

Finans Teorisi II

(Finansal Yönetim)

Katharina Lewellen

5 Şubat, 2003

Bugün

- Ön şartlar
- Dersin tanıtımı
 - Kurumsal finans
 - İlgilendikleri Soru Çeşitleri
 - Ders izlencesi
 - Dersin gerekleri
- Bilinmeyen Sektörler Vakası

Ön şartlar

- Ders malzemeleri
 - Brealey & Myers, **Principles of Corporate Finance**, 7. Baskı.
 - Higgins, **Analysis for Financial Management**, 7. Baskı.
 - Vakalar ve okumalar paketi.
- Öğretim Üyesi: Profesör Katharina Lewellen

Giriş

Finansal Yönetim

- **Yatırım politikası**

Şirketin parasını nasıl harcadığı (gerçek ve finansal varlıklar)

- **Finansman ve dağıtım/ödeme politikası**

Şirketin nasıl kaynak bulduğu (borç, özsermaye) ve fazla nakdi nasıl değerlendirdiği

Şirketin Bilanço görünümü

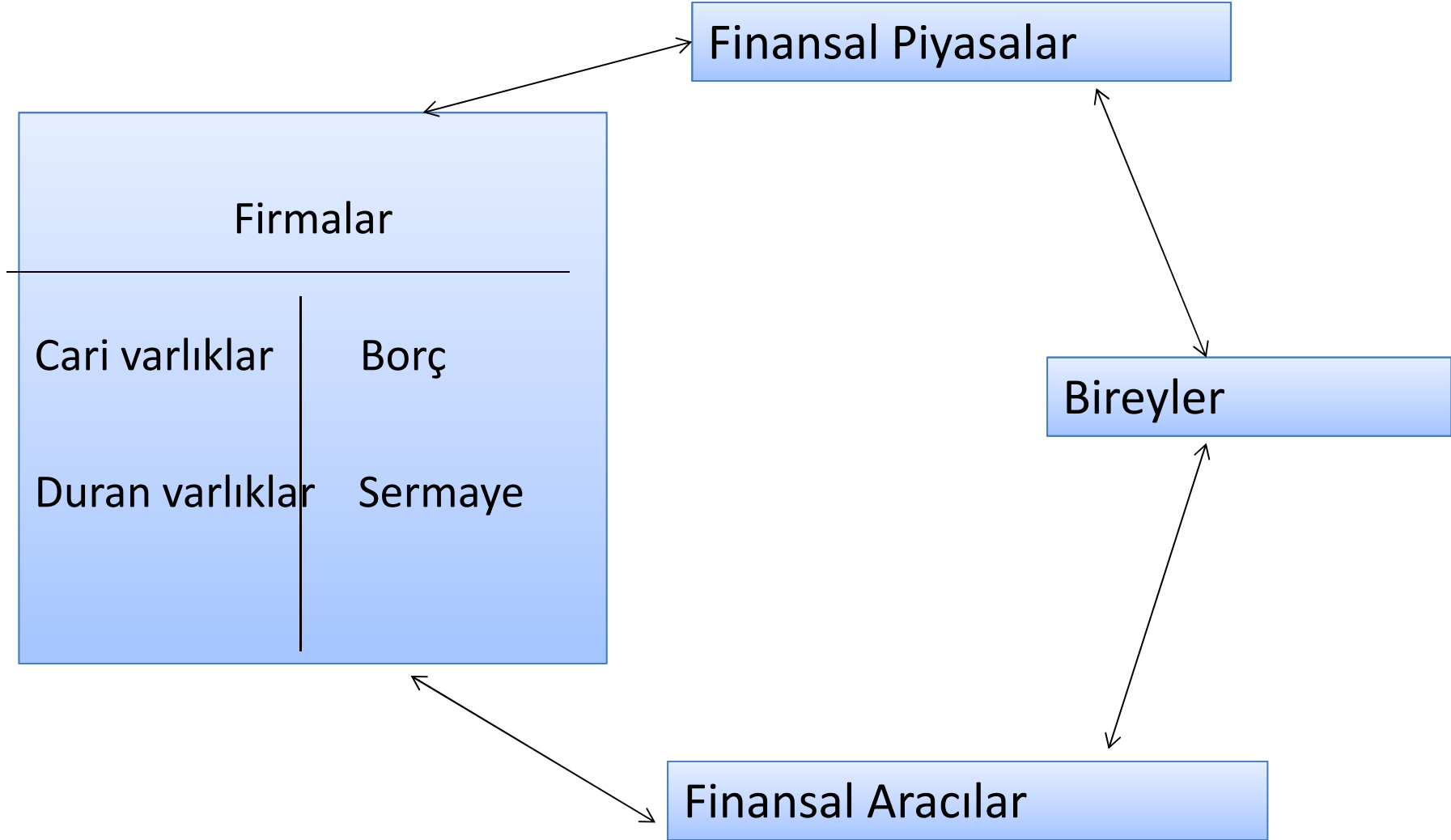
Varlıklar	Kaynaklar
Cari Varlıklar	Cari Borçlar
Duran Varlıklar 1.Maddi Duran Varlıklar 2.Maddi Olmayan Duran Varlıklar	Uzun Vadeli Borçlar
	Özsermaye

Giriş (devam)

Ama, şunların da anlaşılması lazım...

