

# Sermaye Artırımı

Ders 14

Finansal Yönetim 15.414

# Bugün

## Sermaye artırımını

- Tanıtım
- Finansman modelleri ve piyasanın tepkisi

## Okuma

- Brealey ve Myers, Bölüm 14 ve 15

## Yol haritası

1. Bölüm: Değerleme

2. Bölüm: Risk ve getiri

3. Bölüm: Finansman ve ödeme kararları

## Firmanın Bilançosu

Varlıklar

Yükümlülükler ve  
Özkaynaklar

Dönen  
Varlıklar

Kısa vadeli borçlar

Duran Varlıklar

1. Maddi duran varlıklar
2. Maddi olmayan duran varlıklar

Uzun vadeli borçlar

Özkaynaklar

## Soru çeşitleri

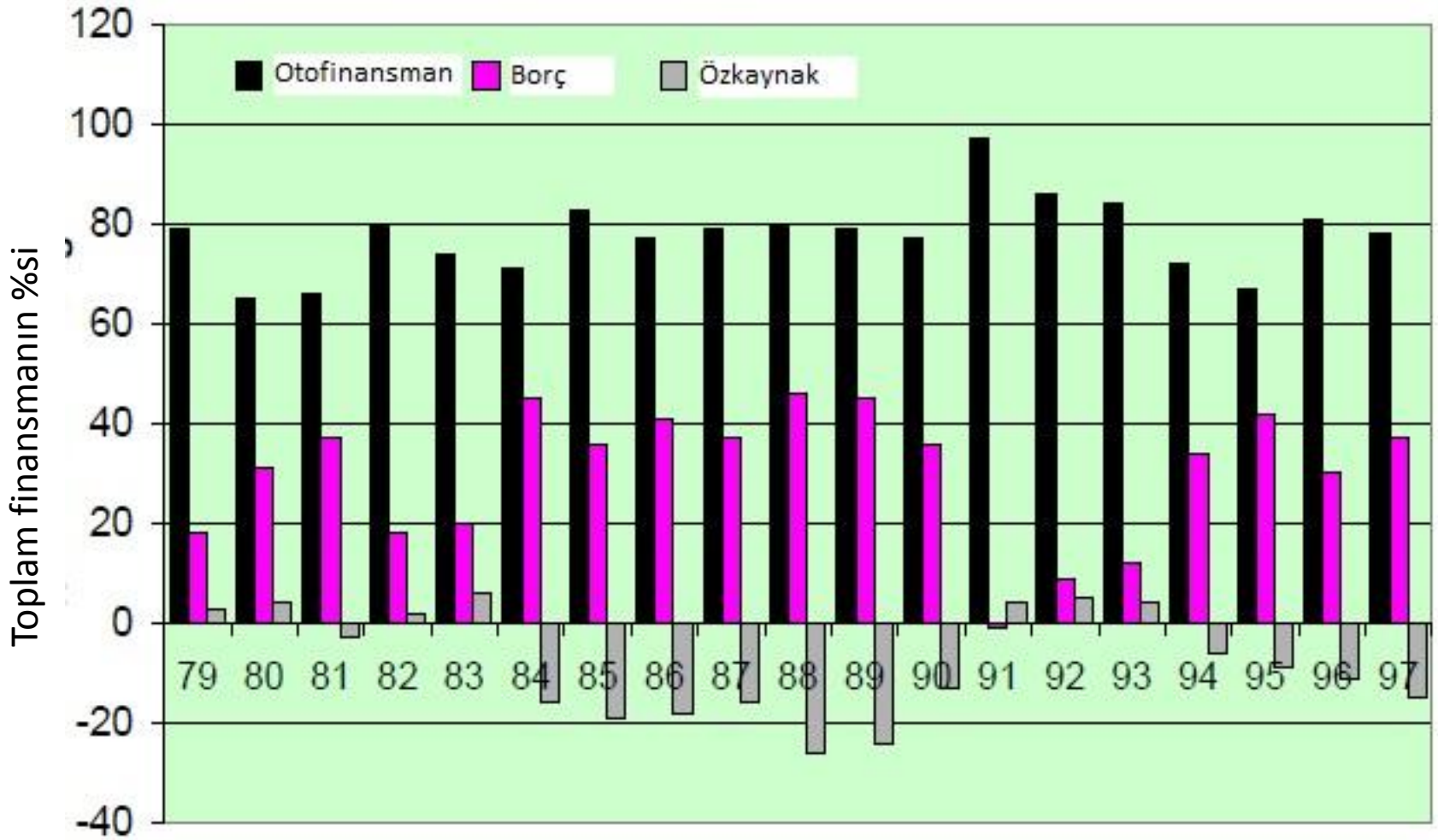
- Firmanızın büyümeyi finanse etmek için sermayeye ihtiyacı var. Tahvil mi çıkarmalı, özkaynak mı kullanmalı, yoksa bankadan borç mu almalısınız? Eğer borcu seçerseniz, bu dönüştürülebilir mi olmalı? İhbarlı mı olmalı? Eğer özkaynak kullanımını seçerseniz, hisse senedi mi yoksa tercihli hisse mi kullanılmalı? Hisse piyasası kararınıza nasıl tepki gösterir?
- 1988'de IBM 2,5 milyar dolarlık hisse senedini geri alacağını açıkladı. Bu hisse geri alımını nasıl yapılandırmalı? IBM'in fiyatı bu duyurudan sonra %7 zıpladı. Neden? Bunun yerine IBM temettü artırımına gitseydi piyasanın tepkisi ne olurdu? Varsayalım ki Intel aynı açıklamayı yaptı. Aynı fiyat tepkisini bekler miyiz?

