



2010/1.DÖNEM

YEMİNLİ MALİ MÜŞAVİRLİK MAZERET SINAVLARI SORU VE CEVAPLARI

FİNANSAL YÖNETİM

25 Temmuz 2010-Pazar 10:00

SORULAR

SORU 1 :

- a. Risksiz faiz haddinin düzeyi ne belirler? Bu düzey, zaman içerisinde değişim gösterir mi? Yoksa her dönem sabit bir oran mıdır? Piyasa faiz haddi ile risksiz faiz haddi arasındaki farkı oluşturan risk primleri nelerdir?
- b. Piyasa faiz hadlerini belirleyen faktörler nelerdir? Faizin vade yapısı ne demektir? Piyasa faiz hadleri ile beklentilerin vade yapısı ile ilişkisi ve işletmelerin finansal kararlarına etkisi nedir?
- c. Faiz hadlerinin yükseldiği dönemlerde tahvil fiyatları ve hisse senedi fiyatları ne yönde hareket eder? Neden?

SORU 2 : Bir firmada çeşitli finansman kaynakları arasında seçim yapılırken gözetilmesi gereken temel ilkeler nelerdir?

SORU 3 : Bir şirketin sermaye yapısının değişmesi ve geçmişe göre daha borçlu bir hale gelmesi, şirketin varlıkları üzerinden beklenen getiriyi ve bütün varlıklarla ilgili riskini (varlıklar betasını), şirkete borç verenlerin beklenen getirisini ve riskini(borç betasını) ve şirket hissedarlarının beklenen getirisini ve riskini (öz sermaye betasını) nasıl etkiler?



CEVAPLAR

CEVAP 1:

a. Risksiz faiz haddini belirleyen faktörler:

- Tasarrufçuların tüketimlerinin ne kadarını, ne kadar zaman ertelemek istediklerine (dolayısıyla arza)

- Gelir yaratıcı varlıklar üzerinden ne kadar getiri kazanmak istediklerine bağlıdır.

Yukarıdaki faktörler zaman içerisinde değiştiğinden risksiz faiz hadleri de zaman içerisinde değişir.

Piyasa faiz hadlerine, şu faktörlerin risksiz faiz hadlerine eklenmesi ile erişilir:

- Enflasyon Riski
- Ödenmeme Riski (Default Premium)
- Likidite Riski
- Vade Riski (Faiz Oranı Riski/Yeniden Yatırım Riski)

b. Piyasa faiz oranlarını etkileyen faktörler:

- **Merkez Bankası para politikaları:** Ekonomideki iş hacminin artması için para hacmi yükselirse faiz hadleri önce düşer. Fakat para arzının bolluğu enflasyonu tetikler. Artan enflasyon faiz hadlerini yükseltir, bu faiz hadlerini yükseltir. Devletin bu kez de para arzını düşürmesi faiz hadlerini yükseltir. Fakat uzun vadeli enflasyon beklentisi düştüğünden önce uzun vadeli bono faizleri daha sonra da kısa vadeli bono faizleri düşer.

- **Bütçe açıkları:** Devlet bu durumda daha çok fonu kendisine toplamak ister. Bu faiz rekabeti yaratacağından faiz hadleri yükselir. Ancak bu durum uzun vadeli enflasyon beklentisini tetiklemeyeceğinden uzun vadeli bono faizleri pek artmaz. Ancak devlet bütçe açığını kapatmak için para basarsa enflasyon tetiklenir hem kısa hem uzun vadeli bono faizleri artar.

- **Dış ticaret açıkları:** Bu durumda devlet borç arar. Yabancıların yerli tahvillere rağbet edebilmeleri için tahvillerin vaad ettikleri getirilerin diğer ülkelerin faiz oranlarından daha yüksek olması gerekir. Bu nedenle borç ihtiyacı arttıkça faiz oranları yükselir. Eğer devlet tahvillerinin getirisi düşerse, yabancılar ellerindeki yerli tahvilleri satışa çıkarır. Bu satışlar bono fiyatlarını düşürür ki, bu da faizlerin yükseldiği anlamına gelir.

- **Ekonomideki iş hacmi:** Normal olarak kısa vadeli faiz hadleri, uzun vadeli faiz hadlerinden düşüktür. Ekonomik sıkıntılar yatırımları durduracağından paraya olan talep de düşer. Doğal olarak bu da faizleri aşağıya çeker. Devlet kısa vadede ekonomiyi canlandırmak için para arzını artırır. Bu faizleri daha da aşağıya çeker. Kısa vadeli faiz hadlerindeki düşüş, uzun vadeliden daha hızlıdır. Çünkü devlet öncelikle kısa vadeli piyasaya müdahale etmiştir. İkinci neden de, uzun vadeli faiz haddi: belli bir dönemin (10 - 20 - 30 yıllık) beklenen ortalamasını yansıtır. Bu yıllık enflasyon oranı ortalamayı çok etkilemez. Kaldı ki, resesyon nedeniyle cari enflasyon da düşer.

