

## İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması

**Dr. Hakan BİLİR**

Rekabet Kurumu  
Baş Uzman  
hbilir@rekabet.gov.tr

**Dr. İhsan KULALI**

Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu  
Kurul Üyesi  
ikulali@btk.gov.tr

### Özet

Bir varlığı (firmayı) değerlemenin çok çeşitli yöntemleri bulunmaktadır. Varlığın değerinin belirlenmesi sürecinde finansal analistler tarafından sıklıkla kullanılan temel analiz yöntemleri bulunmaktadır. İndirgenmiş nakit akışları ve göreceli değerlendirme en yaygın olarak kullanılan yöntemlerdendir. İndirgenmiş nakit akışı yönteminin amacı, varlığın değerinin, varlığın nakit akışı, büyüme oranı ve riskliliği dikkate alınarak belirlenmesi iken, göreceli değerlendirme yönteminin amacı ise, varlığın değerinin, piyasadaki benzer (emsal) varlıkların nasıl fiyatlandığı temelinde ortaya konulmasıdır. Çalışmada, söz konusu yöntemlerin, hangi durumlarda finansal analistlerin uygun olan yöntemi seçebileceğinin ortaya konulabilmesi için, karşılaştırılmasına yer verilmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** İndirgenmiş nakit akışları, göreceli değerlendirme, çarpanlar

**JEL Sınıflaması:** G32

## Comparison of Discounted Cash Flow and Relative Valuation Methods

### Abstract

There are numerous ways to value a company. In determining value, there are several basic analytical tools that are commonly used by financial analysts. The two most common valuation methodologies include (1) Discounted Cash Flows, and (2) Relative Valuation (Valuation Based on Multiples). In discounted cash flow valuation, the objective is to find the value of assets, given their cash flow, growth and risk characteristics. In relative valuation, the objective is to value assets, based upon how similar assets are currently priced in the market. In this article, we are trying to compare two methods to clarify in which circumstances, financial analysts can use the most appropriate one.

**Key words:** Discounted cash flow, relative valuation, multiples

**JEL Classification:** G32

## GİRİŞ

Değer kavramı, gelecekteki net karlılığı temsil eden, zamana göre indirgenmiş nakit akımlarının büyüklüğünü ifade etmektedir. Değerleme (*valuation*) fikri, varlığın gerçek değerini yansıtan fiyatın belirlenebilmesini amaçlamaktadır. Geleneksel olarak varlık değerlendirme ile ilgili olarak “piyasa, maliyet ve gelir” yaklaşımları mevcuttur. Piyasa yaklaşımı, pazardaki karşılaştırılabilir varlıkların fiyatının araştırılarak piyasanın pazar fiyatında dengeye ulaşacağını varsaymaktadır. Maliyet yaklaşımı varlığın gelecek karlılığını dikkate alarak yeniden üretilebilmesi veya yenilenmesi için gereken maliyetlerin araştırılmasını dikkate almaktadır. Gelir yaklaşımı ise varlığın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının karlılığının şimdiki değerine indirgenmesi ile elde edilmektedir (Mun, 2002: 55 – 56).

Bütün değerlendirme yöntemleri varlıkların değerini olabildiğince doğru bir şekilde tahmin etmeyi amaçlamaktadır. Bununla birlikte piyasaların etkin olmaması, varlıklarında doğru fiyatlanamamasına yol açmaktadır. Etkin piyasa hipotezine (*efficient market hypothesis*) göre, varlıklar hakkında yeni bilgilerin elde edilmesiyle piyasalar kendilerini düzeltebilme kabiliyetine kavuşmaktadır. Bu yüzden, her ne kadar piyasadaki dalgalanmalar (*volatility*) doğru tahmin yapabilmeyi güçleştirmiş olsa da, varlık hakkında yeni bilgilerin kullanılması ile büyüme oranı ya da kar marjı açısından beklenen nakit akışları ortaya konulabilecektir. Etkin piyasalarda, piyasa fiyatları varlığın değerinin tahmininin temelini oluştururken, değerlendirme yöntemleri söz konusu değeri doğrulamayı amaçlamaktadır (Pomoni, 2010: 1).

Bir şirketin (varlığın) değerlemesine yönelik çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Bununla birlikte söz konusu yöntemler nihai olmaktan ziyade, değer bulunmasına yönelik başlangıç noktasını oluşturmaktadır (Jindal, 2011: 74). Bu çalışmada en çok kabul gören; “indirgenmiş nakit akımları (*discounted cash flow*)” ve “göreceli değerlendirme (*relative valuation*)” yöntemlerinin karşılaştırılmasına yer verilecektir. İNA ve göreceli değerlendirme, varlıkların değerlendirilmesi esnasında kullanılan en temel yöntemlerin başında gelmekle birlikte, her iki yönteminde çeşitli avantaj ve dezavantajlarının bulunması, analistlerin ve yatırımcıların varlıkların değerlemesini hangi yöntemle yerine getirmeleri gerektiği konusunda karar verirken zorlanmalarına neden olmaktadır. Bu Çalışma'nın amacı, hangi yöntemin daha üstün olduğuna yönelik yaklaşımları ele almaktan ziyade, yöntemlerin çeşitli açılardan karşılaştırılmasının yapılarak, hangi hallerde hangi yöntemin kullanılması gerektiğine yönelik ulaşılan sonuçların ortaya konulmasıdır. Bu çerçevede ilk bölümde indirgenmiş nakit akışları (İNA) ve ikinci bölümde göreceli değerlendirme genel özellikleri itibarı ile ele alınacaktır. Metnin üçüncü bölümünde ise yöntemlerin avantaj ve dezavantajlarına yer verilerek karşılaştırma yapılacaktır. Bu bölüm aynı zamanda hangi somut durumların varlığı altında hangi yöntemin kullanılmasının daha iyi sonuçlar verebileceğine dönük değerlendirmelerden oluşmaktadır.

## 1. İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemi

İNA yöntem(ler)i Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konulmuştur. Bu yöntemde göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri gelecek dönemlere ait nakit akımları tahmin edilerek tespit edilmeye çalışılmaktadır. Yöntemde, paranın zaman değeri nedeniyle, gelecek yıllara ait nakit akışları bugünkü değere indirgenerek, net bugünkü değer hesaplanmaktadır (Safarov, 2009: 14). Nakit akışlarının modern anlamda değerlendirilmesi, zaman ve risk ölçütleri dikkate alınarak yapılmaktadır. Gelecek nakit akımları bakımından herhangi bir riskin söz konusu olmadığı durumlarda, nakit akımlarının erken gerçekleşmesi rasyonel yatırımcılar tarafından, söz konusu paranın yeniden değerlendirilebilmesi ve faiz geliri elde edilebilmesi için tercih edilecektir. Nakit akımlarının ileri bir tarihe ertelenmesi, paranın zaman değeri anlamına gelen yatırımcının önceden belirli olan faizi ve fırsat maliyetini (*opportunity cost*) elde etmesi karşılığında mümkündür. Fırsat maliyetinin dikkate alınabilmesi, gelecek nakit akımlarının, yatırımcının en iyi elde edilebilir fırsattan kazanacağı geri dönüşe eşit orandan şimdiki zamana indirgenmesi ile gerçekleşebilecektir (Guj, 2006: 103).

