

## Araştırma Makalesi / Research Article

# 2020-2021 Döneminde BİST’de İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Değer Tespitinde Piyasa Yaklaşımının Kullanılmasına Yönelik Bir Araştırma

Hasan YALÇIN<sup>1</sup>

**Makale Gönderim Tarihi:** 13 Temmuz 2022

**Makale Kabul Tarihi:** 14 Eylül 2022

### Öz

*Literatürde yer alan tartışmalar genellikle İndirgenmiş Nakit Akımları değerlemesine odaklanmış olsa da gerçekte şirketler yoğunlukla piyasa yaklaşımına göre değerlendirilmektedir. Pazarlama yaklaşımında şirket değerlemesi mevcut piyasa fiyatlarına dayanır. Bu çalışmada 2020 ve 2021 yılları arasında BİST’te halka arz edilen 61 adet şirketin fiyat tespit raporları şirket değer tespitinde kullanılan yöntemler açısından içerik analizine tabi tutulmuştur. Yapılan içerik analizinde piyasa yaklaşımı ile yapılan değerlemede Şirket Değeri / FAVÖK çarpanının en çok sık kullanılan oran olduğu tespit edilmiştir.*

**Anahtar Kelimeler:** Muhasebede Değerleme, Firma Değerlemesi Yaklaşımları, Göreceli Yaklaşımlar, Çarpanlar,

**JEL Sınıflaması:** G30, G32, M41, M42, M49

<sup>1</sup> Dr, Crowe HSY, hasan.yalcin@crowe.com.tr, ORCID:0000-0002-9108-6246

## **A Research on the Use of the Market Approach in Determining the Value of the First Publicly Offered Companies in the BIST in the 2020-2021 Period**

### **Abstract**

*Although the discussions in the literature generally focus on Discounted Cash Flows valuation, in reality companies are mostly valued according to the market approach. In the marketing approach, company valuation is based on current market prices. In this study, the price determination reports of 61 companies that were offered to the public on the BIST between 2020 and 2021 were subjected to content analysis in terms of the methods used in company valuation. In the content analysis, it has been determined that the FV/EBITDA multiplier is the most frequently used ratio in the valuation made with the market approach.*

**Keywords:** *Valuation in Accounting, Company Valuation Approaches, Market Value Approaches, Multiples*

**JEL Classification:** *G30, G32, M41, M42, M49*

### **1. Giriş**

Değerleme, bir varlığın değerini belirlemek anlamına gelir. Değerleme terimi şirket değerlemesi ile sınırlandırılırsa, bir şirketin varlıklarının, kaynaklarının ve aynı zamanda gelecekteki kazançlarının belirli bir tarihteki bugünkü değerinin parasal olarak belirlenmesi olarak tanımlanabilir. Bugün itibariyle şirketleri değerlemek için üç yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar Varlık Temelli Değerleme, Gelir Temelli Değerleme ve Göreceli Değerleme yaklaşımlarıdır.

Varlık temelli değerlendirme yaklaşımında bir şirketin değeri o şirketin varlıklarının değerleri tahmin edilerek elde edilir. Özellikle Asya bölgesinde şirket değerlendirme uygulamalarının en kolay yolu olarak kabul edilir ve yaygın olarak kullanılır (Monks & Lajoux, 2011). Yöntem genellikle şirketin taban değerini oluşturmaktadır. Gelir temelli değerlendirme yaklaşım da ise, şirketin gelir elde ettiği sürece bir değer ifade edeceğini kabul edilmektedir. Şirketin değeri şirketin ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değerine eşittir (Chambers, 2005). Başka bir ifade ile gelir yaklaşımına göre şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışlarının bugünkü değeri şirket değerinin belirleyicisidir (Brealey & Myers 2003). Üçüncü yaklaşım ise, göreceli değerlemedir. Piyasa yaklaşımı olarakta adlandırılan bu yöntem ikame teorisini kullanmakta ve değerlemesi yapılan şirketin yerine piyasadaki karşılaştırılabilir şirketler dikkate alınarak değer tespiti yapılmaktadır.

İlk defa halka arz edilecek şirketlerin fiyat tespitleri aracı kurumlar tarafından belirlenen fiyat tespit raporları doğrultusunda gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda anılan raporlarda şirket değerlendirme yaklaşımları esas alınarak şirketin değeri tespit edilmekte ve daha sonra hisselerin değeri belirlenmektedir. Bazı uygulamalarda arz esnasında çıkan şirket değerinden iskonto yapılarak iskontolu halka arz yapılabilmektedir. Araştırmada, esas olarak 2020 ve 2021 yılları itibarıyla gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde fiyat tespit raporlarında en fazla kullanılan yöntem olan çarpanların incelenmesi amaçlanmıştır.

## 2. Göreceli Şirket Değerleme Yaklaşımı

Göreceli şirket değerlendirme yaklaşımına, piyasaya doğrudan bağlılığı nedeniyle aynı zamanda piyasa yaklaşımı, piyasa odaklı değerlendirme ya da piyasa çarpanlarıyla değerlendirme isimleri de verilmektedir (Sipahi ve diğ. 2011). Ayrıca bu yöntem karşılaştırılabilir şirket değerlemesi yaklaşımı olarak da anılmaktadır. Göreceli değerlendirme yaklaşımı özünde arbitraj ilkesine dayanır ve şirketlere diğer benzer şirketlere nasıl değer verildiğine göre değer verir. Diğer ifadesi ile şirket değeri piyasada benzer firmaların verileri ve değerleri ile kıyaslama yapılarak tespit edilir. Piyasaya dayalı değerlemenin temel konsepti, benzer varlıkların etkin piyasa koşulları altında benzer fiyatlarla işlem göreceğine olan inançtır (Esty, 2000).

Göreceli değerlendirme uygulamada en yaygın kullanılan değerlendirme yöntemidir. Bu yaygın kullanımın arkasında yatan nedenlerin başında kolay uygulanabilir ve anlaşılabilir olması gelmektedir. Ancak bu kolay uygulanabilirliği aynı zamanda beraberinde bir çok tartışmayı da getirmektedir. Özellikle bu tartışma akademik çevrelerle, uygulamacılar arasında yoğunlaşmaktadır. Akademik çevreler bu yöntemin uygulanmasına sempati ile yaklaşmamakta ve yöntemi ‘hızlı ve kirli bir değerlendirme yöntemi’ olarak ifade etmektedirler (Benninga & Sarig, 1997). Yöntem gerçekten de doğru kullanılmadığı zaman çok tehlikeli sonuçlar doğurabilmektedir (Pereiro, 2002). Daha kesin olarak ifade etmek gerekirse, karşılaştırılabilir şirket değerlendirme modelleri kolaylıkla kullanılabilir, ancak daha da önemlisi, çok daha kolayca kötüye kullanılabilir (Meitner, 2006).