- Sermaye piyasaları
 - Menkul kıymet çeşitleri (hisseler, tahviller, opsiyonlar)
 - Risk ve getiri arasındaki ilişki
 - Fiyatlandırma
- Vergiler ve
- devlet denetimi

Finansal Piyasalar



Giriş (devam)

-
- Firmalar
- Projeler ve gerçek yatırımlar
- Tahviller

- Genel Özellik

.....

Asıl soru

Yatırım ve finansman kararları ile nasıl değer yaratabiliriz ?

İlgilendikleri Soru Çeşitleri

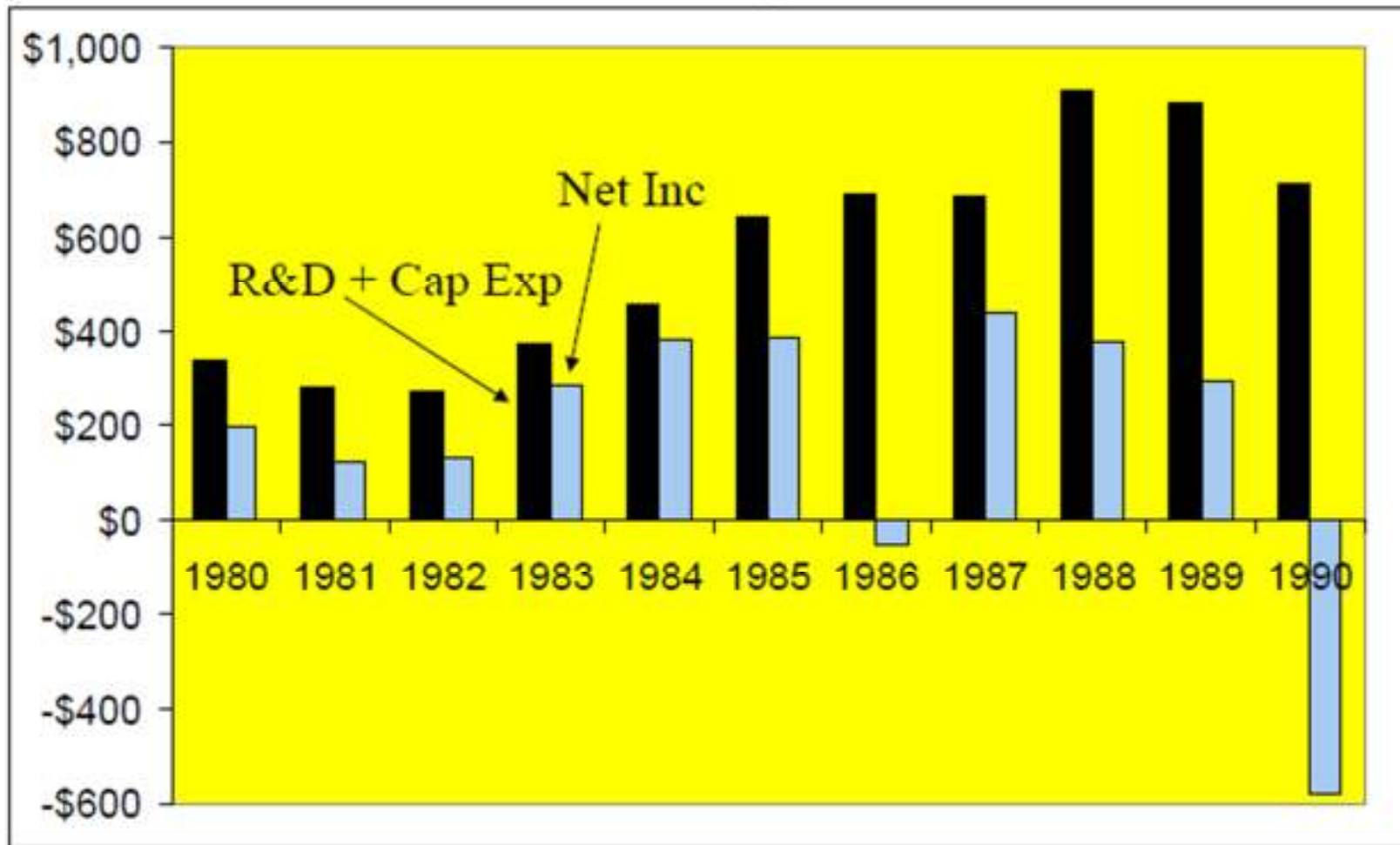
Yatırım ve finansman kararları

- 1999 sonunda GM şirketinin elinde \$11,4 Milyar nakit bulunuyordu
 - Parayı yeni projeler için mi kullanmalı yoksa hissedarlara mı dağıtmalı?
 - Parayı hissedarlara dağıtmaya karar verirse, nakit temettü mü kullanmalı yoksa hisse geri satın alması mı yapmalı?
 - Yatırım yapmaya karar verirse, hangi yatırım en iyi? Riskler nelerdir?

