınlık kazanmıştır.

Riskle ilgili çalışmaların ikinci önemli hedefi, riski getiri ile karşılaştırmayı sağlayacak şekilde bir **risk maliyeti** hesaplanabilmesini sağlamaktır. Çünkü risk yönetiminin temel amacı olan getiri/risk optimizasyonu problemini çözmek ancak bu şekilde mümkün olabilmektedir.

Akademik dünyada fikir çeşitliliği yoğun bir şekilde devam etmesine karşın, son on yıl içinde özellikle finansal kurumlarda (büyük ABD bankaları öncü olmak üzere) bir risk yönetimi pratiği gelişmiş ve giderek standartlaşarak adeta bir *egemen paradigma* haline gelmiştir. Buna göre risk temelde **Riske Maruz Değer** (Bkz. Ek-1 Risk Terimleri Sözlüğü) metodolojisi ile ölçülmektedir. Riske Maruz Değer (VaR), bir şirketin belirli bir tanımlanmış olasılık derecesi ve mevcut pozisyonlarını değiştirmek için gerekli süre içinde uğrayabileceği en yüksek zararı ifade eden ve riski bir parasal değerle ifade eden bir ölçüttür.

Egemen paradigmanın ikinci adımı VaR değerlerinden yola çıkarak, şirket için (veya şirketin alt birimleri için) gerekli bir **risk sermayesi değeri** hesaplanmasıdır. Şöyle ki, ilgili birimin VaR değerinin (olası salınımların zarar potansiyelinin) çok düşük olması halinde, bu birimin çok az özvarlık ile çalışması mümkündür. Ters durumda ise riski berteraf etmek için yüksek sermaye tahsis etmek gerekir. Halbuki, sermaye¹ tutmak maliyetlidir.

Şirketin (ilgili birimin) VaR değerinden gerekli sermaye tahsisi bulunduktan sonra, bunun maliyeti bulunmakta ve buradan giderek şirket (veya her alt birim) için kolayca "riske göre düzeltilmiş sermaye getirisi" hesaplanabilmektedir (RAROC²). Böylece sistem bütünsel bir finansal modele dönüşerek tamamlanmaktadır. Bu model şu anda dünyanın pek çok önemli bankasında fiilen uygulanmaktadır.

Son yıllarda, risk yönetimi teori ve pratiğinin bu kadar gelişmesine katkıda bulunan iki diğer faktör daha bulunmaktadır. Bunlardan biri kuşkusuz bilgisayar teknolojilerindeki gelişmedir. İkinci faktör ise risk yönetimi felsefesini pratikte uygulama imkanını yaratan türev işlemler (forward, swap, option, futures vb.). piyasalarının kurulması ve yaygınlaşmasıdır. (türev işlemler için bkz. Ek-1 Risk Terimleri Sözlüğü)

4.2. Şirketlerdeki Finansal Risk Yönetimi Uygulamaları

Şirketlerde risk yönetim sistemleri kurulurken dikkate alınması gereken temel prensipler aşağıda özetlenmeye çalışılmıştır. Bu çalışmanın kapsamına uygun olarak inceleme finansal risklerin yönetimi ile sınırlı tutulmuştur. Doğal olarak firmalar içinde buldukları faaliyetlerin özelliklerine bağlı olarak çeşitli iş riskleri taşımaktadırlar ve bir çok zaman bu riskler finansal risklerden daha önemli olabilir. Ancak burada vurgulanan hususların çoğu firmaların genel risk yönetimi için de geçerlidir.

4.2.1. Risk Yönetiminde Strateji Geliştirme Süreci

Risk yönetim stratejileri geliştirilirken, şirketin misyon ve stratejik hedefleriyle (Bkz. I. 1.1 Şirket Kültürü) bağlantı ve uyumun sağlanması esastır.

- Şirketin Risk Düzeyinin Belirlenmesi

Risk yönetim stratejisi oluşturulurken, öncelikle şirketin taşımayı tercih ettiği risk düzeyi, yani **kurumsal risk tercihi** belirlenmelidir. Bazı kuruluşlar daha yük-

(1) Burada sermaye özvarlık anlamında kullanılmaktadır.

(2) RAROC: Risk adjusted return on capital

sek, bazıları ise daha düşük riskle çalışmayı politika olarak benimseyebilirler. Ancak bu tür bir politika belirlenirken, hissedar ve yöneticilerin tercihleri kadar, sektörün yapısı ve sektördeki diğer kuruluşların taşıdıkları riskler de göz önünde bulundurulmalıdır.

- Risklerin Tanımlanması ve Risk Çeşitleri

Risk yönetim stratejisi geliştirirken, şirketin ve içinde bulunduğu sektörün yapısına göre tolere edebileceği risk düzeyi belirlenmeli ve şirketi en fazla etkileyen risklerin tanımı ve sınıflandırılması yapılmalıdır. Kuruluşu etkileyen ve yönetilmesi hedeflenen riskleri belirlerken;

- Hangi riskleri tolere edebiliriz?
 - İşletmemizin taşıdığı mevcut risklerin hangilerinden memnunuz?
 - Mevcut risk düzeyi iş stratejilerimizle tutarlı mı?
- soruları sorulmalıdır.

Belirlenmiş risklerin hangi risk kategorisine girdiği tespit edilmelidir. Bu ayrım, risk ölçüm ve yönetim metodolojisinde önemli olacaktır. Finansal riskler genelde üç ana kategoride incelenmektedir:

1. Piyasa Riski: Faiz oranları, döviz kurları ve mal fiyatları gibi çeşitli piyasa fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanan riskleri ifade eder.

2. Kredi Riski: Bir finansal sözleşme kapsamında karşı tarafın ya da borç veren kurumun finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığı nedeniyle ortaya çıkan risktir. Kredi riski yönetimi kuşkusuz, bankacılık sektöründe temel faaliyet alanı durumundadır. Şirketlerde kredi riski temelde "alacak tahsilat riski" olarak görülebilir.

3. Operasyonel Risk: İnsan hatalarından, teknolojik problemlerden ya da çevresel vb. etkenlerden kaynaklanan çok geniş bir alandaki riskleri kapsar. Operasyonel riskin ölçülmesi ve yönetimi görece yeni bir konu olmakla beraber, hızla yaygınlaşmaktadır. Geleneksel olarak "sigortalanan" riskler, operasyonel risklerin önemli bir bölümünü oluşturur.

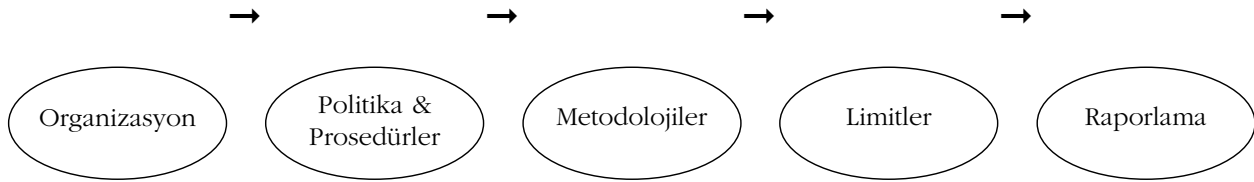
- Risk Yönetiminin Amacının Belirlenmesi

Risk tercihini belirleyen ve içinde bulunduğu risk ortamını tanımlayan şirket, uygun risk politikasını oluşturmak için risk yönetimi amaç ve hedeflerini belirleme-

lidir. Genel olarak, risk yönetimi ile her kuruluşun kontrol edilemeyen dış faktörler nedeniyle iş sonuçlarında oluşabilecek tehlikeli salınımları azaltmayı hedeflemesi gereklidir. Ancak bu cümledeki her kritik kavram değişik şekillerde tanımlanabileceği için, çok değişik anlayış ve yapıda modeller üretilebilir. Sonuç olarak, risk yönetimi şirketin değer yaratımına katkıda bulunan önemli süreçlerden biri olarak anlaşılmalıdır.

Global piyasalarda artan entegrasyon ve buna bağlı olarak artan dalgalanmaların (volatilité) yanı sıra, rekabet nedeniyle daralan kar marjları risk yönetiminin giderek önem kazanmasında etkili olan faktörlerin başında gelmektedir.

4.2.2. Risk Yönetiminde Altyapı Geliştirme Süreci



- Organizasyon

Risk yönetiminin, değer katan bir faaliyet olarak benimsenmesini sağlayan uygun kültür ve süreçlerin oluşumu için uygun bir **organizasyon modeli** gereklidir. Stratejik karar alma sürecinde açık olarak görev tanımı yapılmış, rol ve sorumlulukları net olarak belirlenmiş bir bağımsız ve merkezi risk yönetim biriminin kurulması idealdir.

Küçük şirketlerde bir finansman direktörü ya da yöneticisi bu tür bir fonksiyonu yürütürken, daha büyük organizasyonlarda bu görev bir üst yönetim ya da yönetim kurulu tarafından yönetilen bir "risk yönetim komitesi" tarafından üstlenilmektedir. Son yıllarda ise risk yönetim başkanları (CRO: Chief Risk Officer) risk yönetiminden sorumlu kişi olarak görev alabilmektedir.

Risk yönetiminden sorumlu birimin, kişinin ya da komitenin temel sorumluluk alanları şöyle sıralanabilir:

- İş stratejileri oluşturma sürecine katılım sağlamak,
- Şirket içindeki farklı risklerin farkında olmak,
- Şirket çapında uygulanmak üzere risk politikaları ve prosedürleri geliştirmek,

- Mevcut piyasa ve kredi riskleriyle, operasyonel riskleri tanımlamak,
- Tutarlı ve uyumlu bir şekilde risk ölçümlerinin yapılabilmesi için uygun metodolojiler (VaR, riske göre düzeltilmiş sermaye karlılığı vb.) geliştirmek, bunları güncellemek ve uygulamak,
- Riske göre performans ölçümleri geliştirmek,
- Risk limitleri belirlemek,
- Belirli ve düzenli periyodlarla üst yönetime, tüm maruz kalınan riskleri ve ilgili analizleri rapor etmek.

Organizasyonel açıdan bakıldığında risk yönetiminde, sermaye yapısı açısından mümkün olan en yüksek merkeziliğin sağlanması önem kazanmaktadır. Bunun nedeni, portföy (sepet) mantığı gereği konsolide yapının risk seviyesinin, alt birimlerin risk toplamından genelde çok daha düşük olmasıdır. Bu durumda risk yönetiminin alt birimler düzeyinde yürütülmesi genelde optimum olmayan risksizleştirme (hedging) politikalarına yol açabilir.

- Politikalar ve Prosedürler

Üst yönetim tarafından risk yönetim politika ve prosedürlerinin tanımlanması gerekmektedir. Bu politika ve prosedürler, birbirleriyle tutarlı bir şekilde, kurumun riske bakış açısını ve stratejik hedeflerini yansıtmalıdır. Ayrıca üst yönetim tarafından bu politikaların kurum kültürü olarak benimsenmesi ve belli aşamalarda tüm çalışanların risk yönetimi sürecine katılımı sağlanmalıdır.

- Model Seçimi ve Metodoloji:

Riskin ölçülmesi için birçok şirket, özellikle finansal kuruluşlar giderek oldukça sofistike hale gelen birçok sayısal ve istatistiksel teknik kullanmaktadır (VaR, stres testleri, korelasyon analizleri vb.). Bir model seçilmeden önce şu hususlara dikkat edilmesi gereklidir:

- Verimlilik açısından, basit ancak yeterince kapsayıcı (kritik riskleri gözden kaçırmayan) bir modelin seçilmesi,
- Model seçiminde, kuruluşun ve içinde bulunduğu sektörün özelliklerinin dikkate alınması,
- Risk yönetiminin temel amacının önceden saptanmış olması,
- Modelde hangi riskin hedef değişken olarak alındığının bilinmesi (şirketin piyasa değeri, özvarlık vb.),

- Başta baz para birimi olmak üzere, modelin kullanacağı temel "benchmark"ların belirlenmesi.

- Risk Limitleri

Açık olarak tanımlanmış risk limitlerinin ve kontrollerinin belirlenmiş olması gereklidir. Her limit, riskli faaliyetlerin kabul edilebilir düzeyde gerçekleştirilme sınırlarını belirler. Dolayısıyla, şirketin limit yapısı, iş stratejileriyle tutarlı olmalıdır. Risk limitleri, konularına ve kullanılan modele göre işlemin gerçekleştirilebileceği maksimum tutar için, pozisyon büyüklüğü için (döviz açık pozisyon büyüklüğü gibi), pozisyonun yarattığı risk bazında veya şirketin taşıdığı toplam konsolide risk bazında ifade edilebilir. Pozisyonun risk karşılığını bulmak için kullanılan ölçüm yöntemleri önceden belirlenmiş bir "risk çarpanı" olabileceği gibi VaR, stress testi gibi daha gelişmiş yöntemler de olabilir Her koşulda limitler, uygulamaya yönelik bir risk politikasının temel ve olmazsa olmaz unsurlarıdır.

- Raporlama

Düzenli, sürekli ve tutarlı raporlama ile tüm risklerin izlenmesi sağlanmalıdır. Risk raporlaması bir risk yönetim sisteminin varlığının başlangıç koşuludur. Risk raporlamasında temel amaçlar şöyle sıralanabilir:

- İzlenmesi kararlaştırılmış olan risklerin cari düzeyi hakkında bilgi sahibi olmak,
- Taşınan riskler hakkında niteliksel ve niceliksel (sayısallaştırılmış) bilgi sağlamak, (risk yönetiminin en önemli sloganlarından biri, "ölçemediğiniz bir şeyi yönetemezsiniz" sözüdür)
- Risk limitleri saptanması için gerekli bilgi tabanını ve limit aşımalarının izlenmesini sağlamak,
- Getiri/risk optimizasyonu için gerekli bilgi tabanını sağlamak.

4.2.3. Risk Yönetiminde Değerlendirme ve İyileştirme Süreci

Risk yönetimi bir seferlik yapılan bir proje değildir; modelin düzenli bir şekilde yürütülmesi ve geliştirilmesi gerekir. İş ortamındaki veya genel ekonomik ortamdaki değişimlere paralel olarak, yeni risklerle karşılaşılacak ve bu risklerin yönetim teknikleri geliştirilecektir. Düzenli raporlama ile şirketin mevcut risk düzeyi takip edilmeli; geçmişten ders alan bir yaklaşımla değerlendirilmeli ve gerekli iyileştirme önlemleri alınmalıdır.

Değerlendirme sürecinde, tüm politika ve prosedürlere uyumun sağlanıp sağlanmadığı kontrol edilmelidir. Genelde ayrı bir fonksiyon olarak görülen risk yönetiminin, riskleri şirket çapında izleyen ve kontrol eden entegre bir sistem olarak görülmesi gerekmektedir.

4.3. Şirketlerde Finansal Risk Yönetiminin Algılanması

Türkiye’de şirketler risk yönetiminin şirket varlıklarını korumak ve hayatiyetini devam ettirmek için gerekli olduğunu kabul etmelerine rağmen uygulamada eksik kalmaktadırlar. Risk yönetiminin önemi şirketler tarafından özellikle kısa vadeli nakit akışı düzenlemelerinde vurgulanmaktadır. Geçmiş yıllarda yaşanan kötü tecrübeler doğrultusunda kur riski ve kriz riski ön plana çıkan finansal risk durumundadır. Yurt dışı alacak riski geri plana itilirken yurt içi alacak riski diğer önemli finansal risklerden sayılmaktadır. Şirketler kur ve yurt içi alacak riskleri için belirli risk yönetim stratejileri geliştirirken likidite riskini de belirli strateji doğrultusunda izlemektedirler. En fazla kur riski ve yurt içi alacaklar riski için ölçüm yapılmakta, ve yine bu riskler için belirli bir raporlama düzeni bulunmaktadır. Genellikle yurt içi alacaklar için bağlayıcı risk limitleri belirlenmektedir. Şirketler tarafından en bilinen ve tanımlanmış risk yönetim araç ve yöntemleri yine yurt içi alacak ve kur riskleri için olanlardır.

