

FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Yavuz AYDIN
Uluslararası Bankacılık ve Finans Uzmanı
yavuzaydinfrs@gmail.com

Özet

Bu çalışmada, firma değerlemesi felsefi temelleriyle birlikte incelenerek, en yaygın olarak kullanılan firma değerlendirme yöntemleri; "Firma Değerinin İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemine Göre Tespiti", "Firma Değerinin Göreceli Değerleme Yöntemine Göre Tespiti" ve "Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer Yöntemine Göre Tespiti" teorik olarak incelenmiştir.

Bu bağlamda bu çalışma firma değerlendirme yöntemleri üzerine yapılmış çalışmalar üzerinden araştırma niteliğinde bir çalışmadır. İncelenen değerlendirme yöntemlerinin kullandıkları parametrelerin farklı olması, değerlendirme sonuçlarının birbirinden farklı çıkabilmesine sebep olmaktadır.

Firma değerinin, değerlemenin yapıldığı zaman ile sınırlı olduğu, yapılan değerlendirme çalışmasının kesin bir değer ve tahmin içermediği, değerlendirme sürecinde sonuçtan çok değerlemenin yapıldığı sürecin önemli olduğu değerlendirme üzerine yapılan çalışmaların sonucu olarak gözlemlenmiştir.

Anahtar kelimeler: Firma Değerlemesi, Değerleme Yöntemleri.

FIRM VALUATION METHODS

Abstract

In this study, the most widely used firm valuation methods " Discounted cash flow method", " Relative valuation method" and " Economic value added method" are analysed together with their philosophical and theoretically bases.

In this context, this study consist of a literature review of firm valuation methods. As each valuation methods uses diffrent parameters, the empirical studies using these afore-mentioned valuation methods have different results. These studies are also criticized as the firm value is limited to the time period of the analysis, as the studies do not include any exact estimation methods and the valuation process is more important than the results of these studies.

Key words: Valuation of firmes, Firm valuation methods.

Giriş

Kaynakların sınırlı olması sebebiyle; yatırımcıların ve kreditor kuruluşların firmalara yapacakları yatırım önemlidir. Bu süreçte karşılaşılabilecek finansal risklerin ölçümlenir bir düzeyde analiz edilmesi gerekir. Karşılaşılan risklerin hesaplanarak bu hesaplamalar sonucunda; yeni ortaklıkların kurulması, yeni yatırımların oluşturulması, firma hissedarlarını mutlu edebilecek kar dağıtım politikalarına imza atılması alınabilecek önemli kararlardandır. Bütün bu faktörler göz önüne alındığında, finans yönetimi alanında da dünyada hızlı bir şekilde yaşanan baş döndürücü gelişmelere paralel olarak alınabilecek kararları etkileyecek değer alanında ve değerlendirme sürecinde önemli değişimler ve öngörüler ortaya çıkmıştır. Bu değişim ve gelişmelerden birisi de “Değere Dayalı Yönetim” anlayışıdır.

Değer yaratmanın stratejik bir önem kazanması; firma stratejilerini, yapılarını ve yönetim anlayışını belirleyen, değere dayalı yönetimin ortaya çıkmasına neden olmuştur. (Ercan vd. 2006: 8).

Bugün belki de modern finansın üzerinde konuşup tartıştığı en önemli konulardan birisi firma değerlemesidir. Yoğun bir rekabetin yaşandığı iş dünyasında üzerinde önemle durulan konu her ne kadar firmaların kar, ürün mükemmelliği, müşteri ve faaliyette buldukları alanlardaki pazarlama ve satış ağının geniş bir alana hakim olması ve operasyon süreçlerinin mükemmelleşmesi olsa da; asıl olan derinleşen finansal piyasaların içerisinde firma hisse senetlerinin değer kazanması sürecinde firmanın sahip olduğu maddi ve manevi

faktörlerin hesaplanabilir olarak değerlendirilip firma değerinin tespit edilmesidir.

Bu çalışmada kullanılan temel araştırma yöntemi kaynak taraması yöntemidir. Konu üzerine yapılan çalışmalar irdelenerek firma değerlendirme yöntemleri felsefi temelleri ile birlikte bir bütün olarak bir araya getirilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümü değerlendirme ve değerlemenin kapsamına ayrılmıştır. Bu bölümde öncelikle konunun felsefi temellerinin açıklaması gerçekleştirilip değerlendirme ile ilgili algımızda somut bir tablo oluşturulmaya çalışılmıştır. Aynı bölüm içerisinde değerlendirme konusunda yapılabilecek temel algılamaya yanlışları ve temel değerlendirme kavramları açıklanmıştır. Konunun net olarak anlaşılabilmesi için, ortaya çıkarılan bu çalışmanın kullanım alanlarının nereler olabileceğine de değinilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde tüm değerlendirme metodlarının analiz aşamasında ortak nokta olarak dikkate almak zorunda oldukları değerlendirme sürecinde aktif rol oynayan önemli değer sürütülerinden söz edilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde finansal yönetimde kullanılan firma değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise değerlendirme yöntemlerinin finansal yönetimde sahip olduğu önem ve dinamik yapısı ortaya konmuştur.

1. Değerleme ve Değerlemenin Kapsamı

1.1. Değerlemenin Felsefi Temelleri

Çalışmamızın ana konusu olan firma değerlemesi tarihsel bir süreç içinde modern finans ve finansal yönetim alanında yapılan bilimsel çalışmalarla yerini almıştır. Bu süreç içerisinde her konuda olduğu gibi konunun tarihsel serüvenine ve felsefi temellerine değinmek, çalışmamızın temellerini sağlamlaştıracaktır.

Literatürde değer üzerine yapılmış tanımlamalara baktığımızda; değer, herhangi bir nesnenin sağladığı toplam yarar ya da herhangi bir varlık başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı, olarak tanımlanabilir. (Akyüz ve Ertel, 1990)

Değer bir malın değişim değeridir. Bu amaçla herhangi bir maldan bir birim elde etmek için gerekli olan mal ya da para birimidir. Fiyatlama, belli bir zamanda mal ve hizmetlerin piyasadaki değerinin para ile ortaya konması sürecidir. Bu bağlamda kesişen iki olgu değer ve fiyatın birbiri ile çakışmasıdır. (Tevfik, 2005: 1).

