

Sermaye Yapısı: Bilgi ve Aracılık



Büyük Resim: 1. Kısım Finansman

- **A. Finansman İhtiyaçlarının Belirlenmesi**
- 6 Şubat Vaka: Wilson Ahşap 1
- 11 Şubat Vaka: Wilson Ahşap 2
- **B. Optimal Sermaye Yapısı: Temeller**
- 13 Şubat Ders: Sermaye Yapısı 1
- 20 Şubat Ders: Sermaye Yapısı 2
- 25 Şubat Vaka: UST A.Ş.
- 27 Şubat Vaka: Massey Ferguson
- **C. Optimal Sermaye Yapısı: Bilgi ve Aracılık**
- 4 Mart Ders: Sermaye Yapısı 3
- 6 Mart Vaka: MCI Communications
- 11 Mart Tekrar: Finansman
- 13 Mart Vaka: Intel A.Ş.



Temel MM hikayesinde eksik olan nedir?

- Vergiler
 - Kurumsal vergiler
 - Kişisel vergiler
- Finansal sıkıntı maliyetleri
- Borç veya Özsermaye çıkarmanın İşlem Maliyetleri yoktur

Sermaye Yapısına Dengeleme Yaklaşımı oluşturur

- Şirketin yatırımları hakkında asimetrik bilgi yok sayılıyor
- Sermaye yapısı yöneticilerin yatırım kararlarını etkilemiyor



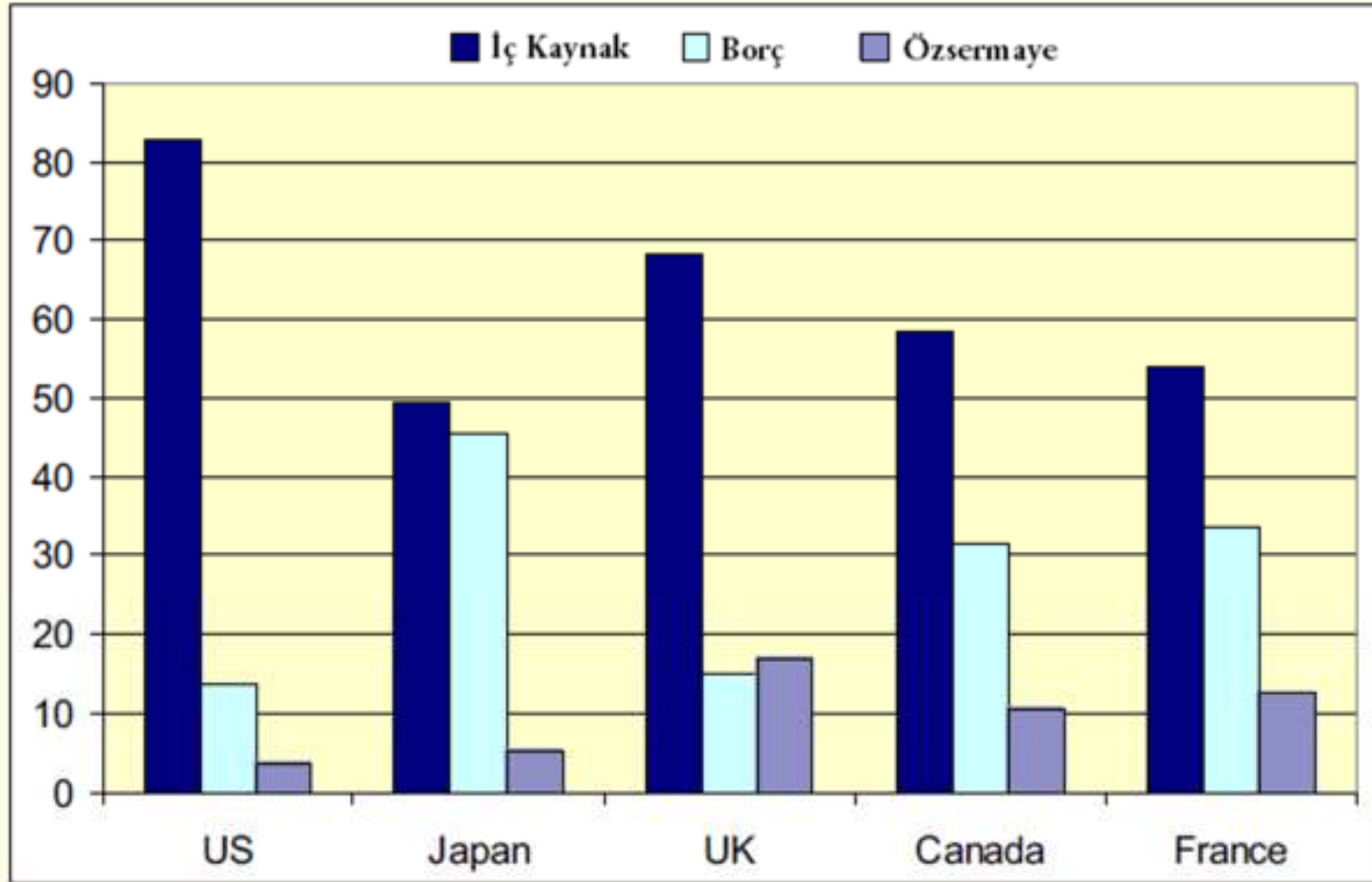
Kısım I: Şirketler ve Yatırımcılar arasında Asimetrik Bilgi