Şirketler arasında finansal risklerle ilgili yönetim standartlarının çoğunlukla yönetim kurulu ve genel müdürler tarafından belirlendiği, uygulamayı yürütenlerin ise başta mali işler ve finansman sorumluları ve genel müdürler olduğu görülmektedir. Risk yönetim komitesi’nin ise Türkiye’de henüz önemli bir uygulaması mevcut değildir.

En çok kullanılan risk yönetim analiz araçları döviz/TL ayrımlı kar/zarar bütçe tabloları, döviz pozisyon tabloları ve döviz/TL ayrımlı nakit akış tahmin tablolarıdır. Şirketlerin risk yönetimi amacıyla, yüksek likidite tutma, vade yapısı matching’i ve "sepet yapma" gibi klasik yöntemleri yoğun bir şekilde ancak türev enstrümanlarının ise minimum düzeyde kullanıldığı dikkati çekmektedir. Buna rağmen türev risk yönetim araçları kullanan şirketlerin en fazla TL/döviz forward işlemlerini tercih ettiği, döviz/döviz forward ile TL/döviz opsiyon işlemlerinin bunu izlediği görülmektedir.

Bu rapor kapsamında Türkiye’de finansal olmayan şirketler arasında gerçekleştirilen anket çalışması da şirketlerin risk yönetimi konusunda yukarıdaki bulguları yansıtmaktadır. Bu anket ve sonuçları IV. 2 Anket Sonuçları kısmında bulunmaktadır.

4.4. Risk Yönetimi İle İlgili Pratik Öneriler

Türkiye’de risk yönetimi kültürünü yeni geliştirmekte olan şirketlere yönelik bazı pratik öneriler aşağıda sıralanmıştır:

- Öncelikle salt getiri maksimizasyonu mantığından uzaklaşmak gerekir

Genellikle iş dünyasında getiriye maksimize etmeye yönelik bir anlayış güçlü bir şekilde yerleşmiş durumdadır. Bu durum risk yönetimi kültürünü geliştirmek isteyen bir kuruluşta bir başlangıç bariyeri yaratabilir. Zira risk yönetimi en yüksek getiriye değil, en uygun (optimum) getiri/risk kombinasyonunu elde etmeyi hedefler.

Kağıt üzerinde bu çok anlaşılır gibi gözükmeyle birlikte, pratikte performans maksimizasyonuna alışmış bir kültürde ciddi gerilimler ortaya çıkması kaçınılmazdır. Bunun bir nedeni, getirinin somut ve gözle görülür bir şey olmasına karşılık, riskin çoğunlukla soyut ve sübjektif bir kavram olmasıdır. Dolayısıyla bu gerilim, özellikle risk, risk tanımı ve ölçümü, risk tercihi konularında kavramsal bir netliğe ve birliğe sahip olmayan şirketlerde yaşanmaya mahkumdur.

- Risk Yönetimi ile "Başarılı Spekülasyon" karıştırılmamalıdır

Birinci öneride belirtilen problemin en tipik dışavurumlarından biri, "risk yönetimi" fonksiyonunu da kar maksimizasyonu kültürünün bir parçası gibi ele alma eğilimidir. Bu durumda şirket yönetimi risk yönetiminden de kar üretimine destek olmasını bekler. Örneğin bu anlayışa göre, bir pozisyon değişikliği öneriliyorsa, bu kazanç beklentisi yönünde olmalıdır. Görüleceği gibi bu anlayış aslında risk yönetimini "başarılı spekülasyon" yapma sanatı ile karıştırmaktadır. Bu yaklaşım risk yönetimi ile ilgili düşülebilecek en ciddi yanlış anlamalardan birisidir. Aslında risk yönetiminin daha iyi spekülasyon yapmak ile hiç bir ilgisi yoktur.

Risk yönetimi size ne yapmanız gerektiğini (karı maksimize edecek işlemi) söylemeyi hedeflemez. Size her koşulda ne yapmamanız gerektiğini söylemeyi hedefler. Karlı gibi gözükse bile durmanız gereken noktayı belirtir. Risk yönetimi sınırları saptar, spekülasyonu yöneten operasyonel yöneticiler bu sınırlar içinde en karlı işlemi yapmaya çalışır.

- (Mümkünse) risk politikalarını belirleyen yöneticiler ile başarıyı optimize etmeye çalışan operasyonel yöneticiler ayrılmalıdır

İkinci önerinin şirketin organizasyonu açısından da önemli sonuçları bulunmaktadır. Tercihen alınabilecek risklerin sınırlarını belirleyen kişi veya mekanizma-

lar ile bu sınırlar içinde kar maksimizasyonunu hedefleyen kişi veya mekanizmalar net bir şekilde ayrılmalıdır. Aksi halde risk yönetimi hızla yozlaşabilir. Nitekim bu ayırım bugün artık finans sektöründe çok kurumsal bir hale gelmiştir. Örneğin hangi sektörlerle ne kadar kredi verilebileceğini belirleyen kişiler pazarlama/satış fonksiyonundan bağımsız çalışır. Çalışma alanı kısmen farklı olmakla birlikte bu mantık şirketler için de geçerlidir. Kişilerin farklılaştırılması her koşulda mümkün olmasa bile, en azından mekanizmalar ayrılmalıdır. Örneğin risk limitlerinin günlük gelişmelerden bağımsız olarak belli periyotlarda revize edilmesi bu yönde bir adımdır. Yine bir risk komitesi kurularak, risk politikalarının daha objektif olarak belirlenmesi teşvik edilebilir.

- Öncelikle şirketin risk klasifikasyonu yapılmalı ve kritik riskleri belirlenmelidir

Risk yönetimi uygulamalarının belki de ilk adımı şirket için özgün bir risk klasifikasyonu tartışması yapılarak KRİTİK risklerin belirlenmesidir. Daha sonra tespit edilen bu riskler yönetilebilir olma durumlarına göre sınıflandırılabilir. Kurulacak risk yönetim sistemi öncelikle KRİTİK ve YÖNETİLEBİLİR riskleri kontrol etmeyi hedeflemelidir.

- Kesinlikle ilk aşamada risk yönetim enstrümanlarına yoğunlaşılmamalıdır

Risk yönetimi ile ilgili çok düşünülen bir hata işe "Şimdi ne işlem yapıyoruz? Forward alalım mı, almayalım mı?" diye başlamaktır. Aslında bu soru bir başlangıç noktası değil, ancak kurulacak risk yönetimi modelinin bir sonucu olabilir. Genellikle bankaların sunumlarında risk yönetim araçları ön planda yer alır. Bu sunumlar ürün pazarlamasına yönelik olduğundan bu durum normaldir. Ancak pratikte bir modeliniz olmadan enstrümanlar birşey ifade etmez. Hangi riskten ne kadar taşıyorsunuz? Ne kadar taşımak istiyorsunuz? Bütün bunları nasıl ölçüyorsunuz? Bu soruların yanıtları olmadan enstrüman kullanılamaz.

- Risk yönetimi bir model kurmayı gerektirir

Bir MODEL olmadan risk yönetimi olamaz. Model önemli riskleri tanımlar, bu risklerin nasıl ölçüleceğini söyler ve hangi yöntemle azaltılabileceğini gösterir. Kurulacak modeldeki ufak farklılıklar tamamen farklı risk yönetimi politikalarına yol açabilir. Basit bir örnek vermek gerekirse, nasıl ki klasik bir muhasebe sistemi ile IAS'ye uygun hazırlanmış enflasyon düzeltmeleri içeren bir muhasebe sistemi birbirinden tamamen farklı sonuçlar verebiliyorsa, aynı şey değişik risk modelleri için de

geçerlidir. Risk modeli bir çeşit risk muhasebesi sistemi gibi düşünülebilir. Her model çok sayıda basitleştirici varsayım içermek zorundadır. (Aslında muhasebe sistemlerinin de çok sayıda basitleştirici varsayım ve kabuledişler içerdiği genellikle unutulur.)

- Basit, pratik ve uygulanabilir bir model tercih edilmelidir

Mümkün olduğunca basit, şirketinizin özgün koşullarını yansıtan ve uygulamaya yönelik bir model kurulması tavsiye edilmektedir. Bunun için çok kritik olmayan değişkenleri ihmal etmek ve karışık hesaplamalardan kaçınmak uygun olur. Uygulamada ne yazık ki, en karmaşık modellerin en gerçekçi modeller olmadığını bilmektedir. Sonuçta şirket yönetiminde insan faktörü belirleyici olduğundan, modelin anlaşılması, benimsenmesi ve kolayca uygulanabilir olması çoğu zaman daha önemlidir.

- Risk yönetiminden beklentilerin belirlenmesi gerekmektedir

Risk yönetiminde amaç volatilitiyi (salınımı) azaltmak olduğuna göre, sizin risk modelinizde/stratejinizde salınımı azaltılması hedeflenen veya darbelere karşı korunmak istenen değişken (gösterge) nedir? Bu en önemli başlangıç sorularından birisidir. Bu sorunun yanıtı nakit akış, kar zarar, özvarlık, şirketin piyasa değeri veya başka birşey olabilir. Hangi göstergeyi seçecek olursanız modeliniz ona göre değişecektir. Eğer stratejiniz birden fazla göstergeyi hedefliyorsa, dengeler çok hassas olarak kurulmalıdır. Aksi halde sistem iç çelişkilere sürüklenecektir. Türkiye koşullarında özvarlık ve likiditenin korunmasına öncelik vermenin uygun olacağı düşünülmektedir.

- Bir risk modelinin en basit parametreleri

Teorik açıdan en basit haliyle risk şu üç faktörün bir fonksiyonudur:

- Taşınan risk faktörünün miktarı (Örneğin taşıdığınız döviz pozisyonu veya bono pozisyonu)
- Taşınan risk faktörünün riskliliği (1 milyon \$ ABD doları ve yine 1 milyon \$ karşılığı Rus Rublesi pozisyonu taşıyorsanız, bu eşit büyüklükteki iki pozisyonun risk karşılığının aynı olmadığı gibi.)
- Taşınan risk faktörünün diğer risk faktörleri ile korelasyonu (Portföy mantığı gereği, korelasyon düşük ise marjinal risk katkısı düşük olacaktır.)

Bu durumda en basit model bile Şu sorulara cevap vermelidir: Modelimize hangi risk faktörlerini katacağız? Bunları nasıl ölçeceğiz? Bunların riskliliklerini nasıl saptayacağız? Korelasyon etkisini sisteme nasıl katacağız? Bu dört sorunun çok basit veya çok karmaşık yanıtları olabilir. Öneri ise basit bir model kurulmasıdır. (Türkiye’de kaliteli veri setleri bulmanın zor olması ve bulunsa bile ekonominin yapısal olarak çok hızlı değişmesi nedeniyle istatistiksel olasılığa dayalı modellerin verimli olması yakın dönemde kolay gözükmemektedir.)

- Baz paranın belirlenmesi unutulmamalıdır

Kullanacağınız risk modelinin önemli parametrelerinden biri de baz para tercihi ile ilgilidir. Baz para size göre risksiz olan referans ölçü birimidir. Nasıl ki Ekvator ve Greenwich referansları olmadan coğrafyadaki enlem-boylam sistemi çalışmazsa, baz para tercihi olmadan da risk sistemi çalışmaz. Batıda genellikle yerel para (dolar, euro veya yen gibi) baz para olarak belirlendiğinden fazla sorun çıkmamaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerde enflasyon ve dolarizasyon gibi faktörler nedeniyle lokal paranın baz para olarak belirlenmesi sorunlu olabilir. Baz para tercihi hedging stratejisini belirlediğinden kritik öneme sahiptir. Örneğin Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı Şirketler genellikle dolar veya euroyu baz para olarak kabul ettiklerinden, döviz riskini değil, TL riskini hedge etmektedirler.

- Risk iŐtahının (tercihinin) belirlenmesi

Bu belirlemeyi normal olarak hissedarların veya üst düzey yönetimin yapması gerekir.

- Mutlaka uygulamaya yönelik somut bir limit politikası olmalıdır

Risk yönetimi çalışmalarının ölçümlemeye yönelik bir egzersiz olarak kalmaması için mutlaka uygulama ile birleŐtirilmesi gereklidir. Bunun en pratik yolu risk limitleri belirlenmesidir. (Limitler müşteri riskleri, döviz/TL pozisyon büyüklüğü, mali rasyolar ile ilgili olabilir.) Şirket risk iŐtahını belirlemeli ve buna uygun risk limitleri belirlemelidir. Ayrıca bu limitlerin deđiŐtirilme ve güncellenme prosedürünün sistematize edilmesi gereklidir. (Limitleri revize etmeye kim yetkili? Revizyon periyodu nedir? gibi).

B Ö L Ü M

FİNANSMAN İHTİYACININ
BELİRLENMESİ

II. Finansman İhtiyacının Belirlenmesi

1. İç Faktörlerin Analizi

1.1. Şirketin Finansal Durumu

Şirketin finansman ihtiyacının belirlenmesinde, mevcut durumunun doğru bir şekilde tespit edilmesi önemli bir rol oynar. (Bkz. I. 2.1 Planlama) Bir çok şirket mevcut durum değerlendirmesi yapmadığı/yapamadığı için zamanında doğru kararları alamaz ve ihtiyaç belirlemesi ve uygulamasında başarısız sonuçlara ulaşır.

Finansal durumun değerlendirilmesinde; ana başlıklar olarak; ciro, nakit akımları, likidite, toplam varlıklar ve borçlar ile karlılık gibi konularda sürekli bilgi akışı sağlayacak şekilde standart raporlamalara ihtiyaç duyulmaktadır. Mevcut finansal durumun doğru analiz edilmesi, işletmenin ihtiyaçlarının belirlenmesi ve bunlar için zamanında hareket edilmesini sağlamaktadır.

Söz konusu analizler, işletmenin finansal durumunun, faaliyet sonuçlarının ve finansal gelişiminin değerlendirilebilmesi amacıyla, bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu vb. ana finansal tabloların ve bu tablolardaki verilerin, birbirleriyle ve önceki dönemlerle karşılaştırılması suretiyle incelenmesinden oluşmaktadır.

Veri bulunabilmesi halinde, işletmenin sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırılması olarak incelenmesi de yönetime önemli bilgiler sunacaktır. Ancak, ülkemizde halka açık şirket sayısının yeterli büyüklüğe ulaşamaması, hatta bazı sektörlerde halka açık şirket olmaması bilgiye ulaşımı engellemektedir. Ayrıca kayıt dışı işlemler ve bazı şirketlerin bilgi saklama eğilimleri, odalar vb. kuruluşlar aracılığı ile toplanan verilerin de sektörün gerçek durumunu yansıtmasını engellemektedir.

Finansal durum değerlendirmesinde, ana performans göstergelerinden faydalanılmaktadır. Bu göstergeler, operasyonel verilerle desteklenerek kullanılmalıdır. Sektör ve iş koluna özgü analizlerin yapılması önem kazanmaktadır; örneğin turizm sektörü için yatak/oda başı analizleri gibi.

Finansal durumun tespiti amacıyla yapılan analizlerden doğru sonuç alabilmek için, kullanılan muhasebe teori ve uygulamaları ile ilgili bilgi sahibi olunmalı, işletmenin ve ait olduğu işletme kolunun özellikleri göz önünde tutulmalı, dönemin ekonomik koşulları dikkate alınmalı, işletmenin genel politikaları değerlendirilmeli ve elde edilen sonuçlar, mantıki bir şekilde analitik bakışla yorumlanmalıdır.

