

Bugünün Anlatımından Başlıklar:

- I. Sermaye Bütçeleme Sorunu: HBS Olay 9-298-068'de Soru 3
- II. Tamamlanmamış Tahmin Verilerinden Nakit Akışlarını Elde Etme: Varsayımların Kullanılması
- III. Hisse Senedi Fiyatlarının Temettü İskonto Modeli

I. Sermaye Bütçeleme Sorunu.

Sermaye Bütçeleme Sorunu: HBS 9-298-068 Olayında S3

Bakınız: Piper, Thomas R. Sermaye bütçeleme: İskonto edilmiş nakit

Nakit Akışı Analizi. Boston MA:Harvard Business School Publishing, 2000. Olay No. 9-298-068.

II. Tamamlanmamış Tahmin Verilerinden Nakit Akışlarını Elde Etme

Hatırla: Eğer bir projenin her senesine ait net Stok, Amor., SY'nı ve NİS'ni biliyorsak, nakit akışını da biliyoruzdur.

Dolayısıyla, eksik bilgi olduğunda, bu 4 bileşenden kayıp olan parça için kendi tahminimizi ileri sürmemiz gerekir.

Tahminleri elde etmenin makul yolları nelerdir?

Fikri olan...

- 1- Eğer tarihsel verileriniz varsa ve yönetim geçmişten beri aynı kalmışsa (veya yeni yönetim aşağı yukarı aynı derecede yeterliyse) ekstrapolasyon (dış değer bulma) mantıklı bir tahmin yaklaşımıdır.
Dış değer bulmanın farklı yolları.
Herhangi bir tuzak düşünebiliyor musunuz? Onları nasıl ele alırsınız?
- 2- Dış değer bulabileceğin tarihsel verilerin yoksa fakat bütün girdiler için bir senelik verin ve en az bir girdiyi tahmin edebilecek temelin varsa, diğer girdileri sabit oran varsayımını kullanarak tahmin edebilirsin. Örneğin, gelir tablosu tahminlerinin olduğunu (özellikle satış tahminleri) ama sadece 1 senelik bilanço karesi olduğunu varsayınız. SY, satışlar ve NİS'nin sabit olduğunu varsaymak mantıklı olabilir.

Satışlar

- Neden bu mantıklı?
- Sabit bir oranı tahmin etmek için sadece bir veri noktası kullanmanın dezavantajları nelerdir?
- Eğer şirket yeni (ve daha gelişmiş) bir yönetim devralırsa ne olabilir? Bu oranın değişmesini bekler misiniz?

Tabii ki gerçekte eksik tahminler elde ettiğinizde, genellikle projenin detayları hakkında daha yakın bilgisi olan, sizin öne sürebileceğiniz herhangi bir istatistiksel veya sezgisel girdiden daha kesin değerler verebilecek birilerini bulabilirsiniz.

O zaman neden size eksik tahminleri olan sorunlar veriyoruz? Çünkü eğer önemli bir bilgi eksikse bunu fark edebilmek zorundasınız. Gerekli olan varsayımlarda bulunarak ve onları takip ederek bu beceriyi kazanırsınız. Gerçekten de, iş dünyasına bir kere yeniden girdiniz mi, varsayım yapma süreci soru sorma süreciyle yer değiştirecektir. Eğer bunu iyi

yapabilirsiniz, insanlar sizin zeki olduğunuzu ve muhtemelen daha fazla para kazanmanız gerektiğini düşüneceklerdir. Belki bu safça bir tanımlama, ama kesinlikle kulağa çok güzel geliyor...

Birinci ve ikinci konular oldukça sezgisel. Muhtemelen başka tahmin yöntemleri düşünebilirsiniz. Buradaki esas nokta, çok az bir bilgi ile bu süreçte makul bir miktarda esneklik olmasıdır. Duyarlılık analizi gibi şeylerin neden önemli olduğunun iyi bir sebebi budur. Ayrıca bu, yönetim ile (veya daha genel olarak firmanın finansal planlamacıları) projenin detayları hakkında yakın bilgisi olan çalışanlar arasında iyi iletişim kanalları neden hayati olduğuna da açıklık getiriyor. Gerçekten de, Bugünkü Değer analizi, mevcut en iyi tahminleri kullandığınızda en etkili şekilde çalışır.

