

Finansman kararları (1)

Ders 15

Finansal Yönetim 15.414

Bugün

Finansman kararları

- Finansman modelleri ve piyasanın tepkisi
- Ödeme politikası

Okuma

- Brealey ve Myers, Bölüm 17

Finansman kararları

Amaç nedir?

Finansman kararları nasıl değer yaratır?

- Pozitif NBD yatırımları için, hem bugün hem de gelecekte yeterli fon olmasını sağlamak.

Özkaynak = esneklik, borç = kısıtlama (uç noktada, iflas)

Kısıtlamalar iyi olabilir mi?

- Vergileri minimize et
- Borcu veya özkaynağı değerinden fazlasına sat } Sinyal vermek:
Değerinin altında satmaktan kaçın. } Verilen mesaj ne?
- Kurumsal kontrol

Andrew Grove'un 'Sadece Paranoyak Ayakta Kalır'

Başka bir deyişle, yönetimin değişimin kaçınılmazlığını erken kavrayıp ve kabul edip işletmesinin canlılığı temelinden yıkılmadan hareket etmesi en iyisidir...

Maalesef ki gerçekte bunun tersini yapmaya eğilimliyiz. Çoęu yönetim çok az ve çok geç hareket ederek işletmesinin zirvedeyken sağladığı korumayı boşa harcar.

Intell'in hafıza dönemini hatırlayın. Hafızalardan oldukça uzun süredir zarar ediyorduk. Ama ancak işimizin geri kalan kısmı da durgunluğa girdiğinde reaksiyon gösterdik. Next ancak nakit ihtiyaçları onları zorladığında harekete geçti. Daha önceleri başarılı olan Compaq PC işleri düşük marjinli emtia benzeri duruma gelirken harekete geçmekte geç kaldı. Compaq'ın yönetim kurulu zalimce önlemler almadan önce altı aylık gelir, kar ve piyasa payı düşüşü, 70 milyon dolarlık zarar ve ilk işten çıkartmalar gerçekleşti.

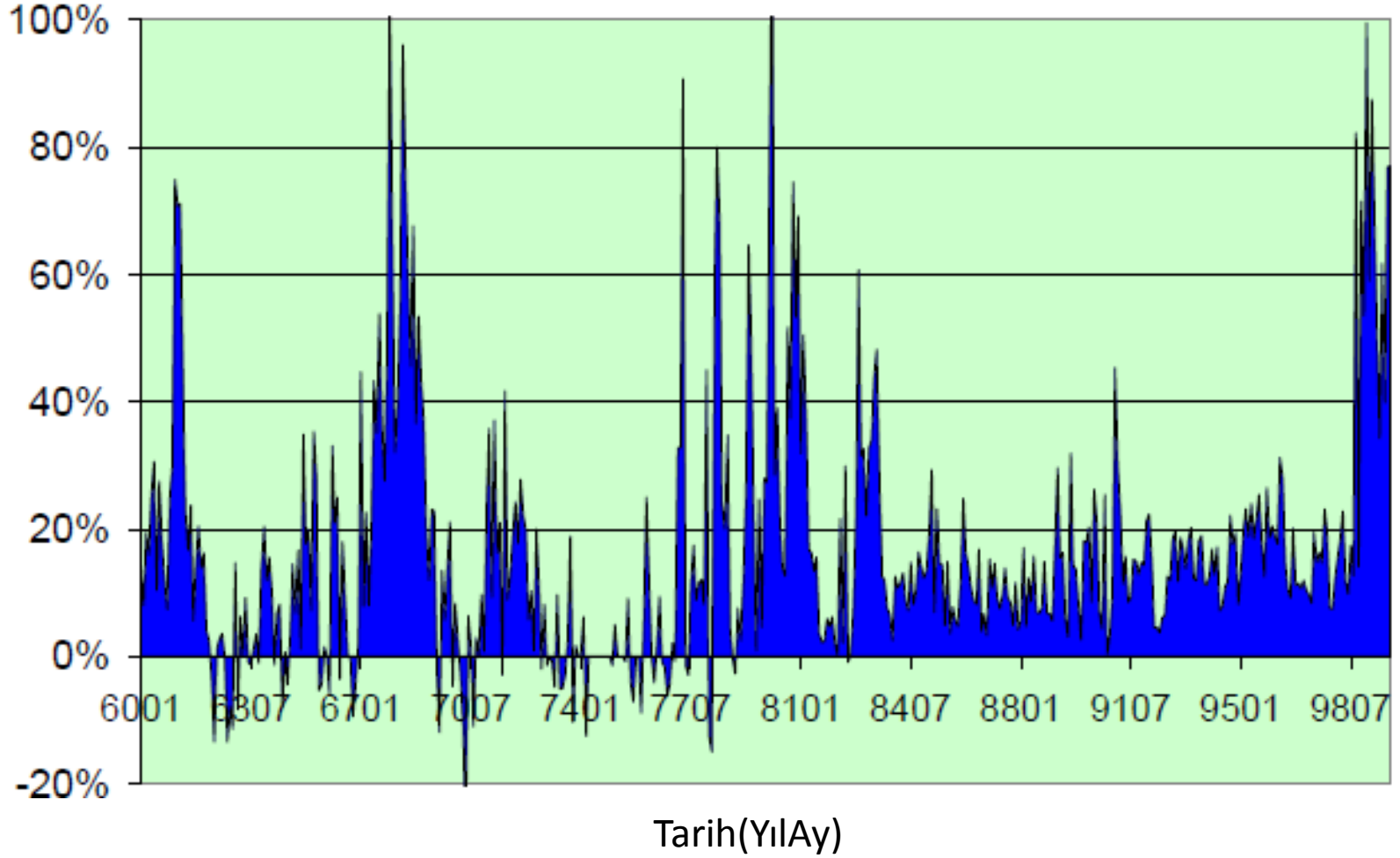
Andrew S. Grove'un 'Sadece paranoyaklar ayakta kalır: Her firmaya meydan okuyan kriz anından yararlanmak' kitabından, Doubleday, 1999.