Yorumlama açısından, mali tabloların tek tip bir hesap planına göre hazırlanması önemlidir. Ülkemizde 1994 yılı hesap döneminden başlamak üzere, "Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliği" çerçevesinde uygulamaya konulan "Tekdüzen Hesap Planı" söz konusu sakıncaları büyük ölçüde gidermiştir. Uzun yıllardır tartışılmakla beraber 2004 yılından itibaren uygulanmaya başlanan enflasyon muhasebesi yöntemi de, mali analizlerde kullanılacak veri setinin düzeltilmesini sağlayacaktır. Enflasyon muhasebesinin daha yaygın kullanımı ise mali tablolara olan güveni arttıracaktır.

Finansal durumun analizinde, finansal tabloların (an azından temel tablolar olan bilanço ve gelir tablosunun) bütünlük içinde incelenmesi idealdir. Böylelikle, analizler, muhasebe verilerine ve kayıtlarına dayanılarak yapılabilir. Bu şekilde, hatalar ve gözden kaçırılmalar en aza indirilebilir. Ancak, mali tablolarının günlük/haftalık gibi kısa dönemli olarak hazırlanması pratikte nadir rastlanan bir durumdur ve genellikle analizler, mevcut veriler üzerinden çeşitli yönetim raporları ve kısa dönemde çıkarılabilen kalemlere dayanan oran analizleri kullanılarak yapılmakta, bu bilgilerin muhasebe kayıtları ile tutarlığı izleyen dönemlerde kontrol edilebilmektedir.

Şirketler, bilanço, gelir tablosu, kar dağıtım tablosu, satışların maliyeti tablosu, nakit akımı tablosu, fon akımı tablosu, özsermaye değişim tablosu ve net işletme sermayesi değişim tablosu gibi finansal tablolar üretebilirler. Analizler, mutlaka önceki dönem verileri ile karşılaştırmalı olarak yapılmalı, ayrıca söz konusu veriler karşılaştırmayı engelleyecek etkilerden arındırılmadır. Bu etkilerden biri, faaliyetlerde, politikalarda ve yöntemlerdeki değişikliklerdir. Bu değişikliklerin etkileri finansal tablolardan ayıklanmalıdır. Geçmiş dönemlere ilişkin bir diğer etki de, ülkemizdeki yüksek enflasyondur. Enflasyon muhasebesinin uygulanması bu etkiyi giderecektir, ancak bu yöntemin uygulanmadığı durumlarda geçmiş dönem finansal verileri, Toptan Eşya Fiyat Endeksi kullanılarak ya da Amerikan Doları, Euro gibi düşük enflasyonlu bir para birimi cinsinden ifade edilerek enflasyon etkisinin giderilmesine çalışılmalıdır.

1.1.1. Dönen Varlıklar ve Likidite Analizleri

- Kasa, Banka ve Menkul Değerler

Şirketin kasa ve bankasındaki nakit ve nakte çevrilebilir varlıklardan oluşan hazır değerleri ile menkul kıymetleri, alacakların tahsil edilememesi ve eldeki stokların nakde çevrilememesi durumunda Şirketin borçlarını ödeyebilme yeteneğini gösterir. Bu kalemlerin, büyük tutarlı alacakların tahsil edilmesi veya ödenecek kar pa-

yının (temettü) bilançoda taşınması gibi geçici durumlardan dolayı yüksek olması halinde, bu geçici durumu normal seviyeye çekecek şekilde düzeltme yapılmalıdır.

- Ticari Alacaklar

Şirketin satışlarının tahsil süresinin kısalığı ve ticari alacaklarının minimum seviyede tutulması, likidite ve işletme sermayesi açısından önemlidir. Ayrıca ticari alacakların reeskonta tabi tutularak cari değerlerinin analizlere yansıtılması gerçekçi olacaktır. Böylece bir haftada tahsil edilecek bir alacak ile 4 ayda tahsil edilebilecek alacağın zaman maliyetindeki farklılık dikkate alınacaktır.

Aile şirketlerinin muhasebe sorularının başında cari hesap konusu gelmektedir. Çünkü aile şirketi yöneticileri muhasebenin temel kavramlarından kişilik kavramına aykırı davranabilmektedir. Muhasebenin kişilik kavramı, işletme ile işletme sahipleri ve ortaklarının ayrı birer kişilik olduğunu vurgulayan önemli bir kavramdır. Fakat birçok aile şirketinde bu durum gözardı edilerek ortaklar, işletme kasasını şahsi işlemler için kullanmakta ve daha sonra da hem finansal tabloların yanlış hazırlanmasına hem de vergisel yükümlülüklerin yanlış hesaplanmasına kadar giden bir çok soruna sebep olmaktadır. Bu anlamda özellikle aile şirketlerinde ticari alacakların analizi ayrıca önem kazanmaktadır.

Alacak devir hızı ve ortalama tahsil süresi, şirket yöneticileri ve kreditorler tarafından izlenmelidir. (Bu analizlerin doğruluğu açısından finansal tablo kalemlerinde bazı düzeltmeler yapılması uygun olacaktır. Örneğin, mali tablolarda KDV'siz olarak gösterilen satışlar, KDV içeren ticari alacak tutarına oranlanırken satışlara bu tutar eklenerek düzeltme yapılmalıdır.)

Bir diğer önemli konu, ticari alacakların, şüpheli alacaklar dikkate alınarak düzeltilmesidir. Burada doğru analiz yapılabilmesi açısından "Şüpheli Alacak" tanımının dikkatle belirlenmesi gerekir. Genellikle uygulama, tahsil edilemeyen alacak için yasal takibata geçilmesiyle ve vergi mevzuatına uygun olarak bir karşılık ayırma yönündedir. Ancak mali durumun belirlenmesi açısından yasal takibata geçilip geçilmemesine bakılmadan, alacağın tahsil edilme olasılığına ve tahmini tahsil süresine göre bir karşılık ayrılması analizin amacı açısından daha uygun olacaktır.

- Stoklar

Stok seviyesi ve kalitesi, Şirketin finansal durumunu belirlemek açısından önemlidir. Stoklar sürekli takip edilerek, yürürlüğü geçmiş ve satılamaz/kullanıla-

maz nitelikte olanlar stoklardan çıkarılmalıdır. Ayrıca stokların, piyasa değerleri ile karşılaştırıldığında değerlerinde bir düşme olması halinde karşılık ayrılarak düzeltilmesi gerekecektir. Ticari alacaklar gibi stokların da en optimum seviyede tutulması, işletme sermayesi yönetimi açısından önemlidir. Stok seviyesinin satışların maliyetine ya da satışlara oranlanarak analiz edilmesi en çok kullanılan yöntemdir. Bunun dışında, özellikle üretim şirketlerinde daha detaylı stok analizleri yapılmaktadır; hammadde stoklarının üretimde kullanılan toplam hammadde maliyetine oranlanması, yarı mamül ve mamüllerin satışların maliyetine oranlanması gibi.

- Likidite Analizleri

Dönen varlıkların analizi, şirketin likiditesi ile ilgili bilgi vermesi açısından önemlidir. Şirketin likidite durumunun analizinde, dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiler analiz edilir. Bu analizler, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesini ve işletme sermayesinin yeterliliğinin belirlenmesini amaçlarlar. Temel likidite oranları, cari oran, likidite oranı ve nakit oranıdır. Oranların hesaplanmalarına ilişkin detaylı formülleri ekte sunulmuştur.

1.1.2. Duran Varlıklar ve Oran Analizleri

- Maddi Duran Varlıklar

Duran varlıkların analizi, yüksek enflasyon ortamında bazı düzeltmeleri gerekli kılmaktadır. Elde etme maliyeti ile kayıtlara alınan varlıklar, enflasyonun etkisiyle gerçek değerlerini yansıtmaktan uzaklaşmaktadırlar. Yeniden değerlendirme uygulaması bu aksaklığı ancak kısmen giderebilmektedir. Dolayısıyla, duran varlıkların analizlerde kullanılabilmesi için elde etme tarihinden itibaren enflasyona göre endekslenmesi ya da düşük enflasyonlu bir para birimi cinsinden ifade edilmesi uygun olacaktır.

Bir diğer önemli konu da duran varlıkların faydalı ömürlerinin belirlenerek, amortisman oranlarının bu süreyi yansıtacak şekilde uygulanmasıdır. Bu şekilde, varlıkların zamanında amortismanına ve analizlerde doğru değerden dikkate alınmasına imkan verilecektir.

Ayrıca, duran varlıkların piyasa emsal değerleri ile karşılaştırılması ve değerlerinde emsallerine göre meydana gelmiş bir değişikliğin analizlere yansıtılması anlamlı olacaktır.

Ülkemizde gayrimenkulün şirketler tarafından bir yatırım aracı olarak kullanılması, duran varlıklar içerisinde faaliyetlerde kullanılmayan varlıkların da yer alması sonucunu doğurmaktadır. Duran varlıklar, analiz amaçlı bu tip faaliyet dışı gayrimenkulden arındırılmalıdır. Holdingler veya Şirketler Topluluklarında atıl varlıkların grup şirketlerine yüklenmesi sık rastlanan bir durumdur, bu tip atıl varlıkların da analiz dışı bırakılması şirketin finansal analizi açısından sağlıklı olacaktır. Holdingler açısından ise bu tip atıl varlıkların grup şirketlerine yüklenmeden çözümünün bulunması yararlı olacaktır.

Duran varlıkların analizinde, leasing uygulamaları dikkatle değerlendirilmelidir. 2003 yılında vergi mevzuatında yapılan değişikliğe uygun olarak finansal kiralama (leasing) ile edinilen varlıkların aktifte taşınması gerekiyorsa da bu tarihten önce edinilen varlıklar aktifte taşınmamakta, bunların gelecekteki kira ödemeleri de, borç olarak pasifte gösterilmemektedir. Her iki kalem (kiralanan varlıkla ilgili aktif ve pasif kalemleri) dikkate alındığında net aktif değeri (toplam varlıklar – toplam borçlar) açısından önemli bir etki yaratılmamış olabilir fakat varlıkların ve yükümlülüklerin mutlak olarak analizleri bu düzeltmeden etkilenecektir.

Duran varlıkların analizine yönelik olarak, en sık kullanılan yöntem net satışlara oranlanarak Duran Varlık Devir hızı hesaplanmasıdır. Bu oranın yüksek olması, duran varlıkların etkin kullanıldığı ve kapasite kullanım oranlarının yüksek olduğu şeklinde yorumlanır.

Bir diğer analiz de duran varlıkların finansman kaynaklarına; sermayeye, özkaynaklara veya uzun vadeli yabancı kaynaklara oranlanması suretiyle yapılır. Bu oranlar, duran varlıkların ne kadarının özkaynaklar ve şirket dışından finansman sağlamak suretiyle edinildiği hakkında bilgi sağlar.

1.1.3. Varlık Toplamının Analizi

Şirketin toplam varlıklarının büyüklüğü, faaliyetleri hakkında önemli bir veri sağlar. Özellikle finans sektöründe, aktif büyüklüğü şirketin değeri ve faaliyetleri ile ilgili olarak ilk dikkate alınan göstergelerden biridir. Ancak, varlıkların etkin bir şekilde kullanılması da önemli bir konudur. Bu kapsamda, toplam varlıklar, özsermayeye, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklara, net satışlara ve net kara oranlanarak analiz edilmektedir.

1.1.4. Borçluluk Durumunun Değerlendirilmesi

- Finansal Borçlar

Finansal borçların analizinde, öncelikle dönem itibariyle oluşmuş olan kur farkları ve faiz yükümlülüklerinin doğru kaydedildiği kontrol edilmelidir.

Finansal borçlar özkaynaklarla karşılaştırmak suretiyle, borç/özkaynak oranları bulunmaktadır. Borç verenler açısından Şirketin özkaynaklarının güçlü olması istenecektir. Bunun yanında, finansal borçların faiz giderlerinin vergi tasarrufu sağlaması, şirketler açısından tercih edilmektedir. Finansal borçların sermaye ile karşılaştırılmasında, sermayenin enflasyon etkisinden arındırılacak şekilde düzeltilmesi gerekecektir. Yıllar itibariyle gerçekleştirilen nakit sermaye girişleri, enflasyona endekslenerek ya da düşük enflasyonlu bir para biriminden ifade edilerek kullanılmalıdır.

Toplam yabancı kaynakların, varlıklara oranlanması ile ulaşılan finansal kaldıraç oranı da en sık başvurulan oranlardandır.

Finansal borçların faizlerinin faaliyet karı ve vergi öncesi kar ile karşılaştırılması, işletmenin faaliyetlerinden sağladığı kar ile katlanabileceği faiz yükünü belirtir. Bunun gerçekleşmemesi halinde, faiz yükü yeni sermaye veya yeni borçlarla finanse edilecektir ki, bu tercih edilmeyen bir durum olacaktır.

- Ticari Borçlar

Ticari borçların analizi, nakit akımının planlanması ve dolayısıyla işletme sermayesinin yönetimi açısından önemlidir. Ticari borçların ödenmesinin ertelenmesiyle işletme sermayesi ihtiyacı azaltılabilir.

Ticari borçlar, genellikle satışların maliyeti ile karşılaştırılarak analiz edilir. Bu analizlerde, satışların maliyeti, amortisman giderleri, işçilik giderleri gibi ticari borçlara kaynak oluşturmayan maliyet unsurlarından arındırılarak kullanılabilir.

1.1.5. İşletme Sermayesi

Şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyaç duyduğu likit fonların toplamıdır. Cari aktiflerin cari pasiflerden farkı olarak hesaplanabilir. İşletme sermayesi tedarikçilerden elde edilen vadeler (ticari borçlar), hammaddelerin ve ara mamullerin nakliyesi, stokta geçen zaman (stoklar), üretim süreci ve müşterilerden alacakların tahsilatı (ticari alacaklar) ile tamamlanan bir nakit döngüsü ile belirlenir. Faaliyetlerin sürekliliği açısından şirket yönetiminin zaman harcamasını gerektirir.

İşletme sermayesinin önemli belirleyicileri tedarikçilerden alınan ve müşterilere sağlanan alım satım vadeleridir. Vadeler kimi zaman piyasa tarafından belirlenirken, kimi zaman da alıcı ya da satıcının kuvvetine göre şekillenir. Alıcının kuvvetli olduğu durumlarda tedarikçilerden daha uzun vadeler sağlanarak işletme sermayesi yükünün bir kısmı transfer edilebilir. Bu yöntemle finansman maliyeti de azaltılmış olur. Öte yandan uzun vadeli planlama yapabilmek için tedarikçiler ve müşterilerle olan vadelerin ne kadar sürdürülebilir ve istikrarlı olduğu incelenmelidir. Piyasa koşulları, mali sıkıntıya düşen bir firma, pazara giren yeni bir rakip gibi çeşitli nedenlerle vadelerdeki dalgalanmalar işletme sermayesi ihtiyacını hemen değiştirir. Uzun süreli alım/satım kontratlarının yapılabilmesi bu dalgalanmaları azaltır. Ayrıca likidite hesaplanırken stokların ve alacakların göreceli kaliteleri ve acil durumlarda nakte çevrilebilme nitelikleri de gözönüne alınmalıdır.

Özellikle satışları büyüyen şirketlerde işletme sermayesi yakından izlenmesi gereken bir ihtiyaç oluşturabilir. Büyüme stratejisi oluşturulurken, satışları bir birim arttırabilmek için sağlanması gereken ek işletme sermayesinin miktarı ve finansmanı da düşünülmelidir.

1.1.6. Özkaynaklar Analizi

Özkaynaklar altında, şirkete yatırılmış olan sermaye, (enflasyon etkisinden arındırılarak), ortaklara dağıtılmamış ve şirket bünyesinde bırakılan karlar ile diğer yedekler incelenir. Özkaynaklar net satışlar, net kar, yabancı kaynaklar ve duran varlıklara oranlanarak, sonuçlar emsal şirketler ve alternatif getirilerle karşılaştırılır.