III. Kar Payı İskonto Modeli.

Birinci başlıkta anlattığımız üzere,

$$BD(E) = \frac{Tem_1}{1 + r_E} + \dots + \frac{Tem_t}{(1 + r_E)^t} + \dots,$$

Bir birim hisse senedi tutmanın BD'ni yukarıdaki gibi hesaplayabiliriz (Tem_t t zamanındaki hisse senedi başı kar payı tahmini) Bazen hisse senedinin temel değerini gösterecektir.

-Temettü İskonto Modeli(DDM): Hisse senedinin piyasa değeri temel değerine eşittir ($S=BD(E)$). Bu doğru mu? Eğer doğruysa hisse senedi fiyatları sadece ya (1) gelecekteki kar paylarıyla ilgili bilgiler değişince, ya da (2) kar payı riskleri ile ilgili bilgiler değişince (iskonto oranının değişmesi) hareket etmelidir.

Ya piyasa çökmeleri? Piyasa fiyatlarında, temel haberle çok olmadan, eğer varsa, çok şiddetli dalgalanmalar. Bu durum TİM ile tutarlı mı?

Varlık fiyatlarındaki kabarcıklar piyasa fiyatlarının temel değerinden sapmasıdır. Onların var olduklarını düşünüyor musunuz? Örnekler?

Unutmayın ki finans ve ekonomi, özellikle birey davranışlarını anlatan veya onlara dayanan bölümleri, kesin olamayan bilimlerdir. Bu nedenle TİM gibi modellerin gerçek dünyanın mükemmel açıklamaları olmalarını beklememeliyiz. Gerçeğin iyi açıklamaları olup olmamaları daha iyi bir karar sınavıdır. TİM olayında, temel değerden nadiren ve genellikle izole edilmiş önemli sapmalar olup olmadığını sormalıyız. Tartışılabilir olsa bile... gerçi cevabın evet olduğuna dair bazı bulgular var, en azından olgun şirketler için.

Bu tartışmayı şimdilik bir kenara bırakarak (ve muhtemelen sonsuza kadar), TİM'nin uygulamada nasıl kullanılabileceğine bakalım...

Kullanım #1: Kar payı tahminleriniz ve iskonto oranınız zaten var. Bu aynı daha önce yaptığımız BD hesaplamalarına benziyor...

Tanıdık Örnekler: Sabit temettü= sonsuz vadeli tahvil. Sabit temettü büyümesi= sonsuz vadeli tahvil büyümesi

Daha Zorlu Bir Örnek: Değişen büyüme. XYZ şirketi daha yeni 1 dolarlık bir temettü ödedi. Temettülerin yıllık ödediğini ve bunların önümüzdeki 5 sene boyunca yılda %25 büyüyeceğini

varsayınız. Beşinci seneden sonra temettüler sabit kalacak. Eğer XYZ Şirketi'nin iskonto oranı %10 ise ve TİM geçerli ise hisse senedinin fiyatı nedir?
Herhangi bir fikriniz var mı?

Kullanım #2: İskonto oranınız var ve fiyatı gözlemleyebiliyorsunuz. Temettü büyüme oranını bulabilmek için BD hesaplamasını ters çevirebilirsiniz. Örnekler tahtada...
Burada hangi varsayımlarda bulunulmuş?

Kullanım #3: Temettü büyümesinin çıkarılması için başka yollar? Önemli olan soru, büyümeyi gerçekten nasıl elde ettiğimiz.

Büyümenin bir yolu parayı şirkete tekrar yatırmaktır.

Karlılık özelliklerinin değişmediğini yani yeni yatırımların hali hazırda yapılmış olan yatırımlarla aynı karlılıkta olduğunu ve temettü dağıtım oranının değişmediğini varsayarsanız şunu elde edersiniz,

$g = \text{ÖK} * \text{yeniden yatırım oranı. (3)}$