Bu bağlamda değerini tespit edebildiğimiz her şeyin ölçüm karşılığını ifade edebilecek bir kavram ile belirlemeliyiz. Finansal yönetim alanında değer olarak tespit ettiğimiz olgu, fiyat olarak karşımıza çıkarak algımızda bir değer ölçütünün etkinliğini yaratmaktadır. Öyleyse değerini tespit ettiğimiz finansal varlığın mutlak surette karşılığının arz-talep kanunu çerçevesinde bir fiyat ile ifade edilmesi zorunludur.

Değerleme finansal piyasalarda bir varlığın piyasa değerinin gerçek değerinden düşük ya da yüksek olup olmadığını belirlememize yardımcı olan en temel analizi oluşturmaktadır.

Şirket değerlemesi ve değerlendirme konusu ilk olarak Berle ve Means'in 1932 yılında yaptıkları çalışmayla gündeme gelmiştir. Daha sonra Jensen ve Meckling 1976'da yaptıkları çalışmalarla bu konu üzerindeki tartışmaları sürdürmüşlerdir.

Bir sonraki dönemde yapılan çalışmaların büyük bölümü işletme değeri ve işletme performansı arasındaki ilişkiler üzerine yoğunlaşmıştır. İşletmenin faaliyetlerine ilişkin olarak performansının artması dolaylı olarak işletme değerinin de artmasında rol oynamaktadır.

“ Mock, Shleifer, Vishny(1988), McCormell ve Serveas(1990) kurumsal ortaklık yapısı ile işletme performansı ve değeri arasında güçlü bir ilişki tespit etmişler, bununla birlikte Damsetz and

Lenn(1985) yaptıkları çalışmada firma performansı ve değeri arasında güçlü bir ilişki tespit edememişlerdir. Majumdar(1998), Chibber ve Majumdar(1999), Khanna ve Palepu(2000), Sarkar ve Sarkar(2000), Patibandla(2002) yaptıkları çalışmalarda gelişmekte olan ekonomilerde işletme değeri ve performans arasında önemli ilişkiler tespit eden çalışmalar yapmışlardır. İşletme değerini maksimize etme çabaları günümüz rekabet koşulları altında finans yöneticilerinin en önemli görevidir. Mevcut rekabet koşulları finans yöneticilerini zorlamaktadır. Weisbach (1988) yılında yaptığı çalışmada, işletme değerini maksimize etmekte zorlanan işletmeler ile yönetici devir hızı arasında pozitif güçlü bir ilişki tespit etmiştir. Bhagat ve Black (2001) yılında yaptıkları çalışmada işletme performansı düşük olan işletmelerde yönetim kurumlarının, finans politikalarından daha bağımsız hareket etmeye başladıklarını tespit etmişlerdir. Ancak yine aynı araştırmacılar, bağımsız davranmaya başlayan yönetim kurumlarının işletme performansını arttırmaları konusunda önemli bir sonuç elde edememişlerdir.”(Taner ve Akkaya, 2009).

Harvard Business Review dergisinin 1960 Aralık sayısında yayınlanan “ The Trouble With Profit Maximization” adlı makalesinde Robert Anthony, kar maksimizasyonunun bir firmanın asıl amacı olmadığını dile getirerek, bu zamana kadar performans ve kar üzerinde durulan noktaların tek başına bir anlam ifade etmeyeceğini vurgulamıştır. “ Şirketler için en önemli kıstas olan kar kavramı neyi ifade etmektedir. Kısa dönem karı mı? Uzun dönem Karı mı? Karlılık oranı mı?” Bu yaklaşım ve sorulardan hareket ile firma amacının kar maksimizasyonu olduğu değil firmanın bugünkü değerini ortakları açısından maksimum kılmak olduğunu belirtmiştir. (Ercan vd. 1994).

1980 ‘li yıllardan sonra değişen dünya ve ekonomik koşullar çerçevesinde globalleşme süreci ve teknolojik gelişmeler ile beraber kendini sürekli yenileyen bir ekonomik yapı ortaya çıkmıştır. Bu süreç beraberinde rekabetçi ve dinamik birçok finansal ve yönetsel tekniği bir arada kullanabilen yeni firma profillerini ortaya çıkarırken, kreditor kuruluşlardan, firma sahiplerine, hissedarlar ve ortaklarına kadar davranış biçimlerinde ve beklentilerinde değişiklikler meydana gelmiştir. Bu süreçte, değişimin kaçınılmaz olduğu dünyada maddi

varlıkların değer ölçüsü kadar maddi olmayan varlıkların da değerliliğinin ölçülenmesi firma değerliliğinde önemli rol oynamaya başlamıştır.

Brooking's Institute tarafından yayınlanan, 1978 yılında Margaret Blair tarafından yapılan araştırmaya göre değer kavramı %80 maddi varlıklar %20 de maddi olmayan varlıklar ile ifade edilmiştir.

1988 yılına kadar geçen 10 yıllık süreç içerisinde değer kavramı daha farklı algılanmaya başlamış ve %45 maddi varlıklarla %55'i de maddi olmayan varlıklarla ilişkilendirilmiştir. 1988-1998 yılları arasında ise tam anlamıyla bir dönüşüm yaşanmış, firma değerinin sadece %30'u maddi varlıklar ile ilişkilendirilmiştir. (Sullivan, 2001: 111).

Özellikle 1995 yılından sonra, dünyada internet sektörünün hızla gelişmesiyle beraber bu alanda ortaya çıkan firmaların kısa zaman içerisinde hızla büyümeleri hisse değerlerinin çok hızlı bir yükseliş içerisinde olmaları değer kavramının maddi varlıklardan maddi olmayan varlıklara doğru yöneldiğini göstermektedir.

1.2. Değerleme Konusunda Yapılan Hatalar

Değerleme konusunda yapılan 80 yıllık çalışmaların sonucunda belirli ön yargıların ortaya çıktığı gözlemlenmiştir. (Damodaran, 2002: 2-6).

