

15.402 Arasınay Çözümü

Çözümler Prof. David Scharfstein tarafından sağlanmıştır ve izinle kullanılmaktadır.

1) APEX çok düşük bir kaldıraç seviyesi kullanıyor. Borç/Özsermaye oranı %1'in altında (uzun ve kısa vadeli borçlar dahil edildiğinde). Eğer elde tutulan nakit borçlardan düşülecek olursa karşımıza -%35 oranı çıkıyor. APEX'in bu sermaye yapısına iki etken katkıda bulunmuş olabilir.

- İlk olarak APEX'in sürdürülebilir büyüme oranı (%13,5) gerçekleşen büyüme oranından (%12) daha büyük. Bu sayede Dağıtılmayan karlar (yedekler) Apex'in yatırım ihtiyacının karşılıyor ve Apex hiç dış borca başvurmak zorunda kalmamış. Sürdürülebilir büyüme oranının yüksekliği de yüksek kar marjları (~%15) ve yüksek varlık devir hızının düşük kaldıraç etkisine baskın çıkması sonucunda oluyor.
- İkinci olarak, muhtemelen yönetimin kaldıraç arttırmak gibi bir isteği olmamış. Muhafazakar finansal politikaları rahatlıkla izlenebiliyor.

2) Apex'in yüksek net karı bulunuyor ve vergi ödüyor, dolayısıyla vergi kalkanlarından fayda sağlayabilir. Ayrıca, Apex'in beklenen finansal sıkıntı maliyetleri de düşük olduğu için mevcut sermaye yapısını açıklamakta kullanılamaz. Hatta:

- Nakit akım değişkenliği: Düşük, az riskli iş stratejisi sonucunda.
- Dış kaynak ihtiyacı: Apex pek ArGe yapmadığı ve sürdürülebilir büyüme oranından daha yavaş büyüdüğü için düşük.
- Nakit sıkıntısı yaşarsa rekabetçi tehdit: evet.
- Müşteriler finansal sıkıntı durumuyla ilgileniyorlar: pek değil.
- Varlıkları başka alanlara kaydırmak zor: pek değil. Patentler, markalar dükkanlar satılabilir.

Kaldıraçını arttırmak için, Ağex borç alıp hisse geri satın alma yapabilir veya temettüleri arttırabilir. Hisse geri satın almalarını birkaç avantajı var:

- Nakit temettülere oranla vergi avantajları bulunuyor.
- Yatırımcılar hisse geri satın almalarını bir seferlik olarak görürken nakit temettülerin tekrar etmesi beklentisi oluyor. Dolayısıyla eğer temettüleri önce arttırıp sonra azaltırsak piyasa buna olumsuz tepki gösterebilir.

3) Apex'in sabit bir nakit miktarı tuttuğunu varsayıyoruz. Mevcut borç üzerine ödenmekte olan ve nakit olarak gözükenlerin (bir kısmına ödenmekte olan) faiz göz ardı ediliyor. (Bu veri elimizde bulunmuyor)

- Net Kar (NK) = kar marjı * Satışlar(1992) * (1+g) = (%7) * 3798 * (1+%11) = 295
- Dağıtılmayan Kar (DK) = (1-d) * (NK) = (1-, 6) * 295 = 118
- Özsermaye = Özsermaye(1992) + DK = 1473 + 118 = 1591
- Toplam Varlıklar (TV) = Nakit + (TV-nakit) * (1+g) = 593 + (2370-593) * 1,11 = 2566
- Satıcılar = Satıcılar * (1+g) = 884 * 1,11 = 981
- Borç (B) "tamamlayıcı rakam" = Varlıklar - Satıcılar - Özsermaye
= 2566 - 981 - 1591 = -6
- Dış kaynak ihtiyacı = Borç(93) - Borç(92) = -6 - 14 = -20

Dış finansman ihtiyacı bulunmamaktadır. Hatta, elinde fazladan iç kaynak bulunuyor.

4) Apex'in sıkıntı maliyetleri çok daha yüksek ve borcu daha düşük olmalı:

- Nakit akım oynaklığı: Yüksek, riskli iş ortamından dolayı.
- Dış kaynak ihtiyacı: Apex ArGe yapmak veya satın almak için yüksek sermaye yatırımı yapmak zorunda kalacaktır. Mevcut nakit miktarı bunu finanse etmeye yetmeyecektir.