İNA yöntemi iki temel prensibe dayanmaktadır (Pomoni, 2010: 2):

- Her varlık, nakit akışı, büyüme ve riskin bilinmesi ile elde edilen bir gerçek değere (*intrinsic value*) sahiptir.
- Piyasa etkin olmasa ve varlıklar mükemmel şekilde fiyatlanmasa dahi, varlık hakkında yeni bilgilerin elde edilmesi ile bu durum düzeltilebilmektedir.

İNA yöntemleri varlığın değerinin, varlığın beklenen nakit akışlarının şimdiki değerine eşit olduğu varsayımı üzerine kuruludur. Bu yöntemde varlığın yaşamı boyunca elde edeceği beklenen nakit akışları üstlenilen riskin maliyetinden şimdiki zamana indirgenmektedir. Bu çerçevede İNA yönteminin girdilerini; nakit akışı, iskonto oranı (*discount rate*) ve büyüme oranı oluşturmaktadır. Yöntem hem varlıkların hem de firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır (Pomoni, 2010: 2). Net bugünkü değer (NBD) en çok kullanılan İNA yöntemi olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu değer, hissedarların aynı sistematik riske sahip benzer menkullere yapacağı yatırımın beklenen nakit akımlarından oluşmaktadır<sup>1</sup> (Broyles, 2003: 83).

---

$$^1 \text{NBD} = \sum \text{Gelirlerin Bugünkü Değeri} - \text{Yatırımın Bugünkü Değeri} \quad (1)$$

$$\text{NBD} = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + AOSM)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{\text{YATIRIMMALİYETİ}}{(1 + r_f)^t} \quad (2)$$

NBD, nakit girişlerinin bugünkü değeri ile nakit çıkışlarının bugünkü değeri arasındaki farktır. Yöntemde nakit girişleri, sermayenin fırsat maliyeti olan ağırlık ortalama sermaye maliyeti (AOSM) oranından, nakit çıkışları ise risksiz faiz oranından indirgenmektedir. Formülde yer verilen FCF; nakit akışlarını,  $r_f$ ; risksiz faiz oranını ve t ise zamanı ifade etmektedir.

İNA yöntemini anlamak için firma sermayesinin fırsat maliyetinin anlaşılabilmesi temel bir gerekliliktir. Firmalar yatırımlarının finansmanını, “kreditörler ve hissedarlar” olmak üzere iki gruptan sağlamaktadır. Firmalar söz konusu gruplardan borçlarını ve öz sermayelerini (*equity capital*) temin etmektedir. Her iki grup da, katlandıkları risk ölçüsünde, bir takım getiri oranı beklemektedir. Borç verenler sabit ödemelerin yanı sıra söz konusu ödemeler gerçekleşmez ise firmanın tasfiyesini veya iflasını talep edebilmektedirler. Diğer taraftan hissedarlar ise, firmanın diğer bütün ödemelerinin yapılmasından sonra kalan nakit akımlarını almaktadırlar. Sonuç olarak, borcun daha az riskli olması nedeniyle, borç verenlere ödenen faizler, sermayenin gerekli getiri oranından (*required rate of return*) daha düşüktür. Nakit akımlarının AOSM’den iskonto edilmesi bu durumun bir ifadesidir (Copeland vd, 2003: 36 -37).

Sermaye maliyeti, yatırımcının fonlarının kullanılmasını temin eden getiriye ifade etmektedir. Söz konusu fonlar borçlanma yoluyla elde edilmiş iseler, fon maliyeti kreditoörlere ödenen faizlerden, sermayedarlardan elde edilmiş iseler, fon maliyeti hisse fiyatları ve kar payı ödemelerini de içine alacak şekilde hissedar beklentilerden meydana gelmektedir. İşletmelerin sermaye maliyeti, borçlanma, tercihli hisse senedi, normal hisse senedi gibi uzun dönemli fon kaynaklarının maliyetine eşittir. Her bir ilgili kaynağın maliyeti ise varlığın işletme yatırımına olan riskini yansıtmaktadır. Örneğin borçlanmanın maliyeti tercihli hisse senedinden, o da normal senetten daha düşük olabilmektedir. Bu durumda tercihli hisse senedi sahibinin beklentilerinin kreditoörlere daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür. İşletmelerin sermaye maliyetinin hesaplanmasında üç adım bulunmaktadır. İlk adım hesaplamalarda kullanılacak her bir fon kaynağının tespit edilmesidir. İkinci adım her bir kaynağın maliyetinin hesaplanmasıdır. Borçlanma ve tercihli hisse senedi gibi kaynakların maliyetinin hesaplanması nispeten daha kolayken, öz kaynakların maliyetinin tahmin edilmesi oldukça zordur. Bunun için çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Son adım ise, her bir maliyetin hedef sermaye yapısı içindeki oranına göre ağırlıklandırılarak toplanmasıdır<sup>2</sup> (Fabozzi ve Drake, 2009: 397 – 398).

İNA yönteminde, firma (varlık) değeri başlıca iki farklı yöntemle göre belirlenmektedir. Bu yöntemler “firmaya serbest nakit akım (*cash flow to firm*)” yöntemi ile “öz sermayeye serbest nakit akım (*cash flow to equity*)” 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

---

<sup>2</sup> AOSM (WACC) =  $w_d k_d (1 - t) + w_{ce} k_{ce} + w_{ps} k_{ps}$  (3)  
WACC (*weighted average cost of capital*) olarak da bilinen AOSM yöntemine ilişkin formül aşağıdaki gibidir. Formülde yer alan ilk ifade borçlanma maliyeti ve toplam içindeki oranı ile borçlanmanın vergi avantajını yansıtan vergi oranını, ikinci ifade öz kaynak maliyetini son ifade ise tercihli hisse senedi maliyetini göstermektedir.

sağlanması beklenen nakit akımları ifade edilmektedir. Firmaya serbest nakit akımları yaklaşımında, nakit akımların bugünkü değeri hesaplanırken kullanılan iskonto oranı AOSM iken, öz sermayeye serbest nakit akımları yaklaşımında kullanılan iskonto oranı öz sermayenin maliyetidir. Bu temel farkın nedeni, bu iki yöntemde nakit akımlarının sağladığı fayda sahiplerinin farklı olmasıdır (Aydın, 2012: 103). Bu çerçevede özkaynağın değerlemesinde iskonto oranı olarak özkaynak (*equity*) maliyeti ve öz kaynağa nakit akışı ve özkaynak karlılığındaki büyüme kullanılırken, firma değerlemesinde iskonto oranı olarak sermaye maliyeti (*cost of capital*), firmaya serbest nakit akışı ve faaliyet gelirindeki büyüme kullanılmaktadır. Her iki yöntemde de büyüme beklenen nakit akışlarının hesaplanmasında kullanılmaktadır. İskonto oranının reel ve nominal olarak belirlenmesi mümkündür<sup>3</sup> (Pomoni, 2010: 2).