General Dynamics

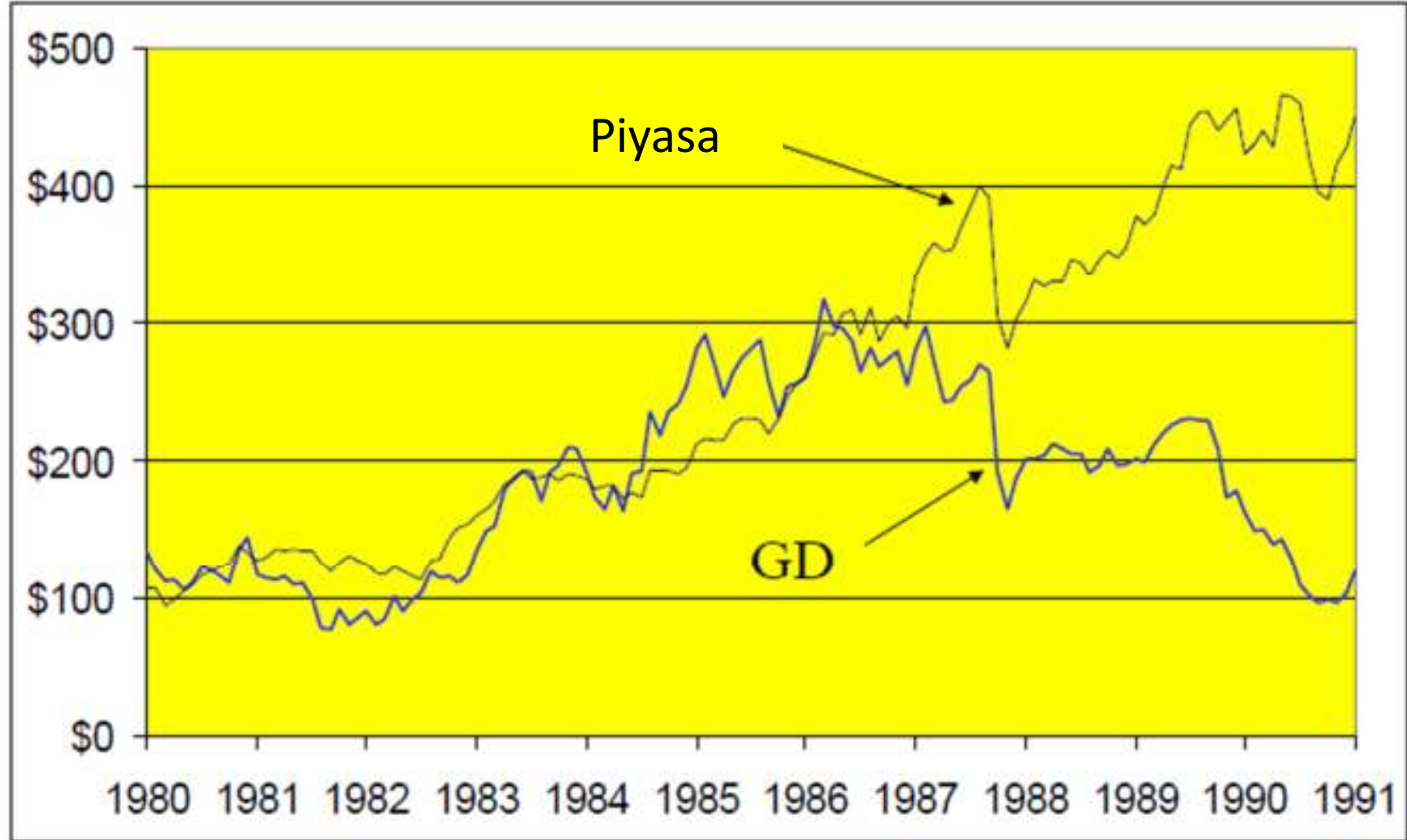
- Savunma Sanayiinde en büyük yüklenicilerden
- 1980lerde çok başarılı (Soğuk Savaş)
 - Satış büyümesi
 - Makul karlılık
 - ArGe ve Sermaye yatırımları
- 1990ların başında
 - Soğuk savaşın sonu
 - Savunma harcamalarında muhtemel düşüş
 - Strateji???

General Dynamics



- R&D: ArGe
- Cap Exp: Sermaye Yatırımı harcaması (uzun vadeli yatırımlar)
- Net Inc: Net Kar

Ocak 1980de yatırılmış \$100'ın gelişimi



General Dynamics

Yatırımlar, 1980-1990

ArGe + Sermaye yatırımları:	\$3,7 milyar
%10 getiri ile yatırılmış olsa:	\$5,5 milyar
Gerçekleşen piyasa değeri:	\$1 milyar
Yokedilen değer:	\$4,5 milyar

