

Finansman Modülünün Özeti



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.



Finansman konuları anahatları

Finansal tahminleme

- Kısa ve orta vadeli tahminleme
- Genel dinamikler: Sürdürülebilir büyüme

Sermaye Yapısı

- Bir şirketin sermaye yapısının tarif edilmesi
- Kıyaslama: MM Önemsizlik
- Teori 1: Durağan Dengeleme Teorisi (Static Trade-Off Theory)
- Teori 2: Finansman Hiyerarşisi Teorisi (Pecking Order Theory)
- Sermaye Yapısı ile ilgili Vekalet sorunları

→ **Hepsini bir araya getirirsek**



Şirketin Finansman İhtiyaçlarını Tahminleme

- **Soru:** Şirketin faaliyetlerini ve bunun tahminlerini verilmiş olarak alırsak, ne kadar finansman ihtiyacı, ne zaman ortaya çıkacaktır?
- Kısa ve Uzun vadeli tahminleme gerektirir.
- Şirketin genel dinamiklerinin değerlendirilmesi gereklidir:
 - Sürdürülebilir büyüme kavramı
 - “Sağmal İnekler” ve “Finansman Bağımlısı” şirketleri ayırt edin. (“cash cow” vs. “finance junkie”)



Genel Dinamikler

- **Sürdürülebilir Büyüme Oranı: $g^*=(1-d)*ROE$**
- Finansal kaldıracınızı arttırmadan ve yeni hisse çıkarmadan varlıklarınızı ne hızda büyütebileceğinizin (oldukça kaba) bir ölçüsü.
- Sürdürülebilir büyüme oranını arttıran unsurlar:
 - Temettülerin (d) azaltılması
 - Kar marjının (Net Kar/Satışlar) artması
 - Varlık devir hızının (Satışlar/Varlıklar) artması
 - Kaldıracın (Varlıklar/Özsermaye) artması



Anahtar Noktalar

- **Anahtar Nokta 0:** Sürdürülebilir Büyüme kavramı büyümenin iyi mi kötü mü olduğu konusunda fikir vermez.
- **Anahtar Nokta 1:** Sürdürülebilir Büyüme kavramının geçerliliği ancak hisse çıkar(a)mayacak vekaldıracınınızı arttırmayacaksanız vardır.
- **Anahtar Nokta 2:** Sürdürülebilir Büyüme genel büyüme dinamikleriyle ilgili hızlıca fikir oluşturmanıza imkan verir: Sağmal İnekler ($g \ll g^*$) veya Finansman Bağımlıları ($g \gg g^*$).
- **Anahtar Nokta 3:** Finansal stratejiler diğer stratejilerden bağımsız olarak belirlenemez.



Sermaye Yapısı: Teori ve Uygulama

- Modigliani-Miller Teoremi
→ Sermaye Yapısı seçimi kararlarının etkisi yoktur.
- Teori 1: Durağan Dengeleme Teorisi
→ Vergi kalkanı'na karşı Beklenen finansal sıkıntı maliyetleri
- Teori 2: Finansman Hiyerarşisi Teorisi
→ Asimetrik bilginin maliyetleri
- Sermaye Yapısı ile ilgili aracılık konuları



Modigliani-Miller Teoremi

- **MM: Sürtünmesiz piyasalarda finansman politikası etkisizdir.**
 - “Kanıt”: Finansal işlemleri için $NBD=0$
- **Çıkarım:** Aşağıdakiler de etkisizdir:
 - Sermaye yapısı
 - Kısa-Uzun vadeli borç seçimi
 - Temettü politikası
 - Risk Yönetimi
 - Vs.



MM'i Makul Ölçüde Kullanma

MM bize sermaye yapısı kararlarının neden etkili olabileceğini anlamak için kullanılabilir bir çerçeve sağlar-> Pastanın boyutunu değiştirme.

Finansal bir değişikliği değerlendirirken:

- Kendinize sorun: MM'e göre finansman fikri neden etkisiz?
→ Yaygın yanılgılara kapılmayın. Ör. Muhasebe ölçüleri üzerine mekanik etkileri olanlar (AOSM yanılgısı, Hisse Başına Kar yanılgısı)
- Kendinize sorun: Fikir hangi sürtünmelerin (Mükemmel Pazar varsayımlarından sapmalar) varlığına dayanıyor?
→ Vergiler, Finansal Sıkıntı Maliyetleri, Bilgi Asimetrisi, Aracılık Sorunları.
- Eğer hiçbir sürtünme varsayımı yoksa, Şüpheli yaklaşın! Bazı sürtünmeler varsa, büyüklüklerini değerlendirin.



