

FİNANSMAN BONOLARI VE ÜLKEMİZDEKİ GELECEĞİ

Senan Uyanık

I. GİRİŞ

Finansman bonusu piyasası, geçici nakit fazlalıkları olan kişi ve kuruluşların yine geçici nakit sıkıntısında olan kişi ve kuruluşlarla karşılaştırılıp, kısa vadeli fonların sağlandığı para piyasasının önemli bir alt pazarıdır. Bu piyasada kısa vadeli ve düşük riskli bir tür borç aracı alınır ve satılır.

Finansman bonusu veya ticari kağıt (commercial paper) olarak bilinen bu borç aracı, finansal bakımdan güçlü olarak bilinen ve yüksek kredi değerliliğine sahip, tanınmış firmalarca çıkartılan kısa vadeli ve teminat içermeyen bir yükümlülük senedidir. Finansman bonusunun arkasında teminat olarak yalnızca şirketin güvenilirliği ve kredisi vardır, firma varlıklarından belli biri yoktur.

Bilindiği gibi para piyasasının önemli işlevlerinden biri şirketlerin işletme sermayesi ihtiyaçlarının finansmanıdır ve bu piyasada işletmelere geçici fonlar sağlayan en önemli kuruluşlar ticari bankalar ve finansman şirketleridir. Geçici nakit fazlasına sahip ancak finansman şirketi niteliğine sahip olmayan ticari işletmeler de para piyasasına kısa süreli fonlar sağlayabilirler. Daha çok büyük şirketlerce çıkartılan ve yine büyük şirketlerce satın alınan finansman bonusu, hem şirketlerin kısa süreli nakit ihtiyaçlarının karşılanmasında, hem de nakit fazlalıklarının değerlendirilmesinde önemli bir finansman ve yatırım alternatifi olması nedeniyle dünya ve özellikle A.B.D. para piyasalarının en hareketli ve hızla büyüyen bölümünü oluşturmuştur.

II. FİNANSMAN BONOSUNUN TÜRLERİ VE PİYASA ÖZELLİKLERİ

Finansman Bonusu Türleri

Finansman bonusunun iki ana türü bulunmaktadır. Bunlar, direk bonolar (direct paper) ve aracı bonolarıdır (dealer paper). Direk bonolar daha çok büyük finansman şirketleri ve banka holding şirketleri tarafından çıkarılırlar ve aracı olarak herhangi bir kurumu kullanmadan doğrudan yatırımcılara satılırlar. Direk bono ihraç eden işletmeler, değişik vadeler için ödedikleri faizleri piyasaya duyururlar ve yatırımcılar naktin ellerinde kalma süresine ilişkin beklentilerine göre finansman bonusu seçimi yapıp, bonoyu çıkartan şirketin kendisinden satın alırlar. Bu

şirketlerin dağıtım ve pazarlamadaki giderlerini karşılayabilmek için büyük miktarlarda bono ihraç etmeleri, yatırımcılarla sürekli bir ilişkinin sağlanabilmesi için bir menkul kıymet pazarlama bölümü kurmaları gerekmektedir. Birçok kez yatırımcılarla ilişkinin kopmaması için ihtiyaç olmadığı halde finansman bonusu satıldığına bile rastlanabilmektedir.

Aracı bonoları, ihraç eden şirkete kolaylık sağlanması amacıyla banka ve bankerler gibi aracı kurumlarca satışı yapılan finansman bonolarıdır. Genellikle küçük finansman şirketleri, küçük banka holding şirketleri ve finansman şirketi niteliğinde olmayan endüstri şirketleri bu yola başvururlar. Bu durumda, ya bonoların tamamı aracıya belirli bir iskontolu fiyattan devredilir ve aracı piyasada bonoyu en yüksek fiyattan satmaya çalışır, ya da aracı kurum belirli bir komisyon karşılığında bonoyu satarken, bonoların satılmama riskinin tümü ihraç eden şirkete kalır.