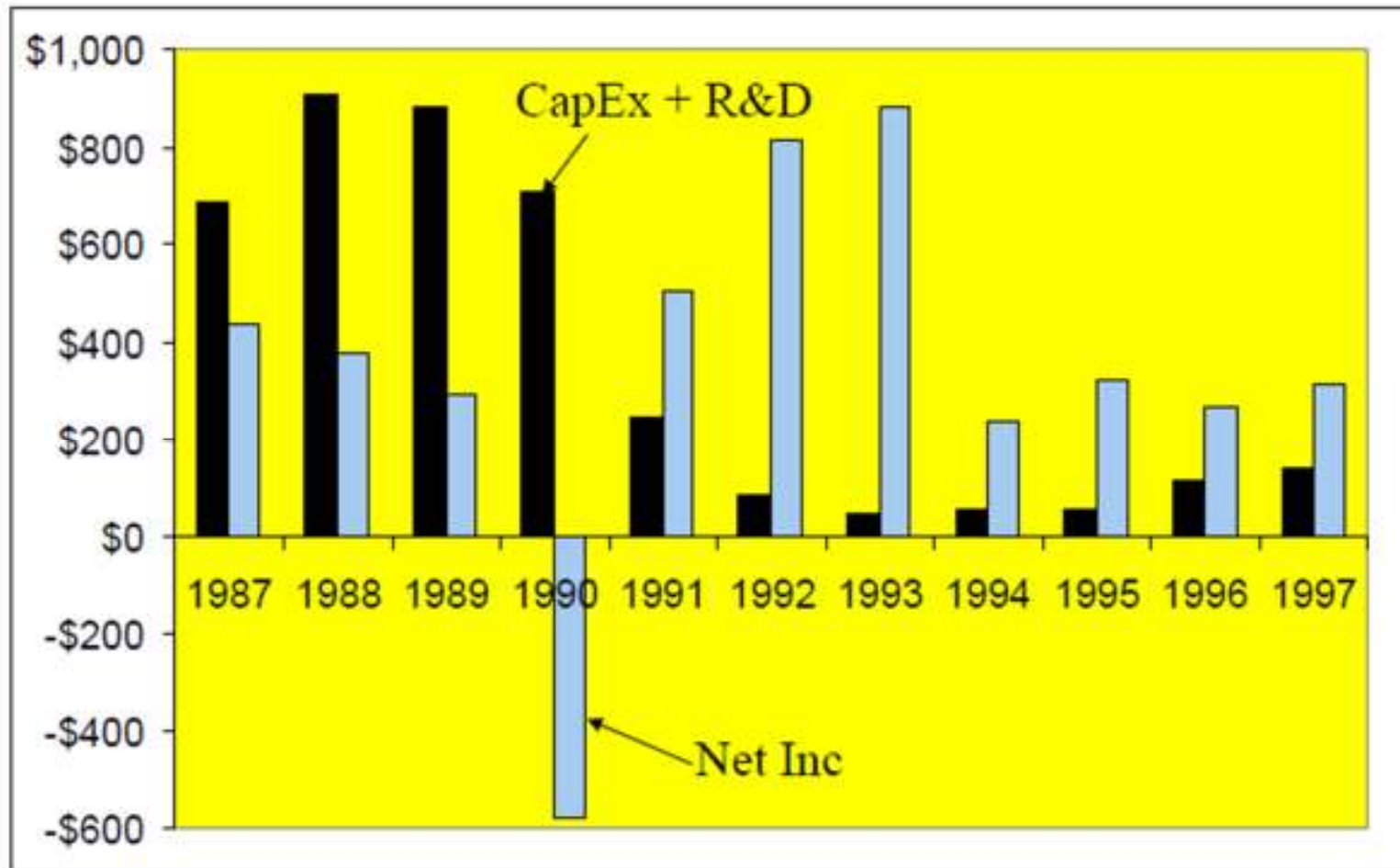
Satışlar \$4,7 milyardan \$10,2 milyara büyüdü