### 2.1. Göreceli Değerleme Yaklaşımının Güçlü ve Zayıf Yanları

Göreceli değerlendirme yönteminin kullanımını diğer yöntemlere göre çok daha kolaydır. Yöntem seçildikten sonra uygulaması basittir ve herhangi bir özel beceri gerektirmemektedir. Kullanıldığı varsayımlar diğer yaklaşımlara göre çok daha azdır ve sonuçlandırılması çok daha hızlıdır (Pereiro, 2002). Göreceli şirket değerlendirme mevcut piyasa fiyatlarına dayanmakta ve bu yönü ile piyasanın ruhunu yansıtmaktadır. Şirketle ilgili geleceğe yönelik projek-

siyonlar gerektirmemektedir. Varsayımlar ve tahminlerden daha ziyade gerçekleşen fiyatlara dayanması tercih edilme nedenlerinden bir diğeri olarak karşımıza çıkmaktadır (Hitchner, 2011). Şirketin finansal tablolarında yer almayan ancak ekonomik değere sahip olan maddi olmayan varlıkları da dolaylı olarak değerlemeye dahil ediyor olması yine diğeri bir avantaj olarak ortaya çıkmaktadır (Ercan ve diğ. 2006). Göreceli bir değerlemenin dayandığı varsayımının anlatımı ve sunumu, diğeri değerlendirme yaklaşımlarına göre daha kolaydır. Son olarak, göreceli değerlemelerin mevcut piyasa duyarlılığını daha iyi yansıttığı söylenebilmektedir. Bu yöntem adından, diğeri yöntemler kullanıldığı da bile sıklıkla söz ettirmektedir (Leigh, 2009).

Göreceli şirket değerlemesinin güçlü yönleri aynı zamanda onun zayıf yönlerini de içinde barındırmaktadır. Akademik çevrelerce eleştiriler de genelde bu noktalarda yoğunlaşmaktadır. Herşeyden önce yöntemin uygulanması için en önemli girdi unsuru olan benzer şirket bulunması güçtür. Bu kapsamda benzer şirket sayısı çoğaltılarak hesaplamalara dahil edilmek istendiğinde bu güçlüğün derecesi artmaktadır. Bazı şirketler faaliyet alanı ve yapısı gereği o kadar sıra dışı veya farklı olabilir ki, onların emsalini bulmak neredeyse imkansızlaşır. Bu durum ise karşılaştırma yapılmasını engellemektedir (Hitchner, 2011). Hisse senedi piyasası tam anlamıyla verimli olmaktan uzak olabilir. Piyasanın karşılaştırılabilir şirketlere ilişkin yüksek veya düşük değerlendirme yapması halinde aynı sonuç bu değerler baz alınarak yapılan göreceli değerlemeye de yansımayaacaktır. Bu yaklaşım karşılaştırılabilir şirketlerin veya karşılaştırılabilir işlemlerin değerlerine dayandığından, piyasa koşullarından fazlasıyla etkilenmektedir. Pozitif bir ekonomik döngüde, çarpanlar daha yüksek değerlere sahip olma eğiliminde olurken yine durgunlukta ise çarpan fiyat daralmasından olumsuz etkilenmektedir. Bu nedenle, çarpanlar oldukça açık bir şekilde piyasa değişkenliğinden bağımsız değillerdir ve bazen etkiyi güçlendirerek yansıtmaktadırlar (Fazzini, 2018).

## 2.2. Göreceli Değerleme Yaklaşımının Aşamaları

Göreceli değerlendirme veya diğeri adı ile çarpanlara göre şirket değerlemesinde üç aşama bulunmaktadır. Bunlardan ilki, karşılaştırmaya esas alınacak piyasada fiyatı belirlenmiş şirketin seçimidir (Tevfik, A.T. 2005). Benzer şirket tespit aşaması olarakta alandırılabilir. İkinci aşamada bu değerlendirme de kullanılacak oran veya oran grupları belirlenmekte ve son aşamada ise bu oranlar kullanılarak şirketin değeri tespit edilmektedir.

Karşılaştırılabilir şirket seçimi yapılırken genel eğilim aynı sektörde veya işkolunda yer alan şirketlerin seçilmesidir. Genel eğilim bu yönde olmakla birlikte, bu seçim her zaman doğru sonuçlar vermeyebilir. Karşılaştı-

labilir şirketin ideal olanı, değerlemesi gerçekleştirilen şirket ile risk, büyüme ve nakit akımları bağlamında tamamen özdeş olan şirkettir. Bu tanımın hiçbir yerinde şirketin ait olduğu iş koluna ya da sektöre ilişkin bir tanımlama yoktur (Damodaran, 2010). Değerlemesi yapılan şirketle karşılaştırılan şirket aynı sektörde yer alsa bile sermaye yapısı, büyüklüğü, piyasa payı gibi bir çok yönden farklılık arz edebilir. Bu farklılıkların nasıl kontrol edileceğini ve nasıl uyarlanacağını hesaplamak göreceli değerlemenin önemli bir parçasıdır (Tevfik, 2005). Bununla birlikte değerlendirilecek şirketin faaliyet gösterdiği sektörde az sayıda şirket olması durumunda ise bu yöntemin uygulanması daha da güçleşecektir.

Değerlemenin ikinci aşaması uygulanacak çarpanların belirlenmesi aşamasıdır. Çarpanların kullanım kolaylığının yanı sıra yanlış kullanıma da yol açabilirler. Çarpanların avantajı basitlikleri olsa da, bunları doğru şekilde kullanmanın dört adımı vardır. İlk adım, çarpanı tutarlı bir şekilde tanımlamak ve her zaman karşılaştırılan şirketlerle aynı şekilde ölçmektir. İkinci adım, çarpanın piyasadaki şirketler arasında nasıl değişeceğini tahmin etmektir. Başka bir deyişle, çarpan için yüksek değer, düşük değer ve tipik değer ne olduğu gereklidir. Üçüncü adım, her bir çarpanı belirleyen temel değişkenleri ve bu esaslardaki değişikliklerin çarpanın değerini nasıl etkilediğini belirlemektir. Son adım ise, gerçekten karşılaştırılabilir şirketleri bulmak ve temel özelliklere dayalı olarak şirketler arasındaki farklılıkları ayarlamaktır. Değerlemenin son aşamasında ise belirlenen çarpanlar kullanılarak şirket değeri tespit edilmektedir.

### **2.3. Göreceli Değerleme Yaklaşımında Kullanılan Çarpanlar**

Şirket değerlemesinde kullanılan çarpanlar genellikle dört grup altında toplanmaktadır. Bunlar kazanç çarpanları, defter değeri çarpanlar, gelir çarpanları ve sektöre özgü çarpanlardır.

#### **2.3.1. Kazanç Çarpanları**

Kazanç çarpanları göreceli değerlemede en yaygın olarak kullanılan çarpanlardır. Yaygın olarak kullanılmasına rağmen, şirketlerin negatif veya çok düşük gelirleri varsa, karşılaştırılabilir şirketler farklı muhasebe politikaları kullanıyorsa veya benzer sermaye yapılarına sahip değilse, kazanç çarpanlarına göre değerlendirme bir anlam ifade etmez (Tabara & Vasiliu, 2011). Bu çarpanlar genellikle subjektif değerlendirme oranlarıdır. Bunları etkileyen ana değişkenler, beklenen büyüme oranı, beklenen nakit akışı ve şirket riskidir. Düşük risk, yüksek ödeme oranları ve beklenen büyüme oranlarına sahip şirketler, diğer tüm değişkenler sabit tutulduğunda nispeten yüksek karlılığa sahiptir (Ercan ve diğ. 2006).