- Uygulamada, şirketler yeni özsermaye çıkarmakta çekingen davranırlar.
- Yatırım finanse ederken bir hiyerarşi izlerler (pecking order)
 - > önce içerde üretilmiş kaynaklar kullanılır
 - > ardından borç kullanılır
 - > en son olarak özsermaye kullanılır
- Dış finansman kullanmamak için bazı pozitif NBDli yatırımları yapmaktan bile vazgeçilebilir.
- Özsermaye çıkarmaya olan direnç zaman içerisinde değişkendir.

• =>Dengeleme Teorisi görüşünde bir şeyler eksik.



Çeşitli ülkelerde kullanılan finansman kaynakları 1990-94



Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) nereden geliyor?

- Finansman türünün önemsizliğinin sebebi Modigliani-Miller çerçevesinde hem eski hissedarlar (çıkarları yöneticiler tarafından korunan) hem de yeni hissedarlar finansal varlıkların değerleri konusunda anlaşma durumundalar.
 - Pastanın büyüklüğü konusunda hemfikirler.
- Bu özellik finansal işlemlerin NBD'sinin sıfıra eşit olmasını sağlıyor.
- Ancak, bu gerçek durumun iyi bir tarifi olmayabilir:
 - Etkin olmayan piyasalar
 - Rasyonel olmayan yöneticiler
 - **Yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip yöneticiler**



Yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip yöneticiler: Limonlar sorunu

(Çevirmen Notu: Limon İngilizce argosunda kötü kaliteli araba anlamına gelir)

Yöneticilerin yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduğunu varsayalım.

- Yöneticiler yeni hisse senetlerini değerleri aşırı yüksek olduğu zaman çıkarmayı tercih eder.
- Bu sebeple, hisse çıkarmak aşırı değerlenmiş olduklarının işaretidir.
- Bu sebeple, hisse çıkarma duyurusu tarihinde hisse fiyatları düşer.
- Sonuç olarak, yöneticiler hisse çıkarmaktan kaçınır.
- Bazı durumlarda, hisse çıkarmamak için pozitif NBDli yatırımları bile yapmayabilirler



Örnek

(vergileri ve finansal sıkıntı maliyetlerini şimdilik yok sayalım)

- XYZ'nin mevcut varlıkları kendine has (idiosyncratic) riske sahiptir

Varlık Değeri	
150	p=0.5
50	p=0.5

- Yeni yatırım projesi:

→ İskonto oranı: %10

→ Yatırım tutarı: 12 milyon USD

→ Önümüzdeki sene elde edilecek risksiz getiri:

22 milyon USD → $BD = 22 / 1,1 = 20$ milyon USD

$NBD = -12 + 20 = 8$ milyon USD

- Proje yapılmalı mıdır?

→ XYZ'nin yeterli nakiti bulunuyorsa

→ XYZ'nin dış kaynak bulması gerekiyorsa



1. Durum: Yöneticiler dış yatırımcılar kadar bilgi sahibi

- XYZ'nin elinde yatırım için kullanılmaya hazır 12 milyonUSD olsun
 - Eğer iç kaynaklarla finansman karşılanırsa **mevcut hissedarlar tüm 8 milyonUSD kazancı alır.**
- XYZ'nin elinde yatırım için kullanılmaya hazır nakit yok ama 12 milyonUSD karşılığı hisse senedi çıkarabiliyor olsun.
 - Proje finanse edilince şirket değeri $100+20=120$ milyonUSD olur
 - 12 milyonUSD elde edebilmek için şirketin hisselerinin %10'u satılır
 - Eski hissedarlar şirketin %90'ına sahip olurlar $\%90*120=108$
 - Yatırım yapılmıyorsa eski hissedarların elindeki hisselerin değeri 100 olacaktı
 - **Sonuç olarak, eski hissedarlar 8 milyonUSD kar ederler.**

→ Asimetrik bilgi sorunu olmayınca yöneticiler iç ve dış finansman kullanmak arasında fark gözetmez.