1.1.7. Karlılık Analizleri

Karlılık analizlerinde temel oranlar, brüt satış karının net kara oranlanması ile ulaşılan "Brüt Kar Marjı Oranı" ve faaliyet karının net satışlara oranlanması ile elde edilen "Faaliyet Karı Oranı"dır.

Karlılık analizlerinin, yeterli ve sağlıklı veriye ulaşılması halinde iş kolu, ürün grubu vb. alt gruplarda yapılması faaliyetlerle ilgili daha detaylı bilgi edinilmesini sağlayacaktır. Ancak bu şekilde, şirket yöneticileri için güvenilir bir data seti oluşturulabilecektir. Bu analizlerde, bir kerelik ve olağandışı işlemlerin etkisi dikkatle değerlendirilmelidir.

- Operasyonel Karlılık VAFÖK

Şirketin finansman kaynaklarından bağımsız esas faaliyetlerinden elde ettiği nakit getirilerin ölçülmesinde Operasyon Karı hesaplanmaktadır. Uluslararası yatırım-

cı ve şirketlerin de önem verdiği bu oran vergi, faiz, amortisman öncesi karlılığı (VAFÖK veya EBITDA³) gösterir. Benzer şirketler ile karşılaştırmada ve şirketin değerinin hesaplanmasında hem yurt içi hem de yurt dışında kullanılan genel kabul görmüş bir orandır. Operasyonel karlılığın yüksek olması esas faaliyetlerin iyi gittiği, ancak düşük olması esas faaliyetlerin sorgulanması gerekliliği sonucuna yol açar.

- Ürün/Servis bazında Karlılık

Şirketlerin operasyonları doğrultusunda karlılık analizlerinin detaylandırılması şirket stratejisinin revizyonu açısından önem kazanır ve planlama yapılmasına olanak tanır. Örneğin; GSM operatörü bir şirketin abone başına satış ve karlılık analizi, enerji şirketinin ürettiği enerji miktarı başına satış ve karlılık rasyoları, üretim/hizmet şirketlerinde ürün/hizmet çeşitlerine göre sınıflandırılmış karlılık analizi gibi. Böylelikle şirket faaliyetlerinin kara nasıl yansıdığı ortaya çıkacaktır. Şirketin hangi ürün/servisinden ne kadar kar sağladığının bilinmesi az karlı, belki de zarar edilen ürün/servislerin geliştirilmesi, kapasitenin daha karlı ürün/servislere kaydırılması için fırsat tanıyacaktır. Ürün bazında karlılık analizinin benzer ürün grupları için değil, farklı ürün grupları için (hammadde, tedarikçi, üretim prosesi, müşteri farklılıkları durumunda) yapılması anlamlıdır. Halen bir çok firmada ürün bazında karlılık analizi yapılamamakta, dolayısıyla belki de şirketin karını azaltan bazı ürünlerin üretimine ve karlılığın olumsuz etkilenmesine devam edilmektedir.

1.1.8. Nakit Akışı Analizi

Şirketlerin günlük operasyonlarının işleminde ayrılmaz bir parça olarak farklı detaylarda nakit akışı tabloları düzenlenmektedir. Nakit akış tabloları doğrultusunda şirketin nakit giriş ve çıkışları kontrol edilmekte, işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmaktadır.

Günlük operasyonlarda çok önem taşıyan nakit akışı tablosu dışında, ayrıca şirket yönetimi tarafından önem verilmesi gereken diğer bir analiz ise **serbest nakit akımı** tablosudur. Serbest nakit akımı şirketlerin henüz tam alışkın olmadığı analizlerden biridir. Serbest nakit akımı şirket stratejilerinin operasyonel sonuçlarını göstermekte, şirketin sadece temel operasyonlarıyla ilgili, finansal operasyonlar hariç, nakit girdi ve çıktılarını düzenleyerek şirketin bu faaliyetler sonucunda oluştur-

(3) Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

duğu nakit fazlası veya nakit açığı hesaplamaktadır. Basit bir serbest nakit akım tablosu aşağıda örnek olarak gösterilmiştir.

Amortisman, kıdem tazminatı karşılıkları ve reeskontlar gibi nakdi olmayan giriş veya çıkışları serbest nakit akımlarına dahil etmemek, işletme sermayesi ihtiyacı ve yatırım harcamaları gibi gelir tablosunda yer almayan nakit girişi veya çıkışlarını dahil etmek gerekmektedir.

+ Satışlar

- Satışların Maliyeti (Amortisman hariç)

Brüt Kar

- Genel Yönetim Giderleri (Kıdem Tazminat karşılıkları hariç)

- Satış ve Pazarlama Giderleri

Operasyonel Kar

+/- Vergi Ayarlaması

Vergisi Ayarlanmış Operasyonel Kar

- İşletme Sermayesi İhtiyacı

- Yatırım Harcamaları

Serbest nakit akımları şirketin faaliyetlerinden ne kadar fon/kaynak yarattığını göstermekte, özellikle bütçe ve planlama açısından fayda sağlamaktadır. Yönetim planlaması açısından, şirketin gelecek yıllardaki mevcut faaliyetlerinden elde edeceği serbest nakit akımı tahminleri ile yeni şirket stratejileri ve hedefleri geliştirilebilir. Örneğın mevcut faaliyetlerden geçmişte belirli miktarda fon fazlası yaratıldığı ve gelecekte de yaratılmaya devam edileceğı öngörülmekteyse, bu fon fazlasının yeni yatırım planlarında kullanılması, ya da fon açığı çıkmaktaysa bu amaçla finansman planlaması yapılması gerekliliğı ortaya çıkmaktadır.

2. Dış Etkenlerin Analizi

2.1. Makroekonomik Koşullar

şirketler finansman ihtiyaçlarını belirlerken kendi faaliyetlerinden kaynaklanan içsel etkenler kadar dışsal etkenleri de değerlendirmelidirler. (Bkz. I. 2.1 Planlama) İçinde buldukları makroekonomik ortam da bunların başında gelir. şirketlerin karar alırken başvurdukları bilgilerin içine makroekonomi ile ilgili pek çok değiş-

kenin girdiği açıktır. Şirketlerin karar verme süreçlerinde mutlaka dikkate aldıkları düşünülen bazı değişkenler şöyle sıralanabilir:

- Ekonominin Büyüme Oranı

Şirketin ana faaliyetlerini ve pazar koşullarını doğrudan etkileyen en önemli makroekonomik etkenlerden biridir. Hükümetlerin programlarında öngördükleri büyüme oranları yapılacak planlar yakından izlenmelidir. Büyüme oranı en belirgin olarak gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) ve gayri safi milli hasıla (GSMH) rakamlarındaki reel değişimlerle ifade edilir. Büyümenin yeni işgücü yaratımına ve bağlantılı olarak işgücü piyasalarına doğrudan etkisi vardır. Esas hedeflenen büyümenin yıllık ya da dönemsel olmaktan çıkıp sürdürülebilir ve istikrarlı olmasının sağlanmasıdır. Ekonominin büyüme hızının yüksek olması finans kurumları tarafından da olumlu bir gösterge olarak algılanacaktır. Hızlı büyüme ortamında bankaların açtıkları kredi miktarını artırma eğilimine girecekleri beklenmektedir. Ekonomik büyüme, bir yandan kredi talebini artıran öte yandan da bankaları kredi açmaya özendiren ortamları oluşturmaktadır.

- İstikrar ve Makroekonomik Belirsizlik

Ülkedeki siyasi istikrarın sağlanması ve kamuoyunca benimsenmiş bir ekonomik programın oluşturulması ekonominin geneli için kaçınılmazdır. Programın tutarlı ve hedeflere uyularak uygulanması halkta ve piyasalarda iktidara ve ekonomiye olan güveni arttıracak, tüketici davranışlarını etkileyecek, yatırımları canlandıracaktır. Makroekonomik koşullardaki belirsizlik finansman kaynakları tarafından da olumsuz bir sinyal olarak değerlendirilecektir.

Belirsizliğin arttığı durumlarda bankaların kredilerini azaltmaları ve likit kalma eğilimine girmeleri beklenebilir. Yine belirsizlik ortamında bankaların mevduat dışı kaynak temin etmeleri zorlaşabilir.

- Para ve Kur Politikaları

Merkez Bankasının belirlediği ana para ve kur politikaları ekonominin genel gelişimini ve finans piyasalarını doğrudan etkiler. Merkez bankalarının öncelikli amaçları, genellikle fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Bunun için Merkez Bankasının görevi uygulayacağı para politikası stratejisi ve başta faiz oranlarını belirlemek olmak üzere kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmek ve yürürlüğe koymak şeklinde tanımlanabilir.

- Enflasyon ve Devalüasyon Oranları

Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları oranda düşük bir enflasyonu ifade eder. Dolayısıyla fiyat istikrarı sadece düşük enflasyona ulaşmayı değil; o oranın sürdürülebilmesini de kapsar. Örnek olarak, ülkemizde geçtiğimiz otuz yılda zaman zaman düşük enflasyonlu dönemler olsa da gerçek anlamda fiyat istikrarı hiç sağlanamamıştır.

Enflasyon ekonomilerde genel olarak istikrar programlarının en önemli bileşeni oluşturmaktadır. Enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda şirketler, tüketiciler ve finansman kaynakları yatırım ve tüketim kararlarını verirken fiyat değişimlerini kolay ayırt edemez, sağlıklı karar için yeterli bilgiye sahip olamazlar. Yatırımcılar uzun vadeli yatırımlarına belirsizlikten dolayı yüksek getiri talep ederler.

Devalüasyon özellikle gelişmekte olan ülkelerde hammadde yönünden dışa bağımlılık dolayısıyla enflasyon oranında artışlara neden olur. İthalatın pahalılaşması sonucu maliyetler artacağı için yurtiçi piyasadaki fiyatlar da artar. Ülkenin yerli para cinsinden borçlarında artış olur. Devalüasyon sonucu ihracat mallarının fiyatının düşmesi dış ticaret hadlerinin ülke aleyhine dönmesine neden olur. Devalüasyonun önceden bilinmesi mal ve döviz spekülasyonlarına yol açar ve spekülatörler haksız kazanç sağlarlar. Kaynak dağılımı üzerinde olumsuz etkiler olur. Üretim kaynakları ihracat endüstrilerine ve ithalata rakip yurtiçi endüstrilere kayar. Öte yandan yabancı paranın yurtiçi satın alma gücü artacağı için yabancı sermaye girişi artar. Ülkeler zaman zaman istikrar sağlamak ya da dış satımda karşılaştıkları zorlukları aşmak, rekabet güçlerini arttırmak maksadı ile de paralarının değerlerini düşürebilir.

2.1.1. Devlet Müdahalesi

- Kamu Borç Yönetimi

İç borçlanma alanındaki gelişmeler ve dış borç geri ödemeleri ve yeni itfalar yakından izlenmelidir. Kamu kesimini borçlanma ihtiyacı, kamu borçlarının GSMH'ya oranı, kamunun (Hazine Müsteşarlığı aracılığıyla) yaptığı iç borçlanmalar yerel piyasadaki likiditeyi ve faizleri etkiler. Kamu sektörünün açıklarının finansmanı, mali piyasalar üzerinde baskı oluşturup ekonomi politikalarının sürdürülebilirliği konusunda kuşku doğurabilir. Bu ortam, başta bankalar olmak üzere finansman kaynaklarını yeni krediler konusunda çekingenliğe itip, likit kalmaya yönlendirebilir.

- Dış Ticaret

Genel ithalatın ihracattan farkından oluşan dış ticaret açığı bir başka önemli göstergedir. Dış ticaret açığının büyüklüğü cari açığı ve ülkedeki döviz ihtiyacını belirlediği için önemlidir.

- Vergi Politikaları

Hükümetlerce izlenen vergi uygulamaları bir başka dış etkidir. Şirketlerin ödemekle yükümlü oldukları kurumlar vergisi dışında, bankacılık işlemlerinden alınan Banka Sigorta Muamele Vergisi (BSMV), stopaj, damga vergisi gibi vergiler finansman maliyetini değiştirebilir.

2.2. Mali Piyasa Koşullarının Değerlendirilmesi

Toplam kredi sunumuna ilişkin bilgiler bankalara kredi piyasasındaki durum hakkında sinyal verecektir. Diğer koşulların aynı kaldığı varsayımı altında, bankalar aşırı kredi genişlemesi olduğunu algıladıkları takdirde, kredi riskinin artacağını düşünerek kredilerinin aktifleri içindeki payını azaltma yoluna gidebileceklerdir. Bu çalışmada, ticari bankaların toplam kredi stokunun GSMH'ye oranındaki artışın bankalar tarafından aşırı kredi genişlemesi olduğu biçiminde yorumlanacağı varsayılmıştır. Her ne kadar Türkiye'de halen yetersiz seviyede olmasına rağmen sermaye piyasalarındaki gelişmelerin de takip edilmesiyle burada oluşabilecek finansman kaynağı potansiyelleri değerlendirilmelidir.

3. Şirketin Hedefi ve Finansman Kararlarına Etkileri

İç ve dış faktörlerin analizi doğrultusunda şirket stratejilerinin gözden geçirilmesi ve stratejiler doğrultusunda finansman planlaması yapılması faydalı olacaktır. Şirketin finansman kararlarını uzun vadede en fazla etkileyecek faktörlerden biri şirketin sahip olduğu hedefleridir. Şirket "hangi işlerin içinde olmak istediğini, hangi noktayı hedeflediğini" ortaya koyan stratejik vizyonu doğrultusunda kritik stratejik faaliyetlerini belirleyecek ve bu faaliyetleri hayata geçirebilmek için gerekli kaynakların sağlanması yoluna gidecektir. Böylece finansman kaynaklarının kullanım amacı finansman türünün seçiminde yol gösterecektir.

3.1. Şirket Stratejileri

Şirketlerin büyüme odaklı stratejileri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- ***Mevcut iş alanlarını güçlendirmek***

Şirket faaliyetlerinin geliştirilmesi ve büyütülmesi anlamında kapasite artırımı veya modernizasyon yatırımı planlanabilir. Bu amaçla makine ve teknoloji yatırımının yanı sıra sabit kıymet yatırımı gerekebilir. Ayrıca şirket alımlarıyla mevcut iş alanlarının güçlendirilmesi mümkündür. Yatırım maliyetleri hesaplanırken sabit kıymet alım veya inşa maliyeti ve makina bedellerinin yanı sıra gerekli olacak ek insan gücü ve diğer operasyonel giderler dikkate alınmalıdır.

- ***Mevcut sektörlerdeki yakın iş kollarına girmek***

Her ne kadar yakın sektör iş kolları olarak tanımlansa da yeni bir alana yatırım gereksinimi doğuracaktır. Bu amaçla şirket bu yatırımı kendi başına veya ortaklıklar kanalıyla gerçekleştirebilir.

Şirket, içinde bulunduğu sektörlerle yakın iş kollarına kendi başına girmeye karar veriyse yatırım maliyetlerini detaylarıyla hesaplamalıdır. İhtiyaç duyulacak sabit kıymet, makina, insan gücü, satış ve pazarlama kaynakları, genel yönetim gerekleri belirlenmeli, mevcut organizasyon yapısından kaynaklanacak sinerjiler ve maliyet avantajları ortaya konularak yatırım planı yapılmalıdır.