# Sermaye artırımı

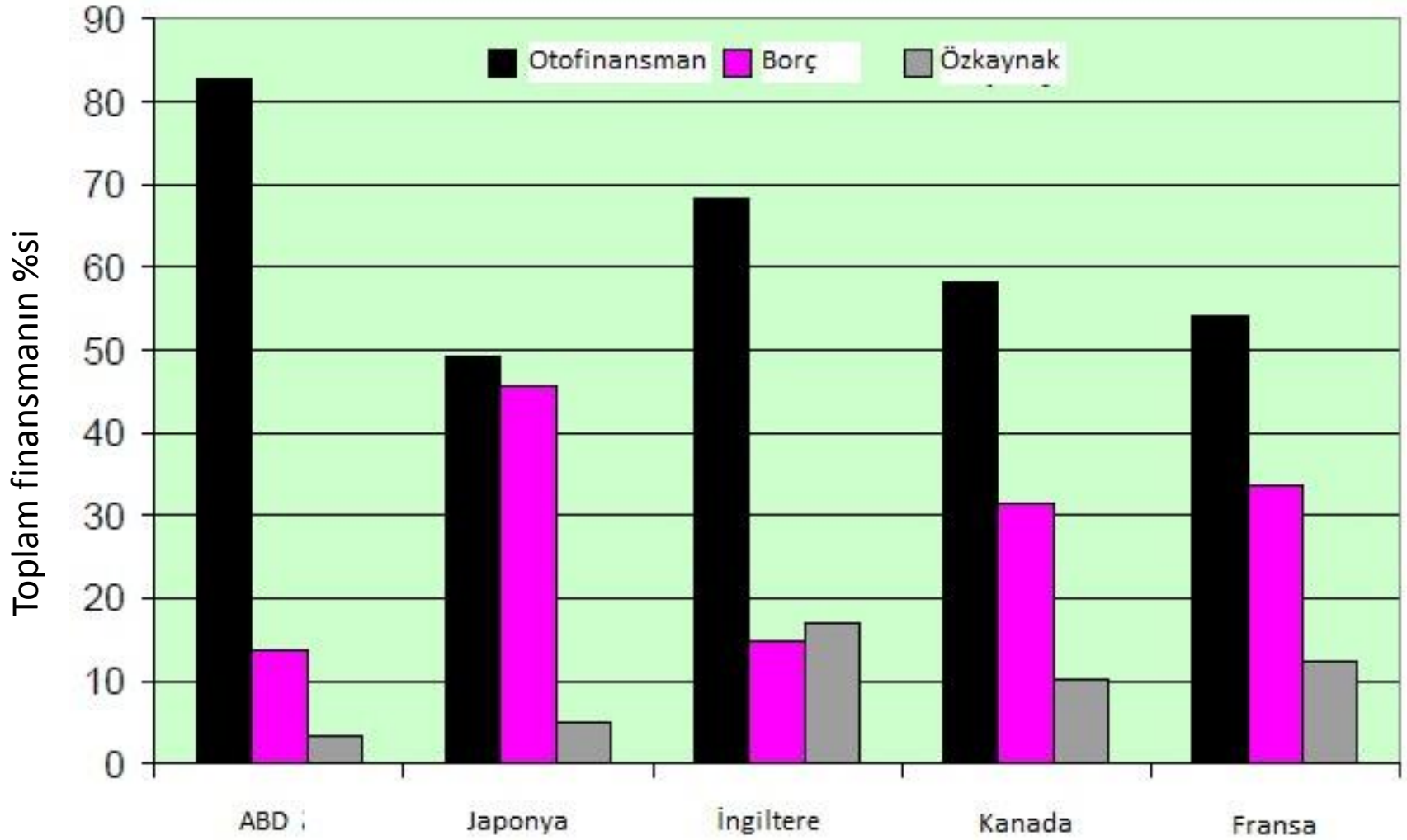
## Fon kaynakları

- **Otofinansman**  
Şirket içinde oluşturulan nakit akışları (dağıtılmamış karlar)
- **Borç**  
Tahvil veya ticari senet  
Banka borcu (çerçeve kredisi, kredi taahhüdü )  
Tahsisli arz  
Leasing
- **Yeni özkaynak**  
Hisse senedi veya tercihli hisse senedi  
Rüçhan hakkı  
Tahsisli arz