1990 Karı= -\$578 milyon

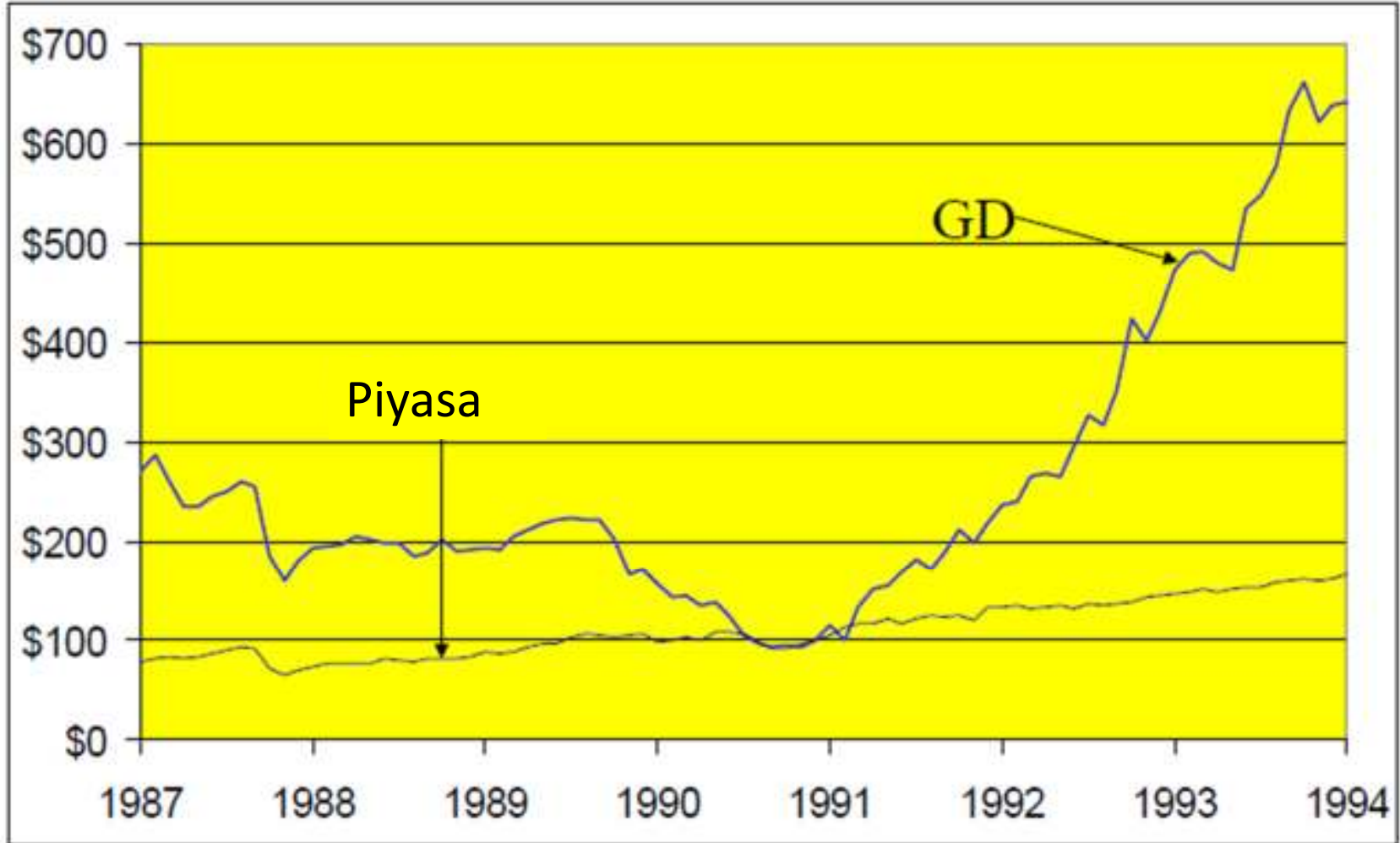
1991'de yeni Strateji

- **William A. Anders (Yeni CEO):**
- Sermaye yatırımları ve ArGe azaltıldı
 - SermYat 1990'da \$321 milyon'dan 1991'de \$81 milyona düştü.
- Bölümler ve bağlı ortaklıklardan satışlar yapıldıÇalışan sayısında azaltmaya gidildi
- Hissedarlara nakit dağıtımı
 - 1991-93 arasında hissedarlara ve borç verenlere \$3,4 Milyar ödendi.

General Dynamics: 1987 –1997



Ocak 1991de yatırılmış \$100'ın gelişimi



İlgilendikleri Soru Çeşitleri

Yatırım ve Finansman kararları

- Şirketiniz büyümeyi finanse etmek için kaynak bulmak zorunda.
 - Tahvil mi çıkartmalı, hisse mi yoksa bankadan borç mu almalı?
 - Hisse senedi piyasası bu kararınıza nasıl tepki gösterecektir
 - Eğer borç seçersen, borç hisseye dönüştürülebilir mi olmalı? Çağrılabilir? Kısa veya uzun vadeli?
 - Eğer özsermaye seçecek olursanız, adi hisse senedi ile imtiyazlı hisse senetleri arasında ne farklar vardır?

İlgilendikleri Soru Çeşitleri (devam)

Yatırım ve Finansman kararları

- Yakın tarihte IBM \$2,5 milyarlık hisse geri satın alması yapacağını duyurdu. Açıklamadan sonra hisse fiyatı % 7 fırladı. Niçin? Acaba IBM bunun yerine temettü artışı yapsaydı piyasa nasıl tepki gösterirdi? Varsayalım Intel de aynı açıklamayı yaptı. Aynı fiyat hareketini bekler miydiniz?
- Motorola İrlanda'da yeni bir mikroçip fabrikası inşa etmek istiyor. Döviz kurundaki dalgalanmalar projenin değerini nasıl etkiler? Riskler nelerdir? Motorola'nın bu riskleri azaltmak için yapabileceği şeyler nedir? Daha da önemlisi riskleri *azaltmalı mıdır*? Bunun maliyetleri ve faydaları nedir?

Yaklaşımımız

Yapacaklarımız

- Sağlıklı kararlar vermekte faydalı olacak genel araçlar geliştirilecek. Bu araçların faydalı olacağı gruplar:
 - Finans yöneticileri
 - Genel yöneticiler
- Öğrenciler gerçek hayattan vakalarla tanıştırlacak.
 - Faydalar
 - Sınırlar

Yapmayacaklarımız

- Herhangi bir sektörde uzman olduğumuzu iddia etmek.
- Şirketlere özel detayların uzun uzun tartışılması.
- Bir kitap veya makaleden okuyarak kendinizin kolaylıkla öğrenebileceğiniz malzemelerin detaylı tartışılması (bkz. “Okumalar”).