Öncelikle değerlendirilirken mümkün olduğu kadar tüm önyargılardan arınılmış olarak değerlemeyi yapmak çok önemlidir. Değerleme sürecinde ön yargılardan kurtulmanın iki yolu bulunmaktadır. Bunlar, değerlendirme süreci tamamlanmadan, değerlendirme yapanın değerlendirme üzerine çalıştığı firmanın hakkındaki pozisyonundan etkilenmemesi ve diğeri de değerlendirme yapan kişinin değerlendirme yaptığı firma üzerinde hak sahibi olmamasıdır.

Değerleme zaman içerisinde karşılaşılan konjonktür şartlarına göre değişiklik gösterebilmektedir. Herhangi bir değerlendirme yöntemine bağlı olarak değer belirlenirken elde edilen değer mevcut var olan

piyasa şartlarından etkilendiği gibi mikro düzeyde de firma şartlarından etkilenmektedir. Sonuç olarak piyasaya ya da firmaya özgü yeni bir bilgi ortaya çıktığında, yapmış olduğumuz değerlendirme ne kadar etkin olsa da, bu yeni bilgilerin değerlemeye katılmadan ve değerlendirme yeniden gözden geçirilmeden, dikkate alınması doğru olmayacaktır. Bu noktada yapılacak her değerlendirme hangi yöntemle olursa olsun zaman kavramıyla sınırlı olup mikro ve makro ölçekte meydana gelebilecek tüm yenilik ve gelişmelere paralel olarak güncellenmelidir.

Titizlikle yapılan bir değer çalışmasının, kesin bir değer ve tahmin içerdiğini söylemek büyük bir yanılğı olur. Değerleme sürecinde yapılan tahminler geleceğe ilişkin varsayımlara dayandığından, gelecekte ortaya çıkabilecek önemli gelişmelerden etkilenecektir. Değerlemenin sonunda kesin ve net bir değer beklemek, nakit akımlarının ve indirgemedede kullanılan değerlendirme oranlarının hatasız tahmin edilememesi sebebiyle, her zaman mümkün olamamaktadır.

Kantitatif modeller değerlemenin etkinliğini artırmakla birlikte, niceleyici modeller daha çok veri gerektirdiğinden, sağlıklı verilerin sağlanamaması durumunda hataların ortaya çıkması kaçınılmazdır. Değerleme sürecinde üç önemli nokta bulunmaktadır: (Ercan vd. 2006: 4).

- Finansal varlıklar değerlendirilirken gerektiği kadar verinin kullanılmaması:
- Değerlemede detaylı modellerden yararlanmanın hata payını arttırabilme olasılığı:
- İnsan faktörünün değerlendirme sürecini etkileyebilmesidir.

Değerleme sürecinde en sık yapılan yanılğılardan birisi, sonuca odaklanılarak süreç içerisinde elde edilecek bilgilerin bazıları üzerinde yapılması gereken analizlerin göz ardı edilmesidir. Mutlak surette sonuç bir anlam taşısa bile sonuca ulaşırken geçirdiğimiz değerlendirme modeli içerisindeki analizler ve cevap vermeye çalıştığımız sorular göz ardı edilmemelidir. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde görebileceğimiz gibi her değerlendirme yönteminin sürecinin farklı

olması, ortaya çıkan sonuç üzerinde süreçlerin ne kadar etkin olduğunu göstermektedir.

1.3. Değerlemenin Kullanım Alanları

Değerlemenin çok geniş bir kullanım alanı bulunmaktadır. Önceleri sadece firma değerinin mevcut piyasa şartlarında değerini belirlemekten ibaret iken artık değerlendirme her şirketin, yatırımcının, borç verenlerin en önemli analizlerinden biri durumuna gelmiştir. Konunun daha derin anlaşılabilmesi için değerlemenin belli başlı kullanım alanlarına değinmekte fayda vardır.

1.3.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme

Değerlemenin portföy yönetimindeki işlevi yatırımcının bakış açısına göre değişmektedir. Pasif oyuncu olarak bulunan bir yatırımcı için portföy yönetiminde değerlendirme işlevi çok küçüktür. Piyasa koşullarında etkin olan bir aktif yatırımcı için ise değerlendirme çok büyük bir öneme sahiptir. Firma değerlendirme yöntemleri kullanılarak elde edilen firma değeri piyasada oluşan değerle karşılaştırılmakta ve düşük değerlendirilmiş hisse senetleri portföye dahil edilmektedir. Gerçekçi varsayımlar altında tespit edilmiş bir firma değeri, hisse senetlerinin aşırı ya da düşük değerlendirildiğinin göstergesi olmaktadır. (Damodaran, 2002: 8).

1.3.2. Finansal Yönetim ve Değerleme

Finansal yönetimin temel politikaları olan, finansman, yatırım ve temettü dağıtım politikalarının temelinde var olan olgu; “firmanın bugünkü değerini ortakları açısından maksimum kılmak” olduğuna göre, bu politikaların da firma amacı doğrultusunda uygulanması gerekir. Etkin bir finansal yönetimin performans göstergesi, firma değerliliğinin tüm bu temel politikalar çerçevesinde etkinliğini ortaya çıkarmak olmalıdır.

1.3.3. Birleşme, Satın Alma ve Değerleme

Küresel ekonomi ve bilgi ekonomisinin etkilerinin giderek hissedilmeye başlanması ile birleşmelerde ve satın almalarda önemli artışlar görülmektedir. Firmalar, bu süreçte büyüme, sinerji yaratma, yatırım maliyetlerini düşürme, daha büyük borçlanma kapasitesi yaratma, riski dağıtma, vergi avantajlarından yararlanma, maliyet tasarrufu sağlama ve büyüklüğün sağladığı avantajlardan yararlanmak amacıyla hareket etmektedirler. Bu süreçte satın alınacak veya birleşmeye konu olacak firmaların kendi dinamikleri ve çevre koşullarındaki değerlendirmelerinin tespit edilmesi ve süreç içerisinde piyasa değeri ile karşılaştırılması önem arz eder. Bu nedenle birleşecek ya da satın alınacak firmaların değerinin tespit edilmesi, bu süreçte alınacak kararlarda önemli rol oynar.

1.3.4. Özelleştirme, Halka Açılma ve Değerleme

Liberalleşme süreciyle beraber 80'li yıllardan sonra devletin dünyanın her bölgesinde ekonomideki payını azaltması, özelleştirmelerin yoğunluk kazanmasına yol açmıştır.

