

FINANSAL YÖNETİM

Prof. Dr. Güven SAYILGAN

Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü
Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

SERMAYE YAPISI ARAÇLARININ TERCİHİ

FİNANSAL KARAR

- * Finansal Yöneticinin vermesi gereken üç temel karar vardır:
 - * Finansman Kararları
 - * Yatırım Kararları
 - * Kâr Dağıtım Kararları
- * Finansman kararları, işletmenin kaynak bileşiminin nasıl olacağı ve hangi araçların kullanılacağı sorularına yanıt arar.

SERMAYE YAPISI

- * Sermaye yapısı, işletmenin finansman kaynaklarının bileşimi veya kaynak yapısı demektir.
- * **Optimal sermaye yapısı**, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (WACC) en düşük düzeyde gerçekleştirirken **işletme değerini en çoklamayı sağlayan** sermaye yapısı olarak tanımlanır.

SERMAYE YAPISI

- * Kurumsal finans literatüründe optimal sermaye yapısına nasıl ulaşılabileceğini açıklamaya çalışan pek çok teori geliştirilmiştir:
 - * Net Gelir Yaklaşımı
 - * Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
 - * Modigliani-Miller Yaklaşımı
 - * Geleneksel Yaklaşım
 - * Ödünleşme Teorisi
 - * Asimetrik Bilgi Teorisi
 - * Finansman Hiyerarşisi Teorisi gibi...

FİNANSMAN POLİTİKASI-1

* Yeni Yatırım İçin Kullanılabilecek Kaynaklar:

- * İç Kaynaklar
- * Yeni Hisse Senedi İhracı
- * Borçlanma

* **Finansal Açık:** İşletmenin yatırımları için ihtiyaç duyduğu kaynak miktarı ile içsel olarak yaratabildiği kaynak miktarı arasındaki negatif farktır.

FİNANSMAN POLİTİKASI-2

- * Bu noktada işletme şu kararları vermek zorundadır:
 - * Kârın ne kadarı temettü olarak dağıtılacak, ne kadarı otofinansmanda kullanılacaktır?
 - * KÂR DAĞITIM POLİTİKASI
 - * Finansal açığın ne kadarı yeni hisse senedi çıkarılarak, ne kadarı borçlanılarak karşılanmalıdır?
 - * FİNANSMAN POLİTİKASI

FİNANSMAN POLİTİKASI-3

- * Dolayısıyla işletmenin finansman politikası; temelde, finansman gereksiniminin özkaynak ile mi, borçlanılarak mı karşılanacağına karar verilmesini gerektirir.

ÖZKAYNAK ve BORCU AYIRICI TEMEL ÖZELLİKLER

- * Bir tür kredi ilişkisini ifade eden borç ile mülkiyet ilişkisini ifade eden özkaynak arasındaki ayırıcı özellikler şöyle sıralanabilir:
 - * **Süre**
 - * **İşletmenin Geliri Üzerinde Talep Hakkı**
 - * **İşletme Varlıkları Üzerinde Talep Hakkı**
 - * **İşletme Yönetiminde Söz Hakkı**