Öz kaynağa nakit akımlarının öz kaynak maliyeti ile iskonto edilmesi ile net bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Firmaya nakit akımları borç öncesi olduğu için, borç verenlere ait anapara ve faiz ödemelerinin düşülmesine gerek yoktur. Halbuki öz kaynağa nakit akımı yönteminde borç verenlere ait bu ödemelerin nakit akımlarından indirilmesi gerekmektedir (Bal, 2011: 22-23).

İNA yöntemi içerisinde, firmaya serbest nakit akımları yönteminin uygulanacağı firmaların ortak özellikleri şunlardır: 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. 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 (Aydın, 2012: 104).

---

<sup>3</sup> Nominal değerler tarihsel verileri ifade ederken enflasyonu içinde barındırmaktadır. Reel değerler ise enflasyonun etkisinden arındırılmıştır. Hesaplamaların reel veya nominal değerler üzerinden gerçekleştirilmesinin çeşitli avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Örneğin reel değerler ile yapılan hesaplamalarda planlama yapmak bakımından daha anlamlı sonuçlara ulaşılmaktadır. Nominal değerler ile yapılan hesaplamalarda ise finansal tablolardan alınan veriler ile çalışmak daha kolaydır. Bununla birlikte proje değerlendirme bakımından, reel ya da nominal değerler ile hesaplama yapılması, indirgenmiş nakit akımları ile bir projenin yapıp yapılmayacağı bakımından aynı sonuca ulaşmaktadır (Guj, 2006: 101).

**Tablo.1. FNA ve ONA yöntemlerinin karşılaştırılması**

FNA=FVÖK*(1-T) +A-ISD-SH		ONA= NK+T-ISD-SH+ (YB –BGO)	
FNA	Firmaya nakit akımı	ONA	Öz kaynak nakit akımı
FVÖK	Faiz ve vergi öncesi kar	NK	Net Kar
T	Vergi	A	Amortisman
A	Amortisman	ISD	İşletme sermayesindeki değişim
ISD	İşletme sermayesindeki değişim	SH	Sermaye harcamaları
SH	Sermaye harcamaları	YB	Yeni Borçlanmalar
		BGO	Borç Anapara Geri Ödemeleri
NBD <sub>FNA</sub>	$= \frac{FNA_0}{(1+k_a)^0} + \dots + \frac{FNA_n}{(1+k_a)^n}$	NBD <sub>ONA</sub>	$= \frac{ONA_0}{(1+k_e)^0} + \dots + \frac{ONAn}{(1+k_e)^n}$
NBD <sub>fna</sub>	FNA yöntemine göre NBD	NBD <sub>ona</sub>	ONA yöntemine göre NBD
FNA <sub>t</sub>	t döneminde elde edilen FNA	ONAt	t döneminde elde edilen ONA
k <sub>a</sub>	Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	k <sub>e</sub>	Özkaynak maliyeti

**Kaynak:** Bal (2009: 223-225)

## 2.Göreceli Değerleme Yöntemi

Göreceli değerlendirme, benzer (emsal) firmaların karşılaştırılmasına dayanan bir analiz yöntemidir. Bu yöntemde hedef firma, genellikle dahil olduğu sektördeki emsal firmalar ile çeşitli çarpanlar (*multiples*) veya finansal oranlar yardımı ile değerlemeye tabi tutulmaktadır. Bir başka deyişle, ilgili yöntem ile firmanın benzer firmalar ile karşılaştırılması yapılarak, piyasada değerinden düşük (*under valued*) veya yüksek (*over valued*) değerlendirilmediği analiz edilmektedir (Jindal, 2011: 74). Göreceli değerlemede değeri tespit edilmek istenen hisse senedinin (firmanın) değeri; kazançlar, nakit akımları, defter değeri ya da satışlar gibi değişkenlere bağlı olarak, karşılaştırılabilir hisse senetlerinin değerleri dikkate alınarak belirlenmektedir. Genellikle halka açık olmayan firmaların değerinin tespitinde, göreceli değerlendirme yöntemi kullanılmaktadır (Kelecioğlu, 2011: 4).

Göreceli değerlendirme, varlığın değerinin piyasa değerine eşit olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bu yöntemde varlığın değerinin tahmini ve çeşitli

farklılıkların kontrolü, benzer ve/veya karşılaştırılabilir varlıkların fiyatları kullanılarak yapılmaktadır. Yöntem iki temel prensip üzerinde şekillenmektedir (Pomoni, 2010: 2):

- Varlığın gerçek değeri (*intrinsic value*) herhangi bir değerlendirme yöntemi ile tahmin edilemez. Varlığın değeri her zaman, varlığa ait özellikler nedeniyle, piyasanın varlığa ödemeye istekli olduğu değere eşittir.
- Piyasa etkin olmasa ve varlıklar mükemmel şekilde fiyatlanmasa bile, varlıkların karşılaştırılabilir olması nedeniyle fiyatlamada yapılan hataların tespit edilebilmesi ve düzeltilbilmesi mümkündür.

Göreceli değerlemede genellikle üç aşama bulunmaktadır. Öncelikle karşılaştırma yapılacak firmalar belirlenmekte, devamında karşılaştırma yapılacak standart oranlar saptanmakta ve son olarak hedef firmanın oranları ile sektör ortalamaları karşılaştırmaya tabi tutularak varlığın düşük ya da yüksek değerlendirilip değerlendirilmediği belirlenmektedir.

Bu durumda karşılaştırmaya dayanan bir analiz yapılabilmesi için öncelikle, değerlemeye tabi tutulacak hedef firmaya benzer firmaların saptanması gerekmektedir (Jindal, 2011: 74). Aynı sektörde yer alan firmaların dahi, risk, büyüme potansiyeli ve nakit akışları açısından farklı olduğu dikkate alındığında benzer firmaların bulunması oldukça zordur. Bu açıdan, çok sayıda firmanın karşılaştırılması esnasında söz konusu farklılıkların nasıl kontrol edileceği temel soruyu oluşturmaktadır (Damodaran, 2001: 1).