Ayrıca ortaklıklar kanalıyla içinde bulunduğu sektörlerle yakın iş kollarına yatırım yapılması mümkündür. Bu ortaklıklar şirket satın alınması, ortak girişim kurulması ve şirket birleşmesi şeklinde olabilir. (Bkz. III. 2 Finansman Türleri)

- ***Farklı sektörlerdeki yeni iş kollarına girmek***

Şirket yönetiminin fırsat olarak gördüğü farklı sektörlerdeki yeni iş kollarına girilmesi de detaylı yatırım planı gerektirmektedir. Mevcut faaliyet alanından elde edilen fonlarla şirketler, yeni iş kollarına kendi başlarına yatırım yapabilirler veya bu amaçla yine şirket kaynaklarıyla farklı finansman kaynağı sağlama yoluna gidebilirler. Mevcut faaliyetlerinden bağımsız olarak Türkiye’de 1980’li yıllarda bir çok şirket tekstil ve turizm sektörlerine yatırım yapmıştır. Ancak içlerinden hala varlıklarını sürdürebilenler, stratejilerini önceden belirleyip iş planı oluşturan ve yatırım planını detaylı hesaplayanlardır. Ayrıca yine ortaklıklar yoluyla yeni iş kollarına girilmesi mümkündür.

Büyüme odaklı yukarıda sayılan stratejilerin yanı sıra

- ***güçsüz ve/veya karsız iş kollarından çekilmek,***
- ***ana iş alanına yoğunlaşmak***

gibi küçülme odaklı stratejiler ya da her ikisinin karışımı şirketin kurumsal stratejilerini oluşturabilir.

Yukarıdaki şirket stratejilerinin uygulamasında şirket satın almaları veya şirket satışı (Bkz. III. 2.4.4 Şirket Satışı) kullanılabilir.

- ***Şirket Satın Almaları***

Bir şirketin hisselerinin tamamının başka bir şirket tarafından satın alınmasıdır. Dünyada bir çok şirket büyüme stratejilerinin uygulamasını şirket satın almalarıyla gerçekleştirmektedir. Uluslararası bir şirketin satış hacmini ve kanallarını artırmak amacıyla kendisinden daha küçük şirketleri satın aldığı gözlemlenmektedir. Yeni pazarlara ulaşma amacıyla çoğu şirket o pazarlardaki mevcut firmaları satın almakta veya şirket birleşmeleri veya stratejik ortaklık (Bkz. III. 2.4.1 Stratejik Ortaklık ve Şirket Birleşmeleri) yoluyla bu pazarlara ulaşmaktadırlar. Ayrıca yeni iş kollarına yatırım yapmak için de uygun bir methodur. Şirket satın almaları bir finansman türü değil, şirket stratejilerinin uygulanma metodolojisi sayılmaktadır. Şirket satın almalarının finansmanı finans kuruluşları tarafından ayrıca değerlendirilmekte, III. Bölümde belirtilen finansman kaynaklarıyla sağlanmaktadır.

3.2. Stratejilere Göre Finansman Kaynaklarının Belirlenmesi

Şirketin seçmiş olduğu kurumsal stratejiye göre stratejinin uygulanması için gerekli kaynaklar farklı olacağından finansman ihtiyacı da farklı olacaktır.

Büyüme odaklı stratejilerde, şirket ihtiyaç duyduğu finansmanının büyüklüğüne, sağlanacak kaynağın geri dönüş vadesine, şartlarına, piyasa şartlarına ve kendi mali durumuna bakarak uzun vadeli bir finansman kaynağı kullanmaya yönelmelidir. Kaynak seçimi uzun vadeli finansal kredi, ortaklıklar, sermaye piyasası araçları veya özsermaye kullanımı, özsermayenin yetmediği durumlarda sermaye arttırımı şeklinde olabilmektedir (Bkz. III. 2 Finansman Türleri).

Küçülme odaklı yeniden yapılanma içeren stratejiler neticesinde genelde şirketlerde net işletme sermayesi artmakta ve şirketin mali yapısı değişmektedir. Likidite sıkıntısına düşmüş ve yeniden yapılanmada olan bu şirketler kısa vadeli borçlarını

öteleyerek şirketin yeni koymuş olduğu hedeflere ulaşabilmek için kaynak ve zaman kazanırlar.

Şirketler finansman kararı almadan önce şirketin içinde olduğu durumu analiz etmeli (Bkz. II. 1 İç Faktörlerin Analizi ve II. 2 Dış Etkenlerin Analizi) ve nasıl ve ne miktarda bir kaynağın gerektiğine hedefleri ve yatırım planlarına göre karar vermelidirler.

Ülkemizde 1980 sonrası hızlı büyüme sürecine girmiş olan birçok şirket,

- Hedeflerini net ve açık şekilde belirlemediklerinden,
- Üstlendikleri yatırımların fizibilitesini yapmadıklarından veya eksik projelendirme yaptıklarından,
- Yapılan yatırıma kullandıkları kaynakları yatırıma ve kendi mali bünyelerine uygun seçemediklerinden,
- Ve yanlış teşvikler ve bunlardan faydalanma adına alınan yatırım kararlarından,

dolayısıyla ilerideki senelerde zor duruma düşmüşler ve küçülme eğilimine girmişlerdir.

3.3. Yatırım Kararı ve Finansmanı

Büyüme hedefleyen şirketler için en önemli konu doğru yatırımı, doğru zamanlama ve doğru kaynak kullanarak yapmaktır. Bir şirketin kaynakları çok doğal olarak kısıtlı olup, şirket bu kaynakları en iyi şekilde değerlendirmek ve kaynağın maliyetinin üstünde bir getiri ile yatırımın geri dönüşünü sağlamak zorundadır. Bu doğrultuda detaylı yatırım planı yapılması önem kazanmaktadır.

Stratejiler doğrultusunda (Bkz. II. 3.1 Şirket Stratejileri) gerekli yatırımların nitelikleri belirlenmeli ve maliyetleri hesaplanmalıdır. Maliyetlerin yanı sıra yatırımın şirkete sağlayacağı getirilerin ortaya çıkarılması yatırımın fizibilite çalışmasıyla mümkündür. Yatırım fizibilitesi çalışmasında sabit kıymet, makina, insan gücü gibi kaynak ihtiyaçlarının yanı sıra reklam ve pazarlama faaliyetleri, dağıtım organizasyonu, genel yönetim giderleri ve beklenmedik masraf karşılıkları da dikkate alınmalıdır. Yatırım sonrası elde edilecek nakdi ve aynı değerler de ayrıca çalışmaya eklenmelidir. **Yatırım fizibilite** çalışması ile gereken kaynak ihtiyacı tüm detaylarıyla hesaplanmalı, buna göre finansman türü belirlenmelidir. Fizibilite çalışması sonucunda yatırım finansmanı türü ve bundan kaynaklanan yükümlülükler de ayrıca ince-

lenmelidir. Yapılan yatırımın ne kadar zamanda ve ne kadar tutarlarda nakit yaratmaya başlayacağı, yatırım finansmanının geri ödemesini karşıladıktan sonra ne kadar getiri bırakacağı ortaya konulmalıdır. Dolayısıyla detaylı bir yatırım fizibilite çalışması finansman türünün belirlenmesinde ve yatırımın uygulama başarısında en hayati gerekliliktir.

B Ö L Ü M

FİNANSMAN İHTİYACININ
BELİRLENMESİ

III. Uygun Finansman Modeline Ulaşılması

1. Finansmanın Kullanım Amacı

Şirketler faaliyet gösterdikleri ortamı etkileyen iç ve dış faktörleri kapsamlı biçimde analiz ederek kendi belirledikleri stratejilerine (Bkz. II. Finansman İhtiyacının Belirlenmesi) uygun finansman ihtiyacını saptamayı hedeflerler. Bu süreçte ortaya çıkan ihtiyacı doğru tanımlamak, kullanım amacını doğru belirlemek önem kazanır. Amacın doğru belirlenmesi ileri aşamalarda finansmanın temininde kolaylık sağlayacağı gibi, vade uyumu, maliyet, geri ödeme gibi belli başlı bileşenlerde de en uygun koşulların elde edilmesini sağlayacaktır.

Finansman kullanım amaçları başlıca;

- işletme sermayesi ihtiyacı (Bkz. II. 1.1.5 İşletme Sermayesi),
- yatırım finansmanı (Bkz. II. 3 Şirketin Hedefi ve Finansman Kararlarına Etkileri)

olarak sıralanabilir. Yatırım finansmanı (Bkz. II. 3.3 Yatırım Kararı ve Finansmanı) şirket stratejileri doğrultusunda şekillenir.

Ayrıca işletme faaliyeti esnasında beliren ve daha önce kaynak tahsis edilmiş ihtiyaçlara gerekli fonların ayrılması "**ara finansman**" gereksinimini doğurur. Şirketlere öngörülmeven ihtiyaçlara karşı esneklik sağlar. Genellikle kısa vadeli. Bu tür ihtiyaçların kronikleşip, sık sık tekrarlanması durumunda kalıcı finansman çözümleri bulmak gerekir.

Gelecekte yaratılacak bir kaynağın teminine kadarki dönemdeki yükümlülükleri karşılamak için ise "**köprü finansmanı**"na ihtiyaç duyulur. Özellikle sabit varlık yatırımlarında ve şirket alımlarında, ileri bir tarihte gerçekleşecek bir borçlanma ya da halka arza kadar, yatırımı finanse edecek kaynağı bulmakta kullanılır ve kalıcı fonlar yaratıldığı zaman geri ödenir.

Halihazırda bilançoda yer alan yükümlülüklerin aynı ya da farklı koşullarda tekrar finansmanı, yeniden yapılandırılması, şirketin daha uygun gördüğü bir geri ödeme planına göre ötelenmesi de "**refinansman**" olarak tanımlanır.

Özet olarak işletme sermayesi ve ara finansman şirketlerin süregelen faaliyetleriyle ilgili sürekli ya da bir kereye mahsus ihtiyaçların finansmanı için gereklidir. Ye-

ni bir pazara ya da iş koluna girmek, kapasite arttırımı, yeni sabit varlık yatırım projeleri ya da şirket satın almaları gibi normal şirket faaliyetlerinin dışındaki ihtiyaçların finansmanı için köprü ya da yatırım finansmanı kullanılır.

2. Finansman Türleri

2.1. Özkaynak

İlk seçenek, şirketin özkaynakları olarak tanımlanan faaliyetlerinden kendi kendine yarattığı, finansal tablosundaki hazır fonların kullanımudur. Bu fonlar, şirketin verimliliği ve faaliyet karlılığı arttıkça artar. Ayrıca normal olarak hissedarlara kar payı olarak dağıtmaya hazır fonların kısıtlanmasıyla da finansman ihtiyaçlarına kaynak yaratılabilir.

Finansman ihtiyaçlarının özkaynakla karşılanacağı durumlarda özkaynak maliyetinin hesaplanmasında fayda vardır. Ağırlıklı ortalama özkaynak maliyeti (WACC⁴) finansal kuruluşlar tarafından proje finansmanlarında başvurulan değişkenlerden biridir. Dış kaynak maliyeti, şirketin kullanmakta olduğu farklı dış kaynak türlerinin maliyetinin ortalaması olarak ifade edilirken, sermayenin maliyeti dağıtılmamış karlar veya yeni hisse ihracının maliyeti olarak tanımlanabilir. Özkaynak maliyetinde borçlanma/dış kaynak maliyeti ve sermaye oranı karşılaştırması dikkate alınır. Genel olarak sermaye pahalı bir finansmandır. Şirket serbest nakit akımı tablolarını (Bkz. II. 1.1.8 Nakit Akışı Analizi) hesaplayarak ne kadar fon yarattığını ve bunları değişik şekillerde değerlendirdiğinde nasıl bir fon akımı oluşacağını planlamasını yapmalıdır.

Her şirketin hedeflediği bir özkaynak - dışkaynak yapısı vardır. Şirket finansmanın ne kadarının özkaynaktan ne kadarının dışkaynakdan karşılanacağına karar verirken dış kaynaktan sağlanacak finansman alternatiflerinin ve özkaynağının maliyetini dikkatle hesaplamak durumundadır. Yatırım finansmanlarında, sermaye, riski ve getirisi açısından daha pahalı sayıldığından, özkaynak/dış kaynak oranının düşük olması tercih edilir. Şirketler yatırımlarını mevcut ve mümkün en ucuz dış borçlanma yoluyla finanse ederler. Ancak bazı yatırımlarda dış kaynak sahiplerinin talebi doğrultusunda minimum bir sermaye koyma şartının getirilmesi de mümkündür.

(4) weighted average cost of capital

2.2. Dış Borçlanma

İkinci seçenek finansman için dış kaynaklardan borçlanmadır. Dış kaynaklar, genel olarak bankalar ve diğer finans kurumları, tahvil ve bono gibi araçlar kullanılarak sermaye piyasaları (Bkz. III. 2.3.1 Borçlanma Senetleri) ve doğrudan yatırımcılar şeklinde tanımlanabilirler. Dış kaynak kullanımı faiz gideri üzerinden vergi kalkını yaratıldığından finansal kaldıraç işlevi görür. Şirketin değerini arttıran bu uygulama, emniyetli gözüken bir borçlanma düzeyine kadar sürdürülebilir. Borçluluk belli bir oranın üzerine çıktığında şirketin borçlanma maliyeti ve iflas riski ciddi biçimde artacağı için dış kaynakların avantajları kaybolur, dezavantaja dönüşür. Bunun önüne geçmek için şirketler kabul edilebilir borçlanma kapasitelerini hesaplamalıdır.

2.2.1. Banka Kredileri ve Diğer Finans Kurumları

Ticari ya da yatırım bankalarından veya diğer finans kuruluşlarından doğrudan sağlanan en klasik dış kaynak türüdür. Vade, miktar, para birimi, geri ödeme, teminat ve maliyet açısından çok çeşitlilik gösterebilir. Kısa vadeli işletme sermayesi finansmanı için talep edilen Türk Lirası ve dövize endeksli krediler, döviz cinsinden işletme kredileri ve yatırım kredileri, finansman ihtiyacının büyüklüğü arttıkça birden fazla bankanın katılımıyla sağlanan sendikasyon türü krediler ve şirketin ihracatının finansmanı için talep edilen prefinansman, eximbank veya diğer banka kaynaklı döviz kredileri belli başlı banka kredileridir. Şirketin doğmuş alacaklarının devri veya satılması yoluyla (factoring ya da poliçenin iskontosu yoluyla) finansman ihtiyacının karşılandığı yerler de sırasıyla finans kuruluşları ve bankalardır. Ayrıca finansal kiralama kuruluşlarından sağlanan finansman da diğer finans kuruluşlarından sağlanan bir finansman türüdür.

Finansman kaynaklarını yurtiçi/yurtdışı kaynaklı olarak ayırmak da mümkündür. Yurtiçi kaynaklı finansman kaynakları yurtdışına göre daha kısa vadelerde olup, özellikle Türk Lirası cinsi ürünlerde avantajlıdır. Yurtdışı kaynaklı finansmanda ise daha geniş bir finansör/yatırımcı kitlesine ulaşmak, daha uzun vadeler sağlamak mümkün olabilir. Yurtdışından sağlanan finansman kaynakları için yapılan sözleşmeler finansmanın sağlandığı ülke kanunlarına ya da uluslararası hukuka tabidir. Bazı durumlarda uluslararası standartlara göre hazırlanıp genel kabul görmüş anlaşmalar kullanılabilir. Vergilendirme açısından yurtiçi ve yurtdışı kaynaklı finansmanda farklılıklar oluşur. (Örneğin yurtiçinde yerleşik bankalara gelirleri üzerinde uygulanan 5% BSMV gibi.)