Finansman bonolarına ilişkin bir başka ayırım da, bonoların banka kredisi ile güvence altına alınıp alınmadığıyla ilgilidir. Birçok durumda, ihraççılar vade dolduğunda bonolarını bankalardan sağladıkları kredi ile öderler. Banka ve müşterisi olan şirket arasında belirli bir miktara kadar ödemeyi içeren bir anlaşma yapılır ve finansman bonolarının vadesi dolduğunda şirketin elinde yeterli nakit bulunmazsa, banka ödemeyi yapar. Bu tür bonolara banka garantisi taşıyan bonolar adı verilir.

Finansman Bonusu Piyasası

Finansman bonusu piyasasında başlıca satıcılar yani ihraççılar, finansman şirketleri ve diğer ticari işletmeler, başlıca alıcılar yani yatırımcılar ise, finansman şirketi niteliğinde olmayan ticari işletmeler, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve fonları, yardımlaşma sandıkları, sigorta şirketleri ve küçük ticari bankalardır.

Finansman şirketleri gereksinim duydukları fonları para ve sermaye piyasalarında menkul kıymet satışı yaparak ve bankalardan ödünç alarak sağlarlar. Büyük miktarlarda para satın alırken, küçük miktarlarda para satan bu kuruluşların, para piyasasından fon sağlamakta kullandıkları en başlıca araç finansman bonusudur. Nitekim, bu şirketlerin fon akım tablolarında finansman bonusu satışı ile sağlanan fonlar önemli bir yer tutmakta, fon kaynaklarından bir diğeri olan banka kredileri oranı giderek azalırken finansman bonusu miktarı sürekli artmaktadır. En gelişmiş finansman bonusu piyasasına sahip A.B.D. de, finans şirketlerinin bilançolarında şirket yükümlülükleri arasında yer alan finansman bonolarının miktarı 1978 yılından 1984 yılı sonuna kadar 34,5 dan 63 milyar dolara ulaşmış ve bu şirketlerin yabancı kaynaklarının hemen hemen yüzde 33'lük bir kısmı finansman bonusu satışından sağlanmıştır. (2)

1- Robert O. Edmister, *Financial Institutions, Markets and Management*, (McGraw-Hill, Inc., 1980), s.142-143.

2- Board of Governors, *Federal Reserve Bulletin, Financial and Business Statistics Section*, March 1985, s. A36.

1. FINANSMAN BONOLARI VE ÜLKEMİZDEKİ GELECEĞİ

Son yıllarda, finansman bonusu piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde bu yolla sağlanan fonların şirket satın almakta sıkça kullanıldığına da rastlanmaktadır. Bir şirket bir başka şirketi satın almaya istekli ancak bankaları birleşmeden doğacak yararlar konusunda ikna edip, kredi sağlayamazsa, finansman bonusu piyasasına başvururup, oldukça ucuz sayılabilecek fonlar elde edebilmektedir. A.B.D. de, özellikle petrol endüstrisinde son yıllarda çok sık rastlanan ve finansman bonusu piyasasının aşırı derecede büyümesine neden olan birleşmeler ve satın almalar bu duruma örnek verilebilirler. (3)

Buna ek olarak, satın alınma tehdidi altında bulunan şirketlerin de piyasadan hisse senetlerini toplayarak satın alınmayı durdurmaya çalışırken, finansman bonusu ihraç etmeleri, ticari işletmelerin finansman bonusu piyasasını çok çeşitli amaçlarla kullandıklarının bir diğer örneğidir.

Bankalar açısından finansman bonusu, mevduat ile fon sağlamakla daha sağlıklı bir finansman şekli olmasına rağmen, banka holding şirketleri, kaynaklarını çeşitlendirmek, mevduata uygulanan rezerv zorunluluklarından kaçınmak amaçları ile finansman bonusu çıkarımını tercih ederler.

Diğer ticari işletmeler, finansman bonusu çıkarımı ile cari işlemlerinin finansmanını amaçlarlar. Bu yolla sağlanan fonlar, daha çok, stoklara yatırım yapılmasında, vergilerin ödenmesinde, işçilik giderlerinin karşılanmasında ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerin yerine getirilmesinde kullanılır. Bu bonolar kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılamak, özellikle nakit çıkışları ile nakit girişleri arasındaki zaman boşluğunu finanse etmek isteyen firmalar tarafından ihraç edilirler.