Özelleştirme işlemlerinde en temel konu özelleştirilecek olan kurumun değerinin taraflarca doğru belirlenmesidir. Alıcı ve satıcı tarafından bakıldığında başarılı ve spekülasyonlardan uzak bir özelleştirme süreci ancak doğru tespit edilmiş bir değer ile mümkündür.

Firmanın gerçek değerinin belirlenmesi halka açılmada en önemli konudur. Halka açılma sürecinde firma sahipleri hisse senetlerini olabildiğince yüksek fiyattan satmak isterken yatırımcılarda en düşük fiyattan talep emektirler. Birbiriyle ters ilişki halinde olan bu durum, piyasa arz-talep dengesine bağlı olarak fiyatı oluştururken firmanın piyasa değerliliğinin doğru tespit edilerek fiyatın en uygun noktada alıcı ve satıcı arasında oluşmasını da sağlamaktadır.

1.3.5. Kredibilite Analizi ve Değerleme

Kreditör kuruluşlar firmaların ihtiyacı olan fonları firmalara sunan piyasa aktörleridir. Firmalar belirli dönemlerde, özellikle yatırım dönemlerinde ihtiyaç duydukları krediyi kreditör kuruluşlardan talep ederler. Bu süreçte firmaların borç veren kuruluşlarda yer alan kredi değerliliğinin kredi verenlerce titizlikle hesaplanmış olması gerekmektedir. Firma değerliliğinin farklı yöntemlerce hesaplanarak verilecek kredinin miktarının doğru tespit edilmesi yapılacak değerlilik analizine bağlıdır. Doğru girdiler kullanılarak hesaplanacak firma değerliliği kredinin doğru kanallarda kullanılmasına olanak vererek kaynakların etkin kullanılmasına da imkân tanıyacaktır.

1.3.6. Marka Değeri, Franchising ve Değerleme

Firma değerliliği noktasında sadece maddi varlıkların yanında firmanın maddi olmayan değerlerinin de değerlilik hesaplamalarına katılmaları modern finansın tartıştığı en önemli konudur. Bu süreçte marka kavramı da firmanın yatırımları içerisinde maddi olmayan bir değer olmasına rağmen önemli bir varlık kalemi yaratırken firma değerliliğinin hesaplanmasında etkin rol oynamaktadır.

Marka değerinin günümüzde ön plana çıkması, firma değeri içerisinde markanın yarattığı değerinde hesaplanmasını mecburi kılmıştır. Özellikle birleşme ve devralmalarda, belirlenen değer önemli bir kısmının firmanın marka değerinden kaynaklanması firma değerlemesinde bu kavramın değerlendirme sürecine dahil olmasını sağlamıştır.

1.3.6. Tasfiye ve Değerleme

Firmalar belirli dönemlerde faaliyetlerine belirli şartlar nedeniyle son vermek zorunda olabilirler. Tasfiye süreci olarak adlandırdığımız bu dönemde firmanın değerinin doğru tespit edilmesi ve değerlendirme olarak normal zamana göre farklı metotları içermesi kaçınılmazdır. Tasfiye döneminde firmanın bütün varlıklarının nakdi

değeri tahmin edilmekte ve borçları ödendikten sonra kalan tutar hesaplanmaktadır.

Bu bağlamda, firmanın varlıklarının likit değerinin doğru bir şekilde tespit edilerek firma değerliliğinin hesaplanması tarafların tasfiye sonrası haklarının doğru belirlenmesi ve korunması açısından önemlidir.

2. Ortak Değer Sürücüleri: Sermaye Maliyeti

Firma değerinin hesaplanmasında tüm değerlendirme yöntemleri içerisinde ortak değer sürücüsü olan sermaye kavramı önemli bir araçtır. Firmalar uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını öz sermaye ve uzun vadeli borçlarla sağladıklarından, bu kaynakların hesaplanabilir bir maliyeti vardır. Sermaye maliyeti öz sermaye ve uzun vadeli borçların kendi toplamları içerisindeki ağırlıkları dikkate alınarak hesaplanır. Sermayenin de diğer üretim faktörleri gibi bir maliyeti bulunmaktadır. Sermaye maliyeti üzerine söylenebilecek en önemli kural, firma değerini maksimize etmek için sermayenin maliyetini minimumda tutmak olmalıdır. Bu nedenle firma değerlendirme sürecinde sermaye maliyeti ile yatırımcılar ve analistler yakından ilgilenmektedir.

En önemli değer sürücüsü olan sermaye maliyetinin, firma değerlendirme sürecinde doğru hesaplanması gerekmektedir. Hesaplanacak sermaye maliyeti, değerlendirme yöntemleri içerisinde göreceğimiz firmaya serbest nakit akımları yöntemi ile yapılan değerlemede, iskonto oranı olarak kullanılmaktadır. Bu noktada sermaye maliyeti, içeriği olan borç maliyeti ve öz sermaye maliyeti kavramları üzerinde durmamız bir sonraki bölümde firma değerlendirme yöntemlerinin anlaşılmasını kolaylaştıracaktır.

2.1. Borçlanma Maliyeti

Sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan borcun maliyetini en basit tanımıyla faiz oluşturmaktadır. Genel anlamda borcun maliyeti, firmanın sahip olduğu uzun vadeli borçların maliyeti olup, yatırımlarını finanse ettiği kaynağı temsil etmektedir. Uzun vadeli borcun en önemli yatırım kalemi, uzun vadede

gerçekleştirilecek yatırımlardır. Bu nedenle ilerleyen bölümlerde firma değerlendirme yöntemleri içerisinde sıklıkla karşılaşılabileceğimiz ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kavramı, sadece uzun vadeli borçları kapsamaktadır. Temel finansman prensibi gereği, kısa vadeli borçların finansmanında uzun vadeli borçların kullanılmaması nedeniyle, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kısa vadeli borçları kapsamamaktadır.