## Finansman kaynakları, ABD şirketleri, 1979 - 1997

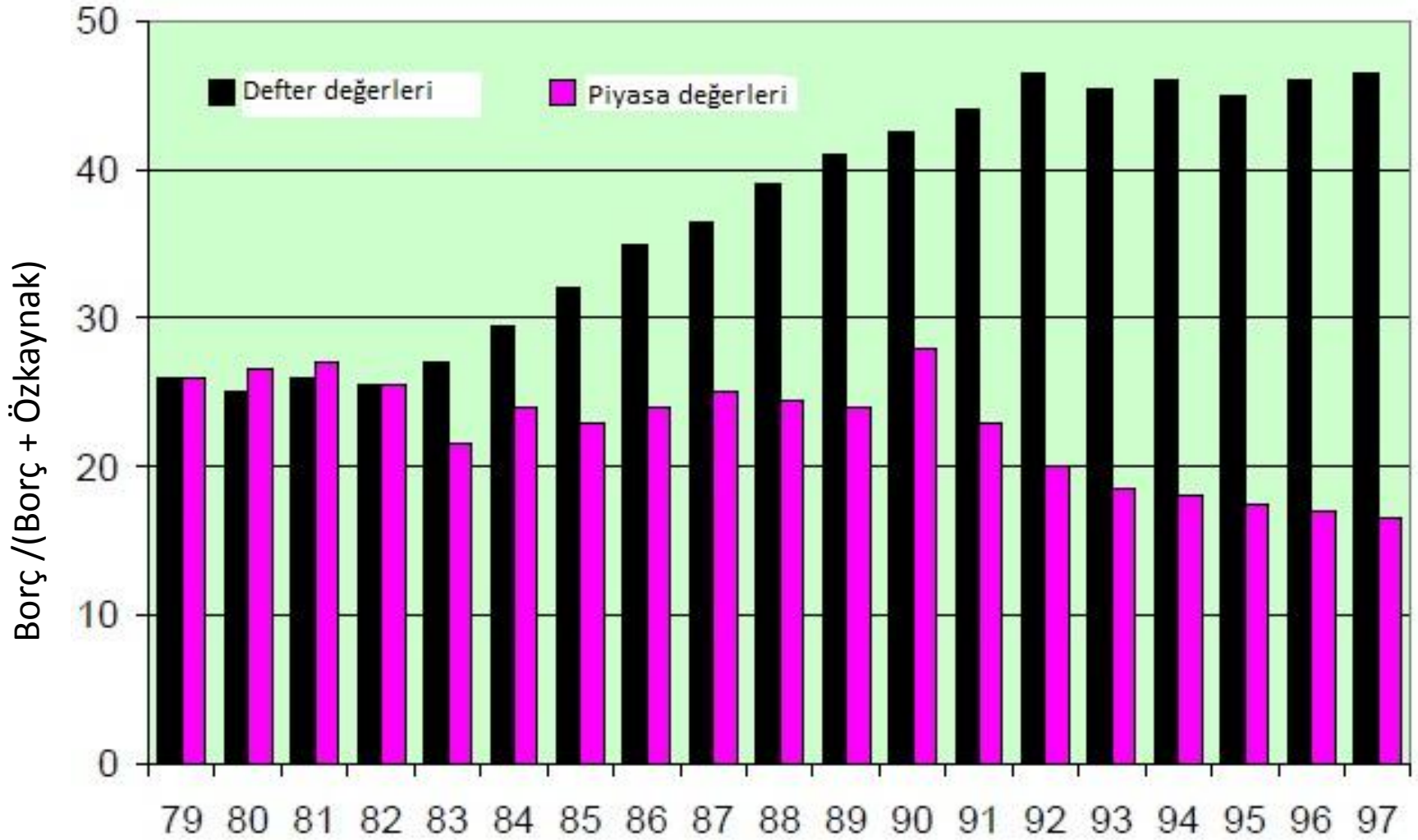


## Finansman kaynakları, Uluslararası, 1990 - 1994

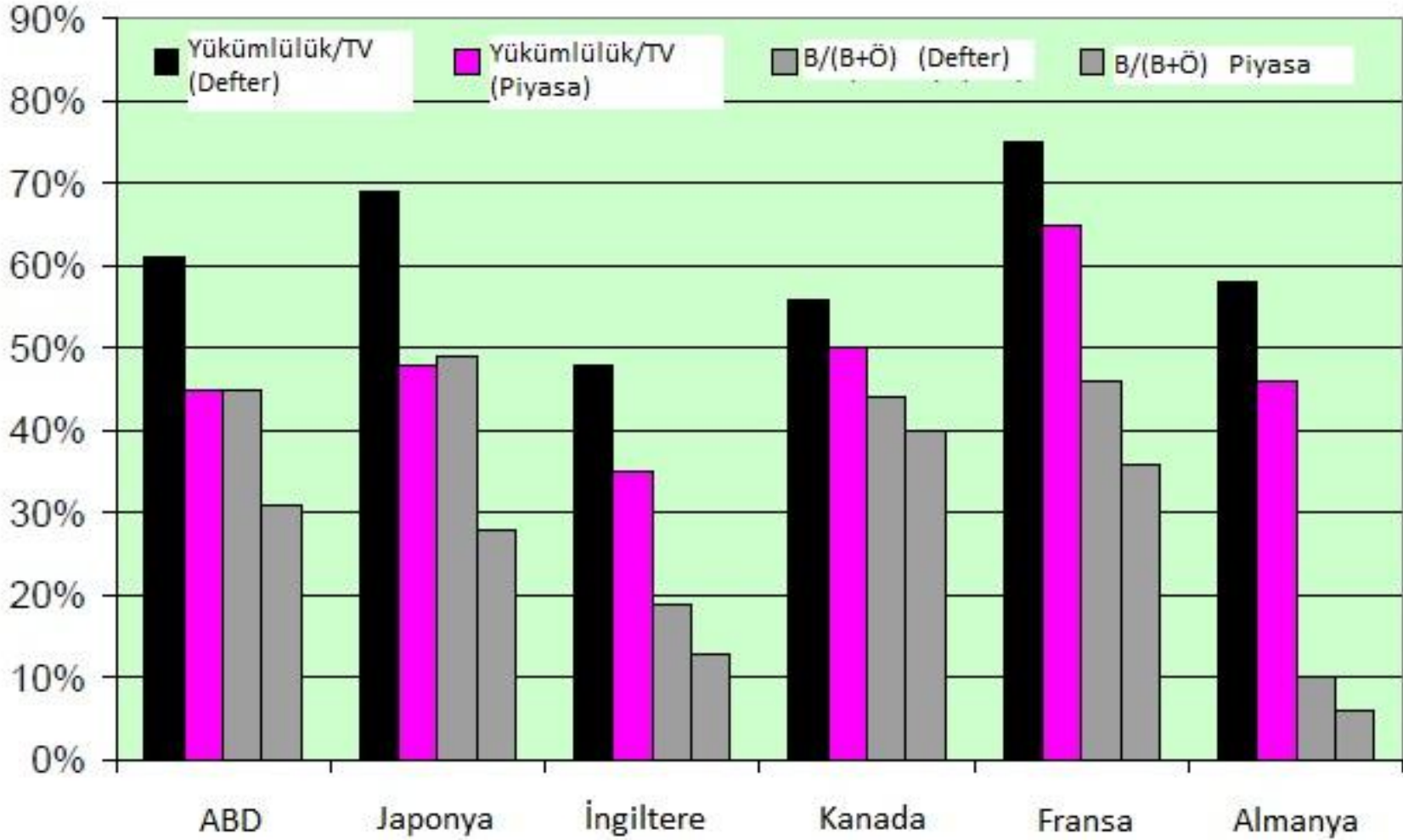




## Sermaye yapısı, ABD şirketleri, 1979 - 1997



## Sermaye yapısı, Uluslararası, 1991



# Sermaye artırımını

## Terimler

- **Dönüştürülebilir, ihbarlı tahviller ve tercihli hisse**
- **Sıfır kuponlu, veya iskontolu kuponsuz tahviller**
- **Spekülatif tahviller**
- **Teminatlı borç, teminatsız borç**
- **Öncelik/kıdem**
  - Kıdemli borç (iflasta %60 geri alma)
  - Kıdemsiz borç (iflasta %30dan az geri alma)

# Tahvil derecelendirme

## Moody's ve Standard and Poor's

Moody's	Standard and Poor's	
Aaa	AAA	} Yatırıma uygun
Aa	AA	
A	A	
Baa	BBB	
Ba	BB	} Spekülatif Tahvil
B	B	
Caa	CCC	
Ca	CC	
C	C	

# Tahvil derecelendirme

## S&P derecelendirmelerinin temerrüt ihtimalleri

... sene içinde temerrüde düşenlerin %si

Başlangıç derecesi	1 sene	5 sene	10 sene
AAA	0,00	0,06	0,06
AA	0,00	0,67	0,74
A	0,00	0,22	0,64
BBB	0,03	1,64	2,80
BB	0,37	8,32	16,37
B	1,47	21,95	33,01
CCC	2,28	35,42	47,64

# Tahvil derecelendirme

Düzeltilmiş Endüstri Finansal oranları  
ABD Endüstriyel Uzun Vadeli borç  
3 senelik (18998 den 2000e) medyanlar  
Kaynak Standard and Poor's