Göreceli değerlemin ilk adımı, karşılaştırma yapılabilecek emsal firmaların tespit edilmesidir. Karşılaştırmaların genellikle aynı sektör içinden yapıldığı görülmekle birlikte alt sektörde yer alan firmalar da zaman zaman kullanılmaktadır<sup>4</sup>. Bir diğer önemli faktör, farklı ekonomik çevre etkisini ortadan kaldırmak amacıyla, mümkün olduğu ölçüde karşılaştırılacak firmaların aynı bölge ya da coğrafi alanı paylaşıyor olmasıdır. Karşılaştırılabilir firmanın tespit edilebilmesi için hedef şirketin iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Bu açıdan firmanın internet sitesi, yıllık faaliyet raporları, araştırma raporları, yatırımcı sunumları firmanın anlaşılabilmesine yardımcı olmaktadır. Bu açıdan hedef şirketin; “içinde yer aldığı sektör, ürettiği mal ve hizmetler, içerisinde yer aldığı ekonomik/coğrafi çevre ve firmanın büyüklüğü” doğru bir biçimde ortaya konulmalıdır (Jindal, 2011: 75).

---

<sup>4</sup> Karşılaştırılabilir firma, hedef firmaya, nakit akışı, büyüme potansiyeli ve risk açısından benzeyen firmalardır. Bu tanımda, hedef firmanın içerisinde yer aldığı sektör ya da endüstri kavramları yer almamaktadır. Bu anlamda, eğer nakit akışı, potansiyel büyüme ve risk açısından benzer iseler, telekomünikasyon firmasının yazılım firması ile karşılaştırılabilmesi mümkündür. Bununla birlikte, çoğu analizde, analistler karşılaştırma için aynı iş kolunda yer alan firmaları seçmektedirler. Endüstride yeterli firmanın yer aldığı durumlar, firma büyüklüğü gibi kriterler kullanılarak yapılacak sınırlandırmalar ile buna izin vermektedir. Buradaki üstü kapalı varsayım, aynı sektörde yer alan firmaların benzer risk, büyüme ve nakit akışı profiline sahip olmasıdır. Ancak bu yaklaşımın uygulanması, az sayıda firmanın yer aldığı sektörler bakımından oldukça zordur (Damodaran, 2001: 15).

Göreceli değerlemenin ikinci bileşeni, göreceli olarak varlığın değerinin saptanabilmesi için “kazanç, defter değeri ve satışlar” temelinde çarpanlara dönüştürülen standart fiyatların bulunmasıdır (Damodaran, 2001: 1). Göreceli değerlemede, cari (*absolute*) piyasa fiyatlarının karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle, fiyatların standardize edilmesine ihtiyaç duyulmakta ve bu yüzden fiyat çarpanları yaratılmaktadır<sup>5</sup> (Pomoni, 2010: 2). Standardize edilen fiyatlar ise kazanç, defter değerine gelire veya sektörel göstergelere göre belirlenmektedir (Damodaran, 2001: 23).

Değerleme çarpanları, kısaca, değer ile ilgili olduğu varsayılan göreceli anahtar istatistiklerin piyasa değeri ifadesidir. Değerleme çarpanları, firma değerlemesinin en hızlı yoludur. “İşletme değeri<sup>6</sup> çarpanları” ve “öz kaynak çarpanları” olmak üzere iki temel çarpan bulunmaktadır. Öz kaynak çarpanları kaldıraçtan (*leverage*) etkilenirken, işletme değeri çarpanları, farklı firmaları sermaye yapısından bağımsız olarak karşılaştırması nedeniyle daha iyi sonuçlar vermektedir. Örneğin, yüksek derecede borçlu firmanın fiyat/kazanç oranı, sermayenin beklenen getirisinin daha yüksek olması nedeniyle genellikle daha yüksek olmaktadır. Buna ek olarak, işletme değeri çarpanları, muhasebe teknikleri ile ilgili farklılıklardan da daha az etkilenmektedir (Jindal, 2011: 77).

---

<sup>5</sup> Bir firmanın hisse fiyatı; hem öz kaynağın değerinin hem de hisse sayısının bir fonksiyonudur. Örneğini hissenin bölünmesi (*stock split*), hisse sayısını iki katına çıkartırken hisse fiyatını yarıya düşürmektedir. Bu durumda farklı firmaların hisse fiyatlarının karşılaştırılabilir olmadığı görülmektedir. Piyasadaki benzer firmaların değerlerinin karşılaştırılabilmesi için değerlerin standardize edilmesine ihtiyaç bulunmaktadır (Damodaran, 2001: 3).

<sup>6</sup> İşletme değeri (*enterprise value*), herhangi bir zamanda firmanın gerçek ekonomik değerinin ölçülmesini, bir başka deyişle, firmanın bir başkası tarafından devir alınması durumundaki gerçek maliyetini ifade etmektedir. Bu durumda işletme değerini basitçe; borç verenler ve hissedarlar gibi tüm finansman kaynaklarının piyasa değeri olarak tanımlamak mümkündür. Bu anlamda kavram, firmanın tamamının satın alınabilmesi için ihtiyaç duyulan miktarı işaret etmektedir (Jindal, 2011: 74).



**Tablo 2. Çarpanların sınıflandırılması**

İşletme değeri çarpanları	Öz kaynak çarpanları
İşletme değeri / FAVÖK <sup>7</sup>	Fiyat / kazanç
İşletme değeri / Net satışlar <sup>8</sup>	Fiyat /büyüme
İşletme değeri / Önemli faaliyet verileri <sup>9</sup>	Fiyat / defter değeri

**Kaynak:** Jindal (2011: 77)

Göreceli değerlemede kullanılan oranların; “kazanç (*earning*), defter (*book*) değeri, yenileme (*replacement*) değeri, gelir (*revenue*) ve sektörel” çarpan başlıkları altında standardize edilebileceği görülmektedir (Damodaran, 2001: 3-5):

1. **Kazanç Çarpanları:** Herhangi bir varlığın değerini bulmanın temel sezgisel yollarından bir tanesi, varlığın ne kadar kazandırmış olduğudur. Genellikle hisselerin satın alınması anında, ödenecek fiyat karşılığında hisse başına kazancın ne kadar getireceğine bakılmaktadır. Söz konusu fiyat/kazanç oranı; cari (*trailing*) fiyat/kazanç oranı olabileceği gibi, gelecek yıl için beklenen (*forward*) oran da olabilmektedir.
2. **Defter Değeri (Yenileme Değeri) Çarpanları:** Bir varlığın piyasa değeri ile muhasebe verileri çerçevesinde elde edilen değerleri