2.2.2. Çok Taraflı Uluslararası Fonlar

Çok çeşitli amaçlarla (ülke ihracatını destek, bölgesel kalkınma, sosyal amaçlı vb.) kurulmuş yurtdışı kaynaklı kuruluşlardan (örneğin IFC, EBRD, Dünya Bankası, FMO, DEG, vb.) gerekli koşullara uyularak sağlanabilen, genellikle uzun vadeli ve döviz cinsi kredilerdir. Yurtiçi piyasalarda bulunamayan uzun vadelere çıkılabilmesi en önemli avantajıdır. Çok taraflı uluslararası fonlardan sağlanan krediler ağırlıklı olarak yatırım finansmanında, zaman zaman da refinansman amacıyla kullanılır. Dünya Bankası, EBRD ve IFC kredilerinin kurum standartları doğrultusunda hazırlanması gereken detaylı başvuru dokümantasyonları ve sağlanması gereken kriterleri mevcuttur. FMO ve DEG, Hollanda ve Almanya Kalkınma Bankaları olarak bu kurumlardan biraz daha farklı statüde olup Türkiye'deki özel şirketlere yatırım yapma tecrübeleri itibarıyla örnek olarak verilmiştir. Yatırım projelerinde özellikle makinaların alımında ithalat yapılan ülkenin garantisıyla özel kuruluşlar, ECA (Export Credit Agencies), üzerinden finansman sağlanabilmektedir.

2.3. Sermaye Piyasaları

Bono, tahvil gibi borçlanma ürünlerinin yanı sıra varlığa dayalı menkul kıymetler gibi yapılandırılmış enstrümanların yatırımcılara arzlarını da içerir. Kurumsal yatırımcıların yanında bireysel yatırımcılara da yönelik olabilirler. Şirket açısından yüksek şeffaflık, ön hazırlık ve çeşitli piyasa düzenleyicilerinin getirdiği kurallara uyum gerektirir.

2.3.1. Borçlanma Senetleri

Koşulları banka kredilerine göre daha standarttır. Ürünlerin yapılandırılmasında finans kurumları ve diğer danışmanlarla (hukuk, vergi vb.) çalışılır, ve ortaya çıkan sabit maliyetin kabuledilebilir olabilmesi için sağlanacak finansmanın belli bir miktarın altına düşmemesi gerekir. Ülkemizdeki yurtiçi sermaye piyasaları henüz gelişmekte olduğundan çoğunlukla yurtdışı piyasalara yönelik ihraçlar yapılmaktadır.

Ülkenin kredi notu, borçlanma maliyeti gibi etkenler dolayısıyla yurtdışı ihraçların sayısı da sınırlı kalmıştır. Sermaye piyasalarından sağlanan krediler şirketin işletme sermayesi ihtiyacının finansmanında, yatırım finansmanında veya refinansman amacıyla kullanılır.

Finansman Bonosu (commercial paper) şirketlere doğrudan piyasalardan düşük maliyet ile kısa vadeli borçlanma alternatifi yaratır. Teminat cinsine göre çeşit-

lendirilmiştir; garanti kaydı taşımayabilir, taahhüt edilmiş banka kredisi ile desteklenmiş olabilir, banka veya hazine garantisi taşıyabilir veya bir şirketin müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini içerir. Ancak sermaye piyasalarının yeterli derinliğe ulaşmamış olması yatırımcı kısıtlaması getirmekte ve pratikte finansman bonusu ihracını zorlaştırmaktadır.

Orta ve uzun dönem döviz bazında **tabviller** yatırım projelerinin finansmanında ve vade yapısı bozukluklarının düzenlemelerinde kullanılabilir. Tahvil sahipleri şirket üzerinde bir ortaklık hakkına değil, ancak alacaklılık hakkına sahip olurlar. Ancak döviz cinsinden tahvil ve bonoların kaynak kullanım destekleme fonuna tabi olması ile maliyetleri oldukça yükseltmekte ve pratikte uygulanmasını engellemektedir.

Hisse senedine çevrilebilir tabvil, borçlanma senedi ile hisse senedi arasında bir üründür. Hisse senedi ihraç etmek isteyen, ancak bunun için mevcut şartları uygun bulmayan (henüz büyüme başlangıcında, projeleri hayata geçmemiş, mevcut piyasa koşullarında değerlemeleri düşük bulan) şirketler açısından bir özkaynak sağlama alternatifi yaratır. Sermaye Piyasası mevzuatında şirketin kendi hisselerine çevrilebilir tahviller (convertible bonds) düzenlenmiş, ancak şirketin kendi hisseleri dışında sahip olduğu başka bir hisse senedine çevrilebilir tahviller (exchangable bonds) konusunda düzenleme yapılmamıştır. Hem ihraç aşamasında hem de ikincil piyasada fiyatlama konusunda yaşanan zorluklar nedeniyle yeterince gelişmemiştir ve vadenin uzun olması talebi olumsuz etkilemektedir.

Menkul kıymetleştirme (securitization) likit olmayan ve genellikle sözleşmelerden doğan yükümlülüklerin bir araya getirilerek bir havuz oluşturulması ve bu havuza dayalı menkul kıymet ihracı olarak tanımlanabilir. Şirketler kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya sermaye piyasası mevzuatı uyarınca temellük edecekleri alacakları karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ihraç edebilirler. Mevzuata göre yetkilendirilmiş Genel Finans Ortaklıkları kaynak şirketin alacaklarını temlik eder ve karşılığında VDMK ihraç ederler. Alacak portföyünün fiyatlandırılması söz konusu olduğundan kredibilitiyi artırmak için güvence mekanizmaları gerektirmektedir.

Yukarıda sayılan finansman bonusu, tahvil ve varlığa dayalı menkul kıymet için detaylı bilgilere (yükümlülükler, maliyet, vb.) TÜSİAD yayınlarından Türkiye Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler Raporu'ndan ulaşılabilir.

2.3.2. Halka Arz

Halka arz şirket hisselerinin bir kısmının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası aracılığıyla halka satışdır. Ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması yoluyla sermaye artışı yapılması ve artırılan sermayenin halka arz edilmesiyle şirket bünyesine veya mevcut hissedarların hisselerinin halka arzıyla doğrudan hissedarlara finansman sağlanmış olur.

Halka arz getirdiği yükümlülükler ve halka arz süreci itibariyle dikkat ve zahmet gerektiren bir yöntemdir. Halka arz maliyeti aracı kurumların komisyonu, reklam harcamaları, hisse kotasyonu için SPK ve İMKB'ye ödenecek bedellerdir; ki bunların en yüksek tutarı aracılık komisyonudur. Tüm halka arz masraflarının hisse satışından elde edilecek fondan sağlanacağı düşünülürse şirketin bu finansman kaynağı için ekstra bir ödeme kabiliyeti yaratmasına gerek yoktur. Ancak hisselerin satış bedeli ve şirketin değerinin belirlenmesi en önemli noktalardır. Banka kredileriyle karşılaştırıldığında ana paranın (halka arz getirisinin) geri ödemesinin olmaması cazip gözükmekteyse de karşılığında şirketin hisselerinin satıldığı ve şirkete (azınlık da olsa⁵) yeni ortakların girdiği gerçeği unutulmamalıdır.

Şirket değerinin hesaplanması ve halka arz edilebilir hisse değerinin bulunması için çoğunlukla şirket değeri üzerinden halka arz iskontosu yapılır. Şirket değerinin hissedarlar açısından en gerçekçi ve yüksek, ama aynı zamanda yatırımcılar açısından en cazip fiyatı yansıtması gerekir. Fiyatlama, piyasa verilerine ve İMKB performansına bağlı değişebilecektir. Tüm halka arz hazırlıkları tamamlanmış ve fiyatlama anlaşılmış bile olsa halka arzın gerçekleşmesi piyasaya endekslidir. Dolayısıyla en doğru zamanda en doğru fiyatla halka arz gerçekleştirilmelidir.

Şirketin halka arz sonrası borsaya kote olması şirkete ek yükümlülükler getirmektedir. Şirket bundan sonra Sermaye Piyasası Mevzuatı'na ve bağımsız denetime tabi olacak ve özellikle bilgi paylaşımında (finansal raporların yayınlanması, açıklama zorunluluğu olan durumlar, vb.) açık olacaktır.

Şirket esas faaliyetlerinden kar sağlamasına rağmen üzerindeki birikmiş finansman yükü nedeniyle kar yaratamıyorsa halka arz yeni bir finansman kaynağı olabilir. Ayrıca faaliyet konusu içinde benzer bir alana veya kapasite artırımı veya yeni bir ürüne yatırım yapmayı ve bu yatırım ile karını ve büyümesini artırmayı planla-

(5) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 'ndaki şirketlerin halka açıklık oranı %25'ler seviyesindedir.

yan şirketler de halka arzı düşünebilir. Halka arza uygun şirketler belli bir büyüklüğe gelmiş ve/veya büyüme ve halka arz geçmişine sahip şirketler olmalıdır.

2.4. Ortaklık/Hisse Transferleri

Ortaklık tanımını (halka arz hariç olmak üzere) her türlü hisse transferi şeklinde ifade edilebilir.

2.4.1. Stratejik Ortaklık ve Şirket Birleşmeleri

İki ya da daha fazla şirketin tek bir şirket çatısı altında faaliyetlerinin toplanması şirket birleşmeleri kanalıyla gerçekleştirilir. Şirketin çoğunluk hissesinin aynı sektörde faaliyet gösteren başka bir şirkete satılması stratejik ortaklıktır. Stratejik ortak genel olarak uluslararası sektör liderleri arasındaki şirketlerden biridir. Uluslararası olması şart olmayıp şirketin kendisinden büyük, belirli açılardan (satış, pazarlama, dağıtım, üretim, teknoloji, know-how, vb.) daha güçlü konumda bir şirket ile stratejik ortaklık yapması da mümkündür. Kurumsallaşma ihtiyacı, finansman sıkıntısı, sermaye ihtiyacı, ortaklar arası anlaşmazlıklar, aile şirketlerinde hisse intikal problemleri, hissedarlara likidite sağlanması, hızlı büyüme hedefleri, yaratılacak sinerji ile verimlilik ve karlılık artışı, şirket değerini artırmak stratejik ortaklık nedenlerinden başlıcalarıdır. Kuvvetli bir müşterinin veya ilişkide bulunan diğer partilerin şirket üzerinde yarattığı baskı da stratejik ortaklık ile çözümlenebilir.

Şirket stratejileri doğrultusunda hissedarların belirli miktardaki hisselerini stratejik ortağa/ortaklara satmaları hissedarlara veya rüçhan haklarını kısıtlayarak sermaye artırımıyla ihraç edilen hisselerin stratejik ortağa satışıyla şirkete finansman sağlanacaktır. Bu şekildeki finansman kaynağının maliyeti uzun vadeli olarak hesaplanmalıdır. Uzun vadede yeni gelen stratejik ortağın sinerji yaratarak şirketi hızlı büyüme ve yüksek karlılık seviyelerine ulaştırması şirket değerini artıracak, dolayısıyla hem kar payı hem de hissedarların elindeki hisse değerleri artacaktır. Ne ucuz bir finansman alternatifi olarak görülmeli ne de şirketin çoğunluk hissesinin stratejik ortağa satılmasıyla şirketin kaybedildiği düşünülmelidir. Şirket değerlemesi tüm ortaklık ve halka arz projeleri için kritik bir faktördür. Şirketin mevcut yapıda gelecekte yaratacağı değer ile stratejik ortakla birlikte yaratacağı değer arasındaki fark ve yeni yapıdaki hisseler oranındaki getiri dikkate alınmalıdır.

2.4.2. Finansal Ortaklık (Doğrudan sermaye yatırımları)

Şirketin belli oranda (çoğunlukla %10 ila %30 arasında) hissesinin belli koşul ve zaman aralığı için finansal kuruluşlara satılması olarak özetlenebilir. Finansal orta-

ğın (özel sermaye fonları - *private equity*) amacı şirkete büyümesi ve daha karlı hale gelmesi için finansman sağlamak ve şirketin bu getirilerinden pay elde etmektir. Bu fonlar belli büyüklüklere ulaşmış, faaliyet karlılıkları yüksek, hızlı büyümekte olan, önemli pazar payları ve önemli sektöre giriş engelleri yaratmış şirketleri tercih ederler. Finansal sıkıntı nedeniyle faaliyetleri, büyümesi etkilenen veya finansman kaynaklarına ulaşamamaktan dolayı karlı projelerini gerçekleştiremeyen şirketler, finansal ortaklık yoluyla giren sermaye sayesinde değer yaratır ve bu değer şirket (dolayısıyla şirket sahipleri) ve fon arasında ileride paylaşılır. Fonlar, belirlenen zaman diliminden daha uzun vadede şirket bünyesinde kalmayı tercih etmez, şirkete yatırdığı parayı belli getiri oranıyla geri alıp şirketten çıkmayı hedefler. Ortaklık koşullarında finansal ortağın beklentileri, performans kriterleri, getiri oranları ve hisselerin geri satış koşulları belirlenir.

Ülkemiz koşullarında finansal ortaklık konusunda halen yeterli finansal fon bulunmamaktadır. Diğer yandan finansal fonların getiri beklentilerini, bilgi açıklığı ve yönetim anlayışını sağlayabilecek şirket sayısı da oldukça azdır. Finansal fonların bir çoğunun işlem büyüklüğü sınırlamaları mevcuttur, belli bir tutarın altındaki işlemlere fon yatıramayacakları gibi ortaklık öncesi oldukça detaylı bir şirket inceleme çalışması gerektirmektedirler. Faaliyet gösteren başlıca uluslararası fonlar; AIG Blue Voyage, Soros, Turkven, Commercial Capital'dır, ayrıca Vakıf ve İş Risk Sermayesi, FMO ve DEG gibi kuruluşlar da finansal ortaklık projeleri gerçekleştirmektedirler.

Finansal ortaklıkları ucuz sermaye olarak değerlendirmemek gerekmektedir. Aksine fonlar yatırım yaptıkları şirketlerden, daha fazla risk nedeniyle, kredi veya borsada işlem gören hisselerden çok daha fazla getiri beklemektedirler. Yatırımcı için yüksek olan risk ise yatırım yapılan şirket açısından, kredilere kıyasla daha düşük kalmaktadır. Bankalar borç verdikleri şirketlerden belli takvime göre faiz ve ana para ödemeleri beklerken, fonlar şirketi böyle bir yükümlülüğe sokmamaktadırlar. Fonların beklentisi ise, 2-5 yıl gibi uzunca bir süre sonrasında şirketteki yatırımlarını borsaya açılarak veya bir stratejik yatırımcıya satarak nakde çevirmektir veya yeteri kadar nakit akımı yaratılmışsa, şirket ortaklarına geri satışı da çıkış yöntemi olarak kullanabilmektedirler.

2.4.3. Ortak girişim (joint-venture)

Şirketlerin yeni iş kollarına yatırım yapacakları durumlarda ortak girişim kurmaları uygun finansman kaynağı sayılabilir. Ortak girişim iki grubun belirlenen ortak hissedarlık şartlarıyla aynı ve nakdi sermaye koyarak yeni bir şirket kurmasıdır. Ör-

neğin kargo alanında faaliyet gösteren bir şirket benzer ama farklı bir alan olarak lojistik işine girmek istediğinde lojistik alanında teknoloji, know-how ve tecrübe sahibi uluslararası bir şirket ile joint-venture kurarak yatırım finansmanını ortak şirketle paylaşmış olacaktır. Şirkete doğrudan finansman sağlayan bir kaynak olmamasına rağmen özellikle yeni iş kollarına yatırım stratejilerinin uygulanmasında etkili bir metod sayılabilir. Şirket mevcut yapısındaki bazı organizasyon ve varlıkları, diğer ortağın da know-how ve müşteri portföyünü ortaya koymasıyla başlangıç sermayenin her iki ortak tarafından karşılanarak bir şirket kurulabilir. Ortak girişim nedenleri çoğunlukla stratejik ortaklıkla örtüşmektedir, ancak güç dengesi iki ortak tarafından paylaşılmaktadır. Eşit ortaklık koşullarının söz konusu olacağı ortak girişimler kuruluş yapısı olarak en çok pazarlık yapılan ortaklık türlerinden biridir.