2.2. Öz Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin diğer önemli unsuru olan öz sermaye maliyetinin hesaplanması daha subjektif unsurlar içermektedir. Öz sermaye maliyeti firmaların borsada işlem görüp görmemesine bağlı olarak farklı modeller ile hesaplanmaktadır. Halka açık ve hisse senetleri borsada işlem gören firmalarda hissedarın getirisi, sermaye kazancı ve temettü getirisinden oluşmaktadır. Hissedarın beklediği bu getiri aynı zamanda öz sermaye maliyetini de oluşturmaktadır. Bu oran, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin bulunmasında öz sermaye maliyeti olarak hesaplamalara dâhil edilmektedir. Bu durum halka açık olmayan firmalarda, aynı sektörde faaliyet gösteren benzer özelliklere sahip halka açık firmaların öz sermaye maliyetleri kullanılarak yapılmaktadır.

2.2.1. Öz Sermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli İle Hesaplanması

Literatürde öz sermaye maliyetinin hesaplanmasına ilişkin yaklaşımların temeli Myron J. Gordon' un çalışmalarında ulaştığı kar payı modelidir. Bu model firma değerlendirme yöntemlerinde sıklıkla karşı karşıya geldiğimiz öz sermaye kavramının hesaplanmasında, en temel yöntemlerin başında gelmektedir.

Model hisse senedi fiyatını, gelecekte elde edilecek kar paylarının bugünkü değere indirgenerek elde edilecek değer olarak ifade etmektedir. (Gordon, 1959: 101)

Buradaki temel vurgu, kar paylarının sonsuza kadar eşit tutarlarda gerçekleşeceğidir.

Ödenecek kar payları:

$D_1, D_2, D_3, \dots, D_\infty$ olarak ifade edilir ve bunlarında birbirine eşit olduğu kabul edilecek olur ise, hisse senedinin bugünkü fiyatı (P_0) olmaktadır;

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (1)$$

Burada;

D_1, D_2, D_∞ = Ödenecek kar paylarını

k_e =Hissedarların beklediği getiri oranı, bir başka ifade ile firma için öz sermaye maliyetini ifade etmektedir.

Firmanın kar paylarında artış olmaması ve hisse başına karın ödenen kar payına eşit olması durumunda, büyüme sıfır olacaktır. Bu durumda P_∞ 'un bugünkü değerinin sıfır olacağı kabul edildiğinde hisse senedinin bugünkü fiyatını, aşağıdaki ifade gösterecektir:

$$P_0 = \frac{D}{k_e} \quad (2)$$

Firmanın gelecekte sürekli olarak büyüyeceği ve kar paylarının her yıl sürekli olarak sabit (g) oranında artacağı kabul edildiğinde; hisse senedinin bugünkü fiyatı aşağıdaki denklem ile ifade edilebilir:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (3)$$

Hisse senedinin sonsuzdaki fiyatının bugünkü değerinin sıfır olduğu kabul edildiğinde;

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (4)$$

Hisse senedinin bugünkü fiyatı

$$P_0 = \frac{D_1}{(k_e - g)} \text{ Veya } P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k_e - g)} \text{ olup, buradan}$$

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (5) \text{ sonucuna ulaşılmaktadır.}$$

Yukarıdaki formülde yer alan D_1 ilk ödenecek temettü tutarını, D_0 ise, ödenmiş son kar payı tutarını ifade etmektedir. Bu formülde önemli olan bir nokta da, iskonto oranı k_e nin, büyüme oranı (g) den büyük olması gerektiğidir. Büyüme oranının tahmininde, firmanın geçmiş yıllardaki finansal verilerinden, içinde bulunduğu sektör ortalamalarından ve sektörün öncü göstergelerinden, geleceğe yönelik ekonomik, politik ve konjonktürel beklentilerden yararlanılmaktadır.

2.2.2. Öz Sermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ile Hesaplanması

William Sharpe, John Linter ve Jack Treynor tarafından geliştirilen sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelinin bize özetlediği: temelde, risksiz getiri oranı, pazarın risk primi ve hisse senedinin beta katsayısı² kullanılarak öz sermayenin maliyeti hesaplanmaktadır. Hisse senedinin fiyatının, öz sermaye maliyetinin

² Beta Katsayısı: İki hisse senedi arasında veya bir hisse senedi ile endeks arasında oluşan sapma sayısıdır. Bu çalışma içerisinde kullanılacak olan beta katsayısı hisse senedi ile endeks arasında oluşan sapma sayısı olarak kullanılacaktır. Beta katsayısının 1 olması, bir hisse senedi ile endeks arasında tam bir paralellik var anlamındadır. Bu sayının 1'in üzerinde olması ise hisse senedi ile endeks arasında gerçekleşen hareketlenmenin aynı yönde fakat daha sert bir şekilde gerçekleştiğini göstermektedir. Bu sayının -1 olması ise hisse senedi ile endeks arasında ters bir hareketlenmenin olduğunu gösterir.

ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin belirlenmesinde kullanılan kolay uygulanabilir bir modeldir.

Modelin genel ifadesi;

$$k_e = k_{rf} + \beta(k_m - k_{rf}) \quad (6) \text{ olup,}$$

k_e = Öz sermaye maliyetini (yatırımdan beklenen getiriyi)

k_{rf} = Risksiz faiz oranını

k_m = Pazarın beklenen getirisini

$(k_m - k_{rf})$ = Pazar risk primini

β = Hisse senedinin beta katsayısını (sistemik riskini) ifade etmektedir.

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, kolay uygulanabilir bir yöntem olması nedeniyle kabul görmekte ve özellikle kar payı ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda tercih edilmektedir.

Firmanın hisse senetlerinin borsada işlem görmesi durumunda, beta katsayısını hesaplayabilmek kolaydır. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmaların beta katsayılarını belirlenmesinde kullanılan yöntem ise, borsada işlem gören ve aynı sektördeki benzer firmaların beta katsayılarının kullanılmasıdır.