<sup>7</sup> İşletme değeri/FAVÖK çarpanı, kullanım için sıklıkla tercih edilen bir çarpan olarak öne çıkmaktadır. FAVÖK faaliyet nakit akışlarını gösterirken, işletme değeri/FAVÖK çarpanı, alıcının firmaya ödeyeceği bedelin, firmanın nakit akışlarına olan yakınlığını göstermektedir. Çarpanın, fiyat/kazanç çarpanına üstünlüğü, sermaye yapısından etkilenmemesinden kaynaklanmaktadır. İşletme değeri/ FAVÖK çarpanı, amortismanın yatırım harcamalarının bir oranı olması nedeniyle, firmanın sermaye yoğunluğundan etkilenmektedir. Diğer her şey eşitken, sermaye yoğun bir firmanın işletme değeri/FAVÖK çarpanı küçük olacaktır. FAVÖK analistler için, faiz giderini kapsamadığı için sermaye yapısından etkilenmeyen en önemli karlılık göstergelerinin başında gelmektedir. Kavram ayrıca, farklı firmaların farklı amortismanlardan kaynaklanabilecek sakıncaları da bertaraf etmektedir. Bununla birlikte kavram aynı zamanda içerisinde çeşitli dezavantajları da barındırmaktadır (Jindal, 2011: 78).

<sup>8</sup> İşletme değeri/net satışlar çarpanı, yatırımcılara, satışların kaç kez tekrarlanması ile firmanın satın alınabileceği hakkında bilgi vermektedir. Oranın düşük olması, firmanın olduğundan daha az değerlendirilmiş olduğunu göstermesi nedeniyle çekicidir. Bununla birlikte oran, firmanın gelecek satış beklentilerinin de çekici olmadığı konusunda sinyal verebilmektedir. Diğer taraftan, yüksek bir işletme değeri/net satışlar çarpanı, gelecek satışların çekici olabileceği öngörüsü nedeniyle, her zaman kötü olarak yorumlanmamalıdır. İşletme değeri/net satışlar çarpanı özellikle faaliyet zararı (FAVÖK) veya net zarara sahip firmalar bakımından büyük önem taşımaktadır. Örneğin, ilgili çarpan, henüz karlı olmayan ancak büyüyen satışlara sahip genç firmalar için uygundur. İşletme değeri/net satışlar çarpanı, borçları dikkate almayan borsa değerine nazaran daha doğru sonuçlar vermektedir. Çarpan, firmanın büyüklüğü konusunda bilgi vermekle birlikte, karlılığın ne olduğunu cevaplamamaktadır. Örneğin aynı satış hacmine sahip firmalardan bir tanesi, %15 FVÖK diğeri ise %30 FVÖK marjına sahip olabilir (Jindal, 2011: 78).

<sup>9</sup> Önemli faaliyet verileri sektörden sektöre değişiklik göstermektedir. Örneğin telekomünikasyon sektörü açısından abone sayıları önemli iken, perakende sektörü açısından mağaza sayısı önem kazanmaktadır.

arasında çeşitli farklılıklar bulunmaktadır. Muhasebe temelli defter değeri, varlığın elde edildiği andaki orijinal fiyat ve amortisman gibi çeşitli muhasebe kuralları çerçevesinde belirlenmektedir. Yatırımcılar genellikle, hisse için ödenen fiyat ile varlığın defter değeri arasındaki ilişkiye bakarak, hissenin az ve çok değerlendirildiği konusunda çıkarımda bulunmaktadır. Fiyat/defter değeri oranı, büyüme gibi faktörler nedeniyle, sektörlere göre değişiklik göstermektedir. Söz konusu oran değerlemede, öz kaynak yerine tüm varlıkları kullanmaktadır. Defter değerinin varlığın gerçek değerinin yansıtmadığını düşünenler, alternatif olarak yenileme değerini kullanmaktadır.

3. Gelir Çarpanları: Kazanç ve defter değeri çarpanları temel olarak muhasebe kurallarını esas almaktadır. Alternatif yaklaşım ise, muhasebe kurallarından daha az etkilenen, varlığı yarattığı gelire göre değerlemektir. Öz kaynak yatırımcısı için, bu oran, hisse başına piyasa değerinin, hisse başına gelire bölünmesi ile elde edilen fiyat/net satışlar oranı iken, firma için bu oran; firmanın toplam değerinin dikkate alındığı firma değeri/net satışlara dönüşmektedir. Söz konusu oran, benzer şekilde kar marjının bir fonksiyonu olması nedeniyle sektörlere göre değişmektedir. Gelir çarpanlarının kullanılmasının avantajı; farklı muhasebe yöntemlerini kullanılan firmaların karşılaştırılabilmesine olanak sağlamasıdır.
4. Sektörel Çarpanlar: Kazanç, defter değeri ve gelir özelinde belirlenen çarpanlar tüm sektörler için kullanılabilirken, bazı çarpanlar ise sadece bazı sektörler için uygundur. Örneğin 1990'lı yılların sonlarında ortaya çıkan internet şirketleri, negatif kazanç ve önemsenmeyecek gelir ve defter değerine sahiptiler. Bu durumda analistler söz konusu firmaları, internet sitelerinin tıklanma sayısı gibi çeşitli kriterler altında değerlemeye tabi tutmuşlardır. Bununla birlikte söz konusu çarpanlar açısından iki temel tehlike bulunmaktadır. Öncelikle, söz konusu çarpanlar sektörün bir bütün olarak az veya çok değerlemesine yol açabilmektedir. İkincisi ise, dikkate alınan çarpanların firmanın gelir elde etmesine yol açıp açmayacağı belirsizdir

Kazanç (karlılık), defter değeri, gelir ve sektörel olmak üzere standartlaştırılan çarpanlar içerisinde bazılarının daha yoğun bir biçimde kullanıldığı görülmektedir. Özellikle fiyat/kazanç oranı (P/E), fiyat/defter değeri oranı, fiyat/net satışlar oranı, işletme değeri/FVÖK, işletme değeri /FAVÖK, işletme değeri /kazanç, işletme değer /net satışlar bunlardan bazılarıdır. Hangi çarpanların kullanılması gerektiği analiz edilen endüstriye bağlı olarak değişmektedir (Pomoni, 2010: 3).