Bununla birlikte, inşaat projelerinin dönemsel ihtiyaçlarının karşılanmasında, fabrika modernizasyonu gibi sermaye harcamalarının finansmanında da bu bonolar dan yararlanılmaktadır.

Finansman bonusu yatırımcılarının, piyasayı kullanmalarının en büyük nedeni, finansman bonusunu, ellerindeki nakit fazlalıklarını değerlendirebilecekleri düşük riskli ancak hatırı sayılır ölçüde gelir getiren kısa vadeli bir yatırım alternatifi olarak görmeleridir.

Para piyasasının birçok aracı gibi finansman bonoları da iskonto edilmiş olarak satılırlar. Yani faiz ödemezler, getiri, finansman bonusu için ödenen fiyat ve vade sonunda ele geçen para arasında kalan miktara eşittir.

Genel olarak, finansman bonoları satış süresi içinde hergün aşağıdaki formüle göre hesaplanan değerleri üzerinden satılırlar.

$$\text{Satış fiyatı} = \frac{\text{Nominal Değer}}{(1 + \text{iskonto oranı})^{\text{vadeye kalan gün sayısı/vade}}}$$

İkincil Piyasa Finansman bonusu için aktif bir ikincil piyasa sözü konusu değildir. Yatırımcıların nakit sıkıntısına düşüp bonolarını nakde çevirmeyi isteyebile-

3- Marilyn Much, "Corporate Finance: Commercial Paper Market Soaring out of Doldrums. "Industry week", v.221, May 14, 1984 s.80.

ceklerini düşünerek, bir çok direk satıcı bonolarını vadeden önce bozdurabilme olanağını alıcılara sunarlar, ancak bu uygulamanın pek özendirildiği söylenemez. Aracı bonoları ise aynı bonoyu satın almaya istekli alıcıların bulunması halinde nakde çevrilebilirler. Böylelikle biraz likidite sağlanabilmesine karşın, bonoların vadeleri dolana kadar elde tutulacaklarına inanılır.

Finansman Bonosunun Yararları

Finansman bonosunun hem ihraççılar hem de yatırımcılar açısından önemli avantajları bulunmaktadır. Bir çok işletmenin fon sağlamakta finansman bonosunu tercih etmesinin en belirgin nedeni, maliyetidir. Genelde, ticari bankalarca sağlanan kısa vadeli ticari kredilerin faiz oranları, finansman bonoları faiz oranlarından daha yüksektir. Buna ek olarak, alınan kredinin bir kısmının bankada tutulması gereği nedeniyle efektif faiz oranı daha da yüksek olmakta, bu da finansman bonosunun çekiciliğini arttırmaktadır.

Bir diğer yarar ise, büyük miktarlardaki paranın ticari kağıt piyasasından daha kolaylıkla sağlanabilir olmasıdır. Bankalar tarafından bir tek alıcıya verilebilecek para miktarı bir takım düzenlemelerle sınırlandırılmıştır, ve bir çok kez ticari kağıt piyasasından para sağlamak bankalarla uğraşmaktan çok daha hızlıdır. Bir başka avantaj da, bankalarla ilişkide alternatif yaratarak kredi isteyen şirketin pazarlık gücüne yaptığı katkıdır. Ayrıca bir şirket, finansman bonosu piyasasında bono satabiliyorsa bankalar önünde daha fazla prestije sahip olur.

Yatırımcılar açısından ise finansman bonosunun en büyük avantajı, yatırımcının ihtiyacına göre vade seçim olanağının sunulmasıdır. Piyasadaki yatırımcılar, genelde diğer şirketler olduklarından, geçici nakit fazlalıklarını kısa vadeli menkul değerlere yatırıp bir miktar faiz elde etmek isterler. Bu nedenle finansman bonosu vadelerinin kendi şirketlerinin nakte tekrar ihtiyaç duyacağını tahmin ettikleri zamana göre ayarlanabilmesi oldukça önemlidir.

Finansman Bonosunun Sakıncaları

Bir çok yararlı yanına karşılık, finansman bonosunun sakıncaları da bulunmaktadır. En büyük sakıncası finansman bonosu piyasasının, finansal ve ekonomik sorunlara oldukça duyarlı bir piyasa oluşudur.