Çerçeve: Teori + Uygulamalar

- **Kısım I: Finansman**
 - Sermaye Yapısı
 - Kar Dağıtım politikası
- **Kısım II: Değerleme**
 - Proje değerlendirme (SNA, BD, Gerçek opsiyonlar)
 - Şirket değerlendirme (Birleşme ve Satın almalar, Başlangıç şirketleri)
- **Kısım III: Finansal Yönetim'den Çeşitli Konular**
 - Kurumsal yönetim
 - Risk azaltımı (hedging)/ risk yönetimi

Finansın Araçları (15.401)

- Paranın Zaman Değeri
- Portföy Teorisi
- Varlık Fiyatlama Teorisi
- Etkin Piyasalar Hipotezi
- Opsiyon Fiyatlama Teorisi
- Arbitraj imkanı olmaması kavramı
- Aracılık (Asil-Vekil) Teorisi (Mikroekonomi, teşvikler ve kontratlar)

Dersin Gereklere

- Derse Katılım (%10)
- Vaka Notları (%30)
 - 4 kişiye kadar takımlar oluşturun
 - Tüm yazılı raporlar (istediğiniz iki tanesinden muaf tutulabilirsiniz) teslim edilmelidir.
 - Karar verici için hazırlanmış profesyonel bir bilgi notu
- Ara Sınav (%30)
- Final (%30)

Tanımlanamayan Sektörler Vakası

Reklamcı
Bilgisayar Yazılım Firması
Sağlık Yönetimi Şirketi
Perakende Eczane Zinciri

Havayolu
Zincir Mağaza
Toptan Et Satıcısı
Perakende Gıda Market Zinciri

Ticari Banka
Elektrik ve Doğalgaz Üreticisi
İlaç Üreticisi

Sıra	Bilanço Yüzdeleri	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
#1	Nakit ve menkul kıymetler	5	12	2	1	4	4	3	77	9	67	19
2	Alacaklar hesabı	85	55	4	15	7	6	4	7	28	9	13
3	Envanter	0	0	1	24	43	0	22	0	13	2	12
4	Diğer Cari Varlıklar	1	4	2	2	4	6	2	3	3	2	6
5	Donanım ve ekipman(net)	2	7	77	55	37	71	41	9	35	17	48
6	Diğer varlıklar	7	23	15	3	5	13	29	4	13	2	1
7	Toplam Varlıklar	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
8	Borç senetleri	62	3	0	2	0	4	2	0	0	0	7
9	Ödeme hesapları	18	63	3	17	18	5	13	32	15	6	5
10	Tahakkuk etmiş vergi	2	2	0	1	1	0	1	3	6	6	2
11	Diğer cari borçlar	0	0	4	9	17	17	12	2	13	5	8
12	Uzun vadeli borç	7	6	29	38	0	40	29	0	19	0	15
13	İmtiyazlı hisse senedi	4	8	21	5	10	17	14	1	6	0	1
14	Diğer borçlar	2	0	5	3	0	0	0	0	0	0	0
15	Ana sermaye ve sermaye fazlası	2	10	11	1	3	12	5	11	24	28	16
16	Dağıtılmamış kar	4	7	28	23	51	5	24	51	18	55	46
17	Toplam borçlar ve hissedarlar özsermayesi	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	Seçilmiş finansal veriler											
18	Cari varlıklar/cari borçlar	1,11	1,03	1,31	1,46	1,59	0,63	1,1	2,35	1,58	4,72	2,31
19	Nakit, menkul kıymetler ve alacaklar hesabı/cari borçlar	1,1	0,97	0,98	1,4	1,49	0,4	1	2,28	1,5	4,59	2,03
20	Stok devir hızı (x)	NA	NA	16,7	5,6	5,2	NA	8,6	NA	47,6	7,5	2
21	Alacaklar toplama süresi	3,28	381	30	31	8	27	6	13	16	37	74
22	Toplam borç/toplam varlıklar	0,69	0,1	0,29	0,4	0	0,44	0,3	0	0,19	0	0,22
23	Uzun vadeli borç/sermayelendirme	0,09	0,24	0,4	0,57	0	0,66	0,5	0	0,32	0	0,18
24	Net satışlar/toplam varlıklar	0,1	0,52	0,46	1,82	3,18	0,83	2,6	2,03	6,47	0,87	0,64
25	Net kar/net satışlar	0,14	0,05	0,12	0,02	0,03	0,01	0	0,13	0,02	0,25	0,11
26	Net kar/ toplam varlıklar	0,01	0,03	0,05	0,04	0,1	0,01	0	0,27	0,1	0,21	0,07
27	Toplam varlıklar/net varlık	14,1	5,84	2,31	3,61	1,85	5,77	3,4	1,62	2,39	1,21	1,61
28	Net kar/ net varlık	0,19	0,14	0,12	0,13	0,18	0,07	0,2	0,43	0,23	0,26	0,11