2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Firma değerlemesi sürecinde karşı karşıya kaldığımız sermaye kavramı, sabit bir varlıktan meydana gelmemektedir. Farklı kaynaklardan sağlanan sermaye unsurlarının ayrı ayrı maliyetlerini tespit edip, ortalama bir maliyet ile hareket etmek daha doğru sonucu içerecektir. Çalışmanın ilerleyen bölümlerinde firma değerlendirme yöntemleri içerisinde sıklıkla karşı karşıya geleceğimiz ağırlıklı ortalama maliyetin hesaplanması önemlidir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın herhangi bir tarihteki bilançosunun pasifinde yer alan uzun vadeli borçlarının ve öz

sermayenin, piyasa değerlerine göre ağırlandırılarak hesaplanmasıdır. Bu hesaplama üç aşamada gerçekleşmektedir. Birinci aşamada, sermayeyi oluşturan her bir unsurun toplam sermaye içindeki payı; ikinci aşamada, her bir sermaye unsurunun maliyeti hesaplanmaktadır. Üçüncü ve son aşamada ise, sermaye unsurlarının toplam sermaye içerisindeki ağırlıkları ile sermaye maliyetleri çarpılmaktadır. Bulunan bu değerlerin toplamı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturur.

Model aşağıdaki şekilde oluşmaktadır:

$$k_{WACC} = [W_d \times k_d \times (1 - T)] + [W_e \times k_e] \quad (7)$$

k_{WACC} = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

W_d = Uzun Vadeli Borçların Ağırlığı

W_e = Öz Sermayenin Ağırlığı

k_d = Uzun Vadeli Borçların Vergi Öncesi Faiz Oranı

k_e = Öz Sermayenin Maliyeti

T = Firmanın Yükümlü Olduğu Marjinal Kurumlar Vergisi Oranı

3. Firma Değerleme Yöntemleri

3.1. Firma Değerinin İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemiyle Tespiti

“Nakit akımı işletme varlıklarının yaratacakları vergiden sonraki kar ile amortismanları toplamını ifade etmektedir.” (Alkan & Demirelli 2007).

Nakit akımı, başka bir ifade ile bir işletmede ve ya bir projede ortaya çıkan nakit giriş ve çıkışlarını ifade etmektedir. İşletmenin bünyesinde yer alan nakit giriş ve çıkışları işletmenin damarlarındaki kan gibidir. Bir işletmenin varlığını sürdürebilmesi nakit akım dengesini koruyabilmesine bağlıdır. (Met, 2005).

Nakit akım dengesini koruyabilen işletmeler, herhangi bir anda ortaya çıkabilecek mali yükümlülükleri karşılayabilen ve işletmenin devamlılığını sağlayan işletmelerdir. Nakit akım yönetimi, işletmelerin önemle üzerinde durdukları ve strateji geliştirdikleri alandır. Nakit akımının amacı, işletmelerin finansman yapısının firmanın nakit durumu üzerindeki etkisini değerlendirmektir.

Temel olarak bu yöntemde göre, firmanın sahip olduğu varlıklar nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır.

“İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının, değerlemenin yapıldığı tarih itibari ile belirlenmiş olan iskonto oranı kullanılarak bugünkü değere indirgeyen yöntem olarak tanımlanmaktadır. Bu yöntemde göre firma değeri; firmanın sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, kurumsal yönetime bakış açısı, geleceğe yönelik planları, marka değeri ve sahip olduğu entelektüel sermayesi gibi çok sayıda değer yaratan unsurun dikkate alınıp gelecekte firmanın yaratması beklenen nakit akımlarının tahmin edilerek bugünkü değerinin hesaplanması ile bulunmaktadır.” (Ercan vd. 2006: 27).

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde, firma değeri başlıca iki farklı yöntemde göre belirlenmektedir. Bu yöntemler “firmaya serbest nakit akım” yöntemi ile “öz sermayeye serbest nakit akım” yönteminden oluşmaktadır. Firmaya serbest nakit akımları kavramı ile firmanın temel kaynak sağlayıcıları olan hissedarlara ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları ifade edilmekte, öz sermayeye serbest nakit akımları yaklaşımında ise, sadece öz sermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları ifade edilmektedir.

Firmaya serbest nakit akımları yaklaşımında, nakit akımların bugünkü değeri hesaplanırken kullanılan iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti iken, öz sermayeye serbest nakit akımları yaklaşımında kullanılan iskonto oranı öz sermayenin maliyet oranıdır. Bu temel farkın önemli nedeni, bu iki yöntemde nakit akımlarının sağladığı fayda sahiplerinin, farklı olmasıdır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, firma değerleme yöntemleri içinde, nakit yaratma potansiyeline ve firmanın gelecek dönemlerdeki performansına yoğunlaşması nedeniyle diğer değerleme yöntemlerine göre önemli avantaja sahiptir. Ayrıca yatırım ve finanslama politikasının firma değeri üzerindeki etkilerini yansıtması indirgenmiş nakit akımları yönteminin önemli diğer avantajıdır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde diğer yöntemlere göre daha çok veriye ve bilgiye ihtiyaç duyulmaktadır. Bütün bu bilgilerin eksiksiz olarak toplanması ve değerlendirilmesi, uzun bir süreci beraberinde getirmektedir. Yöntem, diğer yöntemlere göre daha uzun bir zamanı kapsamaktadır. Yöntemin geleceğe yönelik olarak nakit akımlarının tahmini üzerine temellenmesi ve geleceğe yönelik çok sayıda belirsizliğin firma değerini etkileyebiliyor olması, yöntemin önemli dezavantajlarındandır.

İndirgenmiş nakit akım yöntemi içerisinde, firmaya serbest nakit akımları yönteminin uygulanacağı firmaların ortak özellikleri: “Modelde kullanılan büyüme oranı ekonomideki nominal büyüme oranına göre makul olmalıdır. Sermaye harcamaları ile amortisman arasındaki ilişki sabit büyüme varsayımı ile tutarlı olmalıdır. Firmanın serbest nakit akımının temettülerden önemli ölçüde farklı olması gerekir. Ayrıca firmanın kaldırıcının istikrarsız ve zaman boyunca değişme olasılığı yüksek ise, ilgili sermaye maliyeti bu olası değişikliklere göre düzeltilmelidir.” (Tevfik, 2006: 28).

Firmaya serbest nakit akım modeli daha çok halka açık üretim yapan firmaların değerlemesinde kullanılan bir modeldir. İlgili model halka açık olmayan firmalar için kullanılmak istendiğinde firmanın halka açık benzerinin verilerinden yararlanarak karşılaştırmalı bir yöntem ile model uygulanmaya çalışılır.

