



SERMAYE PİYASALARI ve KALKINMAKTA OLAN ÜLKE FİRMALARI

Dr. Nurdan ASLAN

M.Ü. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü Profesör

Abstract:

Over the past few years, access to the international financial markets has become easier for many developing countries, which have enjoyed a surge in capital in flows. At times, because of the small size of capital markets in developing countries relative to the size of capital flows, the latter have caused substantial movements in domestic asset prices. Consequently, some countries have adopted or strengthened measures to reduce volatility in asset markets – for example, restrictions on margin purchases of securities taxes and direct government intervention in equity market.

I-GİRİŞ

Yeni gelişen ülke piyasalarına yönelik özel sermaye akımlarının son yıllardaki hızlı artışı, bu ülkelerdeki firmalara daha geniş finansal araç seçimi avantajını getirdi. Farklı finansal araçlar arasında bu firmaların nasıl tercihte bulunacakları, yeni gelişen piyasaların finansmanı için oldukça önemlidir.

Bilindiği gibi firmalar üç temel sermaye kaynağına sahiptir; içsel fonlar (amortismanlar, dağıtılmamış karlar gibi), banka ve tahvil piyasasından borçlanma ve son olarak sermaye piyasaları, diğer bir deyişle hisse senedi ihracı. Kalkınmakta olan ülkelerde son on beş yıllık dönem içerisinde toplam finansman ihtiyacının %12-58'inin içsel fonlarla karşılandığı gözlenmiştir. Buna karşılık dünyanın en gelişmiş ülkelerini içeren G-7'lerde içsel fonların firmaların finansman ihtiyacında %52-100 kadar pay aldığı görülmüştür.

1990'lı yıllarda kalkınmakta olan ülkelerde sermaye piyasalarının dış finansman kaynağı olarak kullanımı artmıştır. Bu yıllarda yeni gelişen ülke piyasalarında hisse senedi ihracı %41-68 dolayında yükselmiştir.

Kalkınmakta olan ülkelerdeki firmalar, finansman tercihlerinde bir çok kısıtlamalarla karşı karşıyadırlar. Bunların en önemlisi hükümet kontrolleri ile ilişkilidir. Hükümetler sadece finansal araç çeşidini değil aynı zamanda bunların ihracına ve fiyatlandırılmasına da sınırlamalar getirirler. Bunun yanı sıra piyasadaki kaynaklanan kısıtlamalar da söz konusudur. İstikrarsız makro ekonomik bir ortamda vadelere getirilen sınırlamalar buna örnektir. Bütün bunlara rağmen kalkınmakta olan ülke firmaları, gelişmiş ülkelerdekinden farklı olarak, dışsal finansman risklerini, sermaye maliyetini en aza indirmeye ve mevcut hissedarların ellerindeki şirket kontrolünü korumaya gayret ederler.

Birçok kalkınmakta olan ülkede fon ihtiyacı, özel sektörün gelişmesini engellemektedir. Bu ülkelerin bankacılık sistemleri de gerekli kaynağı sağlamada yetersizdir. Ancak günümüzde, liberasyon ile birlikte kalkınmakta olan ülke firmaları, finansal araç seçimi ile karşı karşıyadırlar. Bilançolarının sermaye kalemini nasıl düzenleyecekleri konusunda karar vermeleri güçleşmiştir.

II-MALİYET, RİSK VE KONTROL

Firmaların finansman kaynağı olarak borçlanma ve hisse senedi ihracı arasındaki tercihleri büyük ölçüde üç faktöre dayanır: Maliyet, risk ve kontrol.

Maliyet: Sermaye maliyeti, bir projenin yaratması gereken, hissedarlarca kabul edilebilir minimum verim oranıdır. Bu oran, hisse senedi ihracı veriminin ve borçlanmaya ödenen faizin bir bileşimini yansıtan bir ağırlıklı ortalamadır.

Borçlanılan sermayenin maliyeti: Hisse senedi ihracından sağlanan net kazanç ile faiz ve ana para ödemesini içeren periyodik nakit akımını

eşitleyen geri dönüş oranı olarak açıklanabilir. Borçlanmanın cazibesi faiz oranına göre değişmektedir.

Hisse senedi ihracının maliyeti ise borçlanma maliyetine göre daha güç tanımlanır. Çünkü bu kavram, dividend ve sermaye kazançları geliri ölçümlerini içerir. Yeni gelişen piyasalarda bir çok firma yeni ihraç edilen hisse senedi fiyatlandırmasında, fiyatın hisse senedi başına düşen gelire oranını dikkate alırlar. Bu rasyo aynı zamanda hisse senedi maliyetini ölçmede de kullanılır. Tahmin edildiği gibi hisse senedinin piyasada fiyatı arttığında maliyeti düşmektedir.