2. Durum: Yöneticiler dış yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi

Farklı tarafların değerlendirmelerine göre şirket değeri			
Hissedarlar		Yöneticiler	
150	$p=0.5$	150	$p=1$
50	$p=0.5$		

- İç finansman durumu: **bir evvelki ile aynı, eski hissedarlar 8 milyonUSD kazançlı çıkar**
- Özsermaye ile finansman: hisselerin %10'u mevcut piyasa değerinden satılarak 12 milyonUSD elde edilir ve yatırım için kullanılır.
 - Eski hissedarların kazancı $\%90 * (150+20) = 153$ milyonUSD
 - **Eski hissedarlar sadece 3 milyonUSD kazançlı çıkar**
- Neden?
 - Satılan %10'luk hisseler 12'ye satıldı ama aslında $\%10 * 170 = 17$ milyonUSD değerinde
 - Yatırımdan 8 kazanç – düşük değerlemeden 5 zarar = 3 milyonUSD



Anahtar nokta:

- Değeri piyasa tarafında düşük hesaplanan bir Şirket yeni hisse çıkarırsa bu eski hissedarların zarar görmesine yol açar.

Hisse fiyatları düşükken yöneticiler i finansman kullanmayı tercih eder (yeni hissedarlara hisse satmaktansa)

SORU: Bu bilgi Finansman HiyerarŐisini anlamamıza nasıl yardımcı olur?

- Çoęu Őirkette i kaynakların özsermayeye neden tercih edildiğini açıklar.
- Peki borç neden özsermayeye tercih edilir?
- Diğer finansal kaynaklar acaba bilgi asimetrilerine daha az mı açık?
 - > Borç?
 - > Hibrit (melez) varlıklar (r. Hisseye donsturulebilir borç)?



Dış Finansman: Borç mu, Özsermaye mi?

- Borç finansmanı seçilirse:
 - 12 milyonUSD borç alınır ve geri ödeme 1 sene sonra $(1,1)*12=13,2$ milyonUSD olur
 - **Eski hissedarlar 8 milyonUSDlik kazancın tümünü elde eder çünkü:**
- $150+(22-13,2)/1,1=158$ milyonUSD

Çıkarım:

- İyi firmalar (varlıkları aslen 150 değerinde olan) hisse çıkarmak istemez, borç tercih eder.
- **Yatırımcılar hisse çıkaran şirketlerin kötü şirket (varlıkları aslen 50 değerinde olan) olduğunu düşünür.**
- Bununla tutarlı olarak, yeni hisse çıkarımı duyurulduğu zaman hisse fiyatı düşer.



Risksiz borç neden özsermayeye üstündür?

- Değeri bilgiden bağımsızdır
- Yöneticiler ve piyasa aynı değeri biçer
- Risksiz borç doğru fiyatlandırılır, düşük fiyatlı olma ihtimali yok.

Not: Riskli borç da düşük değerli olur, ancak özsermayeye oranla bu sorundan daha az muzdariptir. Borç çıkarmak hala özsermayeye üstün olur. Ancak, yüksek kaldıraç seviyelerinde finansal sıkıntı maliyetleri de göz önüne alınmalıdır. Bu durumda özsermaye üstün çıkabillir.



Örnek (devam): Yetersiz yatırım

- Yatırım ihtiyacı 12 yerine 18 milyonUSD olsun
$$\text{NBD} = -18 + 22/1,1 = 2 \text{ milyonUSD}$$
- 18 milyonUSD elde edebilmek için şirket değeri piyasa tarafında 120 (100+20) olarak değerlendirilen hisselerin %15'ini satmak gerekecek.
 - Eski hissedarlar $\%85 * (150 + 20) = 144,5$ alırlar
 - Yatırım yapmama durumuna göre 5,5 milyonUSD zarar etmiş olurlar.
- Buna başka yönden bakarsak:
 - Düşük değerlendirme sonucu oluşan zarar $\%15(170 - 120) = 7,5$ milyonUSD
 - Yatırım projesinin değeri olan 2 milyonUSD'yi aşar
 - XYZ yatırımı finanse etmek için hisse çıkarmaz.**