Hatta, Őu anda bile Apex mevcut maliyet yapısıyla sũrdũrũlebilir bũyũme oranından (%8) daha hızlı bũyũmektedir (%11).

- Nakit sıkıntısı yaşarsa rekabetçi tehdit: evet.
- MũŐteriler finansal sıkıntı durumuyla ilgileniyorlar: Hala, pek değil.
- Varlıkları başka alanlara kaydırmak zor: Hala pek değil, ama eskiye oranla daha zor (ArGe daha yũksek)

DũŐũk kaldıracı sũrdũrebilmeye engeller: Yukarıda da belirtildiği ũzere, Apex'in kar yedekleri yeterli olmayacaktır. Temettũleri azaltmak ve/veya yeni Özsermaye çıkarmak zorunda kalacaklardır. Her ikisi de Şirket hakkında olumsuz sinyal olarak yorumlanabilir, sonuçta hisse fiyatının dũŐmesine sebep olur.

Soru 1 hakkında yorumlar:

Kaldıraç oranları:

- Şirketin kaldıracını Őlen birkaç Őlũt vardır. Genellikle hepsi seviye ve trendlerle ilgili benzer bilgiler verirler.
- Borç seviyesi hesaplanırken genellikle Satıcılar hesabı, birkaç nedenden dolayı hesaba katılmaz (Őeklen kısa vadeli borç olmasına rağmen):
 - o İlk olarak Alacaklar ile netleŐtirildikten sonra genelde geriye pek bir Őey kalmaz.
 - o Ayrıca, vergi kalkanını hesaplamak için borç seviyesi tahmin edilirken Satıcılar hesabı dahil edilmez ũnkũ faiz Ődenmeyen borçlardır, dolayısıyla vergi kalkanı yaratmazlar.

Apex'in mevcut sermaye yapısını anlatırken:

- Tipik hatalar arasında soruyu farketmemek, dũŐũk kaldıraç oranını "Şirketin az borcu var" gibi Őeylerle açıklamak.
- Yũksek marjlar, dũŐũk kaldıracı açıklamakta yeterli değildir. Neye oranla yũksek? Sũrdũrũlebilir bũyũme kavramını tam bu soruya cevap verebilmek için ortaya koyduk: Bir Şirket sũrdũrũlebilir bũyũme oranından hızlı bũyũmediĐi sũrece dış finansmana başvurmak (ve dolayısıyla borç almak) zorunda kalmayacaktır.
 - o çok hızlı bũyũyen bir Şirketin hem yũksek marjı hem de yũksek kaldıracı olabilir.
 - o Ayrıca, marjlar sũrdũrũlebilir bũyũme oranının sadece bir etkenidir. ŐrneĐin, yũksek marjlı ama dũŐũk varlık devir hızı olan bir Şirketin sũrdũrũlebilir bũyũme hızı dũŐũk olabilir.
- Son olarak, sũrdũrũlebilir bũyũme oranından daha yavaş bũyũmek dũŐũk kaldıracı sebep olması için yũnetimin aktif bir Şekilde kaldıracı arttırıcı faaliyetler yapmaması gerekir. Bu faaliyetleri yapmak istemiyor olabilirler, yapamıyor olabilirler veya ilgilenmiyor olabilirler.

Soru 2 hakkında yorumlar:

Optimal sermaye yapısı ile ilgili tartışırken:

- İlk iş olarak şirketin vergi kalkanından faydalanıp faydalanamayacağını kontrol edin (genellikle çok hızlı bir şekilde yapılabilir).
- Lütfen kontrol listesindeki tüm maddelerin üzerinden gidin (sonuçta o bir kontrol listesi).

Kontrol listesinin üzerinden gidip nasıl sonuca varabilirsiniz:

- Listedeki tüm maddelerin üzerinden gidin. Ama roman da yazmayın.
- Listedeki tüm maddeleri doğru şekilde yorumlamanız beklenmiyor. Elinizde şirket ve sektörü hakkında sınırlı (ama dikkatle seçilmiş) bilgi bulunmaktadır. Mesela, Apex'in nakit akımlarının oynak olduğunu iddia etmenin bir cezası yoktu.
- Buna rağmen, vardığınız çıkarımların analizlerinizle tutarlı olmasını bekliyoruz. Mesela, yüksek nakit oynaklığından dolayı şirketin yüksek kaldıraçta sahip olması gerektiği sonucuna vardığınız için cezalandırıldınız.
- Kesin bir sermaye yapısı (ör: %21,7) önermeniz beklenmiyordu ama değerlendirmeniz ile tutarlı bir aralık belirtmeniz isteniyordu.