Sektör Grupları

Hizmet sağlayıcılar

- Reklamcı
- Havayolu
- Ticari Banka
- Sağlık Yönetim Şirketi

Sıfır stok

- A, B, F, H

1. Grup

- Reklamcı
- Havayolu
- Ticari Banka
- Sağlık Yönetim Şirketi

		A	B	F	H
Sıra	Bilanço Yüzdeleri				
#1	Nakit ve menkul kıymetler	5	12	4	77
2	Alacaklar hesabı	85	55	6	7
3	Envanter	0	0	0	0
4	Diğer Cari Varlıklar	1	4	6	3
5	Donanım ve ekipman(net)	2	7	71	9
6	Diğer varlıklar	7	23	13	4
7	Toplam Varlıklar	100	100	100	100
8	Borç senetleri	62	3	4	0
9	Ödeme hesapları	18	63	5	32
10	Tahakkuk etmiş vergi	2	2	0	3
11	Diğer cari borçlar	0	0	17	2
12	Uzun vadeli borç	7	6	40	0
13	İmtiyazlı hisse senedi	4	8	17	1
14	Diğer borçlar	2	0	0	0
15	Ana sermaye ve sermaye fazlası	2	10	12	11
16	Dağıtılmamış kar	4	7	5	51
17	Toplam borçlar ve hissedarlar özsermayesi	100	100	100	100
	Seçilmiş finansal veriler				
18	Cari varlıklar/cari borçlar	1,11	1	0,6	2,4
19	Nakit, menkul kıymetler ve alacaklar hesabı/cari borçlar	1,1	1	0,4	2,3
20	Stok devir hızı (x)	NA	NA	NA	NA
21	Alacaklar toplama süresi	3,3	381	27	13
22	Toplam borç/toplam varlıklar	0,7	0,1	0,4	0
23	Uzun vadeli borç/sermayelendirme	0,1	0,2	0,7	0
24	Net satışlar/toplam varlıklar	0,1	0,5	0,8	2
25	Net kar/net satışlar	0,1	0	0	0,1
26	Net kar/ toplam varlıklar	0	0	0	0,3
27	Toplam varlıklar/net varlık	14	5,8	5,8	1,6
28	Net kar/ net varlık	0,2	0,1	0,1	0,4

1. Gruptan Kimliđi Tanımlanabilen Sektörler

A Ticari Banka

B Reklam Ajansı

F Havayolu

H Sağlık Hizmetleri Kuruluşu (S.H.K)

2. Grup

- Bilgisayar yazılımı geliştiricisi
- Büyük Mağaza
- Altyapı Hizmetleri
- Toptan Et Satıcısı
- Tıbbi Malzeme Üreticisi
- Perakende ilaç satıcısı
- Perakende Market

		D	E	F	G	I
Sıra	Bilanço Yüzdeleri					
1	Nakit ve menkul kıymetler	1	4	4	3	9
2	Alacaklar hesabı	15	7	6	4	28
3	Envanter	24	43	0	22	13
4	Diğer Cari Varlıklar	2	4	6	2	3
5	Donanım ve ekipman(net)	55	37	71	41	35
6	Diğer varlıklar	3	5	13	29	13
7	Toplam Varlıklar	100	100	100	100	100
8	Borç senetleri	2	0	4	2	0
9	Ödeme hesapları	17	18	5	13	15
10	Tahakkuk etmiş vergi	1	1	0	1	6
11	Diğer cari borçlar	9	17	17	12	13
12	Uzun vadeli borç	38	0	40	29	19
13	İmtiyazlı hisse senedi	5	10	17	14	6
14	Diğer borçlar	3	0	0	0	0
15	Ana sermaye ve sermaye fazlası	1	3	12	5	24
16	Dağıtılmamış kar	23	51	5	24	18
17	Toplam borçlar ve hissedarlar özsermayesi	100	100	100	100	100
	Seçilmiş finansal veriler					
18	Cari varlıklar/cari borçlar	1,46	1,59	0,63	1,1	1,58
19	Nakit, menkul kıymetler ve alacaklar hesabı/cari borçlar	1,4	1,49	0,4	1,04	1,5
20	Stok devir (x)	5,6	5,2	NA	8,6	47,6
21	Alacaklar toplama süresi	31	8	27	6	16
22	Toplam borç/toplam varlıklar	0,4	0	0,44	0,31	0,19
23	Uzun vadeli borç/sermayelendirme	0,57	0	0,66	0,48	0,32
24	Net satışlar/toplam varlıklar	1,822	3,175	0,828	2,61	6,473
25	Net kar/net satışlar	0,02	0,031	0,014	0,02	0,015
26	Net kar/ toplam varlıklar	0,037	0,097	0,012	0,05	0,098
27	Toplam varlıklar/net varlık	3,61	1,85	5,77	3,43	2,39
28	Net kar/ net varlık	0,134	0,179	0,067	0,17	0,234

2. Grup Stok Devir Hızı

- Bilgisayar yazılımı geliştiricisi
- Büyük Mağaza
- Altyapı Hizmetleri
- Toptan Et Satıcısı
- Tıbbi Malzeme Üreticisi
- Perakende ilaç satıcısı
- Perakende Market

Sektör	Stok Devir Hızı
I	47.6
C	16.7
G	8.6
J	7.5
D	5.6
E	5.2
K	2.0

2. Grup: alacak tahsil süresi

- Bilgisayar yazılımı geliştiricisi
- Büyük Mağaza
- Tıbbi Malzeme Üreticisi
- Perakende ilaç satıcısı
- Perakende Market

Sektör	Tahsil Süresi
K	74
J	37
D	31
E	8
G	6

2. Grup:stoklar ve sabit varlıklar

- Bilgisayar Yazılımı Geliştiricisi
- Büyük Mağaza
- Tıbbi Malzeme Üreticisi

Sektör	Stok (%)	Sabit Varlıklar (%)
D	24	55
K	12	48
J	2	17

Gruptan Kimliđi Tanımlanabilen Sektörler

A Ticari Banka	Citicorp
B Reklam Ajansı	Interpublic
C Elektrik ve Gaz Şirketi	Consolidated Edison
D Büyük Mağaza	Dayton-Hudson
E Perakende İlaç Zinciri	Walgreen
F Havayolu	AMR Corp.
G Perakende Market Zinciri	American Stores
H Sağlık Hizmetleri Kuruluşu (S.H.K)	U.S Healthcare
I Toptan Et Satıcısı	IBP, Inc.
J Yazılım Geliştiricisi	Microsoft
K İlaç Üretim Şirketleri	Novo Nordisk

Yorumlar?