Örnek (devam): Hisse çıkarmaya Piyasa Tepkisi

- Gerekli yatırımın 18 milyonUSD olduğu durumu tekrar inceleyelim.
- Şirketin yeterli nakiti yok ve borç da çıkaramadığını varsayalım.
- Eğer şirketin varlıkarı 150 değerindeyse, yatırım yapmaz.
- Firmanın hisse çıkarmaya karar verdiği görülünce, piyasa şirketin elinde olumsuz bilgi olduğu çıkarımı yapar: varlıkların değeri sadece 50 olmalı.
- **Piyananın şirkete başlangıçta biçtiği değer 100 olduğu için yeni hisse çıkarımı açıklanınca değer $50+20=70$ 'e düşer.**



Alınacak Ders 1: Proje değeri Finansmanına da bağlıdır.

Asimetrik bilgi dış finansmanı daha maliyetli yapar.

İç/Dış Finansman kıyaslaması

- Aynı proje iç finansman ile yapılırca (dış finansmanla kıyasla) daha değerlidir.

Borç/Özsermaye Finansman kıyaslaması

- Aynı proje, borç ile finanse edildiğinde (özsermaye ile finanse edilmeye kıyasla) daha değerlidir. (daha önceden şirketin kaldıracı çok yüksek olmadığı sürece)

Çıkarımlar:

- Bazı projeler sadece iç kaynaklar veya düşük riskli borç ile finanse edilebildiğinde yapılır. Riskli borç veya hisse çıkarımı gerektiriyorsa yapılmaz.



Alınacak Ders 2: Finansman Politikasının Bilgi İçeriği

- **Hisse çıkarmak şirket hakkında negatif bilgi olduğu imajını uyandırır.**
- Bu, piyasanın hisse çıkarımlarına neden olumsuz tepki verdiğini açıklar.
- Genel olarak:
 - Şirketlerin finansal politikaları bilgi içerir.
 - Hisse fiyatları finansal politika değişikliklerine tepki gösterir (ör. temettüler, sermaye arttırmaları, vs.)



Ampirik bulgular:

- Riskli varlıklar çıkarıldığında, yatırımcılar yöneticilerin hisselerin aşırı değerlenmiş olduğunu (veya en azından düşük değerli olmadığını) düşündükleri sonucunu çıkarırlar.
- Sonuçta, şirketlerin piyasa değeri azalır:
 - Özsermaye için -%3 (elde edilen kaynakğın %25'i)
 - Dönüştürülebilir borç için -%2 (elde edilen kaynakğın %9'u)
 - Borç için %0
 - Banka kredileri için +%2 (nasıl???)
- Hisse geri satın alımlarında (kendi hisselerini piyasadan toplamak) +%4



Alınacak Ders 3: Finansman Hiyerarşisi (Pecking Order) Teorisi

- **Finansman kararları asimetrik bilgi sonucunda oluşacak kayıpları minimize edecek şekilde alınır.**
- Şirketler yatırım projesi için kaynak bulurken:
 - 1) Önce Yedekleri (dağıtılmayan karlar) kullanırlar;
 - 2) Sonra piyasalardan borç kullanırlar (kaldıraçları önceden çok yüksek olmadığı sürece);
 - 3) Son çare olarak, yeni hisse çıkarırlar (Bedelli Sermaye Arttırımı).
- Şirketlerin bilgi asimetrileri ne kadar yüksek olursa hisse çıkarmakta o kadar ürkek davranırlar ve yedekte borç alabilme kapasitesi tutmaya çalışırlar.



Çıkarımlar

- Finansman Hiyerarşisi doğruysa, şirketin kaldıraç oranı:
 - belli bir hedef orana yaklaşmaya çalışmaktan değil,
 - adım adım alınmış finansman kararlarının sonucudur.
- Hedef Sermaye Yapısı yaklaşımının aksine, Finansman Hiyerarşisi yaklaşımı sermaye yapılarının oldukça değişken olabileceğini belirtir.
- Finansman Hiyerarşisi Teorisinin bir diğer iması yüksek karlılığı bulunan şirketlerin kaldıraç oranlarını düşük tutarak “finansal esneklik” sağlamaya çalışacaklarıdır. Böylece, gelecekte beklenmedik kaynak ihtiyaçları ile karşılaşılırsa hisse çıkarmak zorunda kalınması engellenir.