Öz sermayeye serbest nakit akımları modelinin uygulanacağı firmaların ortak özellikleri: Sabit bir büyüme oranına, yüksek ve öz sermayeye serbest nakit akımına yakın temettü ödeyen ve sabit bir kaldıraca sahip olan firmalardır. Öz sermayeye serbest nakit akımları

yöntemi daha çok finans ve sigorta şirketlerinin değerlemesinde kullanılan bir modeldir.

3.2. Firma Değerinin Oran Yöntemi ile Tespiti

Temeli aynı özelliklere sahip karşılaştırılabilir firmalara ait verileri kullanmaya dayanan göreceli değerlendirme yöntemi, genellikle halka açık olmayan firmaların değerlendirilmesinde kullanılan bir yöntemdir. Piyasa yaklaşımı olarak da bilinen göreceli değerlendirme yöntemi bankacılık sektöründe de sıklıkla kullanılmaktadır. (Tevfik, 2006: 219).

Temel olarak göreceli değerlendirme yöntemi ile firma değerinin hesaplanması üç aşamada gerçekleştirilen bir süreçtir: Birinci aşamada değerlendirilmede kullanılacak uygun oranlar belirlendikten sonra, ikinci aşama olan karşılaştırılabilir firmaların seçiminin yapılmasıdır ve son aşamada karşılaştırmalar yapılarak firmanın düşük ya da yüksek değerlendirildiği sonucuna varılmaktadır.

Göreceli değerlendirilmede kullanılan oranları; temelde kazanç oranları, piyasa değeri/ defter değeri oranları, satış oranları ve piyasa oranları olmak üzere dört ana başlık altında toplamak mümkündür. Kazanç oranları içerisinde yer alan Fiyat/Kazanç oranı göreceli değerlendirilmede analistler tarafından en çok kullanılan oranların başında gelmektedir.

Göreceli değerlendirme yönteminin diğer değerlendirme yöntemlerine göre sunduğu önemli avantajlar bulunmaktadır. Öncelikle bu yöntemin, anlaşılması kolay bir yöntem olması hem yatırımcılar hem de analistler tarafından tercih edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Benzer ürünler üreten, aynı coğrafik bölgede faaliyet gösteren ve nispeten benzer risk düzeyine veya finansal özelliklere sahip firmaların fiyatlandırma politikaları da benzer olmaktadır.

Bu yöntem içerisinde gerçek verilerin kullanılması, yöntemin tercih edilmesinde rol oynamaktadır. Bu yöntemde değer tahminleri hisse senetlerinin gerçek fiyatları ya da işlem fiyatları üzerinden

yapılmakta olup, varsayımlar ya da belirsizliği yüksek tahminler kullanılmamaktadır.

Göreceli değerlendirme yönteminin uygulaması diğer yöntemlere göre daha kolaydır. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımında matematiksel bir modelin kurulması gerekirken, piyasa yaklaşımında değer, nispeten daha basit bir biçimde hesaplanan finansal oranlar kullanılarak tespit edilmeye çalışılmaktadır. Oranlar ve karşılaştırılabilir firmalar temel alınarak yapılan göreceli değerlendirme, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile karşılaştırıldığında, daha az varsayım dayalı olması nedeniyle, uygulanması ve anlaşılması daha kolay bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır.

Göreceli değerlendirme yöntemi yukarıda bahsedilen avantajları içermiş olsa da önemli dezavantajlara da sahip durumdadır. En önemli dezavantaj karşılaştırılabilir firmaların tespit edilmesinde sıkıntıların yaşanabilmesidir. Göreceli değerlendirme yönteminin temelini oluşturan bu konu çok önemlidir. Karşılaştırılabilir firmaların bulunamaması bu yöntemin kullanılmasına olanak vermemektedir. Bazı firmaların dokularının birbirinden farklılıklar içermesi benzerlerinin piyasada bulunabilmesini zorlaştırmaktadır.

Göreceli değerlendirme yönteminde önemli olan varsayımların bazıları açık değildir. Değerleme sürecinde kullanılan oranların hesaplanmasındaki en önemli varsayım, firmanın satışlarının ya da getirilerinin büyüme oranına yönelik olarak yapılan varsayımdır. Büyüme oranlarının dönemler itibari ile tahmin edildiği indirgenmiş nakit akımları yönteminin aksine, göreceli değerlendirme yaklaşımında firmanın büyüme oranına yönelik olarak açık bir yaklaşım bulunmamaktadır. Buna bağlı olarak, firmanın büyüme oranı, karşılaştırılabilir firmaların büyüme oranlarının bir fonksiyonu olmaktadır. Ayrıca risk ve marjlar gibi diğer önemli varsayımlar da açık bir biçimde ifade edilmemektedir.

Göreceli değerlemede, değer tahmin edilmesinde tutarsız saptamalar yapılabilmektedir. Yaklaşım itibariyle sınırlı varsayımın kullanılmasının bir sonucu olarak, şeffaflık konusunda problemler yaşanmakta ve değerlendirme manipülasyonlara açık olmaktadır. Bu

durum göreceli değerlemenin kolay uygulanabilirliğinin yanında tutarsız saptamalar yapılmasına imkân vermesinden dolayı önemli bir dezavantajı beraberinde getirmektedir.

3.3. Firma Değerinin Ekonomik Katma Değer Yöntemiyle Tespiti (EVA)

Faaliyetleri sonucu firmaların değer yaratabilmeleri var olmalarının temel koşuludur. Bu doğrultuda firmaların bir bütün ya da birimlerinin ortaya çıkardıkları değer ölçümlenmesinde önemli rol oynayan ekonomik katma değer yöntemi, hem finansal performansın ölçümünde hemde değere dayalı yönetim anlayışında önemli bir araç konumundadır.

EVA, firmanın faaliyetlerinde kullandığı kaynakların maliyetleri ile firmanın ya da firmanın birimlerinin yarattığı değeri hissedarlar ve tasarruf sahiplerine görünebilir bir biçime getirmektedir. Bu özelliği ile EVA, yıl sonunda tasarruf sahiplerine ve hissedarlara ödenecek temettü oranını, yaratılan katma değere bağlı olarak ödeyecek firmalar için önem taşımaktadır. (Öztürk, 2004).