### 2.3.1.1 Fiyat-Kazanç Oranı (F/K)

Fiyat-kazanç oranı, temel olarak, bir şirketin net kârını hisse senetlerinin toplam değerine bağlayan bir orandır. Bir şirketin piyasa değerinin kârının kaç katı olduğunu göstermektedir (Gürsoy, 2007). Yatırımcı bakış açısından bir birim kazanç için ödenmeye razı olunan fiyatı yansıtmaktadır. Bu anlamda öz sermayenin piyasa değerinin öz sermaye yatırımcılarının elde ettiği getirilere oranıdır. Bir hisse senedine değer verirken temettü yerine karı dikkate almak daha anlamlı sonuçlar vermektedir. Bu yönü ile F/K oranı değerlendirme aracı olarak da kullanılabilir (Karşlı,1989). Tüm çarpanlar arasında en yaygın kullanılanıdır ve özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde popülerdir. Ancak, aynı zamanda en çok suistimal edilen bir çarpan olarak karşımıza çıkmaktadır. Kullanım kolaylığı, halka arzlardan göreceli değerlemeler hakkında yargıda bulunmaya kadar birçok uygulamada onu çekici bir seçenek haline getirir, ancak bir şirketin finansal temelleriyle olan ilişkisi genellikle göz ardı edilir ve uygulamada önemli hatalara yol açmaktadır.

$$\frac{F}{K} = \frac{\text{Hisse başına piyasa fiyatı}}{\text{Hisse başına kazançlar}}$$

Yatırımcılar tarafından en sık kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biri olarak, F/K yönteminin başarısının arkasında çeşitli avantajlar vardır. Bu avantajlardan ilki, F/K yönteminin geleneksel yöntemlerin varsayımlarını veya hesaplanan risk, büyüme oranları ve temettü ödeme oranları gibi belirli verilerin kullanılmasını gerektirmemesidir (Sipahi, 2011). Aynı zamanda yöntem çok basit bir istatistik hesaplamasıdır ve bu yöntemde karşılaştırmalar çok kolay yapılabilmektedir. Yöntem aynı zamanda risk ve büyüme gibi verileri yansıtmaya özelliğine sahiptir. Bunun yanı sıra net kar, bir şirket için en kolay manipüle edilen kalemlerden biridir. Şirketin benimsediği muhasebe politikalarından etkilenir. Özellikle faaliyet dışı gelir/gider kalemlerinin yüksek olduğu ve önemli sayılabilecek şirketlerde kullanımları istenmeyen sonuçlara yol açabilmektedir. F/K oranının teorik yapısı temettü değerlendirme modellerinden daha zayıftır, örneğin F/K değerlemelerinin zarar eden şirketler için çalışmamasıdır. Ayrıca sıfıra yakın kârlı şirketlerde kullanılması sakıncalıdır. Çünkü hisse başına kazanç fiyata göre sıfır, negatif veya önemsiz ise F/K oranı anlamlı ekonomik sonuçlar vermemektedir (Pinto, 2010).

### 2.3.1.2 Şirket Değeri/FAVÖK

Belirli oranların payları, piyasa fiyatından ziyade şirket değerini içermektedir. Bir şirketin değeri, öz sermayenin piyasa değerini ve net borcun piyasa değerini içerir. Sermayenin piyasa değeri, borsada işlem gören şirketin

ihraç edilen toplam hisse sayısı ile piyasa fiyatının çarpımı olarak hesaplanır. Net yükümlülüklerin piyasa değeri, finansal yükümlülüklerin nakit ve nakit benzerleri ile menkul kıymetler düşüldükten sonraki piyasa değeridir. 20. yüzyılın son yirmi yılına kadar, bir şirketin borcunu ödeyebilme kabiliyetinin önemli bir ölçüsü, faiz ve vergi öncesi kazanç (EBIT) veya işletme geliri kabul edilmekteydi. Ancak 1980’lerde kaldıraçlı satın almaların artmasıyla birlikte, bir şirketin nakit akışını ve ödeme gücünü ölçmek için yeni bir araç ortaya çıkmıştır. Bu yeni araca Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kazanç - FAVÖK adı verilmektedir. Sonuç olarak, 1980’lerde ve 1990’larda FAVÖK, kârlılık ölçüsü olarak yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır (Ubelhart, 2010).

$$\frac{\text{ŞD}}{\text{FAVÖK}} = \frac{(\text{Özsermayenin piyasa değeri} + \text{Borcun piyasa değeri} - \text{Nakit})}{\text{FAVÖK}}$$

ŞD/FAVÖK, sermaye yapısının nötr olması dışında, aslında F/K oranına çok benzemektedir. ŞD/FAVÖK oranının yaygın olarak kullanılmasının ana nedenlerinden biri, genel olarak pozitif olmasıdır. Bir şirketin net karı negatif olsa bile, FAVÖK genellikle pozitifdir. Amortisman yöntemlerindeki farklılıkları dikkate almaktadır. Ayrıca farklı finansal kaldıraç oranlarına sahip şirketleri karşılaştırırken farklılıkları ortadan kaldırması nedeniyle kullanımı daha uygundur. Tüm bu nedenler, yüksek altyapı yatırımı gerektiren sektörlerdeki şirketleri karşılaştırırken ŞV/FAVÖK oranının kullanılmasını uygun hale getirmektedir (Ercan ve diğ. 2006).

### 2.3.2 Defter Değeri Çarpanları

Defter değeri, muhasebe standartları tarafından belirlenen ve varlık için başlangıçta ödenen fiyat ve satın alma sonrası amortisman gibi muhasebe düzeltmelerinden büyük ölçüde etkilenen bir muhasebe tahminidir. Piyasa fiyatı ve defter değeri karşılaştırılması hisse senedi fiyatının ne düzeyde düşük olduğunun tespit aracı olarakta kullanılır (Tabara & Vasiliu, 2011). Ortaya çıkan defter-değer oranları, büyüme potansiyeline ve her bir yatırımın kalitesine bağlı olarak büyük ölçüde değişebilir. Bir işletmeyi değerlendirirken, oran, şirketin piyasa değeri veya risk altındaki değeri ve tüm varlıkların veya sermayenin defter değeri kullanılarak tahmin edilir.

#### 2.3.2.1 Fiyat/Defter Değeri

F/DD oranı, bir şirketin mevcut hisselerinin piyasa değerinin defter değerine bölünmesiyle hesaplanır. Yatırımcılar, çeşitli nedenlerle yatırım analizlerinde F/DD değer oranını faydalı bulurlar. Birincisi, defter değerinin, piyasa fiyatlarına kıyasla nispeten sabit bir değer ölçüsü sağlamasıdır. Değeri tahmin etmek için iskonto edilmiş nakit akışına içgüdüsel olarak güvenmeyen

yatırımcılar için defter değeri daha kolay bir karşılaştırma ölçütüdür. Şirketler arasında muhasebe standartları tutarlı olduğunda, benzer şirketler arasındaki fiyat-defter değeri oranları, bir şirketin değerinin altında mı yoksa aşırı değerli mi olduğunu belirlemek için karşılaştırılabilir. F/DD oranının bir diğer avantajı da şirketin entelektüel sermaye değerini dikkate almasıdır (Öztürk, H. (2009). Fiyat-kazanç oranı ile değerlendirilemeyen negatif getirili şirketler bile bu oranı ile değerlendirilmeye uygundur (Pinto, 2010).

$$FDD = \frac{\text{Hisse başına fiyat}}{\text{Hisse başına özsermayenin defter değeri}}$$

Bununla birlikte, F/DD oranını kullanmanın birkaç dezavantajı sözkonusudur. Bu dezavantajlardan ilki, kazançlar gibi defter değerinin de amortisman ve diğer değişkenler için muhasebe kararlarından etkilenmesidir (Moyer ve diğ. 1992). Defter değeri, çok fazla sabit varlığı olmayan hizmet ve teknoloji şirketleri için pek bir anlam ifade etmemektedir. Bir şirket bir süre **için negatif kazanç raporladıysa ve şirket** negatif bir F/DD oranına doğru yönel-diyse, öz sermayenin defter değeri negatif olabilmektedir (Damodaran, 2002).