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
VFÖK faiz karş. (x)	21.4	10.1	6.1	3.7	2.1	0.8	0.1
VFAÖK faiz karş (x)	26.5	12.9	9.1	5.8	3.4	1.8	1.3
Serb. ÜNA/top B (%)	84.2	25.2	15.0	8.5	2.6	(3.2)	(12.9)
FKA/top B (%)	128.8	55.4	43.2	30.8	18.8	7.8	1.6
Sermaye getirisi (%)	34.9	21.7	19.4	13.6	11.6	6.6	1.0
ÜG/Satış (%)	27.0	22.1	18.6	15.4	15.9	11.9	11.9
Uz Vad B/Sermaye (%)	13.3	28.2	33.9	42.5	57.2	69.7	68.8
Top B/Sermaye (5)	22.9	37.7	42.5	48.2	62.6	74.8	87.7
Firma sayısı	8	29	136	218	273	281	22

# Finansman kararları

**Amaç nedir?**

**Finansman kararları nasıl değer yaratır?**

# Sermaye yapısı kararları

## Gözlemler

### ➤ **Hiyerarşi**

Firmalar otofinansmanı dış finansmana tercih ederler. Finansman dışsal olacaksa, firmalar borçlanmayı özkaynaklara tercih ederler.

### ➤ **Hedef sermaye yapısı**

Kaldıraç oranlarında ortalamaya dönüş ve endüstriler arası sistematik farklar



## Sermaye yapısı, 1997

Sektör	Borç/(Borç+Özkaynak)
<b>Yüksek kaldıraç</b>	
İnşaat	60.2%
Otel ve konaklama	55.4
Hava taşımacılığı	38.8
Temel metaller	29.1
Kağıt	28.2
<b>Düşük kaldıraç</b>	
İlaç ve kimya	4.8
Elektronik	9.1
Yönetim servisleri	12.3
Bilgisayar	9.6
Sağlık hizmetleri	15.2