Borçlanmanın ve hisse senedi ihracının maliyeti karşı karşıya kaldıkları vergi yapısından da etkilenir. Genellikle faiz ödemeleri vergiden düşürülürken, dividend ödemesi için böyle bir uygulama yoktur. Bu da borçlanmanın hisse senedi ihracına göre cazibesini artırır.

Günümüzde bir çok yeni gelişen piyasalar, kıyı ötesi finansal araçların ihracı sonucu ülkelerine yönelik büyük sermaye akımları ile karşı karşıya kalmışlardır. Hükümetler, bu akımların olumsuz etkilerinden korunabilmek için uluslararası finansal fonların çekiciliğini azaltacak çeşitli vergi biçimleri getirmişlerdir.

Risk : Finansman kaynağı tercihini etkileyen ikinci bir faktör risktir. Borç/özkaynak oranındaki değişimler, firma kazançlarının risk derecesini değiştirir. Çünkü bu değişim sermaye kaynağının maliyetini etkiler.

Kontrol: Özellikle aile şirketlerinin fazla olduğu yeni gelişen piyasalarda kontrol, firmanın finansal kararlarında belirleyici bir rol oynar. Bu nedenle kontrolü hafifletecek olan hisse senedi ihracı ertelenmeye çalışılır. Özellikle, sermaye yapısı kararları verileceği zaman ve borçlanma ve hisse senedi ihracı arasındaki seçim borçlanma lehinde olduğu zaman ve hatta maliyet ya da risk hisse senedi ihracı lehinde olduğu zaman sürekli kontrol esastır.

Yabancı sahiplik payının hükümetler tarafından kısıtlanması, kalkınmakta olan ülkelerde kontrolü sürdürme yöntemlerinden biridir. Örneğin bazı ülkelerde yabancılar şirket hisselerinin % 49 'dan fazlasına sahip olamazlar. Bazı ülkelerde de, örneğin Brezilya'da, hisse senedi piyasasına giriş kapitalizasyonu yüksek kurumsal yatırımcılarla sınırlandırılmıştır.

Bu pay sahipliği kısıtlamaları, hisse senetlerinin fiyatları ve böylece sermaye maliyeti üzerinde etkili olmaktadır.

III-YENİ FİNANSMAN MODELLERİ

Son yıllarda yeni gelişen piyasalarda benimsenen liberal ekonomik programlar çerçevesinde yeni sermaye piyasaları araçlarının gelişimi teşvik edilmektedir. Böylece bu ülkelerdeki firmalar, daha fazla ve daha düşük maliyetli özkaynak ve borç sermayesi bulmaktadırlar.

Yeni gelişen özkaynak piyasalarının son yıllarda önemi oldukça artmıştır. Borsaya kayıtlı firma sayısının artması, bunların ihraç ettikleri hisse senetleri fiyatlarındaki artışlar, bu gelişmede rol oynamaktadır. Ayrıca özelleştirme programları da bu gelişmeyi desteklemektedir.

Özkaynak ihtiyacı olan firmalar yerli ve yabancı piyasalarda hisse senedi ihraç ederek uluslararası yatırımlarını çeşitlendirirler, böylece riski azaltarak, sermaye maliyetini düşürürler. Üstelik hisse senedinin uluslararası piyasalarda ihracının yarattığı rekabet nedeniyle ülke içinde sermaye maliyeti iyici azalmaktadır.

Özkaynak piyasaları, son on yılda bir çok yeni gelişen piyasa ülkelerinde önemli bir rol oynarken orta ve uzun vadeli borçlanma piyasalarının gelişimi nispeten daha yeni bir olaydır. Bunun önemli bir nedeni ise, bir çok yeni gelişen piyasada kurumsal yatırımcı şebekesinin eksikliğidir.

Bu ülkelerde öz kaynak piyasasında olduğu gibi borçlanma piyasasında da enformasyon sınırlıdır. Ayrıca hisse senetleri fiyatlarındaki artışlar, özkaynak temininin maliyetini düşürürken, borçlanma piyasasının ihmal edilmesine yol açmıştır. Uluslararası borçlanma piyasasının cazibesi yerel piyasaya göre daha düşük faiz oranı ve daha uzun vadedir. Uluslararası piyasada hisse senedi ihracı ile sağlanan özkaynak piyasasında olduğu gibi, uluslararası tahvil ihracında da Arjantin, Brezilya ve Meksika önemli rol oynamaktadır.

IV-SONUÇ

Kalkınmakta olan ülkelerin uzun yıllar sınırlı finansal tercihlerle karşı karşıya bulunan piyasaları, günümüzde liberalleşme ile artan uluslararası özel sermaye akımları ile dışsal finans kaynaklarını kullanmaya başlamışlardır. Bu ülkelerde eski aile

Nurdan ASLAN

şirketlerinin yerini uluslararası piyasalarda hisse senedi ve tahvil ihraç eden şirketler almışlardır. Ancak yine de sağlam bilançosu olan firmalar için bu dışsal finans kaynaklarının riski azaltacağı bir gerçektir.