### 2.3.3. Gelir Çarpanları

Defter değeri ve kazançlar muhasebe literatüründe kullanılan ölçüm birimleridir ve muhasebe kural ve ilkeleri tarafından belirlenmektedirler. Gelir çarpanları bu noktada muhasebe seçimlerinden etkilenme derecesi az olan bir varlık tarafından yaratılan gelire odaklanır. Bu bağlamda en öne çıkan çarpanlardan birisi Fiyat/Satışlar oranıdır. Bu oran hisse başına fiyatın, elde edilen satışlara bölünmesi ile elde edilir. Bu oran aynı zamanda endüstriler arasında ciddi farklılıklar göstermektedir. Bununla birlikte, kazanç çarpanı veya defter değeri çarpanı yerine gelir çarpanı kullanmanın avantajı, farklı muhasebe sistemleri kullanarak farklı pazarlarda faaliyet gösteren şirketleri karşılaştırmayı kolaylaştırmasıdır. Birçok değerlemede, özellikle negatif kazançlı girişimler için, kazanç çarpanlarının yerini gelir çarpanları almıştır (Tabara & Vasiliu, 2011). Çünkü, daha önce de belirtildiği gibi, kârlı olmayan şirketler için kazanç çarpanları kullanılmamaktadır. Fiyat/satışlar oranı ile şirket değeri/satışlar en fazla kullanılan gelir bazlı çarpanlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### 2.3.3.1 Fiyat/Satışlar Oranı

Borsa da işlem gören şirketlerin önemli bir bölümü fiyat satış oranı ile değerlendirilmektedir. Özellikle önemli bir yatırımcı topluluğu düşük fiyatlı hisselerin tespiti için bu oranın en iyi oran olduğunu belirtmektedir (Pinto,2010). Fiyatın satışlara oranı olarak ifade edilen oranda son fiyat son bir yılda elde edilen satışlara oranlanır (Erickson, ve diğ.1988). Bu oran henüz kazanç ya-



ratamayan veya kazançlı negatif olan şirketlerde de kullanılabilme özelliğine sahiptir (Reyes, 1998). Ayrıca bu oranın faaliyetlerinden büyük miktarlarda hasılat elde eden hizmet şirketlerinde en iyi sonucu verdiği de kabul görmektedir (Tevfik, 2005).

### 2.3.3.2 Şirket Değeri/Satış Oranları

Şirket değeri/satış oranı, bir şirketin tüm hak sahiplerini dikkate almakta ve bu nedenle toplam şirket değerinin satışlara bölünmesiyle hesaplanmaktadır (Sipahi ve diğ. 2011). Bu yönü ile çarpan, F/S çarpanının tutarsızlığı ortadan kaldırmaktadır ve negatif öz sermaye ve zarar eden şirketler için anlamlı değer üretebilmektedir. Satış rakamının muhasebeden etkilenmeyen bir kalem olması bu çarpanın avantajlarından bir diğeri olarak karşımıza çıkmaktadır (Öztürk, 2009). F/K oranını etkileyen ana değişkenler net kar marjı, kar dağıtım oranı ve öz sermaye maliyeti iken, şirketin değeri/satış oranını etkileyen ana değişkenler vergi sonrası faaliyet kar marjı, yeniden yatırım oranı ve sermaye maliyetidir. Göreceli olarak yüksek faaliyet kar marjlarına, düşük yeniden yatırım oranlarına ve sermaye maliyetlerine sahip olan şirketlerin şirket değeri/satış oranları daha yüksek olmaktadır (Ercan ve diğ. 2006). Bu çarpanlar perakende sektörüne yönelik yapılan değerlemeler de yaygın olarak kullanılmaktadır. Yine telekomünikasyon sektöründe de kullanımına yoğun şekilde rastlanılmaktadır.

### 2.3.4. Sektöre Özgü Çarpanlar

Sektöre özgü çarpan terimi, yalnızca dar bir şirket kategorisi için geçerli olan bir çarpanı ifade etmektedir (Tabara & Vasiliu, 2011). Çünkü bu çarpanlar sadece bir sektör için geçerli kabul edilmektedir. Sektöre özgü çarpanların payları tipik olarak şirket değerini içerir. Temel özelliği oranda payda da yer alan değer şirketin faaliyet alanı ile ilgili olan ve kara direkt etkisi olan birimleri yansıtmadır. Bu bağlamda abone sayısı, ya da belirli sektörler için kullanılan ton, varil örnek olarak gösterilebilir (Sipahi ve diğ. 2011). Analistlerin değerlendirme için sektöre özel bir çarpan kullanmayı tercih etmelerinin en önemli nedeni, oranın şirket değerini bir şirketin faaliyetlerinin ayrıntılarına ve çıktısına bağlamasıdır. İkinci sebep ise, sektör oranlarının mali tablolara veya ölçülere bakılmadan hesaplanabilmesidir. Bu özellik, sektöre özel çarpanların finansal tabloları mevcut olmayan veya finansal tabloları güvenilir olmayan şirketlerin değerlerinin karşılaştırmasını sağlar. Sektör oranlarının tercih edilmesinin üçüncü nedeni ise, diğer çarpanların kullanılmadığı durumlarda uygulanabilecek bir çarpan olmasıdır (Ercan ve diğ. 2006).

### 3. Literatür Taraması

Literatürde şirket değeri tespitinde kullanılan pazarlama yaklaşımına ve kullanılan çarpanlara yönelik çok sayıda araştırma yapılmış olup, aşağıda bu çalışmalara ve çalışmaların bulgularına yer verilmektedir.

Boatsman ve Baskin (1981), iki farklı F/K modelinin doğruluğunu karşılaştırmıştır. Birincisi, aynı sektörden rastgele bir firmayı kullanarak ve ikincisi, aynı sektörden, en benzer on yıllık ortalama büyüme oranına sahip firmayı kullanarak analizi gerçekleştirmişlerdir. Araştırmanın sonucuna göre ikinci modelin doğruluğunun daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Alford (1992), karşılaştırılabilir firmaların endüstri, risk ve kazanç artışı temelinde seçilmesi durumuna göre F/K değerlendirme yöntemini sonuçlarını incelemiştir. Bu çalışmada 1978, 1982 ve 1986'da ABD'de listelenen bir firma örneğini kullanarak, endüstriye göre karşılaştırılabilir firmaları seçmenin, deneysel firmanın F/K çarpanını diğer seçim kriterlerine göre tahmin etme açısından daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kim ve Ritter (1999), halka arzların çarpanlar kullanarak fiyatlandırmasını incelemiştir. İnceleme sonucunda gelecekteki nakit akışını tahmin etmedeki zorluklar nedeniyle halka arzların değerlemesinde göreceli değerlendirme kullanılmasını tavsiye etmişlerdir. Özellikle de F/K çarpanının tahmin edilen değerlerin doğruluğunu en yüksek düzeyde verdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Lie ve Lie (2002), uygulayıcıların şirketin değerini tahmin etmek için kullandıkları çarpanları araştırmışlardır. Özellikle finans şirketleri için defter değerine yönelik çarpanların daha kesin ve daha az önyargılı değerlendirme sağladığını belirtirlerken, ayrıca tahmin edilen kazançları kullanmanın, F/K çarpanı tahminlerini iyileştirdiğini ve ŞD/FAVÖK çarpanının, ŞD/FVÖK çarpanından daha iyi tahmin sağladığını sonucuna ulaşmışlardır.