Teori 1: Durağan Dengeleme Teorisi

- Optimal Sermaye Yapısı “*Borç kullanmanın vergi kalkanı*” ve “*Beklenen finansal sıkıntı maliyetleri*” arasında denge sağlayarak bulunur.
- Borç, şirketin değerini kurumsal vergi yükünü azaltarak arttırır.
 - Bunun sebebi faiz ödemelerinin vergi matrahından düşülebilmesidir.
 - Kişisel vergiler muhtemelen bu etkiyi azaltmakta ama yok etmemektedir.
- Bunlar beklenen finansal sıkıntı maliyetleri ile dengelenecek:
beklenen finansal sıkıntı maliyetleri
=
(Sıkıntı olasılığı)*(Sıkıntı durumundaki maliyetler)



Hedef Sermaye Yapısı için Kontrol Listesi

Vergi Kalkanı

- Şirket vergi kalkanından fayda sağlar mı? Karlı mı? Vergi indirimleri/muafiyeti var mı?

Beklenen sıkıntı maliyetleri:

- Nakit akışları değişken mi?
- Yatırım için dış kaynak ihtiyacı var mı?
- Nakit sıkıntısı yaşarsa rekabetçi sorun yaşar mı?
- Müşteriler ve Tedarikçiler şirketin sıkıntıda olmasıyla ilgileniyor mu?
- Varlıklar kolayca başka alanlara kaydırılabilir mi?

Not: Değiştirmesi güç sermaye yapısı sıkıntı maliyetlerini arttırır (Massey vakasındaki karmaşık sermaye yapısını anımsayın).



Teori 2: Finansman Hiyerarşisi Teorisi

- **Finansman hiyerarşisi teorisi firmaların finansman seçimlerini asimetrik bilgi ortamında kaynak yaratmanın maliyetlerini en aza indirmeye çalışarak yaptıklarını söyler.**
- Şirketler ve piyasalar arasında bilgi asimetrisi olunca:
 - Dış kaynaklar iç kaynaklardan daha yüksek maliyetli olur.
 - Borç, hisse çıkarmaktan daha düşük maliyetlidir (çünkü bilgiye daha az hassas)
- Bunun sonucunda şirketler:
 - Önce yedekleri (dağıtılmayan karlar) kullanırlar,
 - Sonra piyasadaki borç kullanırlar,
 - En son çare olarak hisse çıkarırlar.



Yatırım için Çıkarımlar

- Bir projenin değeri onun nasıl finanse edildiğine bağlıdır.
Değer= Proje NBD - Finansman sonucu kayıp
- Bazı projeler sadece iç kaynaklar veya düşük riskli borç varsa yapılır. Riskli borç veya özsermaye ile finansman gerekiyorsa yapılmaz.
- Daha az nakdi bulunan ve daha yüksek kaldıraçlı firmaların eksik yatırım yapmaları daha muhtemeldir.
- Nakit stoku oluşturmak için gerekçe.



Aracılık (Asil-Vekil) sorunları ve Sermaye Yapısı

- Modigliani-Miller şirketin yatırım politikasının sermaye yapısına göre değişmediğini varsayar.
- Ancak: Yöneticilerin teşvikleri ve sonuç olarak davranışları sermaye yapısına göre değişiklik gösterebilir.
- Yöneticilerin ve Hissedarların çıkarları her zaman çakışmaz. Bu çıkar çatışmalarına Aracılık sorunları denir.
Şirketlerde aracılık sorunları:
- Elimizde bulunanlar:
 - Asiller=Hissedarlar
 - Vekiller (Aracılar)=Yöneticiler



Yöneticiler ve Yatırımcılar arasında çatışmalar: Aracılık (Asil-Vekil) Sorunları

- Olası sorunların arasında yer alanlar:
 - Düşük gayret
 - Yan (dolaylı) faydalar
 - İmparatorluk oluşturma
- Aynı zamanda Tahvil sahipleri ve Hissedarlar arasında da çatışmalar bulunmaktadır
- **Soru:**
 - Kaldıraçlı olmak aracılık maliyetlerini azaltabilir mi?
 - Kaldıraçlı olmak yöneticilere değer maksimize eden kararlar almaya yöneltebilir mi?