İŞLETMENİN GELİRİ ÜZERİNDE TALEP HAKKI-1

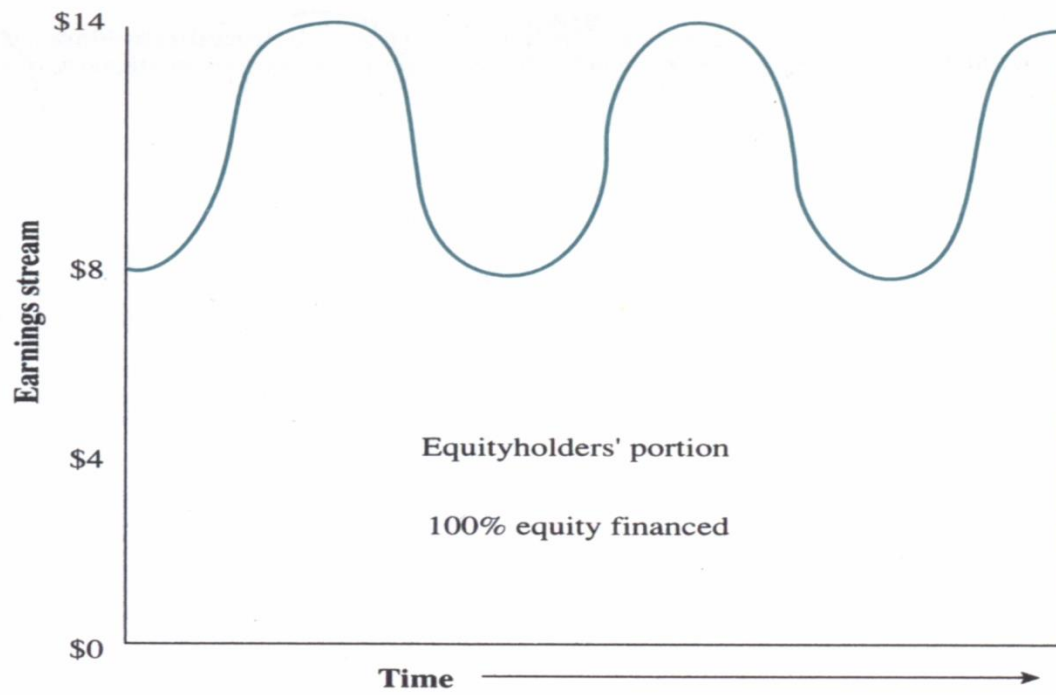
ÖRNEK:

- * XYZ işletmesinin 100 TL tutarında yeni teknoloji ile üretim yapma olanağı veren bir makina satın aldığını varsayalım.
- * Bu yatırımdan elde edilecek yıllık nakit akışlarının dalgalandığını ve 8 TL ile 14 TL arasında değiştiğini kabul edelim.

İŞLETMENİN GELİRİ ÜZERİNDE TALEP HAKKI-2

Seçenek 1:

- * Yatırım için gereken 100 TL'nin tamamının zkaynak olarak sağlanması durumunda, elde edilecek kazancın tamamı hissedarların (ortakların) olacaktır.



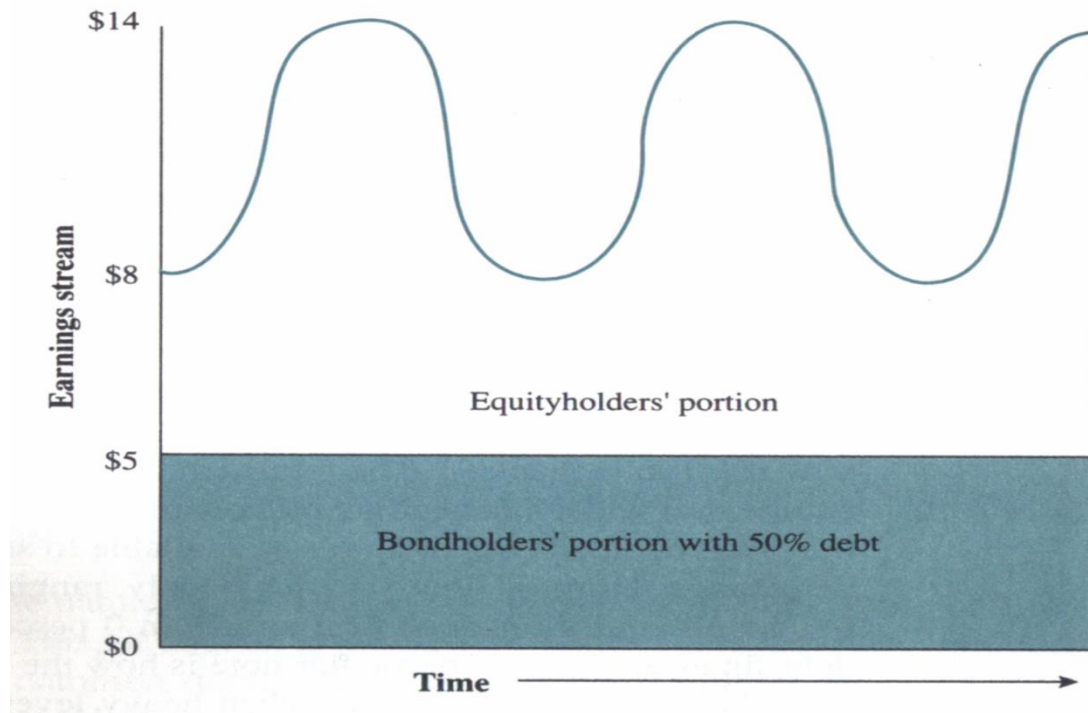
İŞLETMENİN GELİRİ ÜZERİNDE TALEP HAKKI-4