## 2: Süreç

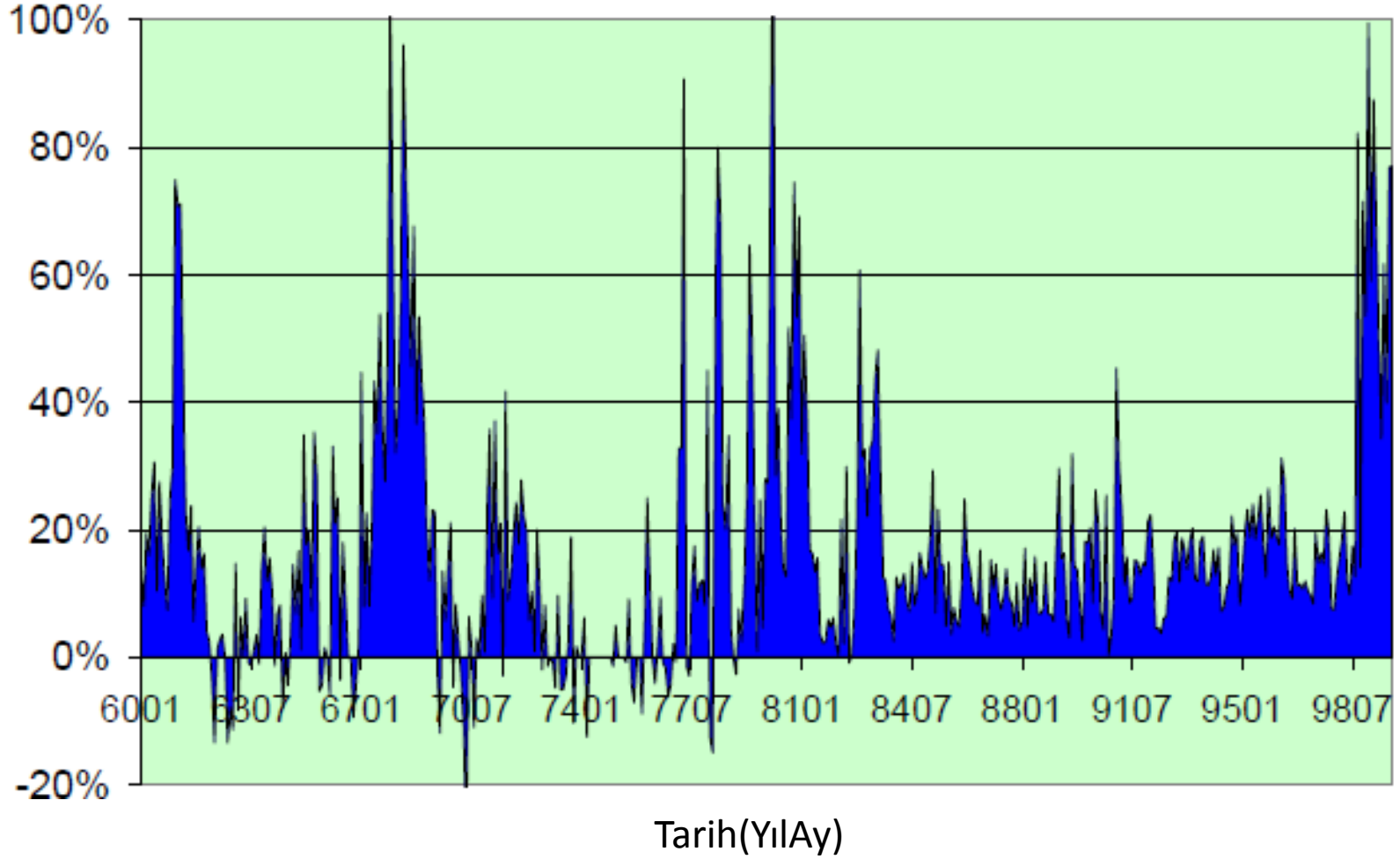
### İşleyiş

- Aracılar (Yükleniciler)
- Kesin yükümlülük ve en iyi gayret
- Rüçhan hakkı sunma

## Halka arzın doğrudan maliyetleri, 1990 – 1994

Tutar (mil\$)	İHALar			TAlar		
	Brüt Marj	Diğer mali.	Top. Doğr.	Brüt Marj	Diğer mali.	Top. Doğr.
2 – 10	9.05%	7.91%	16.96%	7.72%	5.56%	13.28%
10 – 20	7.24	4.39	11.63	6.23	2.49	8.72
20 – 40	7.01	2.69	9.70	5.60	1.33	6.93
40 – 60	6.96	1.76	8.72	5.05	0.82	5.87
60 – 80	6.74	1.46	8.20	4.57	0.61	5.18
80 – 99	6.47	1.44	7.91	4.25	0.48	4.73
100 – 200	6.03	1.03	7.06	3.85	0.37	4.22
200 – 500	5.69	0.86	6.53	3.26	0.21	3.47
500 +	5.21	0.51	5.72	3.03	0.12	3.15
<b>Ort.</b>	<b>7,31</b>	<b>3,69</b>	<b>11,00</b>	<b>5,44</b>	<b>1,67</b>	<b>7,11</b>

# İHAların düşük fiyatlanmaları, 1960 -1997



# Düşük fiyatlamların uluslararası karşılaştırması

Ülke	Veri Kaynağı	Ortalama İlk Getiri(%)	Örneklem büyüklüğü	Seneler
Australia	Lee et al.	11.9	266	1976-89
Belgium	Rogiers et al.	10.1	28	1984-90
Brazil	Aggarwal et al.	78.5	62	1979-90
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava	5.4	258	1971-92
Chile	Aggarwal et al.	16.3	19	1982-90
Finland	Keloharju	9.6	85	1984-92
France	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Palliard & Belletante	4.2	187	1983-92
Germany	Ljungqvist	10.9	170	1978-92
Hong Kong	McGuinness	17.6	80	1980-90
Italy	Cherubini & Ratti	27.1	75	1985-91
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki	32.5	472	1970-91
Korea	Dhatt et al.	78.1	347	1980-90
Malaysia	Isa	80.3	132	1980-91
Mexico	Aggarwal et al.	33.0	37	1987-90
Netherlands	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs	7.2	72	1982-91
New Zealand	Vos & Cheung	28.8	149	1979-91
Portugal	Alpalhao	54.4	62	1986-87
Singapore	Koh & Walter	27.0	66	1973-87
Spain	Rahnema et al.	35.0	71	1985-90
Sweden	Ridder; Rydqvist	39.0	213	1970-91
Switzerland	Kunz & Aggarwal	35.8	42	1983-89
Taiwan	Chen	45.0	168	1971-90
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith	58.1	32	1988-89
U.K.	Dimson; Levis	12.0	2133	1959-90

### **3: Fiyat etkisi**

**Hisse senetleri menkul değer arzına nasıl tepki verir?**

- Borçlanma artışı
- Tekrar özkaynak arzı

## Hisse fiyatının tepkisi

Menkul değer çeşidi	Arz edenin tipi	
	Endüstriyel	Kamu hizmet şirketi
Hisse senedi*	%-3,14	%-0,75
Tercihli hisse	%-0,19	%-0,08
Dönüştürülebilir tercihli	%-1,44	%-1,38
Standart Borç	%-0,26	%-0,13
Dönüştürülebilir tahvil	%-2,07	
Tahsisli tahvil arzı	%-0,91	
Banka kredi anlaşması	%1,93	

\*arz büyüklüğünün takribi %30u.