Göreceli değerlemenin son aşamasında, elde edilen değerler, firmanın değerlemesinin düşük ya da yüksek olup olmadığını anlamak bakımından karşılaştırmaya tabi tutulmaktadır (Jindal, 2011: 74). Değerleme ve

karşılaştırmada kullanılacak çarpanların seçimi, hedef firmanın içerisinde yer aldığı endüstrinin özelliklerine göre belirlenmelidir. Örneğin işletme değeri / FAVÖK – Capex çarpanı genellikle sermaye yoğun sektörlerde kullanılırken, hizmet (danışmanlık) sektörü için uygun değildir (Jindal, 2011: 77). Analistler genellikle, hedef şirketin çarpanlarını sektörün medyan çarpanları ile karşılaştırmaktadır. Genellikle değerlendirme süreci için gelecek bir yıllık çarpanlar kullanılırken, en düşük ve en yüksek çarpanlar referans (sınır) değerler olarak kullanılmaktadır. Örneğin hedef firmanın önümüzdeki yıl için FAVÖK'ünün 50.000 birim ve sektörün medyan işletme değeri/FAVÖK çarpanı 10 olarak kabul edilsin. Bu durumda firmanın değerinin, FAVÖK'ün 10 katı şeklinde 500.000 birim olarak hesaplanacaktır. Firmanın halka açık olması halinde, (ima edilen) hisse başına değer, işletme değerinden toplam borçların (nakit dahil) çıkarılması ve hisse adedine bölünmesi ile bulunması mümkündür. Firmanın toplam borçlarının 200.000 birim olması halinde, öz kaynaklar, işletme değerinden toplam borçların çıkarılması ile 300.000 birim olarak hesaplanacaktır. Hisse adedinin 10.000 olduğu kabul edilirse, hisse başına fiyat (değer) 300 olarak hesaplanmaktadır. Bu durumda, hisselerin piyasa fiyatının 300'ün altında olması halinde, şirketin daha az değerlendirildiği, çok olması halinde ise yüksek değerlendirildiği görülecektir (Jindal, 2011: 79).

### **3. İNA ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırması**

İNA değerlendirme yönteminin amacı, nakit akışları, büyüme ve risk özelliği dikkate alınarak varlığın değerinin bulunması iken, göreceli değerlemenin amacı ise, benzer varlıkların piyasadaki değerlerinin karşılaştırılması yolu ile varlığın değerinin bulunmasıdır (Damodaran, 2001: 1).

İNA yönteminin avantajı, firmanın kendi özelliklerinin dikkate alınarak değerlendirilmesidir. Bununla birlikte kullanılan verilerin manipülasyona açık olması yöntemin dezavantajını oluşturmaktadır (Pomoni, 2010: 2). İNA yöntemleri gelecek sonuçlarının sabit olduğunu varsaymaktadır. Gerçek hayatın taşıdığı riskler ve belirsizlikler geleneksel yöntemlerde dikkate alınmadığından, yöneticilerin yönetsel esnekliği mevcut değildir. Bununla birlikte yöntemlerin çeşitli avantajları da bulunmaktadır (Mun, 2002: 57):

- ✓ Tutarlı ve açık karar kriterlerine sahiptir
- ✓ Yatırımcıların risk tercihlerinden bağımsız aynı sonuçlara ulaşılmaktadır
- ✓ Ekonomik olarak rasyonel, makul düzeyde doğru sonuçlara ulaşılmaktadır
- ✓ Geleneksel muhasebe bileşenlerine duyarsız değildir
- ✓ Paranın zaman değeri ve risk dikkate alınmaktadır
- ✓ Basit, anlaşılır ve geniş ölçüde kabul görmektedir

**Tablo 3. İNA yöntemlerinin dezavantajları**

İNA Varsayımlar	Gerçek Durum
Karar şimdi verilir, gelecek nakit akımları sabit olarak kabul edilir	Gelecek sonuçları belirsizdir ve değişkenlik gösterir
Gelecek nakit akımlarının bilindiği varsayılır	Gelecek nakit akımları riskler içerir
Sermayenin fırsat maliyeti indirgeme oranı olarak kullanılır ve çeşitlendirilemeyen risk ile orantılıdır	İşletme riskinin çok çeşitli kaynağı vardır ve bir kısmı çeşitlendirilebilir
Bütün riskler indirgeme oranı üzerinden hesaplanır	Firma riski zaman içinde değişebilir
Sonucu etkileyen tüm faktörlerin nakit akımlarına yansıtıldığı varsayılır	Tüm faktörlerin dikkate alınması mümkün olmayabilir
Bilinmeyen ya da hesaplanamayan faktörlerin değeri sıfır olarak kabul edilir	Bilinmeyen birçok faktörün önemli faydaları bulunabilir

**Kaynak:** Mun (2002: 59)

İskonto oranı, İNA yöntemlerinin en duyarlı olduğu ve aynı zamanda doğru bir biçimde ölçülmesi en zor değişkendir. İskonto oranı potansiyel kötüye kullanımlara ve subjektif manipülasyona açıktır ve ayrıca hesaplamalarında kullanılan yöntemler bakımından da bazı soru işaretleri bulunmaktadır. İskonto oranı olarak tercih edilen AOSM oranı kendi içerisinde bazı problemleri de barındırmaktadır. AOSM içerisinde yer alan sermaye (öz kaynak) maliyetinin elde edilmesinde en sık kullanılan finansal varlıkların fiyatlama modeli<sup>10</sup> (CAPM) formülünde yer alan  $\beta$ <sup>11</sup> katsayısının hesaplanması oldukça zordur. İskonto oranının belirlenmesi sonrasında, indirgemede kullanılacak nakit akımlarının tespiti gereklidir. Nakit akımlarının tespit edilmesi ardından ilgili akımların kesikli veya sürekli bir biçimde mi indirgeneceği, vadenin yıl sonunda mı yıl ortasında mı başlayacağı

<sup>10</sup> Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM), risk ve getiri arasındaki ilişkilerin analiz edilmesinde kullanılmaktadır. CAPM'e göre; "tek bir menkul kıymetin göreceli riski, menkul kıymetin iyi çeşitlendirilmiş bir portföye yaptığı katkı" kadardır. Söz konusu menkul kıymet tek başına sahip olunması durumunda oldukça riskli olabileceken, söz konusu menkul kıymetin riskinin çoğu çeşitlendirme yolu ile elimine edilebilmektedir. Bu anlamda söz konusu menkul kıymetin (göreceli) riski, portföy riskine yaptığı katkı kadar olmaktadır (Brigham, 1995: 168).

<sup>11</sup> Beta katsayısı bir hisse senedinin getirisinin piyasa getirisi ile birlikte hareket etme derecesini gösteren katsayıdır. Bir başka ifade ile herhangi bir hisse senedinin getirisinin işlem görmekte olduğu borsadaki "ortalama bir hisse senedi" getirisine göre ne ölçüde ve hangi yönde dalgalandığı beta katsayısı hesaplanarak ölçümlenmektedir. Ortalama bir hisse senedi getirisi, borsa endeksi ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösteren bir hisse senedir. Ortalama bir hisse senedinin beta katsayısı 1'e eşittir. Beta katsayısı 1'den büyük olan bir hisse senedi beta katsayısı 1'den küçük bir hisse senedine göre piyasadaki genel değişimlerden daha çok etkilenmektedir. Bu çerçevede "beta katsayısı, çeşitlendirme yoluyla elimine edilemeyen sistematik riski ölçmektedir" (Sayılğan, 2008: 470).

konuları netliğe kavuşturulmalıdır. Daha uzun yıllar sonrasına ait nakit akımlarının daha riskli olması, iskonto oranının da sabit olmamasını gerektirmektedir. Nakit akımlarına dahil edilen varlığın sonsuz değerinin tespitinde kullanılan büyüme oranının sabit olarak kabul edilmesi de bir diğer problemi oluşturmaktadır (Mun, 2002: 62-63).