Uzun vadeli borç her zaman kısa vadeli borçtan daha riskli kabul edilir. Ancak kısa vadeli borç da risksiz değildir. Ticari kağıt ya da finansman bonosu piyasasında risk her zaman mevcuttur. Piyasadaki en ufak bir olay, büyük sarsıntılara neden olabilmektedir. Bunun en iyi örneğini 1970'lerde A.B.D. de gerçekleşmiş olaylarda görebiliriz. (4) 1970 yılında Penn Central Railroad şirketi battığında, piyasada 82 milyon dolarlık finansman bonosu bulunmaktaydı ve şirketin batışı ile birlikte finansman bonosu piyasası büyük bir darbe yedi. Birçok şirket finansman bonosu ihraç edemez oldu. Daha sonra 1973 yılında ki petrol ambargosu ile A.B.D. ekonomisinin

4- Robert D. Auerbach, *Financial Markets and Institutions*, (MacMillan Publishing Co., Inc. New York 1980), s. 351.

FİNANSMAN BONOLARI VE ÜLKEMİZDEKİ GELECEĞİ

durgunluk dönemine girmesi, finansman bonusu piyasasında satışların çok daha güçleşmesine neden oldu. Sonuçta piyasada faizler yükseldi ve bono çekiciliğini yitirdi. Piyasanın tekrar eski canlılığını kazanması ancak yetmişli yılların sonuna doğru gerçekleşebildi.

Finansman bonosunun bir başka sakıncalı yanı, ikincil piyasasının bulunmayışı, likiditesinin çok az oluşudur. Ve bu da daha çok yatırımcılar açısından önemli olmaktadır.

Şirket paraları, bankalardan menkul kıymet pazarlarına kaydıkça, merkez bankalarının ülkenin finansal sistemini izleme ve yönetme gücünün giderek azalması da finansal sistem açısından finansman bonosunun bir başka dezavantajı olarak gösterilebilir.

III. ÇEŞİTLİ ÜLKELERE AİT FİNANSMAN BONOSU PİYASALARI

A.B.D. de finansman bonusu piyasasının kuruluş tarihi oldukça eskidir, ancak asıl gelişme ikinci dünya savaşından sonra gerçekleşmiştir. Ekonominin hızla büyümesi şirketlerin daha fazla yatırım yapmalarına neden olmuş, işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle kısa vadeli bir finansman alternatifi olan finansman bonusu ihracı artmıştır.

TABLO 1. A.B.D. de Dolaşımdaki Finansman Bonusu Miktarı (Yıl sonu ve Milyar dolar olarak)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 ^(x)
1. Tüm İhraççılar	53.0	65.0	83.4	112.8	124.4	165.8	166.6	188.1	235.8
2. Finans şirketleri									
Aracı yoluyla	7.3	8.9	12.3	17.4	19.6	30.3	34.6	45.0	55.3
Toplam									
Banka ilişkili şirketler	1.9	2.1	3.5	2.8	3.6	6.0	2.5	2.4	2.0
Doğrudan ihraç									
Toplam	32.6	40.6	51.8	64.8	67.9	81.7	84.1	96.6	109.3
Banka ilişkili şirketler	6.0	7.1	12.3	17.6	22.4	27.0	32.0	35.6	40.2
3. Diğer şirketler	13.1	15.5	19.4	30.7	37.0	53.8	47.9	46.6	71.2

1984 yılı Kasım ayı sonuna kadar.

Kaynak: 1. Peter S. Rose, *Money and Capital Markets*. (Business Publications, Inc., 1983), s. 298.

2. *Federal Reserve Bulletin, Financial and Business Statistics Section* (March 1985), s. A23.

TABLO 2 Para Piyasası Araçları, Aralık 1980
 (milyon dolar olarak)

Devlet Tahvilleri	297,385
Federal Kuruluşlar	31,637
Meydut sertifikaları	116,374
Banka kabulleri	54,744
Finansman Bonoları	125,068
Federal fonlar ve	82,753
Yeniden satınalma anlaşmaları	

Kaynak: Instruments of the Money Market, Federal Reserve Bank of Richmond, 1981, s. 4.