Faizin vade yapısı: Farklı vadedeki tahvillerin getirileri arasındaki farklılık demektir. Normal olarak kısa vadeli tahvillerin faizleri, uzun vadelilerden düşüktür. Faizlerin düşme ya da yükselme eğiliminde olması (kısa vadeli yatırımların kısa vadeli kaynaklarla; uzun vadeli yatırımların uzun



vadeli kaynaklarla finanse edilmesi ilkesinden ayrılmaksızın) **aranacak kaynakların yapısına etki eder**. Örneğin uzun vadede faizlerin düşmesi bekleniyorsa ihraç edilecek tahvillerin geri çağrılabilirlik koşulu ile ihraç edilmesi, faizlerin yükselmesi bekleniyorsa kaynak ihtiyacını olabildiğince sabit kalacak bir faizle temin etmeye çalışmak, yabancı kaynak yerine öz kaynakla finansman; hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ihracı gibi tedbirler düşünülebilir.

c. Faiz hadlerinin yükseldiği dönemlerde tahvil fiyatları düşer. Çünkü enflasyonist ortamda tahvil sahipleri daha yüksek getiri bekler. Bu da tahvilin ömrü boyunca getireceği nakit girişlerinin daha yüksek bir oranda iskontolanması demektir.

Yüksek faizlerin hisse senetlerine etkisi ise iki yönlüdür:

1. Yüksek faiz borçlanma maliyetlerini yükselttiğinden firma karlarını düşürür. Öte yandan yüksek faiz ekonomik faaliyetleri etkilediğinden, insanların alım gücünü de düşürdüğünden firma satışlarının azalması nedeniyle de kârları düşer.

2. Ekonomideki tasarruf edilmiş para yüksek faize kaçar. İnsanlar ellerindeki hisse senetlerini satarak paralarını daha yüksek faiz veren borçlanma araçlarına ya da banka mevduatlarına yatırır. Her iki etki hisse senedi fiyatlarını düşme yönünde baskılar.

CEVAP 2:

- Uygunluk: KV Yatırım, KV Finansmanla; UV Yatırım, UV Yatırımla finanse edilmelidir.
- Risk: Yüksek iş riski olan firmalar finansman riskini düşürmeye gayret etmeli (öz sermayeye yönelmeli)
- Finansal kaldıraçtan yararlanma: Bu da dengeli olmalı. Fin. Riski arttırarak maliyeti yükseltmemeli.
- Maliyet: Kaynağın VS maliyeti dikkate alınmalı.
- Esneklik: Geri ödeme koşulları atıl fonlara izin vermemeli
- Yönetimin paylaşılması: Yeni hisse senedi yeni ortak dolayısıyla yönetimde çatlak ses.
- Zamanlama: Firma ihtiyaç duyduğu anda ve elverişli koşullarda fon sağlayabilmeli.

CEVAP 3:

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti B ve ÖS ağırlıklarına göre hesaplanır. Diyelim bu tutar %15.(Borç oranı %40; ÖS Oranı %40; Borç verenlerin istedikleri getiri oranı %9; Hissedarların istedikleri getiri oranı %19 ise AOSMnin hesaplanması = $(0,40 \times 0,09) + (0,60 \times 0,19) = 0,15$ Borç verenler ve hissedarlar bu B+ÖS paketinden %15 bekliyorlarsa ve daha sonra B ve ÖS ağırlıkları değişirse, bu değişim onları ilgilendirmez hâlâ bu paketten %15 beklemeye devam ederler. Ancak AOSi %15 verecek biçimde her ağırlığın çarpıldığı Borç maliyeti ve hissedarın beklediği HS getiri oranları değişir. (Diyelim borç oranı %40 dan %70 e çıktı; borç faizi de % 10 a tırmandı:

$AOSM = 0,15 = (0,70 \times 0,10) + (0,30 \times ?)$ Hissedarların beklediği getiri % 26,6 ya tırmanmıştır.



Bu mantıken de doğrudur. Çünkü örneğin daha çok borçlanıldıysa şirketin riski daha çok artmış, hissedarın getiri beklentisi de yükselmiştir.

Buraya kadar sermaye yapısındaki değişimin finansman kaynaklarının getirilerini nasıl etkilediği idi.

Riske etkiler: Firmadan alacaklı durumda olanların ilk önce alacakları ödendiğinden (getirinin piyasa koşullarından etkilenme durumunu gösteren) beta katsayısı hemen hemen sıfırdır. Sermaye yapısı değişmeden önce $\beta_{\text{borçlar}} = 0,10$ olduğunu; sermaye yapısının değişmesinden sonra $\beta_{\text{borçlar}} = 0,15$ olduğunu varsayın. Hisse senetlerinin betası ise değişim öncesi 0,50 olsun. Değişim sonrası HS betası ne olur?

Firmanın B/HS bütün portföyü sizin olsa, nakit akışını da riski de kimse ile paylaşmazdınız. Bu nedenle firmanın bütün varlıklarının betası, firmanın tüm borç ve öz sermayesinden oluşan portföyünün betasına eşittir:

Sermaye yapısının değişiminden önce:

$$B_{\text{varlıklar}} = (B/\text{Top.Pasif} \times \beta_{\text{borçlar}}) + (\text{ÖS}/\text{Top.Pas.} \times \beta_{\text{özsermaye}})$$
$$= (0,40 \times 0,10) + (0,60 \times 0,50) = 0,34$$

Sermaye yapısının değiştirilmiş olması firmanın toplam varlık paketinin riskini etkilemez. Ancak şimdi borçlar da hisse senetleri de daha riskli olmuştur:

$$0,34 = (0,70 \times 0,15) + (0,30 \times ?)$$

$$\beta_{\text{özsermaye}} = 0,78$$

Hisse senetlerinin betası 0,50den 0,78e yükselmiştir.

Sonuç: Gerek B'lar gerekse ÖS daha risklidir. Dolayısıyla yatırımcılar daha yüksek bir getiri talep ederler. ÖS, şirket değerinde daha az yer tutmaktadır fakat (B+ÖS) paketinin (varlıkların) toplam riski değişmez. Paketin beklenen getirisi (yani şirket sermaye maliyeti) de değişmez.