Firth ve Wang (2008) Çin'deki şirketler tarafından halka arz izahnamelerinde açıklanan fiyat kazanç çarpanlarının yararlılığını incelemiştir. 1992'den 2002'ye arasındaki halka arzları inceleyen bu çalışmada fiyat kazanç çarpanlarının yatırımcılara değerle ilgili bilgiler sağladığı sonucuna varmışlardır.

Schreiner (2009) analist raporlarında kullanılan değerlendirme modellerinden yapılan araştırmada çarpanların şirket değerlemesinde %67 oranında, indirgenmiş nakit akımının %16 ve diğerlerinin %17 oranında kullanıldığını tespit etmiştir.

Bancel ve Mittoo (2014) değerleme uygulamalarına ilişkin bazı görüşler elde etmek için CFO veya eşdeğer ünvana sahip 10 Avrupa ülkesindeki 356 değerleme uzmanıyla anket yapmıştır. Anket sonuçlarına göre uzmanların %80'i değerlemelerinde yoğunlukla hem İndirgenmiş Nakit Akışı (DCF) hem de Göreceli Değerleme (RV) modellerini kullandıklarını ifade etmişlerdir. Yine bulunan sonuçlara göre göreceli değerlendirme uygulamasında, Firma Değeri/FAVÖK uzmanların %83'ü tarafından kullanılan en popüler çarpandır, bunu F/K (%68), PD/DD (%45), Firma Değeri/EBIT (%45) ve Firma Değeri/Satış (%45) izlemektedir.

Pétursson, (2016) S&P Europe da yer alan 246 firmanın 2013-2015 arasındaki datalarını incelemiş ve F/K çarpanının değer tahmini açısından diğer çarpanlardan üstün olduğunu tespit etmiştir. ŞD/ FAVÖK çarpanı bu çarpanı takip eden ikinci çarpan olarak belirlenmiştir.

Er ve diğ. (2017) Türkiye'de 1993-2015 döneminde halka arz edilen firmaların hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde kullanılan indirgenmiş nakit akımı (İNA) ve piyasa çarpanları (benzer firma yaklaşımı) yöntemlerini karşılaştırmalı olarak incelemiştir.

Farrugia ve diğ. (2019) üç ana şirket değerlendirme yaklaşımını Malta borsasında işlem gören şirketlere uygulanabilirliğini, bu tür modellerin kote hisse fiyatları açısından ne ölçüde doğru sonuçlar ürettiğini değerlendirerek analiz etmiştir. Analiz sonucunda gelir yaklaşımının yaygın kullanılmasına rağmen hisse fiyatları ile en zayıf korelasyona sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Buna karşılık göreceli değerlemenin hisse fiyatlarıyla en güçlü ilişkiyi verdiği tespit edilmiştir.

Şirket değerlemesinde kullanılan yöntemlerin analizine yönelik yapılan ampirik çalışmalarda göreceli değerlendirme olarakta adlandırılan pazar yaklaşımının değerlemelerde en çok kullanılan yöntem olduğu tespit edilmiştir. Bu yaklaşımın kullanılmasında da fiyat / kazanç oranının en yaygın olarak kullanılan oran olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

#### **4. 2020-2021 Yılında BIST'te İlk Halka Arz Edilen Şirketlerin Değer Tespitinde Piyasa Yaklaşımının Kullanılmasının Analizi**

##### **4.1. Araştırma Konusu ve Bulguları**

Araştırma kapsamında 2020 ve 2021 yılları itibariyle BIST'te gerçekleştirilen halka arz işlemlerinde kullanılan değerlendirme yöntemlerinden, göreceli değerlemede kullanılan çarpanların incelenmesi amaçlanmakta olup; bu amaçla araştırmanın ana kütlesini 2020 ve 2021 yılında gerçekleştirilen halka arz işlemleri oluşturmaktadır. Araştırmada halka arzı gerçekleştirilen işletme-

lere ait fiyat tespit raporları üzerinde içerik analizi yöntemi kullanılmış olup; araştırma kapsamında ana kütleli oluşturan 61 halka arz işleminin tamamı araştırmaya dahil edilmiştir. Araştırma kapsamında yer alan fiyat tespit raporlarına ilgili işletmelerin internet sitelerinden ve KAP'tan ulaşılmıştır.

#### 4.1.1. Fiyat Tespit Raporlarında Şirket Değer Tespiti İçin Kullanılan Yöntemler

Halka arz işlemlerine ilişkin gerçekleştirilen içerik analizi sonucunda fiyat tespit raporlarından elde edilen bulgulara Tablo 1'de şirket bazında gösterilmiştir. Tablolarda Maliyet Yaklaşımı (MY)- Gelir Yaklaşımı (GY)- Piyasa Yaklaşım (PY) kısaltması ile kullanılmıştır.

**Tablo 1 : 2020-2021 Döneminde Halka Arz Edilen İşletmelerin Fiyat Tespit Raporlarında Kullanılan Değerleme Yaklaşımları (Şirket Bazında)**

BİST Kodu	Kullanılan Yöntemler	Kullanılan Yöntem Sayısı	BİST Kodu	Kullanılan Yöntemler	Kullanılan Yöntem Sayısı
FADE	MY-GY-PY	3	MANAS	GY-PY	2
KARYE	MY-GY-PY	3	MAGEN	GY-PY	2
ZRGYO	MY-GY-PY	3	MTRKS	GY-PY	2
ANGEN	GY-PY	2	MEDTR	GY-PY	2
ARDYZ	GY-PY	2	MERCN	GY-PY	2
ARZUM	GY-PY	2	MIATK	GY-PY	2
ATATP	GY-PY	2	MOBTL	GY-PY	2
BASGZ	GY-PY	2	EGEPO	GY-PY	2
BAYRK	GY-PY	2	NTGAZ	GY-PY	2
BIOEN	GY-PY	2	ORCAY	GY-PY	2
BMSCH	GY-PY	2	OYYAT	GY-PY	2
CANTE	GY-PY	2	PCILT	GY-PY	2
DNISI	GY-PY	2	PENTA	GY-PY	2
ARASE	GY-PY	2	QUAGR	GY-PY	2
EDATA	GY-PY	2	RNPOL	GY-PY	2
ELITE	GY-PY	2	SELVA	GY-PY	2
KIMMR	GY-PY	2	TUREX	GY-PY	2
ESCAR	GY-PY	2	TRILC	GY-PY	2
TEZOL	GY-PY	2	ULUFA	GY-PY	2
GWIND	GY-PY	2	UNLU	GY-PY	2
GLCVY	GY-PY	2	VBTYZ	GY-PY	2
GENIL	GY-PY	2	YEOTK	GY-PY	2
GESAN	GY-PY	2	AYDEM	GY-PY	2
IHAAS	GY-PY	2	ESEN	GY-PY	2
ISSEN	GY-PY	2	HEDEF	GY-PY	2
KLKIM	GY-PY	2	KZBGY	GY-PY	2
KRVGD	GY-PY	2	PSGYO	MY	1
KMPUR	GY-PY	2	BRLSM	PY	1
KONTR	GY-PY	2	BOBET	PY	1
KONKA	GY-PY	2	ISKPL	PY	1
KTSKR	GY-PY	2			

Tablo 1'de görüleceği üzere 2020-2021 döneminde BİST'te 61 adet şirketin hisseleri ilk defa halka arz edilmiştir. Bu şirketlerin araştırma kapsamında içerik analizinden elde edilen bulgular incelendiğinde, 61 fiyat tespit raporunun 60 adetinde piyasa yaklaşımının, 53 rapor da gelir yaklaşımının

ve 8 rapor da ise maliyet yaklaşımının kullanıldığı görülmekte olup; piyasa yaklaşımı maliyet yaklaşımı ise fiyat tespit raporlarında en az dikkate alınan yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Halka arz işlemlerine ilişkin gerçekleştirilen içerik analizi sonucunda fiyat tespit raporlarından kullanılan yöntemlere ilişkin elde edilen bulgulara yaklaşım bazlı Tablo 2’de gösterilmiştir.