A.B.D. de finansman bonosu piyasasının kuruluş tarihi oldukça eskidir, ancak "Securities Act of 1933 Section 3(a) 3" de SEC'e kayıtlı muaf tutulmuşlardır. Muafiyet için vadenin 270 günden fazla olmaması ve sağlanan fonun cari işlemlerin finansmanında kullanılması koşulları bulunmaktadır.

Genelde bu koşullara uyulmakta, zira kayıtlı muafiyet finansman bonolarının satışa çıkması için gerekli zamanı ve giderleri azaltmaktadır. Küpür büyüklüğü en az 25.000 dolar ve ihraç edilen finansman bonosu toplam tutarı genellikle 2 milyon dolar dolayındadır.

(x) Önceleri finansman bonosu piyasası, vadeli tasarrufları çeşitli düzenleme ve standartları kurulumak isteyen ticari bankaların yan şirketleri tarafından kullanılmıştır. Şimdi ise piyasadaki en büyük borç alıcı finansman şirketleri, en büyük borç vericiler ise finansman şirketi niteliğinde olmayan ticari işletmeler, yardımlaşma sandıkları, sigorta şirketleridir. (5)

A.B.D. piyasasının en büyük özelliği, piyasanın kredi değerliliği yüksek, büyük ve tanınmış firmalarca oluşturulmuş olmasıdır. Piyasada finansman bonosunun kalitesi oldukça önemlidir, ve piyasadaki iskonto oranları bono kalitesini derecelenen Moody's, Standard and Poor's ve Finch gibi şirketlerin derecelemesine aşırı derecede duyarlıdır. Bu şirketler, kredi derecelendirilmesine tabi tutulan tek kısa vadeli araç olan finansman bonosu değerlendirmelerinde, bono ihraççısının mali durumu ile pazardaki rekabet koşullarını etkileyecek belli başlı unsurları değerlendirirler. Değerlendirmede, şirketin yönetim şekli, likiditesi, sermaye yapısı ve sermaye bileşimi, içinde bulunduğu endüstri dalının riski ve eğilimleri dikkate alınır. Her firmanın özelliğine göre, bu faktörler farklı ağırlıklarda derecelenmede kullanılırlar.

Son yıllarda kredi dereceleri düşük, tanınmamış işletmeler piyasaya sürdükleri için Federal Reserve Bulletin, Financial and Business Statistics Section (Mart 1985), s. A.23.

5. Peter S. Rose, a.g.e. s. 302.

Yaparak istenilenin aynısı olarak gösterilmektedir. Zamanla yatırımcıların piyasaya almaları beklenmekte ve finansman bonusu finansman bonolarının satışını kolaylaştırmak, böylelikle geleneksel ama pahalı banka kredisi yerine finansman bonusundan yararlanabilmek amacıyla, teminat olarak şirket varlıklarından biri veya bir kısmı bulunan finansman bonoları ihraç etmeye başlamışlardır. Bu yolla finansman bonolarının yüksek kaliteli bonolar arasında girmesini sağlamış birçok şirket bulunmaktadır. (6)

Bir diğer yenilik ise, piyasaya sürülecek finansman bonolarının sigorta ettirilmeleridir. Sigorta işlemi ile, borç alan firma değil de, sigortalayan şirketin güvenilirliği daha önemli hale gelmekte, sigorta şirketine belirli bir prim ödenerek şirketin ismi ve garantisi satın alınmaktadır. 1970'lerin sonundan itibaren vergiden muaf borç alıcılar tarafından kısa vadeli para gereksinimlerinin karşılanabilmesi için vergiden muaf finansman bonoları da piyasaya sürülmeye başlanmıştır.

İngiltere'de Finansman Bonusu Piyasası

İngiltere finansman bonusu piyasası oldukça yenidir. 1979 Bankalar Yasasına göre sadece belirli bankaların ve bazı lisanslı kuruluşların mevduat kabul etmelerine izin verilmiş, finansman bonusu çıkartılarak fon sağlanması mevduat toplamak olarak kabul edildiğinde, piyasanın oluşumunu mümkün olamamıştır.