2.4.4. Şirket Satışı

Şirketin çıkmak istediği ürün veya iş kolunun şirket bünyesinden ayrılarak yatırımcılara satışı veya bir grubun mevcut şirketlerinden birinin satışı olarak tanımlanabilir. Şirket satışları stratejik planlama gerektirir, finansal danışmanlar aracılığıyla yürütülmesi başarılı bir satış ihtimalinin yükselmesine yardımcı olur. Şirketin daha karlı veya yüksek büyüme potansiyeline sahip farklı ürün ve iş kollarına yatırım yapmak amacıyla bazı mevcut ürün ve iş kollarından çekilmeyi tercih etmesi durumunda şirket satışı uygun bir finansman kaynağı olacaktır. Çıkılacak ürün ve iş kolundan sağlanacak geleceğe yönelik getiri tahminlerinin hesaplanarak satış fiyatının uygunluğu ölçülmelidir. Satış için yatırımcı bulunması kriter noktadır. Yatırımcılara ürün veya iş kolundan çıkış neden ve stratejileri iyi anlatılmalı ve fiyatlamada beklentiler pazarlık edilmelidir. Bu noktada finansal danışmanlardan yardım alınması faydalı olacaktır.

Şirketlerin her türlü finansman türü denemesine rağmen uygun finansman kaynağı yaratamaması veya şirketin yüksek satılabilir değere geldiğine inanılması veya hissedarların emeklilik talepleri ve yerlerine geçecek kimsenin olmaması durumlarında şirketin sürekliliğini sağlamak amacıyla şirket satışını düşünmesi uygun olabilir. Şirketin benzer veya aynı iş kolunda faaliyet gösteren veya bu alana yatırım yapmayı planlayan yerli veya yabancı bir yatırımcıya satışı şirketin sürekliliğini sağlayacaktır. Finansal sıkıntı sebebiyle fiyatlamada baskısının finansal danışmanlar aracılığıyla belirlenecek satış stratejileriyle üstesinden gelinmeye çalışılmalı, şirketin en iyi fiyata şirket operasyonlarını başarılı şekilde devam ettirebilecek bir yatırımcıya satılması sağlanmalıdır.

3. Finansman Türünün Belirlenmesi

3.1. Önemli Noktalar

Finansman ihtiyacının belirlenmesi doğru finansman türünün seçilmesi açısından önem kazanmaktadır. İç ve dış etkenlerin analizinin yanı sıra şirketin hedefi (Bkz. II. 3 Şirketin Hedefi ve Finansman Kararlarına Etkileri) finansman kaynağının tespit edilmesinde etkilidir. Şirketin tüm finansman türlerinden haberdar olması, bu finansman türlerinin maliyetlerini incelemesi ve koşullarını gözden geçirmesi gerekmektedir. Nakit akışı tabloları finansman türünün belirlenmesinde araç olarak kullanılabilir. Şirketin serbest nakit akımları üzerine, kullanılması planlanan finansman türünün maliyet ve getirilerinin eklenmesiyle elde edilecek net durum, şirketin ödeme kabiliyeti ve finansman kaynağından sağlayacağı yararların belirlenmesinde faydalı olacaktır.

Bazı finansman türlerinde miktarın uygulama sınırlamaları getirmesi finansman ihtiyaç tutarının net belirlenmesini gerektirmektedir. Ayrıca ihtiyaç duyulan vade yapısı da finansman türü belirlenmesinde seçici rol oynayacaktır. Geri ödeme özkaynak, halka arz ve ortaklık gibi finansman türlerinde fiili olarak söz konusu değilken dış borçlanmalarda dikkat edilmesi gereken bir unsurdur. Faiz ve maliyet tüm finansman türleri için karşılaştırmalı değerlendirilmelidir.

Fon yaratıcı kaynaklar dışında ayrıca risk dağıtma amaçlı türev ürünlerin kullanılması tercih edilebilir. Future Kontratlar ile ilgili daha detaylı bilgi için TÜSİAD yayınlarından Türkiye Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler Raporu'nun Ek-1 İncelenen Ürünlerin Mevcut Durumu bölümüne başvurulabilir.

• **Miktar**

Finansman, şirketin ihtiyacını karşılayacak miktarda olmalıdır. Yapılandırılmış finansman ürünlerinde ya da sermaye piyasalarına yapılan ihraçlarda (örneğin yurtdışı tahvil ihracı, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı) sabit maliyetin yüksekliğinden dolayı borçlanma belirli minimum miktarların altında gerçekleştirilmez. Şirketler bazı durumlarda finansal piyasa koşullarında olabilecek değişiklikleri dikkate alıp ilerdeki ihtiyaçlarını da düşünerek güncel ihtiyacın bir miktar üzerinde borçlanmayı seçebilirler. Finansman kaynağının şirkete miktar kısıtı sözkonusu olabilir. Finansman kaynağının şirketin kredibilitesi doğrultusunda ve/veya kanuni olarak şirkete tahsis edebileceği kredi limiti önemli bir kriterdir. Örneğin Türk Eximbank'ı aracılığıyla kullanılan ihracat kredilerinde şirkete tanınan azami kredi limiti tanımlanmıştır.

- ***Vade Yapısı***

Finansman ihtiyacına ve özellikle geri ödeme planına uygun olabilmesi gerekir. Yurtiçi kaynaklarda vade birkaç yılla sınırlı kalırken, yurtdışından sağlanan finansmanlarda çeşitli koşullar yerine getirildiği durumlarda 5-10 yıla kadar vade sağlanabilmektedir. Şirketin bir faaliyet dönemi içerisinde, genellikle bir yıla kadar ödeme zorunluluğunda olduğu borçları kısa vadeli finansman olarak tanımlanır. Şirket kısa vadeli finansmanı genellikle döner aktiflerini fonlamak üzere kullanır. Tercih edilmemesi gereken ancak uygulamada zaman zaman rastlanan bir durum ise sabit değerlerin kısa vadeli finansman yoluyla fonlanmasıdır. Orta vadeli finansman tanımına genellikle vadeleri 1-5 yıl arasında olan, uzun vadeli finansman tanımına ise vadeleri genellikle 5 yıldan fazla olan fonlamalar girer. Şirket, orta ve uzun vadeli finansmanı özellikle yatırımın finansmanında veya refinansman amacıyla kullanır.

Finansman kaynağının şirkete vade kısıtı da olabilir. Finansman kaynağı, şirketin/projenin değerlendirilmesi doğrultusunda vadeyi belirlemek isteyecektir.

- ***Geri Ödeme***

Anapara geri ödemesi vadede tek bir seferde (bullet) olabileceği gibi, azalan bakiyelerle (amortizing) kısmi ödemeler şeklinde de olabilir. Özellikle yurtdışı ihracat kredi kuruluşlarınca sağlanan finansmanlarda projenin türüne ve nakit yaratmaya başlayabilme kapasitesine göre anapara geri ödemesiz belli bir süre (grace period) elde edilebilmektedir.

- ***Faiz Cinsi***

Sabit (fix) veya değişken (floating) şekilde belirlenebilir. Döviz kredilerinde değişken faiz uluslararası bankalararası piyasalarda kullanılan çeşitli referans (örneğin LIBOR, EURIBOR, vb.) oranlara endekslenebilir. Faiz oranlarının düşmesi beklendiği ortamlarda düşüştüğü yararlanmak için değişken faizle borçlanmak daha mantıklıdır. Ters durumlarda, faiz artışlarından etkilenmemek için sabit faizle borçlanılır. Şirket türev enstrümanlar kullanarak belli dönemlerde sabit faizden değişken faize, değişken faizden sabit faize geçmeyi de tercih edebilir.

- ***Para Birimi***

TL ya da döviz cinsi olabilir. Finansmanın sağlandığı para biriminin finansmanın kullanılacağı para birimiyle aynı olması geri ödeme sürecinde kur ve parite ha-

reketlerinden doğacak potansiyel riskleri önler. Farklı para birimleri sözkonusu olacaksa, şirket yine türev enstrümanlar kullanarak potansiyel risklerini yönetebilir. Bu enstrümanları kullanırken şirkete bir maliyet doğuyorsa, bu da finansman maliyeti içerisinde değerlendirilmelidir.

- ***Teminat***

Özellikle banka kredilerinde, kredi riskini azaltmak için finansmanı sağlayan tarafın talep ettiği teminatlar olabilir. Taşınmaz varlıklar, menkul kıymetler, nakit ya da çeşitli alacaklar teminat olarak gösterilebilir. Teminat, finansmanı kullanan borçlu tarafından olduğu gibi, herhangi başka bir garantör ya da hissedarlar tarafından da sağlanabilir.

- ***Kullanım Süresi***

Şirketin sağlanan finansmanı belirli bir süre kullanıma hazır olarak tutabilmesini sağlar. Gerçekleşmesi kesinleşmemiş projeler için borçluya esneklik sağlar. İleriki bir tarihte doğacak finansman ihtiyacı için gereksiz faiz yükünü önler. Bunun da şirkete bir maliyeti olacaktır.

- ***Kullanım Şartları***

Taraflar arasında yapılan sözleşmelerde finansmanı sağlayan tarafın borçlu şirket üzerine şart koştuğu özel kullanım şartları (covenant) olabilir. Bu şartlarla şirketin geri ödeme yeteneğinin zamanla değişimi ve mali durumu izlenmeye çalışılır. Kanuni şartlar da kullanım şartları içerisinde değerlendirilmelidir. Örneğin, şirketin ihracatının finansmanı amacıyla kullandığı yurtiçi kaynaklı döviz krediler için ihracat taahhüdü şartını yerine getirmesi kanuni bir zorunluluktur. Çok taraflı uluslar arası fonlardan IFC ve ECA'lerin (export credit agency) henüz yatırım finansmanını değerlendirme aşamasındayken yatırımın çevreye zarar vermeyeceğinin belgelenmesini talep etmeleri de kredilerin farklı kullanım şartları olabileceğine bir örnektir.

- ***Maliyet***

Toplam finansman maliyetini oluşturan belirli bileşenler borçlanma faizi, kupon ödemesi, komisyon ödemesi, çeşitli vergi ve harçlar, danışmanlık hizmet bedelleri ve diğer çeşitli giderler olarak sayılabilir. Halka arz ve ortaklık projelerinde ve öz kaynak kullanımında alternatif maliyetlerin hesaplanması doğru olacaktır. Finansman kaynaklarına göre (getiriler ve karşılığında verilen nakdi ve aynı değerler dik-

kate alınarak) karşılaştırmalı maliyet analizi yapılması finansman türünün belirlenmesinde en önemli noktalardan biridir.

- ***Nakit Akışlarının Yeterliliği***

Şirket finansman kararını verirken, olası finansman maliyetini de dikkate alarak, kredinin kendini geri ödeme kabiliyetini ve bunun ne kadar sürede gerçekleşeceğini münferiden değerlendirir. Ayrıca kredi geri ödemeleri ile kredi girişleri bütçesine entegre ederek proforma nakit akımını da öngörür.

3.2. Finansman Kaynağına Ulaşılabilirlik

Şirketler ihtiyaçlarını ve piyasa koşullarını değerlendirdikten sonra hedefledikleri finansman kaynağını belirlerler. Kaynağın kullanımı için harekete geçerken öncelikle kendilerine en uygun özelliklere (en ucuz, en hızlı sonuçlandırılabilir, en az veya kolay yapılabilir dokümantasyon gerektiren vb.) sahip seçenektan başlarlar. Finansman kaynağına göre izlenecek yöntemler basitten karmaşığa doğru sıralanır. Her seçenek değişik bir süreç içerir. Şirketlerin büyüklük, faaliyet alanı, şeffaflık gibi özelliklerinin seçtikleri finansman türü için uygun olması, şirket yönetiminin ve hissedarlarının finansmanın şart koşacağı aşamalara hazır olmaları gerekir. Yurtiçinde uzun ticari ilişkilere sahip olunan bir bankayla kısa vadeli bir kredi tahsisi için gereken süreç yurtdışında yapılacak bir tahvil ihracı için gerekenden çok farklıdır.

B Ö L Ü M

EKLER

IV. Ekler

1. Anket Sonuçları

Bu çalışma kapsamında Türkiye’de finansal olmayan şirketlerin iş stratejileri, planlama, kurumsal yönetim ve risk yönetimi ve finansman ihtiyaç belirleme ve finansman kaynağına ulaşılması açısından durumun ne olduğunu tespit etmek amacıyla bir anket çalışması yapılmıştır. Bu bölümde, Ekim 2003’te gerçekleştirilen ve TÜSİAD üyesi 30 şirket tarafından cevaplanan **TÜSİAD Anketi**’nin sonuçları özetlenmektedir.

Ankete katılan 30 kuruluşun ciro büyüklüğü 5 milyon ABD Doları ile 1 milyar ABD Doları arasında değişmekle birlikte en büyük ağırlık 100-250 milyon ABD Doları kategorisindedir ve diğer çoğunluk 250 milyon ABD Doları’ndan yüksek cirolu şirketlerdir. Aktif büyüklüğü olarak bakıldığında %64’ü 100 milyon ABD Doları’ndan yüksek toplam varlıklara sahiptir.

milyon US\$	Ciro	Aktif büyüklük
1000 +	17%	20%
251 - 1000	20%	28%
101 -250	37%	16%
51 -100	13%	16%
21 -50	10%	20%
6 -20	3%	0%
0 - 5	0%	0%

• Hedef ve Vizyon

İş kollarının çeşitlendirilmesi ve hedef kitlesi şirketler tarafından iş stratejilerinde en etkili faktörler olarak belirlenmektedir. İş stratejilerinin uygulanabilmesi için gerekli bilgi ve iletişim sistemlerinin, ve aynı zamanda çalışanların motivasyonunun gerekli şartların başında geldiği düşünülmektedir. Süreçlerin verimliliğini belirleyen performans kriterleri kullanılması, stratejik hedef doğrultusunda iş ve yönetim süreçlerinin işleme ve stratejik planlama teknolojilerinden faydalanılması ortak görüş olarak belirlenmiştir.

- **Etkili Kurumsal Yönetim**

Anket kapsamındaki şirketler etkili kurumsal yönetim anlayışı ve ortamının sağlanması için çoğunlukla bağımsız mali denetim yaptırmaktadır. Uygulama örneklerinde ikinci sırayı uluslararası muhasebe standartlarına uyulması ve şirket yöneticilerinin yazılı hedeflerle çalışması gelmektedir. Ankete katılanların %70'inden fazlasını cirosu 100 milyon ABD Doları'ndan yüksek şirketlerin oluşturduğu düşünüldüğünde bağımsız denetim ve uluslararası muhasebe standartları genel uygulama olarak görülebilmektedir. Ancak daha düşük ciro lu ve Türkiye'deki çoğunluk şirketlerde bu uygulamalara sık rastlanmamaktadır.

- **Bütçe, Planlama**

Türkiye genelinin aksine anket kapsamındaki şirketlerin büyük bir çoğunluğunda genellikle 3 yıl ve daha uzun süreler için bütçe ve planlama yapılmaktadır. Türkiye'de çoğunluğu oluşturan küçük ve orta ölçekli bir çok şirkette bütçe yapılmasına rağmen henüz bir yıldan uzun vadeli planlama yapılmamaktadır. Anket kapsamındaki şirketlerde bütçe/fiili takipleri aylık olarak yapılmakta, üçer aylık dönemlerde bütçe revizyonu gerçekleştirilmektedir. Büyük şirketlerde (anket kapsamı doğrultusunda 100 milyon ABD Doları'ndan yüksek ciro lu şirketler) bütçe ve planlama uygulamalarının gerçekleştirildiği sonucu çıkarılabilir.