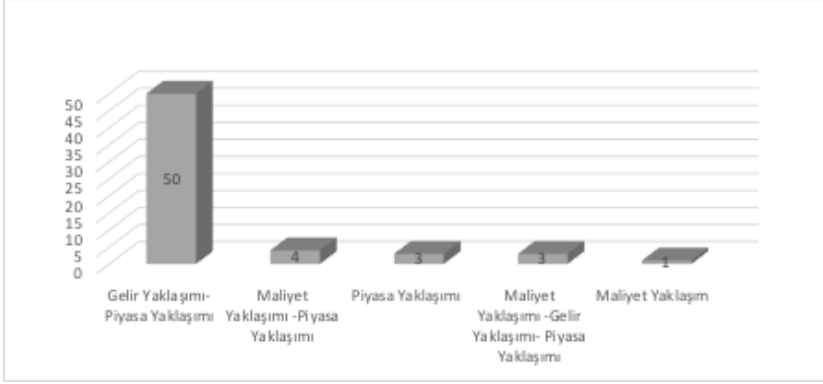
**Tablo 2: 2020-2021 Döneminde Halka Arz Edilen Şirketlerin Fiyat Tespit Raporlarında Kullanılan Değerleme Yaklaşımları**

<i>Kullanılan Değerleme Yaklaşımı</i>	<i>Şirket Sayısı</i>	<i>Gelir Yaklaşımı</i>	<i>Piyasa Yaklaşımı</i>	<i>Maliyet Yaklaşımı</i>
<i>Gelir Yaklaşımı- Piyasa Yaklaşımı</i>	50	50	50	0
<i>Maliyet Yaklaşımı -Piyasa Yaklaşımı</i>	4	0	4	4
<i>Piyasa Yaklaşımı</i>	3	0	3	0
<i>Maliyet Yaklaşımı -Gelir Yaklaşımı- Piyasa Yaklaşımı</i>	3	3	3	3
<i>Maliyet Yaklaşım</i>	1			1
<i>Genel Toplam</i>	<b>61</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>8</b>

Tablo 2’de gösterildiği üzere 61 adet şirketin değerlemesinde kullanılan yöntemlerin gerçekleştirilen içerik analizinde dikkati çeken önemli noktalardan birisi; değerlendirme raporlarında üç yöntemin kullanıldığı sadece 3 adet fiyat tespit raporuna rastlanmasıdır. Bu bulgulara ek olarak, 50 adet fiyat tespit raporunda Gelir Yaklaşımı- Piyasa Yaklaşımı birlikte kullanılmıştır.

Tablo 2’de yer alan araştırmanın bulgularına daha kapsamlı bir şekilde Grafik 1’de yer verilmektedir.

**Grafik 1: 2020-2021 Yılı Halka Arz Edilen Şirketlerin Fiyat Tespit Raporlarında Kullanılan Değerleme Yaklaşımları**



#### 4.1.2. Piyasa Yaklaşımı İle Şirket Değer Tespitinde Kullanılan Çarpanların Analizi

Araştırmanın bulgularına göre, fiyat tespit raporlarında şirket değerlemede en çok kullanılan piyasa yaklaşımı ile yapılan değerlemede kullanılan oranların (çarpanlar) analizinde ulaşılan bulgulara ise; Tablo 3 de yer verilmiştir.

**Tablo 3 : 2020-2021 Döneminde Halka Arz Edilen Şirketlerin Piyasa Yaklaşımı İle Değer Tespitinde Kullanılan Çarpanlar**

Satır Etiketleri	Şirket Adeti	FV/FAVÖK	(F/K)	(PD/DD)	(FD/Satışlar)	(Sektöre Özgü Oran)	(PD/NAD)
(FV/FAVÖK)	19	19					
(FV/FAVÖK) - (F/K)	12	12	12				
(FV/FAVÖK) - (F/K) - (PD/DD)	7	7	7	7			
(FV/FAVÖK) - (F/K) - (PD/DD) - (FD/Satışlar)	6	6	6	6	6		
(FV/FAVÖK) - (FD/Satışlar)	4	4			4		
(F/K) - (PD/DD)	4		4	4			
(FV/FAVÖK) - (F/K) - (FD/Satışlar)	3	3	3		3		
(FV/FAVÖK) - (PD/DD)	2	2		2			
(FV/FAVÖK) - (Sektöre Özgü Oran)	1	1				1	
(PD/DD) - (PD/NAD)	1			1			1
(PD/DD)	1			1			
<b>Genel Toplam</b>	<b>60</b>	<b>54</b>	<b>32</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

Araştırma kapsamında içerik analizinden elde edilen bulgular incelendiğinde, 61 Fiyat Tespit Raporunun 60 adetinde “Piyasa Yaklaşımının” kullanıldığı tespit edilmiştir. Bahsi geçen 60 adet şirketin değerlemede; (FV/FAVÖK) - (F/K)- (PD/DD)- (FD/Satışlar)- (Sektöre Özgü Oran)- (PD/NAD) oranları olmak üzere altı farklı oran dikkate alınmıştır. Bu oranlardan hare-

ketle tekli, ikili, üçlü ve dördlü olmak üzere 11 farklı kombinasyon oluşturulmuştur.

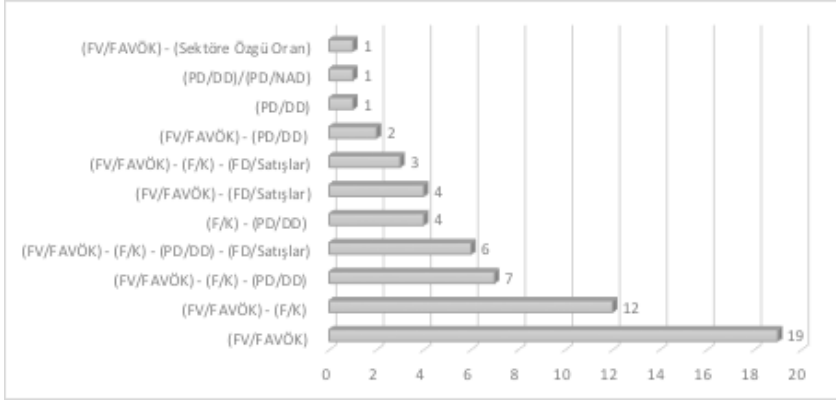
Değerlemede en fazla (FV/FAVÖK) oranı kullanılmış olup toplam kullanım sayısı 54 dır. Toplam 60 adet şirket değerlemesinde 54 kez tekrar eden oran %90 düzeyinde (FV/FAVÖK) dikkate alınmıştır. Diğer ifade ile bu çarpan sadece 6 adet şirket değerlemesinde kullanılmamıştır. 54 kullanımın analizi yapılacak olursa 19 adet şirketin değerlemesinde tek oran olarak kullanılmıştır. İlgili çarpan; 19 şirketin değerlemesinde kullanılan iki orandan biri, 10 şirketin değerlemesinde kullanılan üç orandan biri, 6 şirketin değerlemesinde ise dört orandan biri olmuştur. Araştırmanın bulguları kapsamında, şirketlerin değerlemesinde (FV/FAVÖK) oranı açık ara en çok kullanılan oran olarak karşımıza çıkmıştır. Bütün çarpanların kullanılma sayısı 122 olduğu dikkate alındığında (FV/FAVÖK) oranının 54 kez kullanılması, ilgili çarpanın kullanımının gücü ve sıklığını daha net ortaya koymaktadır.