## Hisse fiyatının tepkisi

Açıklanan amacı	Borçlanma anlaşması	Tahsisli arz	Halka açık tahvil
Borç ödeme	% 1,14	%0,51	-50,35
Sermaye yatırımı	%1,20	%-0,23	%0,55
Genel amaçlı	%4,67	%0,26	%0,07
Banka borcu ödeme	%3,10	%-2,07	%-1,63
Amaç açıklanmamış	%1,74	--	%0,69



## Hisse fiyatının tepkisi

İşlem	Arz edilen menkul değ.	Geri alınan Menkul değ.	Açıklama getirisi
<b>Kaldıraç arttırıcı</b>			
Hisse geri alımı	Borç	Hisse sen.	%21,9
Değişirme	Borç	Hisse sen.	%14,0
Değişirme	Tercihli hisse	Hisse sen.	% 8,3
<b>Kaldıraca etkisi olmayan</b>			
Değişirme	Borç	Borç	%0,3
<b>Kaldıraç azaltıcı</b>			
İhbar hakkı kullanımı	Hisse sen.	Borç	%-2,1
Değişirme	Hisse sen.	Tercihli his.	%-2,6
Değişirme	Tercihli hisse	Borç	%-7,7
Değişirme	Hisse sen.	Borç	%-9,9

# Hisse fiyatının tepkisi

## Gözlemler

- Hisse fiyatları hisse arzına negatif tepki gösterir.
- Hisse fiyatları banka borçlanmasına pozitif reaksiyon gösterir, ama halka borç arzına pek reaksiyon göstermez.
- Kaldıraç arttırıcı işlemler iyi haberlerdir, kaldıraç azaltıcı işlemlerse kötü haber.

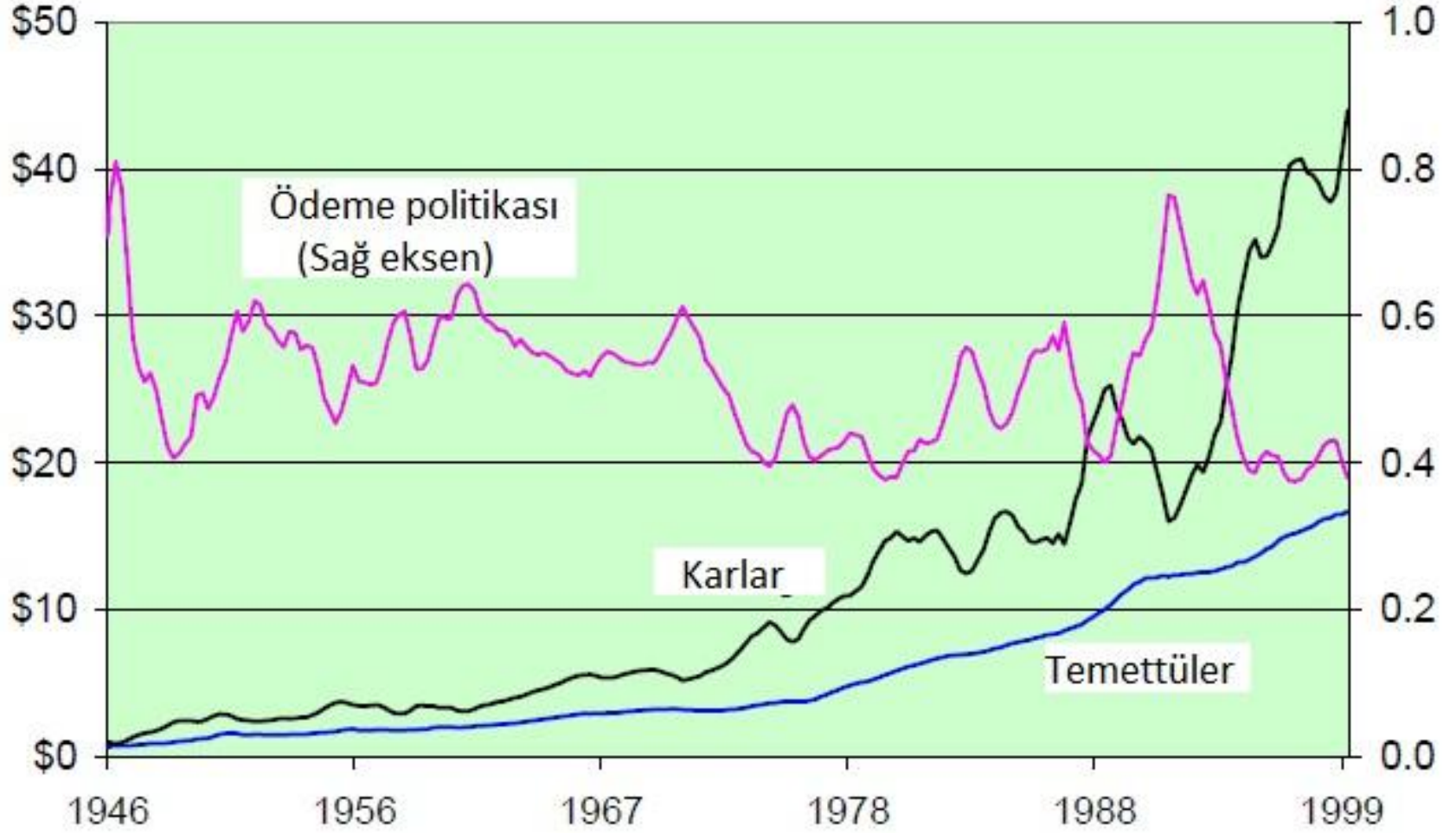
## Neden?