Seçenek 2:

- * 100 TL finansman gereksiniminin;
 - * %50'sinin %10 faizle borçlanıldığını,
 - * %50'sinin de öz kaynakla finanse edildiğini varsayalım.
- * Bu durumda %10 faizle 50 TL borç verenlerin yıllık kazancı 5 lira olacak ve kârın geriye kalan kısmı hisse senedi sahiplerine ödenebilecektir.

(Yıllık kazancın 8 ile 14 TL arasında dalgalanmakta olduğunu varsaymış olduğumuza göre, ortaklara kalan tutar 3 ile 9 TL arasında değişecektir.)
- * Bu seçenekte işletme borç nedeniyle ortaya çıkan faiz giderlerini karşılama gücüne sahip bulunmaktadır.

İŞLETMENİN GELİRİ ÜZERİNDE TALEP HAKKI-5

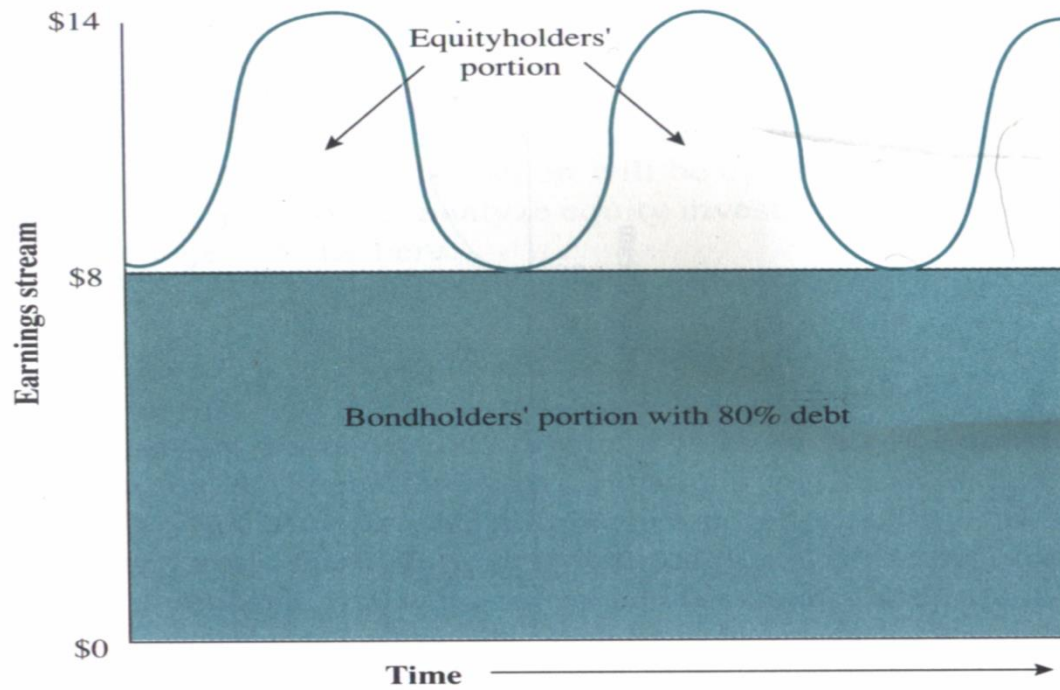


İŞLETMENİN GELİRİ ÜZERİNDE TALEP HAKKI-6

Seçenek 3:

- * 100 liralık finansman finansman gereksinimini yine %10 faiz oranı ile %80'inin borç, %20'sinin ise öz kaynakla karşılandığını varsayalım.
 - * Bu seçenekte borç verenlerin yıllık getirisi 8 lira olacak ve hâlâ borç verenler açısından risk söz konusu olmayacaktır.
 - * Ancak hisse senedi sahiplerinin geriye kalan kârdan alacakları kısım bu kez 0 ile 6 TL arasında değişecektir.
- * Dolayısıyla hisse senedi sahiplerinin kârın 8 TL olarak gerçekleştiği dönemlerde gelirden herhangi bir talebinin olamayacağı görülmektedir.