Bazı klasik asil-vekil sorunları:

Serbest Nakit Akışı sorunu:

- Serbest nakit akışları bol olan (sağmal inek) ve ellerinde sadece kötü projeler bulunan şirketlerde yöneticiler el atında hazır duran nakdi hissedarlara iade etmek istemeyebilir.
- **Şirketim borcunun bulunması serbest nakit akışlarını azaltır ve gereksiz projelere (kişisel projeler, imparatorluk oluşturma projeleri) harcanmasını zorlaştırır.**

Tembel Yönetici Sorunu:

- Bol serbest nakit akışları bulunan, istikrarlı ve piyasada fazla rekabetçi ortamlarla karşı karşıya olmayan şirketlerdeki yöneticiler tembel ve kayıtsız duruma gelebilirler.
- **Kaldıracı (çok) arttırmak, yöneticilerin üzerine performansı arttırıp faaliyetleri daha etkin hale getirmek için baskı oluşturur.**



Kaldıraç aracılık maliyeti yaratabilir mi?

(Aşırı) Kaldıraç hissedarlar (ve onları temsil eden yöneticiler) ve borçverenler arasında aracılık çatışmaları yaratabilir:

- Finansal sıkıntı yaşamakta olan şirketin talan edilmesi
 - Şirket iflas etmeden hemen önce talan edilerek ganimet alma teşvikleri var.
 - Drexel şirketi iflas başvurusu yapmadan 3 hafta önce 350 milyonUSD performans primi dağıttı.
- Geciktirilen tasfiye
 - Hemen tasfiye daha etkin olsa bile şirketlerde tasfiyeyi geciktirme yönünde teşvikler bulunur.
 - Tasfiye genellikle sadece borçverenler için faydalıdır, hissedarlara ve yöneticilere fayda sağlamaz.
- Öncelik sulandırması
 - Mevcut borç verenleri şaşırtacak şekilde yeni borç almak.
- Risk kaydırması (varlık ikamesi):
 - Borç aldıktan **sonra** şirketin risk yapısını değiştirmek (eski borç verenlerden hissedarlara değer kayması yaratır)

Bütün bu maliyetler borç verenler tarafından öngörüldüğü için borç almanın maliyetini arttırır.



Alınacak Ders: Aracılık sorunları ve Sermaye yapısı

- **Kaldıraç kullanmak bazı aracılık sorunların çözümüne yardımcı olabilir:**
 - Serbest nakit akışı sorunu.
 - Kayıtsız, tembel yönetici sorunu.
 - ...
- **Aşırı kaldıraç kullanmak başka aracılık sorunları yaratabilir:**
 - Bu maliyetler finansal sıkıntıya düşme durumunda ortaya çıktığı için ek sıkıntı maliyetleri olarak değerlendirilebilirler.
 - İyi hazırlanmış anlaşma (kontrat) maddeleriyle bu maliyetlerin birçoğu bertaraf edilebilir.



Sermaye Yapısı hakkında düşünceler: Uzatılmış kontrol listesi

Vergiler

→Şirket vergi kalkanından faydalanıyor mu?

Bilgi sorunları

→Dış yatırımcılar şirketin finansman ihtiyaçlarını anlayabiliyor mu?

→Hisse çıkarımı piyasa tarafından kötü haber olarak yorumlanır mı?

Aracılık sorunları

→Şirketin serbest nakit akışı sorunu var mı?

→Yöneticilerin ek motivasyona veya izlemeye ihtiyacı var mı?

Beklenen sıkıntı maliyetleri

→Finansal Sıkıntı olasılığı nedir? (nakit akış oynaklığı)

→Finansal sıkıntı maliyetleri nelerdir?

→Dış kaynak ihtiyacı, nakit sıkıntısı durumunda rekabet tehdidi, müşterilerin sıkıntıyla ilgilenmesi, varlıkların başka kullanımları uygunluğu?

→Sıkıntı durumunda yöneticilerin davranış sıkıntıları bekleniyor mu?



SONUÇ

- Değerin büyük çoğunluğu sol tarafta yaratılır, iyi yatırım kararlarıyla.
- Sağ tarafta yapılan hatalarla değer yok edebilirsiniz: finansman politikası, şirket stratejinizi desteklemelidir.
- Sağlıklı finansal kararlar alabilmek için şirket üzerindeki etkileri iyi anlamak zorunludur.
- Finansal kararlar, finansçılara bırakılmak için fazla önemlidir.

