

Bugün Anlatılacaklar: Sermaye Yapısı

- I. MM Teoremi: Sermaye Yapısı İlgisizliği
- II. Vergiler ve MM'den diğer Sapmalar

I. MM Teoremi.

Bir şirket, başlangıç kaynağı için 10 milyon dolar gerektiren bir projeyi almayı düşünüyor (örneğin karlı olmaya başlamadan önce proje 10 milyon dolarlık maliyete maruz kalacak). Tabii ki de 10 milyon dolarlık soru: projeyi alacak mısınız?

Fakat biz daha oraya gelmedik. Prensip, projeyi alma, önemli olabilecek başka kararları da içerir. İşte 1 milyon dolarlık soru: Eğer bu projeyi gidecekseniz nasıl finanse etmelisiniz?

Aslında pek çok finansman seçeneği var: adi hisse senedi, tercihli hisse senedi, borç (tonlarca borç seçeneği var), banka kredisi, dahili nakit vs.

Bir finansman karışımı diğerinden daha mı iyi?

Şirketin projelerini finanse etmek için çıkarılmış menkul kıymetler karışımına şirketin sermaye yapısı denir.

Finansman gerçekten de 1 milyon dolarlık bir soru mu?

En iyisi bunu sürtünmesiz piyasa (SP) bağlamında düşünmek...

SP nedir? Aşağıdaki özellikleri olan piyasadır...

- Vergiler yok
- İşlem maliyeti yok
- Yatırımcılar ve şirketler aynı finansman teknolojilerine aynı maliyetle erişebiliyor.
- Simetrik bilgi
- İşletim ve finansman kararları birbirinden bağımsız

Bir sürü varsayım var ve hiçbiri de gerçekçi değil. Neden bu kontekstle ilgileniyoruz ki?

Çünkü bu bize finansman sorusuyla ilgili basit bir cevap veriyor ve daha sonra daha gerçekçi düzenlemeleri düşünmemiz için bir çerçeve sağlıyor.

MM Teoremi: Eğer piyasa sürtünmesiz ise, firmanın borç ve özkaynaktan oluşan finansman karışımı firmanın değerini etkilemez (sermaye yapısı ilgisizdir). Bu bize, finansman kararının aslında 0 dolarlık bir soru olduğunu söylüyor.

Eğer finansman şirketin değerini etkileseydi, finansman sorunun önemli olmasının tek sebebi olurdu. MM ise etkilemediğini söylüyor.

Sezgi: Yatırımcılar, firmaların daha az veya fazla kaldıraçlı versiyonları için prim ödemeye istekli olamamalıdır çünkü şirket olarak aynı şartlar altında bu kaldıraç seviyesine kendileri de ulaşabilirler (kendi adlarına borçlanarak). Kendi başınıza bedavadan yapabileceğiniz bir şey için neden prim ödeyebilirsiniz ki?

Fakat bazıları şu şekilde cevap verebilir: "Şirketin değeri nasıl olur da değişmez? Özkaynak maliyeti borç maliyetinden daha yüksektir, dolayısıyla kaldıraçlı şirketlerin sermaye maliyeti borç maliyetine yakın olmalıdır (yani düşük sermaye maliyeti) ve sonuç olarak daha değerli olmalıdırlar."

Bu argümanda yanlış olan nedir?

Unutmayınız: Kaldıraç şirketin özkaynak maliyetini değiştirir (hatta belki borç maliyetini bile). Sadece sürtünmeler sermaye yapısının şirketin değerini etkilemesini sağlar.

Neden? Borç şirketin değerinin daha büyük bir oranını kapladıkça, hala nakit akışı riskinin büyük kısmını oluşturan özkaynak daha küçük bir değerini kapsayacak. Bu riskteki toplam prim borçtan arınmış şirketle aynıdır, fakat şimdi bu prim daha küçük miktarda bir özkaynak değerine paylaştırılmıştır. Dolayısıyla, özkaynak değeri başına düşen prim (özkaynak maliyeti) artmıştır. Diğer bir deyişle, özkaynak maliyeti yüksek kaldıraçla birlikte artmıştır.

Benzer şekilde, şirket kaldıraçını arttırdıkça eninde sonunda borcu riskli hale gelecektir (geri ödeyememe riski artabilir).

MM'ye göre bu maliyetler, bütün muhtemel kaldıraç oranlarında firmanın sermaye maliyetini sabit tutacak şekilde artacaktır.

Sezgi: SVFM stili bir argüman düşünün: Bütün varlıklar ve portföyle ortak bir yapı kullanılarak fiyatlanıyorlar (finansal varlık pazar doğrusu). Şirketin işletim kararı finansman kararından bağımsız olduğu için, firmanın temelindeki nakit akışı riski sermaye yapısına bağlı değildir. Bu da demektir ki, sermaye yapısı kararına bakmaksızın şirket aynı değere sahip olmalıdır.

II. Vergiler ve MM'den diğer Sapmalar.

Kurum Vergileri: Unutmayınız ki borç üzerindeki faiz ödemeleri vergiden düşürülebilirken, yatırımcılara yapılan kar payı ödemeleri değildir.

Borç vergi kalkanı vardır fakat benzer bir kar payı (veya özkaynak) vergi kalkanı yoktur.

Bu asimetrik vergi işlemini göz önünde bulundurursak ne olur?

Basit bir rötuşla bunu MM çerçevesinde düşünebiliriz. Firmanın vergi öncesi nakit akışında kimin hakkı vardır? Eğer şirket hem borç hem de özkaynak çıkarıyorsa, hem alacaklının hem de özkaynakları elinde tutanın bu vergi öncesi nakit akışlarında bir takım hakları vardır.