Bazı öğrenciler borç almanın bir avantajının satıcılara olan borçları ödeyebilmek olabileceğini belirtmiş.

- Satıcılar hesabında yer alan borçları normal borçla değiştirmek ancak borç maliyeti satıcılar hesabına istenen faizden (geç ödemediği için yüksek ceza faizleri olabilir) daha düşükse avantajlı olabilir (Wilson ahşap örneğinde olduğu gibi).
- Gecikmiş satıcılar hesabı ödemeleri için anlaşmada belirtilen faiz oranı biraz daha yüksek olsa bile bazen anlamlı olabilir. Satıcılar ceza faizi gelir tablosunda faiz olarak sayılmaz dolayısıyla vergi matrahından düşülemez.
- Tabii burada bahsedilen durum ancak geç ödeme durumu söz konusuysa ve bunun sonucunda Satıcılara faiz ödemesi gerçekleşiyorsa olabilir. Apex'in durumunda ödemelerde gecikme olduğuna dair herhangi bir bilgi yok. Hatta ellerinde bu kadar nakit bulunurken ödemeleri geciktirmeleri ve yüksek ceza faizleri ödemeleri büyük talihsizlik olurdu. Hatta birinci madde gerçek olsa bile kaldıraç arttırmak için bir sebep sayılmaz. Satıcılar hesabını nakdi kullanarak azaltmak en az borç alarak bunu yapmak kadar faydalıdır.

Soru 3 hakkında yorumlar:

Finansman ihtiyaçlarını tahmin etmenin tek bir yolu yoktur.

Dahası, tahmininiz yapacağınız varsayımlara bağlıdır. Dolayısıyla

burada da, dikkatimizin çoğunu şunların üzerine yoğunlaştıracamız:

- Berraklık: Yaptığınız varsayımlarla ilgili tam olarak açık olun. (ör: "varlıkların satışlarla birlikte değiştiğini varsayıyorum" yazın). Birçok öğrenci her tarafında rakamlar olan ve bir yerden diğerine oklar çizilmiş ve üstünden tekrar gidilmiş kağıtlar teslim etti.
- Tutarlılık: Varsayımlarınızla tutarlı olan sonucu bulun!

Çoğu öğrenci varlıkların satışlarla aynı oranda büyüdüğü varsayımını yaptı. Bu bazı durumlarda mümkündür (ör: belki Wilson Ahşap örneğinde olduğu gibi), ana varsayım satış yapabilmek için belli miktarda varlıklar olması (nakit dahil) gerektirir. Ancak, Apex'in durumunda eldeki nakitin tamamını tutmaya ihtiyacı olması düşük bir olasılıktır, yani eldeki nakit toplam varlıkların ciddi bir kısmını oluşturuyor ve muhtemelen bir kısmı fazladan. Sonuçta eldeki nakdin daha da arttırılması gereği gerçekçi değildir. Nakit miktarının mevcut seviyede sabit tutulacağı varsayımı muhtemelen zaten muhafazakar bir tahmindir.

Nakit miktarı ile ilgili varsayımınız ne olursa olsun, nakit - ihtiyaç duyulan dış kaynak bizim verdiğimiz rakama yakın olmalıdır, yani $593 - (-20) = 613$. Nakitte \$1'lik bir artış mekanik olarak ihtiyaç duyulan finansmana yansımaktadır. Mesela, nakit miktarını satışlarla orantılı olarak büyütmeyi (%11) tercih ettiyseniz, elde edeceğiniz ek finansman ihtiyacı $593 * 0,11 = 65$, ve toplam finansman üzerine etkisi $-20 + 65 = 45$ olur.

Tekra edecek olursak, varsayımlarınız üzerinden değerlendirilmediniz, yaptığınız tahminin o varsayımlarınızla tutarlı olup olmadığına göre değerlendirildiniz (yazdıklarınızı çözümleyebildiğimiz sürece!).