EVA, firmanın borç ve öz sermaye maliyetini dikkate alarak, firma tarafından yaratılan ekonomik değeri parasal olarak ifade etmektedir. En basit şekliyle vergi sonrası net faaliyet karından, sermaye maliyetinin çıkartılması ile hesaplanmaktadır.

EVA, firmada yeterli performans göstermeyen birimlerin de tespit edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Etkin olarak kullanıldığında EVA, yöneticiler ile hissedarların çıkarlarını aynı paydada buluşturabilmektedir. Basit bir mantık üzerine kurulu olan EVA, uygulanacak projenin veya firmanın sahip olduğu etkinliğin hesaplanmasında dönem sonunda ortaya çıkan katma değer pozitif olmasına dayanmaktadır.

EVA'da meydana gelen artış, genellikle firmanın değerini arttırmasına karşın, büyüme ve riske bağlı olarak, hisse senedinin fiyatını arttırabileceği gibi azaltabilmektedir de. Hisse senetlerinin değeri, varlıkların etkin kullanımı kadar, varlıkların hangi sektörde

kullanıldığına, genel ekonomik yapıya, kurumsal stratejilere ve hisse senedi piyasalarının genel trendine de bağlı olduğundan, EVA gibi ölçütleri her zaman hisse senedinin piyasa değerindeki değişimlerle ilişkilendirmek doğru sonuçlar vermeyebilir. (Öztürk, 2004).

SONUÇ

Firma değerinin ortaya koyulması ve gerçek değer ile piyasa değerinin karşılaştırılması, ölçüt olarak hangi değer baz alınması modern finansın en tartışmalı konusu olmuştur. Firma değerinin tespit edilmesine yönelik olarak tarihsel süreç içerisinde ortaya çıkan yaklaşımlardan bazıları işletmenin mevcut durumundan hareket ederken, bazıları işletmenin gelecekteki kazanma gücünü firma değerinin belirlenmesini esas almaktadır. İşletmenin mevcut durumundan hareket eden yaklaşımlar kolay hesaplanabilme gibi önemli avantaja sahipken, geleceğe yönelik olarak tahminleri göz ardı etmesi ve beklentilerin değerlendirme dışında tutulması yöntem üzerinde tartışmaları gündeme getirmiştir.

Firmanın gelecekteki kazanma gücünü dikkate alan firma değerlendirme yöntemleri daha sağlıklı bir değerlendirme imkânı verirken, uygulanmasında birçok güçlüğü de beraberinde getirmektedir. Firmanın içinde bulunduğu endüstri ve genel ekonomi ile ilgili pek çok faktör firmanın kazanma gücü üzerinde etkili olmaktadır. Geleceğin belirsizliğinden dolayı, bu faktörlerin firmanın başarısı üzerindeki etkisi tam olarak ortaya koyulamamaktadır.

Firma değerlemesinde kullanılan yöntemlerin özellikle hisse senetleri piyasasında işlem gören firmalar üzerine odaklanmış olması önemli bir soruyu gündeme getirmektedir: Hisse senedi piyasasında işlem görmeyen firmalar için nasıl bir değerlendirme ve hangi değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekir? Değeri belirlenmeye çalışılacak olan ve hisse senetleri piyasasında işlem görmemiş firmanın değerlemesinde izlenilecek yol; hisse senedi değeri belirlenmeye çalışılan firmayla benzer özelliklerde olan ve hisse senetleri sermaye piyasasında işlem

gören firmaların verilerinden faydalanarak uygun değerlendirme yöntemi seçilerek değerlendirilmeyi hesaplamak olmalıdır.

Değerleme yöntemlerinin uygulama süreçleri ve kullandıkları girdilerin farklı olmasına rağmen ortak olarak kullandıkları önemli girdi, sermaye maliyeti ve öz sermaye maliyeti kavramlarıdır. Sermayenin maliyetini doğru hesaplamak ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini tespit etmek değerlendirme yöntemlerinin hepsinde ortak bir süreçtir. Firma değerinin en önemli göstergesi olan sermaye ve sermayenin sahip olduğu güç, değerlendirme sürecinde maliyetinin düşük olması tüm değerlendirme yöntemlerinde firma değerinin artmasına sebep olmaktadır.

Değerleme sürecinde, süreci olumsuz etkileyebilecek olan belirli önyargıların ortaya çıktığı yapılan çalışmalarda gözlemlenmiştir. Özellikle değerlemenin sonuç olarak ele alınmaması yapılacak analizlerin doğruluğunu arttıracaktır. Her değerlendirme sonucundan çok geçirdiği süreç ve bu süreç içerisinde kullanabileceği parametreler ile değer ifade etmektedir. Yapılan değerlendirme çalışmaları, içinde buldukları zamanın koşulları ile değerlendirilmeli, farklı zamanlarda ve parametrelerde farklı sonuçların ortaya çıkabileceği her zaman düşünülmelidir.

KAYNAKÇA

Alkan, İ. ve Demireli, E. (2007). "Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama." *Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, cilt: 9, sayı: 2, 27-39.

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons Inc.

Ercan, M. Öztürk, M. Küçük Kaplan, İ. Başcı, E. & Demirgüneş, K. (2006), *Firma Değerlemesi ve Banka Uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayınları.

Erich A. H. (2001). *Financial Analysis, Tools and Techniques, A Guide For Managers*, New York: Mc Graw Hill.

Gordon, J. M. (1959), Dividends, Earnings, And Stock Prices, *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 55-63.

Met, Ö. (2005). "Nakit Akımları Oranları ile Finansal Analiz ve Konaklama İşletmeleri Açısından Değerlendirilmesi." *Muhasebe ve Denetim Bakış*. Cilt: 4, Sayı:14, 42.

Öztürk, M. B. (2004). "Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem -Ekonomik Katma Değer-." *Niğde Üniversitesi İİBF dergisi*. Cilt: 18 sayı: 3-4, 351-365.

Sullivan, P. H. (2000). *Value-driven Intellectual Capital*. New York: John Wiley & Sons Press.

Taner, B. & Akkaya, C. (2003). "İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama." *Ege Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 1-2.

Tevfik, A. (2005). *Hisse Senedi Değerlemesi*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.