1986 yılında yasak Statutory Instrument 1986 No. 769 ile kaldırılmış ancak piyasaya giriş yalnızca Londra Borsasına kayıtlı ve varlıklarının net değeri 50 milyon poundun üzerindeki şirketlere açılarak sınırlandırılmıştır. İngiltere'de "Sterling Commercial Paper" adıyla anılan finansman bonolarının vadelerinin 7 ve 364 gün arasında ve ihraç tutarlarının en az 500.000 pound olması gerekmektedir. Finansman bonusu getirileri, gelir vergisinden ve pul vergisinden muaf tutularak, yatırımcıların piyasaya ilgi duymasını sağlamaya çalışılmaktadır.

1986 Nisan'ında Bank of England'ın yeni piyasanın işleyişine zemin hazırlamak için tüm engelleri ortadan kaldırışından hemen sonra, finansman bonusu bir borç aracı olarak aşırı derecede ilgi çekmiş, 1986 Ekimine kadar 30 şirket toplam tutarı 2 milyar pound'luk finansman bonusu ihraç edebilmek için başvuruda bulunmuş, buna karşılık, bu yolla ancak 300 milyon poundluk finansman sağlanabilmiştir. Aracı kuruluşların bonoları sigorta şirketlerine, emekli sandıklarına, yardımlaşma sandıklarına ve diğer yatırımcılara satma girişimlerine karşılık finansman bonusu satışlarının bekleneni çok altında gerçekleşmesine finansman bonusuna yatırım

6- Gail Gregg, "Bolstering Corporate Credit" Institutional Investor, v. 19, April 1985, sayı 4, s. 151-4.

yapmak isteyenlerin azlığı neden olarak gösterilmektedir.

Zamanla yatırımcıların piyasaya alışmaları beklenmekte ve finansman bonusu piyasasının A.B.D. 'deki gibi popülerleşeceği ve şirketlerin finansmanında ucuz bir kaynak oluşturacağına inanılmaktadır.

Ülkemizde Finansman Bonusu Piyasası

Ülkemizde finansman bonusu piyasası kurulması yolunda ilk adım Bakanlar Kurulu tarafından 30 Ekim 1986 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu "Finansman Bonolarının İhracına Dair Esaslar" başlığı altında ihraç işlemlerini düzenleyen tebliğini yayınlamıştır. Tebliğde, "finansman bonoları, ortaklıkların kararname hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenledikleri emre muharrer senetlerden, tebliğ hükümlerine göre Kurulca verilen izin çerçevesinde ihraç edilerek satılanlar" olarak tanımlanmıştır. Hesap dönemi sonunda, onaylanmış bilançolarındaki ödenmiş sermayeleri ve ihtiyat akçeleri ile yeniden değerlendirme değer artış fonları toplamından varsa zararlarının indirilmesinden sonra kalan miktar en az 2 milyar lira olan ortaklıkların finansman bonusu ihraç için Kurula başvurabilecekleri belirtilmiş, böylece piyasaya giriş, belli bir büyüklüğün üstündeki işletmelere açılarak, sınırlandırılmıştır.

Bu tebliğ hükümlerine göre küpür büyüklüğü halka arz edileceklerde 5 milyon liradan, halka arzedilmeksizin satılacaklarda 100 milyon liradan az olamayacak, vade 90 ile 360 gün arasında değişebilecek, toplam tutamı 500 milyon liranın altında finansman bonusu ihraç edilemeyecek ve halka arz yoluyla yapılacak satışlarda, satışın bankalar veya borsa bankerleri gibi aracı kurumlar aracılığı ile yapılması gerekecektir. Finansman bonoları iskonto oranlarına bir sınır koymamış, iskonto oranlarının şirketler tarafından belirlenip teklif edileceği, ancak SPK' nın yüksek bulunduğu oranları indirebileceği belirtilmiştir. Finansman bonoları bono, çek, poliçe gibi emre muharrer senetler arasında sayılıp Türk Ticaret Kanununun 688. maddesi çerçevesinde hukuki niteliğinin bulunduğu açıklanmıştır. Buna göre finansman bono kıyasla daha öndedir. Ayrıca, SPK tarafından finansman bonusu ihraç eden şirketlerin sürekli denetimlerinin yapılacağına belirtilmesi de piyasaya güvenin sağlanması açısından oldukça önemlidir.