(FV/FAVÖK) oranın takiben en çok kullanılan diğer bir oran (F/K) oranıdır. (F/K) oranı (FV/FAVÖK) oranının aksine yalnız başına tek oran olarak hiç kullanılmamış, 16 kere ikinci oran olarak, 10 kere üçüncü oran olarak ve 6 kere de dördüncü oran olmak üzere toplam 32 kez, %53 düzeyinde kullanılmıştır. Analizde dikkat çeken diğer bir hususta (F/K) oranının (FV/FAVÖK) oranı ile birlikte 12 kere ikinci oran olarak kullanılmış olmasıdır. (FV/FAVÖK) ve (F/K) oranı birlikte ele alındığında toplam 122 kullanımın 86 altısını bu iki oran oluşturmaktadır. Diğer oranların hepsinin kullanım miktarı ise sadece 36 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Geri kalan 36 kullanımın dağılımını incelediğimizde; 21 kez (PD/DD) oranı %35 düzeyinde, 13 kere (FD/Satışlar) oranı %21 düzeyinde ve birer kere de Sektöre Özgü Oran ve (PD/NAD) oranı değerlemelerde dikkate alınmıştır. Analizde dikkat çeken diğer bir hususta (PD/DD) oranının sadece tek bir şirket değerlemesinde tekli oran olarak dikkate alınmasıdır.

Tablo 3’de yer alan araştırmanın bulgularına daha kapsamlı bir şekilde Grafik 3’de yer verilmektedir.

**Grafik 2: 2020-2021 Yılı Halka Arz Edilen Şirketlerin Piyasa Yaklaşımı İle Değer Tespitinde Kullanılan Çarpan Gruplarının**



Şirketlerin değerlemesinde kullanılan çarpanların gruplandırmasına ilişkin ulaşılan sonuçlara ise Tablo 4’te yer verilmiştir.

**Tablo 4: 2020-2021 Döneminde Halka Arz Edilen Şirketlerin Piyasa Yaklaşımı İle Değer Tespitinde Kullanılan Çarpan Grupları**

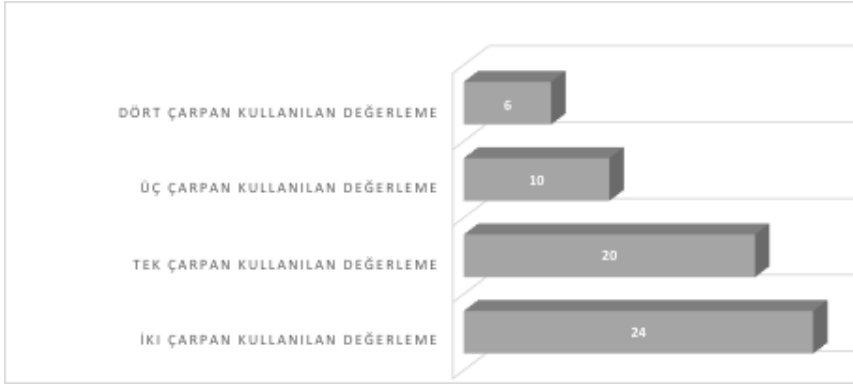
<i>Satır Etiketleri</i>	<i>Say Şirket Adı</i>
<b><i>Tek Çarpan Kullanılan Değerleme</i></b>	<b>20</b>
<i>(FV/FAVÖK)</i>	19
<i>(PD/DD)</i>	1
<b><i>İki Çarpan Kullanılan Değerleme</i></b>	<b>24</b>
<i>(FV/FAVÖK) - (F/K)</i>	12
<i>(F/K) - (PD/DD)</i>	4
<i>(FV/FAVÖK) - (FD/Satışlar)</i>	4
<i>(FV/FAVÖK) - (PD/DD)</i>	2
<i>(PD/DD)/(PD/NAD)</i>	1
<i>(FV/FAVÖK) - (Sektöre Özgü Oran)</i>	1
<b><i>Üç Çarpan Kullanılan Değerleme</i></b>	<b>10</b>
<i>(FV/FAVÖK) - (F/K) - (PD/DD)</i>	7
<i>(FV/FAVÖK) - (F/K) - (FD/Satışlar)</i>	3
<b><i>Dört Çarpan Kullanılan Değerleme</i></b>	<b>6</b>
<i>(FV/FAVÖK) - (F/K) - (PD/DD) - (FD/Satışlar)</i>	6
<b><i>Genel Toplam</i></b>	<b>60</b>



Tablo 4’te yer alan oranların gruplandırılması açısından yapılan analizde en çok ikili gruplandırmalarla şirket değerlemelerinin gerçekleştirildiği tespit edilmiştir. Toplamda 24 şirketin değerlemesinde ikili gruplandırılma yapılmıştır. Bu gruplandırmaların 12 adeti daha önce de bahsedildiği üzere (F/K) ve (FV/FAVÖK) oran gruplandırılmasıdır. 10 şirketin değerlemesinde üçlü gruplama kullanılırken sadece 6 şirketin değerlemesinde dört çarpan birlikte değerlendirilmeye alınmıştır.

Tablo 4’te yer alan araştırmanın bulgularına daha kapsamlı bir şekilde Grafik 3’de yer verilmektedir.

**Grafik 3: 2020-2021 Yılı Halka Arz Edilen Şirketlerin Piyasa Yaklaşımı İle Değer Tespitinde Kullanılan Çarpan Grupları**



2020 ve 2021 yıllarında BİST’de yapılan halka arzların piyasa yaklaşımı ile şirket değer tespitinde kullanılan çarpanlara yönelik yapılan içerik analizinde (FV/FAVÖK) oranının %90 yüzdesi ile en çok tercih edilen oran olduğu ortaya çıkmıştır. Bu oran 19 şirketin değerini tek başına belirlemiş ve 12 şirketin değerini ise (F/K) ile birlikte tespit etmiştir. Bu iki oranda kazanç temelli oran grubunu içerisinde yer almaktadır. Sektöre yönelik oran kullanımı yok denecek kadar az olup, yapılan araştırma kapsamında sadece bir kere kullanıldığı tespit edilmiştir.

## 5. Sonuç

Şirketlerin değerinin tespit edilmesinde varlık temelli, gelir temelli ve göreceli değerlendirme olmak üzere üç değerlendirme yaklaşımı bulunmaktadır. Literatürde tartışmalar genellikle gelir temelli değerlendirme yaklaşımlarına ve özellikle de indirgenmiş nakit akımları değerlemesine odaklanmış olsa da, gerçekte pek çok varlık, göreceli bir temelde değerlendirilmektedir. Bir varlığın değerini; nakit akımı, büyüme ve risk karakteristikleri aracılığıyla tahmin

eden indirgenmiş nakit akımı değerlemesinden farklı olarak göreceli değerlemede varlıklar, benzer varlıkların piyasadaki cari fiyatlarına göre değerlendirilmektedirler (Hitchner, 2011). Farklı ülkelerde farklı akademisyen ve uygulayıcılar tarafından yapılan amprik çalışmalarda göreceli değerlemenin en çok kullanılan değerlendirme yöntemi olduğu ortaya konmuştur. Göreceli değerlendirme kapsamında ise, kazanç tabanlı çarpanlar ön plana çıkmaktadır. Mevcut araştırmalar, güvenilir bir şekilde tanımlandığında karşılaştırılabilir fiyat kazanç çarpanlarının yatırımcılar için değerli bilgiler içerdiğini göstermektedir. Yine bu araştırmalar F/K oranının ve ŞD/FAVÖK oranının şirket değerlemelerinde doğru kullanılması halinde etkili ve hızlı bir değerlendirme yapma yeteneğine sahip olduğunu da ortaya koymuştur.