Göreceli değerlendirme, yatırım ve finans için önemli bir kavramdır. Yöntemin önemi, getiri, faiz oranı ve büyüme gibi kötüye kullanılabilir verilerin yer aldığı günlük yatırım kararlarından anlaşılmaktadır. Yöntemin diğerlerine göre en büyük avantajı, tarafsız karşılaştırma yapabilmesidir. Yöntem, kimilerince elde edilmesi mümkün olmayan gerçek değere olan ihtiyacı ortadan kaldırmaktadır (Cohen, 2000: 1).

Göreceli değerlemenin geniş bir biçimde kullanılmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Öncelikle, değerlemenin dayandığı çeşitli ve karşılaştırılabilir firmaların tespiti hem daha az varsayımı gerektirmekte hem de İNA yönteminden daha çabuk olarak yerine getirilebilmektedir (Damodaran, 2001: 2). İNA ile karşılaştırıldığında, göreceli değerlendirme yöntemi, örneğin firmanın büyüme oranının tahmini gibi çeşitli varsayımları gerektirmemesi nedeniyle daha basit bir yöntemdir (Jindal, 2011: 74). İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımında matematiksel bir modelin kurulması gerekirken, piyasa yaklaşımında değer, nispeten daha basit bir biçimde hesaplanan finansal oranlar kullanılarak tespit edilmeye çalışılmaktadır (Aydın, 2012: 106).

Anlaşılması kolay bir yöntem olması göreceli değerlemenin hem yatırımcılar hem de analistler tarafından tercih edilmesinde önemli rol oynamaktadır. Benzer ürünler üreten, aynı coğrafi 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 (Aydın, 2012: 105). Bu anlamda, göreceli değerlendirme yöntemi, gerçek (*intrinsic*) değer yerine göreceli değerleri ölçmesi nedeniyle, piyasanın mevcut durumunu daha yakından yansıtmaktadır. Örneğin, internet şirketleri hisse fiyatlarının yükseldiği bir durumda, göreceli değerlendirme, İNA yöntemine göre hisseleri daha yüksek değerlemesi nedeniyle, piyasa fiyatlarına daha yakın değerlere ulaşmaktadır (Damodaran, 2001: 2). Göreceli değerlemenin en büyük avantajı, pazar dalgalanmalarının dikkate alınması nedeniyle, herhangi bir zamanda yatırımcıların, hisselerin satılması ya da yatırım yapılmasının en iyi fayda sağlayacağını farkına varmasına yardımcı olmasıdır. Buna ek olarak, yöntem, varlıkların düşük ya da yüksek değerlendirildiğini göstermesi nedeniyle, portföy yöneticilerinin daha çeşitlendirilmiş portföyler oluşturmalarına olanak sağlamaktadır (Pomoni, 2010: 3).

Bununla birlikte yöntemin üstünlükleri aynı zamanda zayıflıklarını da beraberinde getirmektedir. İlk olarak risk, potansiyel büyüme ve nakit akışı

gibi temel değişkenlerin dikkate alınmaması, tutarsız değerlendirme tahminlerine neden olmaktadır (Damodaran, 2001: 2). 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 (Aydın, 2012: 106). İkinci olarak, değerlendirme sonucunun piyasa fiyatlarını daha çok yansıtması, piyasanın aşırı değerlendirildiği ya da çok düşük değerlendirildiği durumlarda, değerlemenin de bu durumdan etkilenmesine neden olmaktadır (Damodaran, 2001: 2). Yöntem kullanılarak yüksek değerlendirildiği belirlenen bir varlığın, piyasa ile karşılaştırıldığında düşük değerlendirilmiş olması mümkündür. Bu sonuç her ne kadar yöntem piyasanın etkin olmasa dahi, fiyatlamalardaki yanlışlığın kolaylıkla tespit edilebileceği ve düzeltililebileceği öngörüsünden kaynaklanmaktadır. Bu durum toplamda piyasa için geçerli olabilmekle birlikte tek tek varlıklar için uygulanabilir olmamaktadır. Yöntem, her ne kadar, İNA'dan daha az veriye ihtiyaç duymakla birlikte, değişkenlerdeki bir hata bütün modelin yanlış olmasına neden olabilmektedir (Pomoni, 2010: 3). Çarpan analizi, aynı sektörde yer alan firmaların yüksek ya da düşük değerlendirildiğini göstermek amacıyla oldukça yararlı olmakla birlikte, tüm sektörün yüksek değerlendirildiği durumlarda hatalı sonuçlara ulaşılması özellikle yeni gelişen piyasalar bakımından ortaya çıkmaktadır. Bu gibi durumlarda gerçek (*intrinsic*) değerini İNA yöntemleri ile elde edilmesi daha doğru olacaktır (Jindal, 2011: 79).

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 İNA 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 (Aydın, 2012: 106). Bu anlamda göreceli değerlemenin dayandığı varsayımların şeffaf olmaması, değerlemenin manipüle edilebilmesine neden olmaktadır (Damodaran, 2001: 2).

Yöntemin en önemli dezavantajlarından bir tanesi karşılaştırılabilir firmaların tespit edilmesinde yaşanan sıkıntılardır. Göreceli değerlendirme yönteminin temelini oluşturan bu konu oldukça önemlidir. Karşılaştırılabilir firmaların bulunamaması bu yöntemin kullanılmasına olanak vermemektedir. Bazı firmaların dokularının birbirinden farklılıklar içermesi benzerlerinin piyasada bulunabilmesini zorlaştırmaktadır (Aydın, 2012: 106). Çarpan kullanımı daha kolay ve sezgisel iken aynı zamanda yanlış kullanıma da daha açıktır. Bu çerçevede, çarpanların kullanımı için çeşitli testlerin yerine getirilmesi gerekmektedir (Damodaran, 2001: 1).