Tebliğin yayınlanmasından sonra, SPK yetkilileri tarafından 1987 yılı içinde 100-150 milyar liralık kaynağın şirketlerce finansman bonusu piyasasından sağlanacağına beklendiği ve Ocak ayı boyunca iki şirketin finansman bonusu ihraç için izin istediği açıklanmıştır. Bu ilk başvurularda iskonto oranının yüzde 50 civarında olduğu da açıklamalarda belirtilmiştir.

7. "Commercial Paper: Hype or Hope?" *The Accountant*, v. 194, oct. 29.1986

IV. SONUÇ

Finansman bonusu piyasasının en önemli özelliği nakde ihtiyacı olanlarla, nakde sahip olanları, bankaları için içine sokmadan karşı karşıya getirmesidir. Birçok yararları olduğu bilinen finansman bonusu piyasası, ülkemizde de oluşturulmuştur. Ancak bu piyasadaki çok kısa zamanda çok şeyler beklenmektedir. Oysa piyasanın gelişmesini engelleyecek bir takım sorunlar ortadan kaldırılamazsa, piyasadaki yararlanmak nakit sıkıntısı çeken işletmeler için pek mümkün olmayacaktır.

Kanımızca, finansman bonusu piyasasının büyümesinde en büyük etken ekonominin kendisidir. Ekonomi büyüdükçe, yatırımlar artacak, işletmeler stoklarını, alacaklarını ve sermaye yatırımlarını finanse edebilmek için daha fazla kaynağa ihtiyaç duyacaklardır. Finansman bonusu, bu durumda, daha büyük önem kazanacak, daha fazla bono piyasaya arz edilecektir.

Bilindiği gibi finansman bonusu piyasasında en önemli yatırımcılar, bizde henüz pek gelişme olanağı bulamamış finansman şirketleri, bankalar ve nakit fazlalıkları olan ticari işletmelerdir. Ülkemizde, nakit fazlalıkları olan şirketlerin piyasadaki boşluklar nedeniyle ellerindeki nakdi çeşitli mallara yatırıp, büyük paralar yapabileceği olanaklarının fazla oluşu, finansman bonusuna yatırım yaparak nakitlerini değerlendirmek isteyecekleri konusunda şüphe uyandırmaktadır. Bu piyasada küçük tasarruf sahiplerinin yatırım payı oldukça azdır, ve devlet tahvili, hazine bonusu faizleri bu kadar yüksekken halkın daha yüksek riskli bir yatırım alternatifi olarak göreceği finansman bonusuna yönelmesi beklenmemelidir. Bu nedenle piyasadaki faaliyetin önümüzdeki yıla ait beklentilerin çok gerisinde kalacağına ve 10-15 tertipten fazla finansman bonusu satışının gerçekleştirilemeyeceğine inanmaktayız.

Merkezi kıymet piyasalarında güven en önemli unsurlardan biridir. zamanla finansman bonusu piyasasında güven oluşturulabilirse, yatırımcılar paralarını banka mevduat hesaplarında değerlendirmek yerine finansman bonusu satın almaya yönelecekler, böylelikle piyasada talep artacaktır.

Finansman bonusu piyasasının bekleneni verebilmesi için üzerinde çalışılmaya, daha iyi daha iyi anlaşılıp, incelenmeye büyük ihtiyacı olduğu çok açıktır.

IV. SONUÇ

FİNANSMAN BÖNÖSÜ FİNANSMAN EN ÖNEMLİ ÖZELLİĞİ NERDE İHTİYAÇ OLANLARLA NERDE SAHİP OLANLARI BİRLİKTE İÇİNE SOKMADAN KARŞI KARŞIYA GETİRMESİDİR. BİR ÇOK YARARLI OLUŞU BİLİNCİN FİNANSMAN BÖNÖSÜ FİNANSMAN İLKLEMİNDE DE OLUŞTURULMUŞTUR. ANCAK BU BÖNÖSÜDEN ÇOK KISA ZAMANDA ÇOKŞEYİN BEKLENMEKTEDİR. ÖZEL BÖNÖSÜDEN NEM GELİŞİMİNİ ENGELLEYECEK BİR TAKIM SORUNLAR ORTADA KALDIRILMAYANCA, BÖNÖSÜDEN YARARLANMAK NAKİT AKINTISI ÇEKEN İŞLEMLER İÇİN BİR MÜMKÜN OLMAYACAKTIR.