Bu çalışmada, 2020 ve 2021 yılları arasında BİST’te halka arz edilen 61 adet şirketin fiyat tespit raporları şirket değer tespitinde kullanılan yöntemler açısından içerik analizine tabi tutulmuştur. 61 adet şirketin 60 adetinde Pazar Yaklaşımı olarak da adlandırılan çarpanlar yöntemi şirket değerinin tespitinde kullanıldığı tespit edilmiştir. Pazar yaklaşımını takiben gelir yaklaşımı değer tespitinde 53 kez kullanılmış olup 50 şirketin değer tespitinde bu iki yöntem birlikte kullanılmıştır.

Çarpanlar bazında yapılan 60 adet şirket değerlemesinde (FV/FAVÖK) 54 kez kullanımla bariz bir şekilde öne çıkmıştır. Başka bir ifade ile toplam 61 adet şirket değerlemesinin 54 adetinde FV/FAVÖK oranı %90 düzeyinde kullanılmıştır. Bu kullanımı 32 kez kullanımla F/K oranı %53 ile takip etmiştir. Kazanç tabanlı olan iki oranın kullanım toplamı ise 86 olmuştur. Bütün çarpanların kullanım sayısı 122 olarak kaydedildiğinde kazanç tabanlı çarpanların 86 kez kullanımla net bir şekilde öne çıktığı tespit edilmiştir. İçerik analizinde yine göze çarpan sonuçlardan birisi de, çarpan bazlı şirket değerlemesi kapsamında 20 adet şirketin tek çarpanla değerlendirilmiş olmasıdır. Bunlardan 19 adetinde sadece (FV/FAVÖK) oranı tek oran olarak dikkate alınmıştır. Yine tespit edilen diğer bir hususta sektör bazlı oranların sadece bir şirketin değerlendirilmesinde dikkate alınmasıdır. Araştırma kapsamında ulaşılan sonuçlar daha önce literatürde yapılan araştırmalar ile benzer sonuçları teyit etmektedir.

Çarpanlar bazında şirket değerlendirilmesi sağlamış olduğu bir çok avantaj nedeniyle en çok tercih edilen değerlendirme yöntemidir. Bu avantajların başında kolay kullanımı ve sunumu gelmektedir. Ancak bu kolay kullanımı aynı zamanda kolaylıkla kötüye kullanabilme ihtimalini de içinde barındırmaktadır. Bu nedenle yaklaşımın doğru kullanılması ve özellikle benzer şirket ve oran seçimlerine dikkat edilmesi araştırmanın önerileri arasında yer almaktadır. Bu

araştırma sonucunda bulunan bulgular yatırımcılar açısından da önemli bilgiler içermektedir. Özellikle uzun vadeli yatırım stratejilerinde hisse seçimi yapılırken aynı sektörde yer alan şirketler açısından hisse fiyatlarının düşük veya düşük fiyatlanmış olup olmadığı yine araştırma sonuçları kullanılarak tespit edilemsine olanak sağlayacaktır.

## Kaynakça

- Alford, A. W. (1992). The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method. *Journal of Accounting Research*, 30(1), 94-108.
- Bancel, F. & Mittoo, U. R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Benninga, S. Z. & Sarig, O. H. (1997). *Corporate finance: a valuation approach*. McGraw Hill/Irwin
- Boatsman, J. R. & Baskin, E. F. (1981). Asset Valuation with Incomplete Markets. *The Accounting Review*, 56(1), 38-53
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Capital investment and valuation*. McGraw Hill Professional.
- Bünyamin, E. R., Güneysu, Y. & Ergün, T. (2017) Halka arz olan firmaların hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin karşılaştırmalı analizi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (18), 157-166.
- Chambers, N. (2005) *Firma Değerlemesi*, Avcıol Basımevi
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons
- Damodaran, A. (2010) *The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex business*. FT Press
- Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Küçükkaplan, İ., Başçı, E.S. & Demirgüneş, K. (2006) *Firma Değerlemesi*. Literatür
- Erickson, J.R., Fredman, A.J. & Stickels, P.J. (1988) The Price Sales Ratio: An alternative to the price earnings, *Akron Business and Economic Review*, 19(1) s.94
- Esty, B.C. (2000) What determines comparability when valuing firms with multiples? *Journal of Financial Education*, 2, s.24
- Farrugia, K., Bonello, K., & Baldacchino, P. J. (2019). Corporate valuation models applicable in a small stock market: a Maltese perspective.
- Fazzini, M. (2018). *Business valuation: Theory and practice*. Springer
- Firth, M., Li, Y., & Wang, S. S. (2008). Valuing IPOs using price-earnings multiples disclosed by IPO firms in an emerging capital market. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 11(03), 429-463.

- Gürsoy, C.T. (2007) finansal yönetim ilkeleri. Doğu Üniversitesi,
- Hitchner, J.R. (2011) Financial valuation: application and models. John Wiley & Sons
- Karslı, M. (1989) Sermaye piyasası, borsa, menkul kıymetler. Beta Yayınları
- Kim, M. & Ritter, J. R. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 409-437.
- Leigh, H. (2009) Valuing & Selling A Business. *Shoulder of Giants*,
- Lie, E. & Lie, H. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44-54.
- Meitner, M. (2006). The market approach to comparable company valuation. Springer Science & Business Media.
- Monks, R.A.G. & Lajoux, A.R. (2011) Corporate valuation for portfolio investment, Bloomberg Press
- Moyer, R.C., McGuigan, J.R. & Kretlow, W.J. (1992). Contemporary financial management. West Publishing Co.,
- Öztürk, H. (2009). Şirket değerlemesinin esasları, teorik ve pratik yaklaşımlar. Türkmen
- Pereiro, L.E. (2002). Valuation of companies in emerging markets. John Wiley & Sons
- Pétursson, E. (2016). Relative valuation—accuracy of corporate valuation using multiples. Lund University Publications
- Pinto, J.E., Henry, H.R. & Thomas, R. (2010). Equity asset valuation. John & Wiley
- Reyes, F.B. (1998). Ticker tape; price to sales ratio. *BusinessWorld*, 21 July
- Schreiner, A. (2009). Equity valuation using multiples: an empirical investigation. Springer Science & Business Media
- Sipahi, B., Yanık, S. & Aytürk, Y. (2011). Şirket değerlendirme yaklaşımları. Nobel
- Tabara, N., & Vasiliu, A. (2011). The importance of price earnings ratio in equity valuation on stock exchange market. *acta universitatis danubius. OEconomica*, (3 (3)), 104-120.
- Tevfik, A.T. (2005). Hisse senedi değerlemesi. Literatür
- Ubelhart, M.C. (2010) An economic view of the impact of human capital on firm performance and valuation the valuation handbook: valuation techniques from today's top practitioners (ed. Thomas, R. & Gup, B.E.). John Wiley & Sons