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
Ort.	7,31	3,69	11,00	5,44	1,67	7,11

Borç = %2,2; dönüştürülebilir borç = %3,8

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

Hisse senedi piyasasının tepkisi

Hisse fiyatları menkul değer arzına nasıl reaksiyon verir?

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 senedi piyasasının 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 senedi piyasasının tepkisi

Sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi

İşlem	Arz edilen menkul değ.	Geri alınan Menkul değ.	Açıklama getirisi
Kaldıraç arttırıcı			
Hisse geri alımı	Borç	Hisse sen.	%21,9
Değişirme	Borç	Hisse sen.	%14,0
Değişirme	Tercihli hisse	Hisse sen.	% 8,3
Kaldıraç azaltıcı			
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 senedi piyasasının tepkisi

Hisse arzları kötü haberdir, ama borçlanmalar ya etkisiz ya da iyi haberdir.

Yorumu

- Özkaynak zayıflaması?
- Sinyal verme: hangi tip firmalar hisse arz eder, hangileri borçlanır?
 - Aşırı değerli firmalar
 - Zayıf beklentileri olan firmalar
 - İstisna: Büyüyen firmalar
 - Dönüştürülebilir olanlar gizli özkaynak

Finansman kararları

Gözeleme dayalı özet

➤ **Hiyerarşi**

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

➤ **Hedef sermaye yapısı**

Firmaların farklı hedef sermaye yapıları var gibi gözüküyor. Farklı sektörler borçla özkaynak dengesinin farklı görüyorlar.

➤ **Yatırımcının reaksiyonu**

Hisse arzları kötü haberdır, borçlanmalar etkisiz, bankadan borçlanmalar iyi haberdır. Fiyatlar kaldıraç arttırıcı işlemlere pozitif reaksiyon gösterir.

Sermaye yapısı, 1997

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

Ödeme Politikası

Sorular

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

Ödeme Politikası

Ödeme yöntemleri

➤ **Temettü**

Düzenli temettü

Özel temettü

➤ **Hisse geri alımı**

Açık piyasada geri alım

Sabit fiyatlı alım teklifi

Açık artırmalı alım teklifi

Geri alımlar

Sabit fiyatlı alım teklifi

- **Teklif hisse sayısını, alış fiyatını ve bitiş tarihini belirler**
Ortalama olarak piyasa fiyatının %20 üstündedir
Eğer fazla talep varsa hisseler oransal esasa göre alınır
- **Genellikle yönetim katılmaz**
- **Örnek**
Firmanızın 5 milyon dolar fazla nakdi var ve hisseler 50 dolardan işlem görüyor. Firma doğrudan hissedarlardan 80000 hisseye kadar 60 dolardan alacağını açıklıyor. Bu hakkınızı kullanmak için 30 gününüz var.

Geri alımlar

Fiyat nasıl reaksiyon gösterir?

Hissedarlar ne yapmalı? R  han haklarını kullanmalı mı?