KARIMIZCA, FİNANSMAN BÖNÖSÜ FİNANSMANIN BÜYÜMESİNDE EN BÜYÜK ETKEN EKONOMİNİN KENDİSİDİR. EKONOMİ BÜYÜDÜKÇE, YATIRIMLAR ARTACAK, İŞLEMLERİN STOKLARINI ALACAKLARINI VE SERMAYE YATIRIMLARINI FİNANSE EDEBİLMEK İÇİN DAHA FAZLA KAYNAĞA İHTİYAÇ DUYACAKLARDIR. FİNANSMAN BÖNÖSÜ, BU DURUMDA, DAHA BÜYÜK ÖNEMLİ KAZANCAK, DAHA FAZLA BÖNÖSÜYE İZ EDELECEKTİR.

BİLİNDİĞİ GİBİ FİNANSMAN BÖNÖSÜ FİNANSMANIN EN ÖNEMLİ YATIRIMLARI İÇİNDE HENÜZ BİR GELİŞİME OLANAĞI BULANCAK FİNANSMAN ŞİRKETLERİ, BANKALAR VE NAKİT FAZLAKLIKLARI OLAN TİCARİ İŞLEMLERDİR. ÖLÇÜMLERDE, NAKİT FAZLAKLIKLARI OLAN ŞİRKETLERİN BÖNÖSÜDEKİ BÖNÖSÜLERİ NEDENİYLE ELİTİLMİŞTİR. NAKİT FAZLAKLIKLARI OLAN ŞİRKETLERİN BÖNÖSÜDEKİ BÖNÖSÜLERİNİN FAZLA OLUŞU, FİNANSMAN BÖNÖSÜNE YATIRIM YAPILAN NAKİTLERİNİ DEĞERLENDİRMEK İSTİYENLERİN KONUSUNDA ŞÜPHE UYANDIRMAKTADIR. BU BÖNÖSÜDE KÜÇÜK TASAFLARIN YATIRIM YATIRIM PAZARI OLUŞUÇU, VE DEVLET FAZLALI, FAZLA BÖNÖSÜ FAZLALI BU KADAR YÜKSEK HAKIM DAHA YÜKSEK RİSKİ BİR YATIRIM ALTERNATİFİ OLARAK GÖRÜLECEĞİ FİNANSMAN BÖNÖSÜNE YÖNELİMİ BEKLENMEKTEDİR. BU NEDENLE BÖNÖSÜDEKİ FAZLALIĞIN ÖLÇÜMLERDEKİ YİLE AIT BEKLENTİLERİN ÇOK GELİŞİMDE KALACAKTIR VE 10-12 YERİNDEN FAZLA FİNANSMAN BÖNÖSÜ SATIŞINA GÖRÜLECEĞİNİ İZANMAYACAKTIR.

MERKUL KAYMAK BÖNÖSÜDE GÜVEN EN ÖNEMLİ ÜSULERDEN BİRİDİR. ZAMANDA FİNANSMAN BÖNÖSÜ FİNANSMANIN GÜVEN OLUŞTURULABİLİRSE, YATIRIMLARI PAZARINI BANKA MÜDÜR HESAPLARINDA DEĞERLENDİRMEK YERİNE FİNANSMAN BÖNÖSÜ İÇİN ALINACAK YÖNELİMLER, BÖNÖSÜDEKİ BÖNÖSÜDE TALEP ARTACAKTIR.

FİNANSMAN BÖNÖSÜ FİNANSMANIN BEKLENİMİ VERİBİLME İÇİN ÜZERİNDE ÇALIŞILMALI, DAHA İYİ DAHA İYİ ANALİZİP, İNCELENMEYE BÜYÜK İHTİYAÇ OLUŞU ÇOK AKTİFİR.