		Banka	Reklam Ajansı	Altyapı Hizmetleri	Büyük Mağaza Zinciri	İlaç Zinciri	Havayolu	Marka t Zinciri	SHK	Toptan Et Satıcısı	Yazılım Geliştiricisi	Tıbbi Malzeme Üreticisi
Sıra	Bilanço Yüzdeleri											
#1	Nakit ve menkul kıymetler	5	12	2	1	4	4	3	77	9	67	19
2	Alacaklar hesabı	85	55	4	15	7	6	4	7	28	9	13
3	Envanter	0	0	1	24	43	0	22	0	13	2	12
4	Diğer Cari Varlıklar	1	4	2	2	4	6	2	3	3	2	6
5	Donanım ve ekipman(net)	2	7	77	55	37	71	41	9	35	17	48
6	Diğer varlıklar	7	23	15	3	5	13	29	4	13	2	1
7	Toplam Varlıklar	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
8	Borç senetleri	62	3	0	2	0	4	2	0	0	0	7
9	Ödeme hesapları	18	63	3	17	18	5	13	32	15	6	5
10	Tahakkuk etmiş vergi	2	2	0	1	1	0	1	3	6	6	2
11	Diğer cari borçlar	0	0	4	9	17	17	12	2	13	5	8
12	Uzun vadeli borç	7	6	29	38	0	40	29	0	19	0	15
13	İmtiyazlı hisse senedi	4	8	21	5	10	17	14	1	6	0	1
14	Diğer borçlar	2	0	5	3	0	0	0	0	0	0	0
15	Ana sermaye ve sermaye fazlası	2	10	11	1	3	12	5	11	24	28	16
16	Dağıtılmamış kar	4	7	28	23	51	5	24	51	18	55	46
17	Toplam borçlar ve hissedarlar özsermayesi	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	Seçilmiş finansal veriler											
18	Cari varlıklar/cari borçlar	1,11	1,03	1,31	1,46	1,59	0,63	1,1	2,35	1,58	4,72	2,31
19	Nakit, menkul kıymetler ve alacaklar hesabı/cari borçlar	1,1	0,97	0,98	1,4	1,49	0,4	1,04	2,28	1,5	4,59	2,03
20	Stok devir (x)	NA	NA	16,7	5,6	5,2	NA	8,6	NA	47,6	7,5	2
21	Alacaklar toplama süresi	3,278	381	30	31	8	27	6	13	16	37	74
22	Toplam borç/toplam varlıklar	0,69	0,1	0,29	0,4	0	0,44	0,31	0	0,19	0	0,22
23	Uzun vadeli borç/sermayelendirme	0,09	0,24	0,4	0,57	0	0,66	0,48	0	0,32	0	0,18
24	Net satışlar/toplam varlıklar	0,095	0,523	0,464	1,822	3,175	0,828	2,61	2,032	6,473	0,867	0,643
25	Net kar/net satışlar	0,141	0,047	0,115	0,02	0,031	0,014	0,019	0,131	0,015	0,247	0,106
26	Net kar/ toplam varlıklar	0,013	0,025	0,053	0,037	0,097	0,012	0,049	0,267	0,098	0,214	0,068
27	Toplam varlıklar/net varlık	14,1	5,84	2,31	3,61	1,85	5,77	3,43	1,62	2,39	1,21	1,61
28	Net kar/ net varlık	0,189	0,144	0,123	0,134	0,179	0,067	0,168	0,432	0,234	0,258	0,11

Kaldıraç

	Sektör	Firm	Sektör Ortalaması	Sektör Standart Sapması	Sektör Medyanı
Amerikan Airlines	Havayolları	0.44	0.32	0.20	0.31
Dayton Hudson	Büyük Mağazalar	0.40	0.29	0.17	0.30
American Stores	Market	0.31	0.35	0.20	0.32
Consolidated Edison	Altyapı hizmetleri	0.29	0.35	0.05	0.35
Novo Nordisk	Tıbbi Ürünler	0.22	0.24	0.92	0.08
IBP	Et Ürünleri	0.19	0.31	0.24	0.30
Interpublic	Reklam Ajansları	0.10	0.08	0.06	0.09
Walgreens	Eczacılık	0.00	0.24	0.18	0.27
Microsoft	Hazır ambalajlı yazılım	0.00	0.07	0.19	0.01
US Healthcare	Sağlık Hizmetleri	0.00	0.09	0.11	0.04

	A Şirketi	B Şirketi
Bilanço	%	%
Nakit ve menkul kıymetler	58	2
Alacak hesabı	0	3
Stok	5	52
Diğer cari varlıklar	3	3
Donanım ve ekipman	5	28
Diğer varlıklar	30	12
Toplam varlıklar	100	100
Borç senetleri	0	0
Ödenecekler hesabı	17	28
Tahakkuk etmiş vergiler	0	2
Diğer cari borçlar	7	15
Uzun vadeli borç	54	14
Diğer borçlar	0	4
İmtiyazlı hisse senedi	0	0
Ana sermaye ve sermaye fazlası	47	29
Dağıtılmamış kar	-25	9
Toplam borç ve hissedarlar özsermayesi	100	100