Sabit fiyatlı alım teklifleri, 1962 - 1979



Geri alımlar

Açık artırmalı alım teklifi

- **Teklif hisse sayısını, fiyat aralığını ve bitiş tarihini belirler**
Ortalama olarak bu aralık piyasa fiyatının %2 ila %16 üstündedir
- **Hissedarlar hisse sayısı ve minimum satış fiyatlarını belirten tekliflerini verirler**
Geri alım fiyatı alım teklifini tamamlamak için gereken en düşük fiyattır
- **Yönetim katılabilir veya katılmayabilir.**
%60ında katılır

Geri alımlar

Örnek

Firmanızın 5 milyon dolar fazla nakdi var ve hisseler 50 dolardan işlem görüyor. Firma 80000 hisseye kadar 51-58 dolar arasında alacağını açıklıyor.

Hissedarlar tekliflerini verir

51 dolardan 10000 hisse
52 dolardan 20000 hisse
53 dolardan 30000 hisse
54 dolardan 20000 hisse
55 dolardan 10000 hisse
vb.

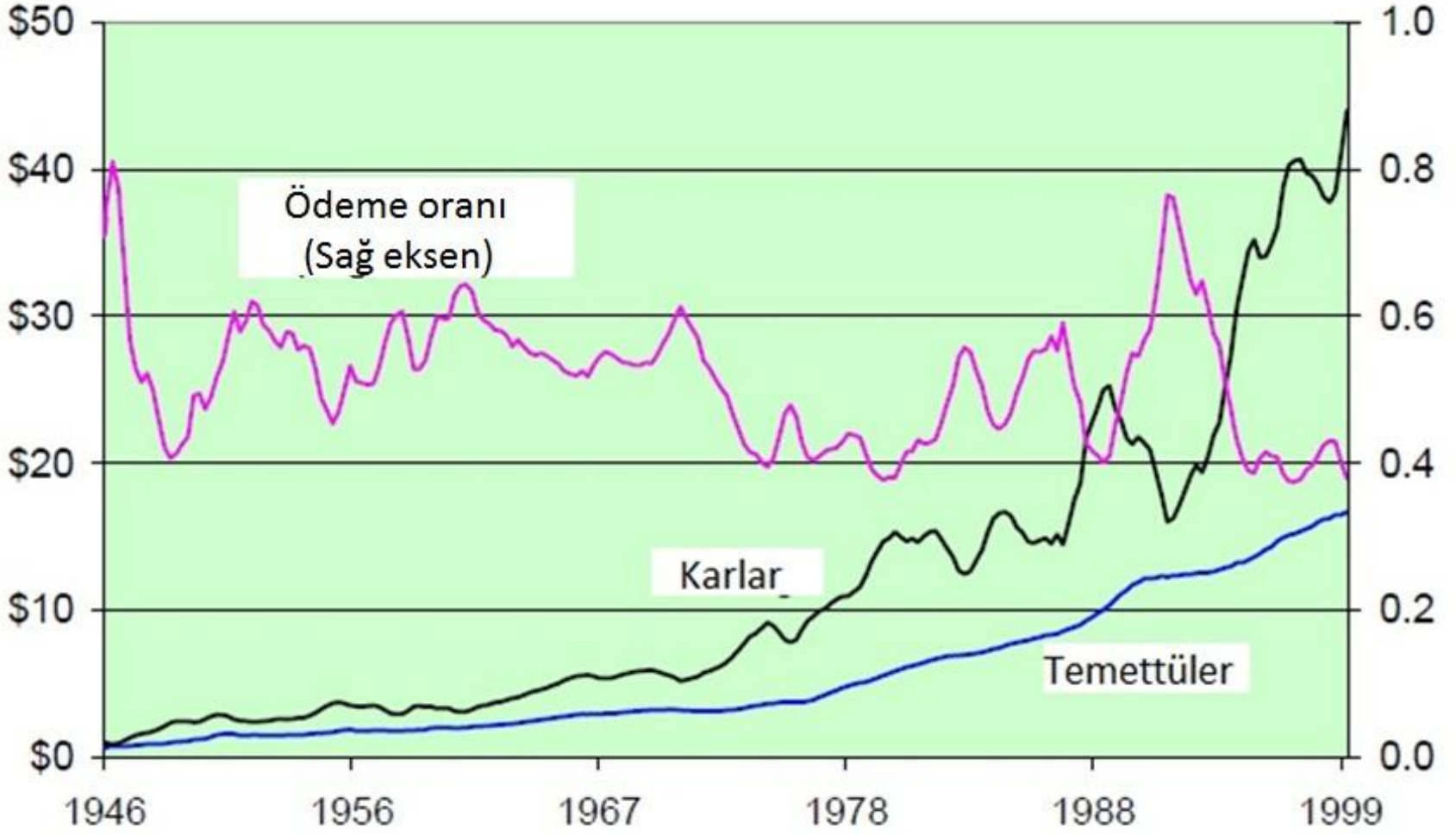
80000 hisse

54 dolar ve altında teklif veren
herkese geri alım fiyatı = 54 dolar

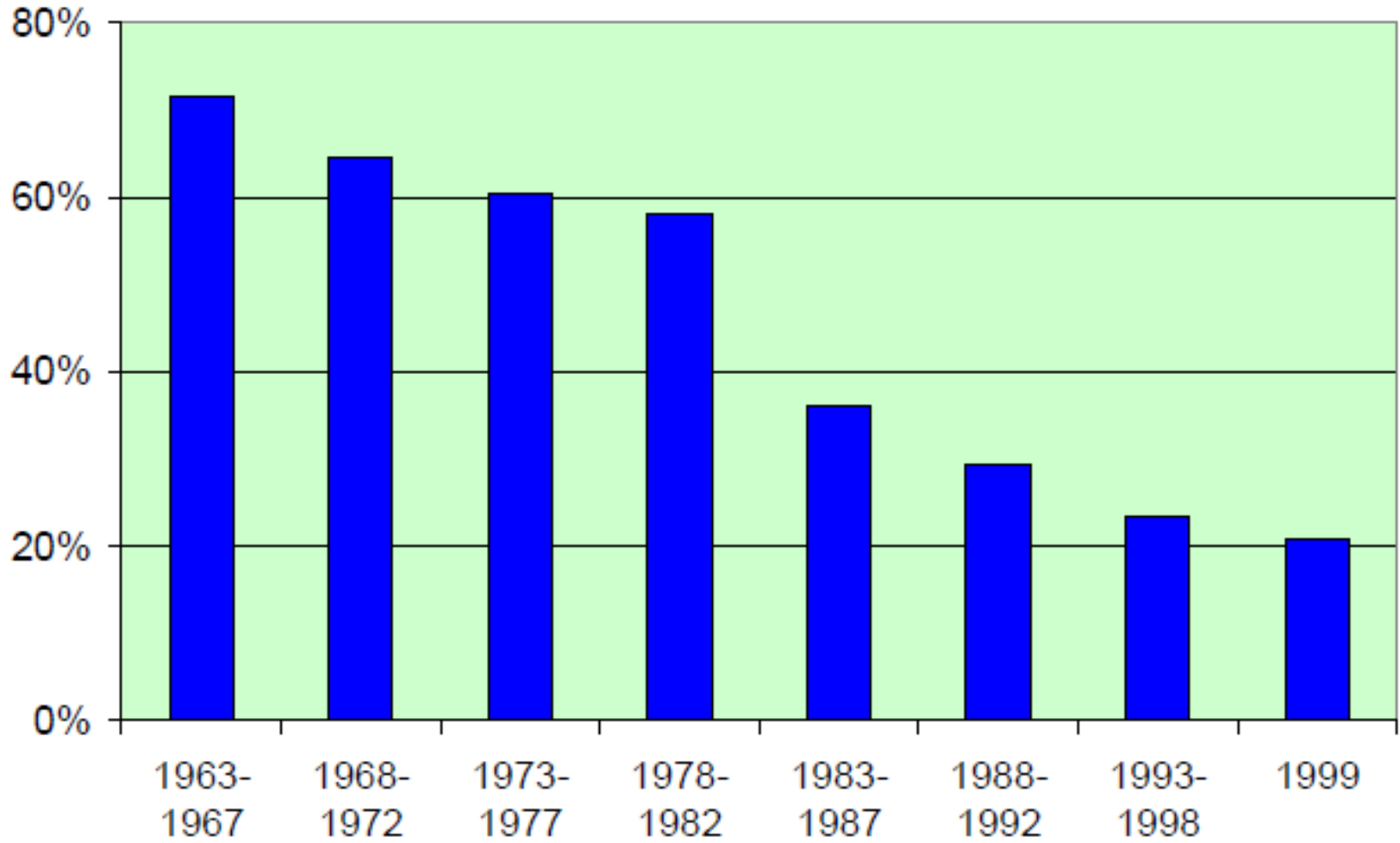
Hisse fiyatının tepkisi

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

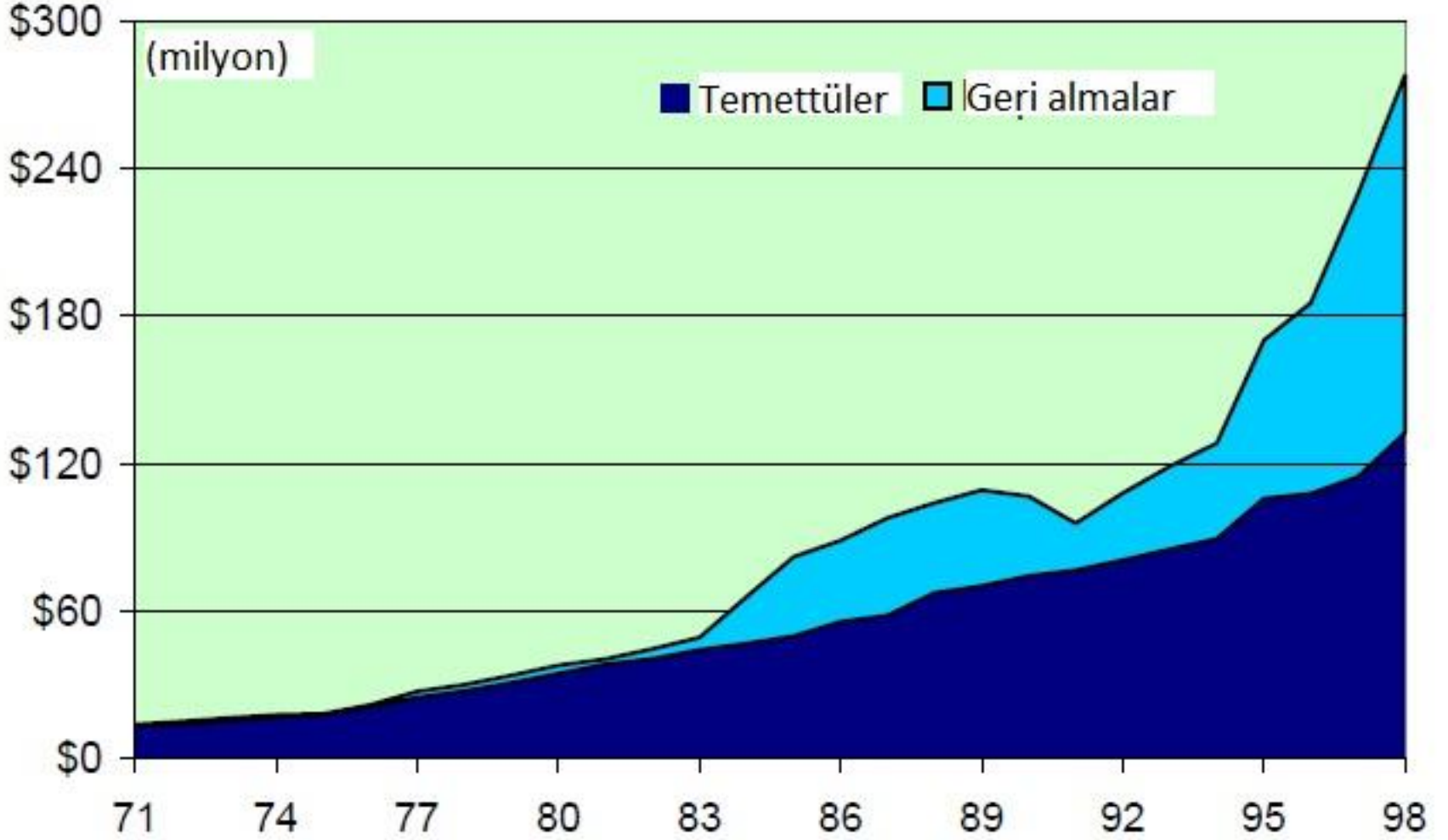
S&P 500 karları ve temettüleri



Temettü ödeyen firmaların oranı



S&P 500 temettüleri ve geri almaları



Ödeme Politikası

Faktörler

➤ **Temettü' ye karşı geri almalar**

Vergi (Geri almalar daha düşük vergilendirilir)

Nakit akışı sürekliliği (Temettüleri durdurmak daha zordur)

Sinyal verme (hissenin gerçek değerinden daha düşük bir fiyatta mı satıldığını düşünüyoruz?)

➤ **Ödemenin büyüklüğü (veya nakit mevcudu)**

Vergi (Dağıtılmamış karların maliyeti yeni özkaynaktan daha düşüktür)

Gelecekteki nakit ihtiyaçları

Borç oranı

Bugünkü ve tahmin edilen hisse fiyatı

Karların ve nakit akışlarının riski

Pozitif NBD projeler
için esnekliğini koru

Ödeme Politikası

Sonuçta firmalar neden temettü öder?

Ahlaklılık iyidir de, temettülerden ne haber?

Kaiser Wilhelm II