- **İletişim ve Kontrol Mekanizmaları**

Anket kapsamındaki şirketlerin büyük çoğunluğunda SAP, Oracle, MRP II gibi entegre bilgi sistemleri alt yapısı bulunmakta, ancak veri girişleri süreç sahipleri tarafından yapılmaktadır. Şirketlerin bir çoğunda kilit performans göstergelerinin izlendiği score card'lar kullanılmaktadır. Yönetim kurulu toplantıları çoğunlukla 3 aydan kısa dönemlerde yapılmakta, bunun dışında bir çoğunda aylık veya haftalık yönetim toplantıları gerçekleştirilmektedir. Anket kapsamındaki şirketler örnek şirket olma yolunda bir çok uygulamayı gerçekleştirmelerine rağmen yönetim kurullarında bilgili bağımsız üye bulundurmamaktadırlar. Şirketlerin tamamında bağımsız denetim uygulanırken ilk sırada vergi usul kanunu, ikinci olarak da uluslararası muhasebe standartlarına göre denetim yapılmaktadır.

- **İç ve Dış Faktörlerin Analizi**

Şirketlerde likidite durumu ile ilgili öncelikle nakit akış tahminleri ve alacak, stok, borç devir hızları dikkate alınmaktadır. İşletme sermayesi ihtiyacı için alacak,

stok, borç politikaları, satın alma ve satış koşulları ve imalat (veya mal tedarik) süreleri kullanılmaktadır. Şirketlerin finansal yapısının belirlenmesinde ekonomik koşulların en önemli faktör olduğu düşünülmektedir, bunu şirketin hedefleri, finansman maliyeti ve finansman vade salınımları izlemektedir. Faaliyet karlılığı ise kar marjına bakılarak değerlendirilmekte, ayrıca bütçe karşılaştırmalarının, ekonomik konjonktürün ve faaliyet karı ve net karın net satışa oranlarının faaliyet karlılığını değerlendirmede önemli faktörler olduğu kabul edilmektedir. Yatırım kararlarında ise en etkili faktör yatırımın getirisi olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer etkili faktörler ise sırasıyla şirketin büyüme hedefi ve stratejisi, pazarın durumu ve reel büyüme hızı, ve yatırımın maliyetidir.

Ülke içi krizin şirketi en çok etkileyen dış etken olduğu gözlenmekte, devalüasyon ve kurdaki dalgalanmaların ikinci önemli dış etken olduğu, rekabet ve ekonomik büyüme/küçülmelerin diğer önemli dış etkenlerden olduğu düşünülmektedir.

• **Uygun finansman modelinin bulunması**

Şirketlerin finansman ihtiyacının oluşmasında sabit borçların refinansmanı en önemli rolü oynamakta, daha sonra sırasıyla yatırım projeleri, likidite sıkışıklığı ve en son olarak işletme sermayesi gelmektedir. Finansman ihtiyaçları genelde yerli ve yabancı bankalardan sağlanmakta, yurt içi ve yurt dışı sermaye piyasaları ve finansal veya stratejik ortaklık şirketlerin büyük çoğunluğu tarafından hiç bir zaman kullanılmamaktadır. Vergi ve hukuk danışmanlığından yararlanılmasına rağmen yatırım danışmanlığı nadiren ve hiç bir zaman, kredi derecelendirme danışmanlığı ise çoğunlukla hiç bir zaman şirketler tarafından başvurulmamıştır. Finansman seçiminde önem verilen faktörlerde finans kurumlarıyla iyi ilişkiler ilk sırayı almakta, kullanım esnekliği onu takip etmektedir. Vade yapısı ve maliyet ise en az önem verilen faktörlerdendir. Buradaki önem sıralaması şirketin finansla gücüyle doğrudan ilintilidir. Kurumlar güçlü olduklarına inandıkları şirketlere karşı oldukça esnek politikalar uygulayabilmekte, şüphe duydukları noktada teminat öne geçmektedir.

2. Risk Terimleri Sözlüğü

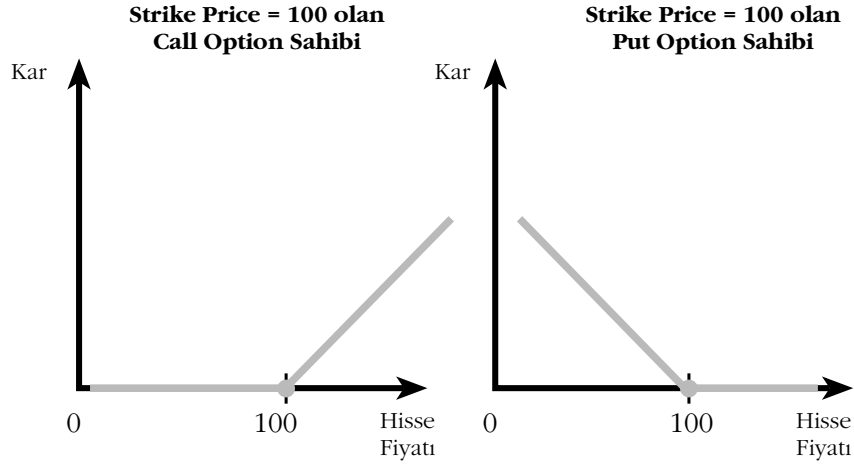
- **CRO (Chief Risk Officer):** Son yıllarda büyük şirketlerde risk yönetiminden sorumlu üst düzey yöneticiye verilen ünvanıdır. CRO pozisyonu özellikle son yıllarda Kuruluş Çapında Risk Yönetimi (Enterprise-wide Risk Management) anlayışının yaygınlaşması ile önem kazanmıştır.
- **Enterprise-wide Risk Management:** Bir kuruluşun bütün risklerini tek ve bütünleşik bir portföy konsepti içinde yönetme esasına dayalı bir risk yönetimi felsefesi.
- **Forward İşlemleri (Forward Transactions):** Döviz piyasalarında gerçekleştirilen vadeli alım/satım işlemleridir. Forward kontratlar sahiplerine belli bir varlığı, kontrat yapılırken belirlenmiş bir tarihte ve yine kontrat yapılırken belirlenmiş fiyattan alma/satma yükümlülüğü getirirler.
- **FRA (Forward Rate Agreements):** Firmanın kendisini faiz riskine karşı korumasına yarayan bir finansal enstrümandır. Gelecekte bir tarihte, faizi bugünden belirlenmek üzere, borçlanma ve borç verme için yapılan forward bir kontrattır. Borçlanma faizi bugünden sabitlenmek istendiğinde FRA alınır; getiri faizi bugünden sabitlenmek istendiğinde ise FRA satılır.
- **Futures Piyasaları (Futures Markets):** Standartlaştırılmış forward sözleşmelerin işlem gördüğü organize piyasalardır. Futures kontratlar, standartlaştırılmış miktarda bir mal/kıymeti, kısıtlı vade tarihi seçeneklerinden (Mart, Haziran, Eylül, Aralık) birinde satın alma/satma yükümlülüğü yaratır. Commodity futures, euro/dolar futures, index futures gibi birçok çeşidi var.
- **Korelasyon (Correlation):** Korelasyon katsayısı, riskli iki değişkenin arasındaki ilişkinin ne ölçüde güçlü olduğunu gösterir. Aradaki ilişkinin derecesine göre katsayı "+1" ve "-1" arasında değişir. Eksi değer ters yöndeki ilişkiyi göstermektedir. Bir portföyde yer alan varlıklar arasındaki korelasyon, portföy riskini etkilediğinden çok önemlidir.
- **Kredi Riski (Credit Risk):** Kredi kayıplarındaki değişimden kaynaklanan dalgalanmalardır. Bir finansal sözleşme kapsamında karşı tarafın ya da borç veren kurumun finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle ortaya çıkan risktir.

- **Kur Riski (Exchange Risk):** Döviz kurlarında meydana gelen değişikliklerden dolayı gerçekleşebilecek zarar olasılıklarıdır.
- **Monte Carlo Simülasyon Yöntemi (Monte Carlo Simulation):** MCS yönteminde, tarihsel volatiliteler ve korelasyonlar baz alınarak ve bir tesadüfi rakam jeneratörü kullanılarak, bunlara dayalı beklenen değişim senaryoları üretilir. Bu değişimlerin, spot ve forward oran ve fiyatlara eklenmesiyle gelecekteki oran ve fiyat senaryoları elde edilir. Bu yöntem, karmaşık analitik ilişkiler içeren portföylerin riskinin bilgisayar yardımıyla kolayca analiz edilebilmesini sağlar.
- **Operasyonel Risk (Operational Risk):** Yetersiz veya yanlış çalışma yöntemleri, kişi ve sistemlerden veya dışsal olaylardan kaynaklanacak dalgalanmalardır. İnsan hatalarından, teknolojik problemlerden ya da çevresel etkenlerden vb. kaynaklanan riskleri kapsar. En ünlü operasyonel risk örneği, tarihi Barings Bank'ın, tek bir çalışanın kural dışı işlemleri nedeniyle bir gecede batmasıdır.
- **Opsiyonlar (Options):** Sahibine belirli bir varlığı (emtia, döviz, hisse senedi), belirli bir tarihte, belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı verir. Opsiyon alma hakkına "**call option**", satma hakkına ise "**put option**" adı verilir. Örneğin IBM hisse senedini 1 ay sonra 50 dolardan alma hakkı (değeri hisse senedi değerine bağlı olan opsiyon).

Opsiyon Primi (premium) alıcının, opsiyon satıcısına bu hakkı almak için ödediği bedele denir. Prim, opsiyon alıcısının edebileceği maksimum zararı gösterirken, satıcının da edebileceği *maksimum karı* gösterir.

Opsiyon uygulama fiyatı (strike price), opsiyonun önceden belirlenmiş kullanım fiyatıdır.

Aşağıdaki grafikte, opsiyon uygulama fiyatı 100 olan call ve put opsiyon sahibinin, fiyat değişimine göre kar durumu gösterilmiştir.



Friday, October 17, 2003

Mustafa Darman

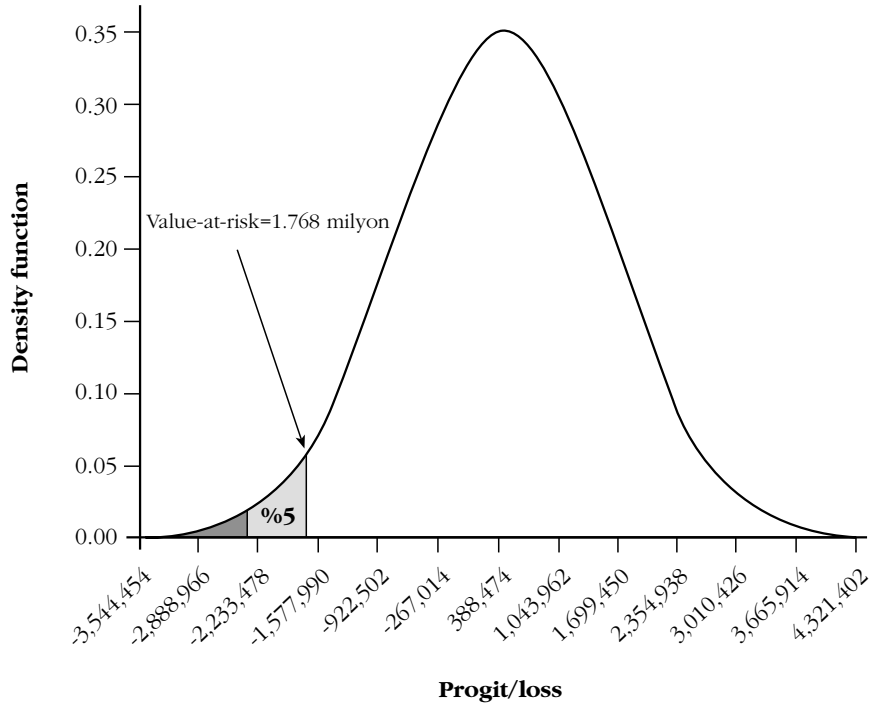
24



- **Piyasa Riski (Market Risk):** Piyasa fiyatlarındaki değişimden kaynaklanan dalgalanmalardır. Faiz oranları, kurlar, hisse senedi ve mal fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanan riskleri içerir.
- **Risk:** Kısa anlamda, ekonomik değer ve/veya gelirdeki dalgalanmadır. Bu çalışmada benimsediğimiz tanıma göre "kontrol edemediğimiz dışsal bazı faktörlerin iş sonuçlarımız üzerinde tahrip edici bir etki yapma olasılığının bulunması hali"dir.
- **Risksizleştirme (Hedging):** Gelecekteki kur riski ve fiyat hareketlerinden korunmak amacıyla yapılan tüm işlemlerdir.
- **Riske Maruz Değer (VaR):** Value at Risk (VaR), bir portföyün ya da varlığın değerinde belli bir zaman dilimi içinde ve belli bir olasılıkla meydana gelebilecek maksimum değer kaybını, geleceğe dönük bir bakışla tahmin etmeye dayanan bir yöntemdir. En kötü zararın ne olabileceğini vermemesi, dönem boyunca pozisyonların değişmediğinin varsayılması ve nereye yatırım yapabileceğinizi söylememesi VaR'ın temel kısıtları arasında sayılmaktadır.

VaR ölçütü, bankacılık mesleğinin ruhunda olan sermaye yeterliliğini sağlama güdüsü ile oldukça uyumludur. Bunu yanısıra VaR'ın, bütün varlıkların cari piyasa fiyatları ile değerlendirilmesi ("marked to market") ve varlıkların likit kabul edilmesi varsayımları da bankacılığın pratiğine uygundur. VaR uygulaması piyasa riski ölçülmesi ile başlamışsa da hızla kredi riski ve operasyonel risk alanlarına da yaygınlaştırılmıştır. Zaman içinde, risk uzmanlarının hayali olan bütün risklerin tek ve tutarlı bir model içinde bir arada ele alınması hedefine oldukça yaklaşmıştır. Bu çerçevede VaR'ın önemli bir avantajı, değişik pozisyonlar arasındaki risk ilişkilerini (korelasyonları) işin içine katabilmesi ve şirketin bütün risklerinden taşıdığı toplam riski tek bir rakam ile ifade edebilmesidir. Ayrıca her alt birimin toplam riske katkısı da kolayca görülebilmektedir.

Aşağıdaki grafikte, bir firmaya uygulanan Value-at-Risk yönteminin grafiksel sonucu görülmektedir. Buna göre firma, tanımlanan süre içinde piyasa fiyat değişimleri nedeniyle, ve %5 olasılıkla yaklaşık 1.8 milyon \$ zarar edebilir. Bu tutar, kuruluşun taşıdığı riskin VaR değerini ifade eder.



- **Senaryo Analizleri:** Önemli parametrelerin geçmişte gerçekleşmiş hareketleri veya gelecekte olası halleri dikkate alınarak portföyün elde edebileceği maksimum zararın tespit edilmesidir. Ekstrem olayın gerçekleşmesi durumunda, riski daha iyi görebilmek amacı ile RMD (Riske Maruz Değer) ölçüm metodolojisi içerisinde senaryo oluşturularak modelleme yapılmaktadır.
- **Stres Testi:** Faiz oranlarının, döviz kurlarının ve hisse senedi fiyatlarının kriz dönemlerindeki fiyat hareketleri dikkate alınarak ya da buna benzer ekstrem değerler üretilerek pozisyonların değerlendirilmesi ile gerçekleştirilmektedir.
- **Swap:** En genel anlamda iki tarafın ödemelerini, önceden belirlenmiş esas ve kurallar çerçevesinde karşılıklı olarak değiştirmeleridir.
- **Türev Piyasalar (Derivatives Markets):** İlerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Türev piyasaların tanımı forward, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir.
- **VaR /Value at Risk):** Bkz.Riske Maruz Değer
- **Volatilite (Volatility):** Bir menkul kıymetin fiyatının veya piyasanın genelinin kısa bir zaman aralığı içerisinde gösterdiği dalgalanma durumu. Oynaklığı yüksek bir menkul kıymetin fiyatında hızlı değişim ve aşırı dalgalanma özellikleri görülür. Matematiksel olarak volatilite, standart sapma ile ölçülür.