İŞLETMENİN GELİRİ ÜZERİNDE TALEP HAKKI-7



İŞLETMENİN GELİRİ ÜZERİNDE TALEP HAKKI-8

- * Üçüncü seçenek, “daha düşük kazanç doğurduğu düşüncesiyle hisse senedi sahiplerine çekici gelmeyeceğini” düşünülebilir. Ancak, bu seçenekte sermayedarlar tarafından yapılan yatırımın toplam tutarının sadece 20 TL olduğu da unutulmamalıdır.
- * Dolayısıyla kârın 14 TL olarak gerçekleştiği dönemlerde, yapılan yatırımın getiri oranı (ROI) %6'ya $[(14\text{TL}-8\text{TL})/100\text{TL}]$ özkaynak karlılığı (ROE) da % 30'a $[(14\text{TL}-8\text{TL})/20\text{TL}]$ kadar yükselmektedir.
- * Kârın 8 TL olarak gerçekleştiği dönemlerde ise hissedarlar yaptıkları yatırım karşılığında herhangi bir getiri elde etmeyeceklerdir. $[(8\text{TL}-8\text{TL})/20\text{TL}]$
- * Bu durum finansal kaldıraçın etkisi ile oluşmaktadır. Daha çok borç kullanıldığı durumda ortaya çıkan yüksek kaldıraç oranı, ortakların daha yüksek getiri (ROE) sağlama olasılığını artırmaktadır.

UYGUN FİNANSMAN POLİTİKASININ BELİRLENMESİ

- * Finansmanda borç mu, özkaynak mı tercih edilmelidir sorusu yanıtlanırken; işletmelerin kullanabilecekleri bazı temel tekniklerden ya da yöntemlerden söz edilebilir:

FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI-1

- * Finansal yönetici, yapacağı yatırımın getirisinin kullanacağı fonun maliyetinden yüksek olması ($IRR \geq CC$) koşuluyla borç ve öz kaynak arasında seçim yaparken özellikle maliyeti düşük olanı tercih edecektir.
- * Borçlanmanın maliyeti daha düşükse (genellikle düşüktür) yönetici finansmanı borçlanarak sağlayacak ve özkaynak kârlılığını (ROE) artırabilecektir.

FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI-2

- * Bu durumda, borç kullanımını arttıkça ortalama sermaye maliyeti azalırken, öz sermaye kârlılığının yükselmektedir.
- * Bu ilişki, literatürde “finansal kaldıraç oranı (financial leverage ratio)” adı ile bilinmektedir.

FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI-3

- * Finansal kaldıraç oranı; o işletmenin,
 - * toplam yükümlülüklerini (borçlarını) toplam varlıklarına ya da
 - * toplam yükümlülüklerini (borçlarını) öz kaynaklarına bölerek hesaplanabilir.
 - * $\text{Borç/Varlık Oranı} = \text{Toplam Yabancı Kaynak/Toplam Aktifler} = 50/100 = \%50$
 - * $\text{Borç/Özkaynaklar Oranı} = \text{Toplam Yabancı Kaynaklar/Özkaynaklar} = 50/50 = \%100$

FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI-4

- * Finansal Kaldıraç Oranı, Özkaynak Kârlılığını Nasıl Etkiler?

Özkaynak Kârlılığı (ROE) = Net Dönem Kârı/Özkaynaklar

FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI-5

* Özkaynak Kârlılığı (ROE) Oranının 3 Bileşeni:

$$ROE = \left(\frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Net Satışlar}} \right) \times \left(\frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}} \right) \times \left(\frac{\text{Aktif Toplamı}}{\text{Özkaynaklar}} \right)$$

ROE = Net Kârlılık Oranı x Aktif Devir Hızı x Sermaye Çarpanı

$$ROE = \left(\frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Özkaynaklar}} \right)$$

Toplam Aktifler/Özkaynaklar Oranı, Sermaye çarpanı (CAPITAL MULTIPLIER) olarak da bilinmektedir.

FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI-6

- * Burada finansal kaldıraç oranı yerine sermaye çarpanı oranı (toplam aktifler /özkaynaklar) kullanılmıştır.
 - * Sermaye Çarpanı Oranı (1)= $(B+Ö) / Ö$
veya
 - * Sermaye Çarpanı Oranı (2)= $(B/Ö) +1$ olarak da hesaplanabilir.
- * Örneğin 100TL borç, 50 TL özkaynağı olan bir işletme için hesaplama yaparsak;
- * Sermaye Çarpanı Oranı (1)= $(B+Ö) / Ö = (100+50) / 50 = 3$
- * Sermaye Çarpanı Oranı (2)= $(B/Ö) +1 = (100/50)+1 = 3$
- * Aynı sonuçları elde ederiz.

FİNANSAL KALDIRAÇ ORANI-7

- * Özkaynak kârlılığının bu üç bileşeni, finansal yöneticilere özkaynak kârlılığını artırmak için üç araç vermektedir.
- * Bu araçlardan biri de varlıkları finanse etmek için kullanılan borçlara bağlı olarak ortaya çıkan “finansal kaldıraç oranı”
- * veya burada anlatıldığı şekliyle Toplam Aktifler/Özkaynaklar Oranı, Sermaye çarpanı (CAPITAL MULTIPLIER)’ dir.

FİNANSAL KALDIRAÇ DERECESESİ-1

- * Finansal risk, faiz ve vergi öncesi kârlarda meydana gelen değişimin, vergi öncesi karları (faizden sonraki) ne ölçüde etkilediğini gösteren ve “*finansal kaldıraç derecesi (degree of financial leverage)*” yardımıyla ölçülür:

FİNANSAL KALDIRAÇ DERECEŚİ-2

$$FİKD = FVÖK / (FVÖK - FG)$$

ya da

$$FİKD = [Qx(P - VC) - TFC] / [Qx(P - VC) - (TFC + I)]$$

FİNANSAL KALDIRAÇ DERECESESİ-3

- * İşletmenin kullandığı borç miktarının özkaynak kârlılığı üzerindeki etkisi başlangıçta az olduğu halde, borçla finansmana devam edildiği sürece bu etki artar.
- * Finansal kaldıraç derecesi, bu etkiyi ölçmektedir.

FİNANSAL KALDIRAÇ DERECEŚİ-4

- * Örneğın FVÖK'ü 4000 YTL olan ve borçları için 700 YTL faiz ödeyen bir işletmenin FKD = $4000/(4000-700) = 1,21$ olacaktır. Bunun anlamı;
 - * İşletmenin FVÖK'ı %1 arttığında hissedarların kazancı %1,21 artar,
 - * Benzer şekilde, gelecek dönem için tahmin edilen FVÖK'nda %1'lik bir yanılma olursa, hissedarların kazancında %1,21 yanılma olur demektir

FİNANSAL KALDIRAÇ DERECESESİ-5

- * FKD ile ölçülen finansal riski hesaplamak bizim açımızdan şu nedenle önemlidir: Satışların arttığı refah dönemlerinde veya enflasyonist ortamlarda sermaye yapıları daha çok **borçla finansmana dayanan** işletmelerin hisse senedi başına düşen kârları artar.
- * Borçla finansmana gidildiğinden hisse senedi sayısı değişmeyeceğinden, artan kârlar aynı sayıda hisseye bölünmektedir

FİNANSAL KALDIRAÇ DERECESESİ-6

- * Ancak, kaldıraç etkisi; işletmeler için, her zaman olumlu sonuçlar verecek şekilde işlemeyebilir.
 - * Eğer faaliyet kârı (FVÖK) belli bir kritik sınırın altında ise finansal kaldıraç hissedarların getirisini artırmak yerine düşürücü yönde de etki yapacaktır.
 - * Eğer hisse sahiplerinin gelirindeki artış olasılığını aynı zamanda risklerinin de artışı olarak düşünürsek, finansal kaldıraçın iki kenarı da keskin bir kılıç gibi çalıştığını söylemek mümkündür.
 - * Finansal kaldıraç bir taraftan hisse sahiplerinin beklenen gelirlerini artırırken, diğer taraftan da risklerini artırmaktadır.