Ayrıca devletin de hakkı vardır. Aslında eğer muhasebe karları yüksekse, hakkı biraz fazla olabilir.

Kurum vergileriyle birlikte MM teoreminin geçerli olduğunu ama firmanın değerinin borç sahipleri, hissedarlar ve hükümet arasında paylaşıldığını düşünün.

Bu durumda sermaye yapısının amacı nedir?

- Devletin payının değerini minimize etmek
- Benzer şekilde borç vergi kalkanı değerini maksimize etmek

Vergi kalkanının BD'ni nasıl hesaplıyoruz?

Büyük Resim: Sadece kurumsal vergi oranını göz önünde bulundurmak olabildiğince borçlanmanın optimal olduğunu öneriyormuş gibi duruyor. Bu, bütün vergi zırlarının değerini maksimize, şirketin değerindeki devletin payını da minimize ediyor.

Bu, MM kadar basit bir cevap. Bu da mı bir şeyler kaçırıyor?

Diğer sorunlar...

Kişisel Vergiler: Faiz ödemeleri sayesinde borçtan elde edilen gelirin (gelir olarak vergilendirilen) ve hisse senedi fiyatlarındaki artış sayesinde özkaynaktan elde edilen kazancın (sermaye kazancı olarak vergilendirilen) vergi işlemleri arasında da fark bulunmaktadır.

Bunlar borcun bütün vergi avantajlarını geçersiz kılabilir. Hatta bazı durumlarda özkaynakların vergi avantajını bulabilirsiniz.

Farklı insanların aynı gelir vergisi dilimine düşmesi gerekmediğinden, borç ve özkaynaklara karşı göreceli olarak farklı tercihleri olabilir.

Bazı firmalar düşük gelir vergisi dilimindeki yatırımcılara hitaben borç çıkartabilirken (emekli fonu), diğerleri yüksek gelir vergisi dilimindeki yatırımcılara hitaben daha çok özkaynak çıkartmayı tercih edebilirler.

Ana nokta: Vergi meselesi borcu kayırmak zorunda değildir.

Finansal Sıkıntının Maliyetleri: Çok fazla borç çıkaran şirketlerin finansal sıkıntıya girme riskleri daha yüksektir. Müsrif harcama gerektirdiği, firmaları finansman gerektiren güzel yatırımlardan vazgeçmeye zorladığından ve hatta firmaları verimsiz bir yatırımı üstlenmeye teşvik ettiğinden borç çıkarmak maliyetlidir.

- Müsrif Harcama: Örneğin, iflas büyük maliyetler içerir (örneğin avukat ücretleri, yeniden örgütlenme hareketleri vs.) Fakat eğer iflas etme olasılığınız düşükse, borç çıkarttığınızda aslında bu sizin borç maliyetinizi sert bir biçimde arttırmaz.
- İyi Yatırımlardan Vazgeçmek: Finansal sıkıntıdaki şirketler, karlı olsalar bile yeni projeler için para toplamada sıkıntı yaşarlar (özellikle de özkaynak ile). Neden? Çünkü projenin karının bir kısmı alacaklılara geri ödemeye gitmek zorunda kalıyor. Yeni yatırımcılara gitmiyor. Diğer bir deyişle, şirket için karlı olan bir proje yeni yatırımcılar için karlı olmak zorunda değil. Buna borç yükü sorunu denir.
- Kötü Yatırımları Kabul Etmek: Eğer firmanın biraz nakdi varsa fakat iflasın eşiğindeyse, küçük bir ihtimal büyük başarı elde etme şansı olan negatif NBD'li bir projeye hendek atlatmaya çalışabilir. Neden? Çünkü eğer proje başarısız olursa hissedarların açısından gerçekten çok da bir şey değişmeyecekken (firma hala iflasa doğru sürükleniyor), eğer başarılı olursa şirket artık iflasa doğru gitmeyebilir ve hissedarlar biraz değer kazanabilirler. Buna riski kaydırma sorunu denir.

Borç tutan yatırımcılar riski kaydırma ve borç yükü sorunlarından bunalırlar ve sonuç olarak borç seviyesi çok yükselince daha yüksek borç maliyeti talep ederler.

Bu da bize, vergi avantajı ile borçtan kaynaklanan finansal sıkıntı maliyetlerini dengeleyen optimal bir kaldıraç oranının olabileceği fikrini verir. Bu en uygun sermaye yapısı sektörden sektöre değişebilir mi? Neden? Buna sermaye yapısının statik denge teorisi denir.

Diğer bakış açıları:

Hiyerarşi Teorisi: Hedef sermaye yapısı yoktur. Sermayeyi her arttırdığınız gerektiğinde müsait olan en ucuz finansman formunu seçiniz. Asimetrik bilgiye dayanarak HT diyor ki firmalar bilgiye duyarlı araçlardan (riskli borçlar veya özkaynak gibi) önce bilgiye duysuz olanları (dahili nakit veya risksiz borç gibi) çıkarmayı tercih ederler.

Piyasa Zamanlama Teorisi: Şirketin hisse senedinin pazar tarafından her zaman adil fiyatlanmadığını ama bunun asimetrik bilgiyi değil yatırımcının hissiyatını yansıttığını varsayınız. Sonuç olarak, şirketin hisse senetleri pazar tarafından olması gerektiğinden daha fazla değer biçildiğinde, şirket sermayesini arttırmak için özkaynak çıkarır. Benzer şekilde, hisse senedi olması gerektiğinden daha değersizken de borç çıkarır.