# Ödeme Politikası

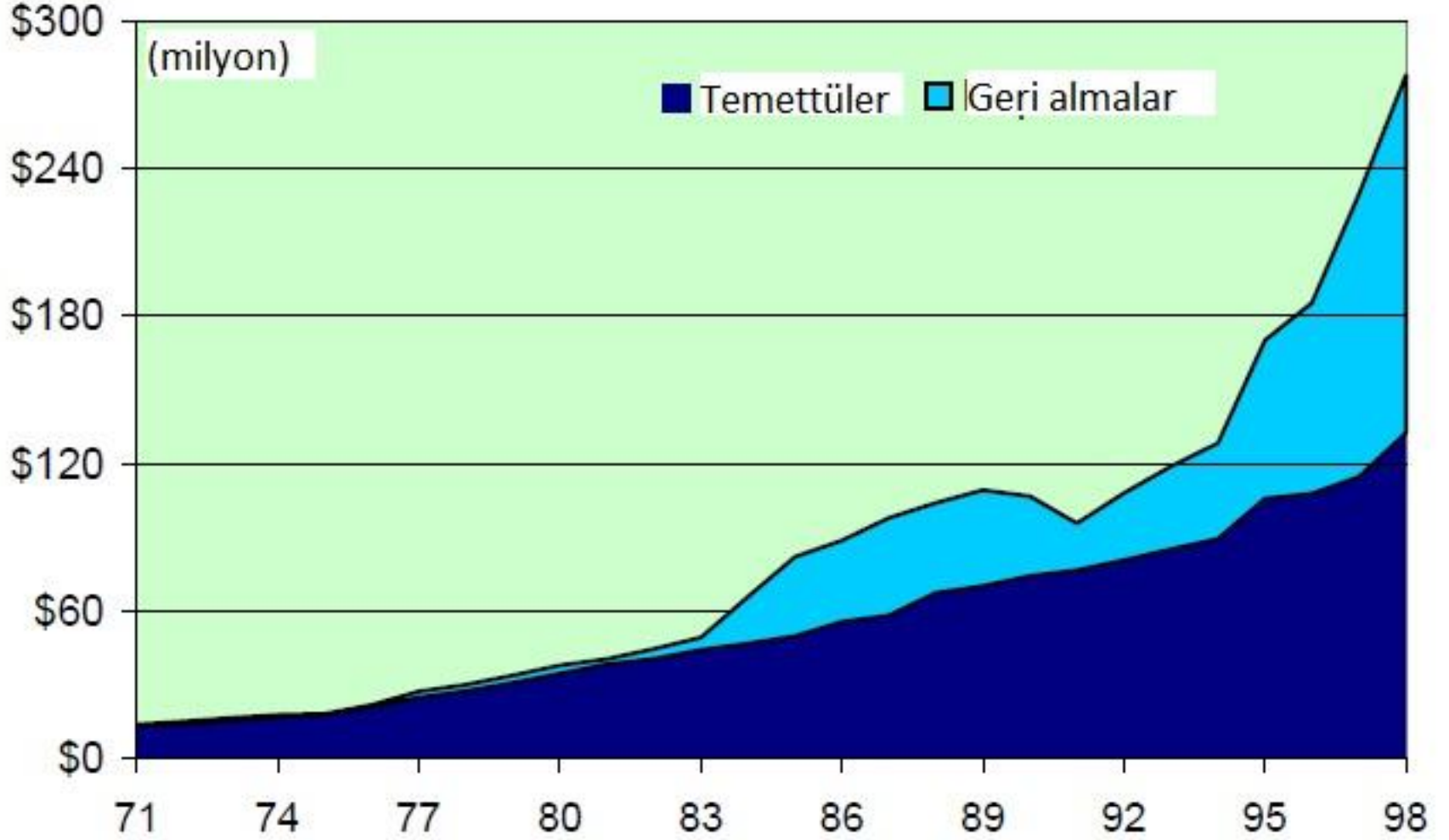
## Sorular

- Firmalar nakdi nasıl öder?
- Her metodun avantaj ve dezavantajları nelerdir?
- Bir firma ne kadar nakit tutmalıdır?

## S&P 500 karları ve temettüleri



## S&P 500 temettüleri ve geri almaları



## Hisse fiyatının tepkisi

Olay	Açıklamanın getirisi
<b>Arttırır</b>	
Geri alma: Açık piyasa	% 3,6
Geri alma: Rüçhan hakkı	%16,2
Temettü artışı	%0,9
Temettü başlangıcı	%3,7
Özel temettü	%2,1
<b>Azaltır</b>	
Temettü atlanması	%-7,0
Temettü azaltılması	%-3,6