## SONUÇ

Değerleme sürecinin karmaşık ve önemli olması, zaman içerisinde farklı yöntemlerin tasarlanmasına neden olmuştur. Söz konusu yöntemlerde öne çıkan iki yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki olan İNA yaklaşımında, varlığın değeri gelecek dönemlerde yaratılacak, kar payı, faaliyet geliri, serbest nakit akışı benzeri nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilmektedir. Göreceli değerlemede ise, varlığın değeri, kazanç, defter değeri, satışlar gibi önemli değişkenlerin göreceli değeri üzerinden tahmin edilmektedir. Her iki genel yaklaşım ve bu yaklaşımları benimseyen yöntemlerin çeşitli ortak yanları bulunmaktadır. Öncelikle söz konusu yöntemlerin önemli bir bölümü, iskonto oranının da önemli belirleyicilerinden olan, yatırımcıların getiri beklentilerinden etkilenmektedir. İkinci olarak, tüm yöntemler, göreceli değerlendirme yönteminde kullanılan kar payı, kazanç, nakit akışı, satış gibi değişkenlerin büyüme oranı tahminlerinden etkilenmektedir. İNA yöntemi bakımından öne çıkan potansiyel problem elde edilen gerçek değer, hesaplamalarda kullanılan tahmini girdilerin mevcut konjoktüre göre nasıl belirlendiğine bağlı olarak, cari fiyatların üzerinde ya da aşağısında ortaya çıkmasıdır. Buna karşın göreceli değerlendirme, varlığın, toplam piyasa, alternatif sektörler veya aynı sektör içerisinde yer alan çeşitli firmalara göre, piyasa tarafından nasıl değerlendirildiğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda göreceli değerlendirme, piyasanın varlığa şu anda ne kadar değer biçtiği hakkında bilgi sağlarken, varlığın yalnızca şu anki değerine odaklanılması nedeniyle gelecek potansiyel hakkında rehberlik etmekten uzaktır. Bu çerçevede yöntem, sektör, büyüme, büyüklük ve risk gibi konular bakımından karşılaştırılabilir emsal firmaların mevcut olması ve piyasanın ve hedef şirketin içerisinde yer aldığı sektörün değerlendirme bakımından uç noktalarda bulunmadığı durumlarda uygundur.

Oranlar ve karşılaştırılabilir firmalar temel alınarak yapılan göreceli değerlendirme, indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile karşılaştırıldığında, daha az varsayıma dayalı olması nedeniyle, uygulanması ve anlaşılması daha kolay bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır (Aydın, 2012: 106). İNA ve göreceli değerlendirme yöntemleri genellikle aynı firma için farklı değer tahminlerinde bulunmaktadır. Hatta göreceli değerlendirme yönteminde, seçilen çarpan ve karşılaştırılabilir firmaya bağlı olarak tahmin edilen değerler değişebilmektedir. İki yöntem arasındaki farklılıklar, piyasa etkinliği ve/veya etkisizliğine yönelik farklı bakış açılarından kaynaklanmaktadır. İNA yönteminde, piyasada aksaklıklar olabileceği ancak piyasaların bu durumu zaman içerisinde düzeltebileceği varsayılmaktadır. Göreceli değerlendirme yönteminde ise, piyasanın bireysel hisseler hakkında yanılabilen ancak bu durumun sektör veya piyasa ortalamaları sayesinde düzeltebileceği varsayılmaktadır. Bir başka deyişle, örneğin diğer küçük yazılım firmaları ile karşılaştırılarak bir yazılım firması göreceli olarak değerlendirildiğinde, her ne kadar bireysel olarak firmaların fiyatlamalarında hatalar bulunsa dahi, piyasanın ortalamada söz konusu firmaların fiyatını düzelteceği varsayılmaktadır. Bu yüzden, bir hisse İNA yönteminde yüksek fakat göreceli

değerlemede düşük değerlendirilmiş ise bu durum göreceli değerlendirilmede kullanılan firmaların tamamının piyasa tarafından yüksek değerlendirilmesinden kaynaklanırken bu durumun tam tersi ancak bütün sektörün veya piyasanın düşük değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır (Damodaran, 2001: 22). Sonuç olarak daha iyi veya kötü değerlendirme yöntemi bulunmamaktadır. Her iki yöntemde kendi amaçlarına etkin bir şekilde hizmet etmektedir. Her iki yöntem arasındaki seçim, yatırım felsefesine, zaman ufku ve piyasaya ilişkin kişisel inanışlara bağlıdır (Pomoni, 2010: 3).

### KAYNAKÇA

- AYDIN Yavuz (2012), “Firma Değerleme Yöntemleri”, Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:1, Sayı:1, Mart.
- BAL Hasan (2009), “Sermaye Bütçelemesi Yatırım Kararlarında Özkaynağa Nakit Akımı Yönteminin Kullanılması ve Projeye Nakit Akımı Yöntemi İle Karşılaştırılması”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 11/1 (2009), 219-236.
- BAL Hasan (2011), “Özkaynağa Nakit Akımı ve Firmaya (Projeye) Nakit Akımı Yöntemlerinin Bir Projeye Yatırım Kararında Kabul ve Red Açısından Farklı Sonuç Vermelerini Etkileyen Faktörler”, İşletme Araştırmaları Dergisi 2/1 (2010) 21-42.
- BRIGHAM Eugene F. (1995), Fundamentals of Financial Management, Seventh Edition, The Dryden Press, USA.
- BROYLES Jack (2003), Financial Management and Real Options, John Wiley & Sons Ltd, England.
- COHEN Ruben D (2000), “An Objective Approach to Relative Valuation” SSB Citi Asset Management Group, Working Paper, UK.
- COPELAND Thomas E , WESTON Fred J ve SHASTRI Kuldeep (2003), Financial Theory and Corporate Policy, 4th International Edition, Pearson Publisher.
- DAMODARAN Aswath (2001), The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies, Chapter 8, FT Press.
- FABOZZI Frank J ve DRAKE Pamela P (2009), Capital Markets, Financial Management and Investment Management, John Wiley & Sons Inc, New Jersey.
- GUJ Pietro (2006), “Mineral Project Evaluation – An Introduction”, Philip Maxwell (der.), *Australian Mineral Economics* içinde, The Australian Institute Of Mining and Metallurgy, Victoria.



- JINDAL Tapan (2011), “Relative Valuation”, The Chartered Accountant, December. [http://220.227.161.86/25041cajournal\\_dec2011\\_17.pdf](http://220.227.161.86/25041cajournal_dec2011_17.pdf)
- KELECİOĞLU Aykut M (2011), “Yenilenebilir Enerji Yatırımları ile İştigal Eden Firmaların Devralma ve Birleşme ile İlgili Yaşadığı Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, [makelecioglu.com/sitebuilder/MAK/ye3.pdf](http://makelecioglu.com/sitebuilder/MAK/ye3.pdf)
- MUN Jonathan (2002), Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- POMONI Christina (2010), “Valuation Methods: Discounting Cash Flows vs. Relative Valuation”, <http://voices.yahoo.com/valuation-methods-discounting-cash-flows-vs-relative-6973876.html>
- SAFAROV Sabuhi (2009), “Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Reel Opsiyon Yöntemi ve Enerji Sektöründe Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Finansman Programı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- SAYILGAN Güven (2008), İşletme Finansmanı, Güncelleştirilmiş 3. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara.