

İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılmalı Analizi

Hakan BİLİR*
İhsan KULALI**

Özet

Göreceli değerlendirme yöntemi, emsal firmaların çeşitli çarpanlar yoluyla karşılaştırılarak varlığın değerinin hesaplanmasında yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. Yöntemde gerçek verilerin kullanılması nedeniyle piyasa değerinin elde edildiği düşünülmektedir. Yöntemin yaygın kullanımının en önemli nedenlerinin başında, kolay anlaşılabilir ve uygulanabilir olması gelmektedir. Bununla birlikte yöntem hem teoriden hem de uygulamadan kaynaklı bazı zayıflıkları da içerisinde barındırmaktadır. Yöntemin; “risk, büyüme ve nakit akışları” gibi temel değişkenleri dikkate almaması ve dayandığı varsayımların açık olmaması gibi konular yöntemin teorisi ile ilgili problemleri yansıtmaktadır. Emsal firmaların yanlış tespit edilmesi, karşılaştırma yapılan finansal oranların yeknesak olmaması, verilerin alındığı finansal tablolarda gerekli düzeltmelerin yapılmaması, karşılaştırma yapılacak çarpanların doğru bir şekilde tespit edilmemesi gibi konuları ise uygulamada yapılan belirli başlı hatalar olarak sıralamak mümkündür. Sonuç olarak yöntemin doğru bir şekilde uygulanabilmesi için tasarımın iyi yapılması gerekmektedir. Bu çalışmada, göreceli değerlemenin aşamalarından olan standart fiyatlara dönüştürülen çarpanların özelliklerine ve yorumlanmasına yer verilecektir. Çarpanlar işletme değeri ve özkaynak olmak üzere iki başlık altında gruplandırılmaktadır. İşletme değeri çarpanları sermaye yapısından etkilenmemesi nedeniyle öne çıkarken, öz kaynak çarpanları daha çok muhasebe verilerine dayanmaktadır. Bütün sektörler için geçerli tek bir çarpanın mevcut olmayışı, çarpanların doğru bir şekilde hesaplanmasını ve yorumlanmasını gerekli kılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Değerleme, göreceli değerlendirme, işletme değeri çarpanları, özkaynak çarpanları, finansal oranlar

JEL Sınıflaması: G32

* Dr., Rekabet Kurumu

** Dr., Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu

Comperative Analysis of Enterprise Value and Equity Multiples

Abstract

Relative valuation is one of most common asset valuation methods via comparison of similar firms. Because of usage of real data, it is thought that market price is obtained by relative valuation. Easy understandability and applicability are two of the most important reasons of its common usage. However, the method contains some disadvantages which are related with both theory and application. Relative valuation does not take care of some fundamental variables such as risk, growth and cash flows as well does not have obvious assumptions. While these problems are related with the theory, selection of wrong comparable firms and financial multiples and non adaptation of some financial data used in the analysis are related with the practice. Consequently, correct design is necessary for proper application. In this article, we try to explain one of the stages of relative valuation characteristics and interpretation of multiples which are standartized prices. Multiples can be divided two group as enterprise and equity. While enterprise multiples are superior because of independency from capital structure, equity multiples are mostly dependent on accounting datas. Nonexistency of one valid multiple for all industries requires proper interpretation and calculation of multiples.

Key Words: Valuation, relative valuation, enterprise value multiples, equity multiples, financial ratios

JEL Classification: G32

1. Giriş

Değerleme sürecinin önemi ve karmaşıklığı, zaman içerisinde farklı yöntemlerin tasarlanmasına neden olmuştur. Söz konusu yöntemlerin öne çıkan yaklaşımlarından göreceli değerlemede (*relative valuation*) varlığın değeri; kazanç, defter değeri, satışlar gibi önemli değişkenlerin göreceli değeri üzerinden tahmin edilmektedir. 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*) değerlendirilip değerlendirmediği analiz edilmektedir. 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 varlığına şu anda ne kadar değer biçtiği hakkında bilgi sağlamaktadır.

Göreceli değerlendirme yöntemi, doğru şekilde uygulanması halinde, nakit akışı tahminlerinin olabilirliği, firmanın ve firmanın rakiplerinin performansındaki uyumsuzlukların açıklanması ve firmanın rakiplerinden daha fazla değer yaratması için stratejik olarak nasıl konumlandırılması gerektiği gibi konulardaki analizlere yardımcı olmaktadır. Firma çarpanlarının endüstriye nazaran neden daha yukarıda ya da aşağıda olduğunun anlaşılmasına yönelik çabalar, sektörde değer yaratan anahtar kavramların anlaşılmasına olanak sağlamaktadır (Koller vd., 2005: 361).

Çarpanların kolay uygulanabilir bir yaklaşım olduğuna yönelik yaklaşımın aksine, iyi tasarlanmış çarpanların çeşitli düzeltmelere ihtiyaç duyduğu bilinmektedir. Dikkatli şekilde tasarlanan çarpan analizi firma ve rakipleri hakkında oldukça değerli bir bakış açısının elde edilmesine olanak sağlarken, çarpanların yanlış tasarlanması ya da uygulanması bu yöntemle yapılan değerlemenin de yanlış olmasına neden olacaktır. Bu çerçevede Çalışmanın amacını; çarpanların özelliklerinin ortaya konulması ve bu özellikleri doğrultusunda nasıl yorumlanması gerektiğinin açıklanması olarak özetlemek mümkündür. Çalışmanın ikinci bölümde göreceli değerlemenin aşamaları hakkında bilgilere yer verilecektir. Üçüncü bölümde ise, çarpanların karşılaştırılması yapılarak, işletme değeri ve öz kaynak çarpanlarının özelliklerine yer verilmiştir.

2. Göreceli Değerleme Yöntemi

1 Eylül 2013 tarihli Milliyet Gazetesi ekonomi sayfasında yer alan haberde BIST 30'da fiyat/kazanç (P/E¹) oranı 2008 finansal krizindeki seviyeye en fazla yaklaşan 10 adet hisseye yer verilmektedir². Haberin devamında ise; *"Geçmiş dönem fiyat/kazanç oranlarına bakıldığında, bir iki puanlık daha düşüşler olabilir. Ancak bu durum söz konusu göstergenin diplerde olduğu tespitini değiştirmedeği gibi riski göze alanlar açısından alım yönlü harekete geçmek için yeterli bir neden de olabilmektedir. Neticede bir süre daha düşüş olsa da temel destek seviyelere gelmiş olması fırsatı kaçırmak istemeyenler için hareket zamanı olarak görülebilmekte."* ifadelerine yer verilmiştir.

¹ Price/earning ratio

² <http://ekonomi.milliyet.com.tr/bankalar-eylul-ayina-dipte-giriyor/ekonomi/detay/1757399/default.htm>

Tablo 1. BIST 30'da P/E oranı 2008 seviyesine en fazla yaklaşan 10 hisse

Hisse Senedi	FED Açıklamalarından Bu Yana Gerçekleşen Düşüş			Zirve ve Dipte P/E Oranları		
	22.08 2013 Fiyatı (TL)	29.09 2013 Fiyatı (TL)	Değişim (%)	22.05. 2013 En Yüksek P/E	01.12. 2008 En Düşük P/E	29.08. 2013 Son Durum P/E
İş Bank C	7,70	4,76	-37,92	9,56	6,14	6,06
YKB	6,20	4,06	-34,52	13,84	7,15	7,96
Akbank	10,45	6,78	-35,12	12,81	6,24	7,45
Koza M.	4,15	3,22	-22,41	11,22	6,34	7,87
Halk B.	21,65	13,00	-39,95	9,79	3,85	5,87
Vakıflar B.	6,97	4,00	-42,65	11,23	3,57	6,02
Turkcell	11,70	10,70	-8,55	12,06	8,08	10,91
Sabancı H.	13,05	8,70	-33,33	12,50	4,67	7,98
Garanti B.	11,25	7,04	-37,42	14,71	5,14	8,75
Asya K.B.	2,17	1,78	-17,97	10,54	4,38	8,60

Kaynak: Milliyet Gazetesi (1 Eylül 2013)

Birçok finansal analist hisse senedi yatırım kararlarına ilişkin tavsiyelerde bulunurlarken, P/E oranı düşük hisse senetlerinin düşük değerlendirilmiş (ucuz) hisse senetleri oldukları şeklindeki yargıya göre hareket etmektedirler (Öztürk, 2007: 278). Yukarıda yer verilen haberde de benzer şekilde, her bir varlığın (hisse senedinin) fiyatı ve fiyatın kazanç oranı, yine varlığın ekonomik açıdan en kötü olduğu döneme ait kendi fiyat ve fiyat/kazanç oranı ile karşılaştırılarak, varlığın (hissenin) değerinin alım yapılabilecek kadar düşük olduğu değerlendirilmesine yer verilmiştir. Bu analiz hisse senedi yatırımcıları için, varlığın (hisse senedinin) zaman içerisinde gösterdiği performansı yansıtmakla birlikte, varlığın neden değerlendirileceğini göstermekten uzaktır. Tablo 1'de yer verilen analizde, hisselerin değerinin geçmişe nazaran oldukça düşük olduğu gözlemlenmektedir. Çarpanlar kullanılarak yapılan göreceli değerlemede ise varlığın (hisse senedinin) değerinin yüksek veya düşük olduğu yönündeki yargıya; varlığın zaman içerisindeki almış olduğu değerlerin karşılaştırılmasından ziyade emsal firmalar ile yapılan karşılaştırmalar neticesinde ve analizin yapıldığı an itibari ile ulaşılmaktadır. Bu anlamda satın alınacak bir evin değerini; "yalnızca içinde bulunulan ekonomik

durumdan ziyade” buna ek olarak aynı civarda ve aynı özelliklere sahip diğer evlerin değeri belirlemektedir. Bu tarz bir değerlendirme, alıcı ve satıcıya gerçek piyasa değeri üzerinden işlemin gerçekleştirildiği hissiyatını (güvenliğini) sağlamaktadır.

Çarpan analizinin önemi; “getiri, faiz oranı ve büyüme” gibi görece elde edilmesi zor ve/veya kötüye kullanılacak verilere duyulan ihtiyacı belirli oranda ve/veya algısal olarak ortadan kaldırmasından kaynaklanmaktadır. Yöntemin diğerlerine göre en büyük avantajı, tarafsız karşılaştırma yapabilmesidir. Yöntem, kimilerince elde edilmesi mümkün olmayan gerçek değere (*intrinsic value*) olan ihtiyacı ortadan kaldırmaktadır (Cohen, 2000: 1).

Anlaşılması kolay bir yöntem olması göreceli değerlemenin hem yatırımcılar hem de analistler tarafından tercih edilmesinde önemli bir 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. Analizde 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). 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 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 düzeltilmesi mümkündür.

Aşağıda, halka açılma çalışmaları yapan sağlık alanına yönelik bir internet şirketi olan “echicago.com”un değerlendirme süreci ele alınmıştır. Firmanın değerlemesi için benzer şirketlerin dikkate alınması yöntemi benimsenmiştir. Bu açılardan sağlık alanında hizmet veren daha önce başarılı bir biçimde halka açılan; “estanford.com” ve “eharvard.com” şirketlerinin verileri kullanılmıştır. Örnekte basitliğin sağlanması açısından, firmaların tamamının borç kullanmadığı ve bu nedenle öz kaynak değeri (*equity value*) ve işletme değerinin (*enterprise value*) eşit olduğu varsayılmaktadır. Bu anlamda çarpanların hesaplanmasında borsa değeri (*market capitalization*) dikkate alınmıştır. Değerler milyon Amerikan Doları olarak ele alınmıştır (Vault, 2005: 44).

Tablo 2. İnternet şirketlerinin finansal bilgilerinin karşılaştırılması

Firma	Borsa Değeri	Satışlar	EBITDA	Kar / Zarar	Satış Çarpanı ³
echicago.com	?	80	20	(10)	?
estanford.com	2.100	70	17	(12)	30
eharvard.com	3.000	75	18	(8)	40

Kaynak: Vault (2005, 44)

Tablo 2’de, halka açılma çalışmaları yerine getirilen *echicago.com* ile aynı sektörde yer alan benzer finansal özelliklere sahip firmaların karşılaştırılmasına yer verilmektedir. Çarpan analizine göre *echicago.com*’un değerinin; “2,4 milyon (30x80) ile 3,2 (40x80) milyon Amerikan Doları” arasında olması beklenmektedir. Ortalama satış çarpanı değeri 35 olarak kabul edilirse, firmanın değerinin yaklaşık 2,8 milyon Amerikan Doları olarak hesaplanabilmesi mümkündür (Vault, 2005: 44).

Yukarıda yer verilen basit örnekten de görüldüğü üzere, göreceli değerlemede çeşitli aşamalar bulunmaktadır. Bunları dört başlık altında sıralamak mümkündür:

Öncelikli olarak karşılaştırma yapılacak emsal firmalar belirlenmelidir. İkinci olarak; “EBITDA⁴ (FAVÖK⁵), EBIT⁶ (FVÖK⁷), P/E

³ Borsa değeri / satışlar (ve/veya işletme değeri / satışlar)

⁴ *Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*

⁵ Faiz, amortisman (itfa) ve vergi öncesi kar

⁶ *Earnings before interest and tax*

⁷ Faiz ve vergi öncesi kar

(F/K⁸)” veya benzeri hangi standart oranlar özelinde karşılaştırma yapılacağına karar verilmeli, üçüncü olarak gerekli olduğu ölçüde oranlarda kullanılan firma mali tablolarından elde edilen verilerde düzeltmeler yapılmalı ve son olarak hedef firmanın oranları ile sektör ortalamaları karşılaştırmaya tabi tutularak varlığın değeri (ve/veya düşük ya da yüksek değerlenip değerlenmediği) belirlenmelidir.

Yöntemde karşılaştırmaya dayalı bir analiz yapılabilmesi için öncelikle, değerlemeye tabi tutulacak hedef firmaya benzer firmaların belirlenmesi 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 farklılıklarının nasıl kontrol edileceği temel soruyu oluşturmaktadır (Damodaran, 2001: 1).

Karşılaştırmaların genellikle aynı sektör içinden yapıldığı görülmekle birlikte alt sektörde yer alan firmalar da zaman zaman kullanılabilir. Bir diğer seçenek, farklı ekonomik çevre etkisini ortadan kaldırmak amacıyla, aynı bölge ya da coğrafi alanı paylaşan firmaların analize dahil edilmesidir. Karşılaştırılabilir firmanın tespit edilebilmesi için hedef şirketin iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Bu açıdan firmanın internet sitesi, yıllık faaliyet raporları, araştırma raporları, yatırımcı sunumları gibi enstrümanlar 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). Emsal firmaların tespiti için çok katı kuralların uygulanması karşılaştırma yapabileceğimiz az sayıda firmanın bulunması ile sonuçlanacağından, tek bir firmanın özel durumu dahi sektör ortalamalarının çok ciddi etkilenmesine neden olabilecektir. Bunun tam tersi ise, karşılaştırılabilir olmayan firmaların analize dahil edilmesidir. Finans teorisi açısından anahtar düşünce ise, karşılaştırılabilir firmaların eşit (benzer) riske sahip oldukları varsayımdır. Karşılaştırılabilir firmaların mevcut olmaması, çarpan analizi kullanılarak değerlendirilemeyeceği anlamına gelmektedir⁹ (Larsen, 2008: 323).

⁸ Fiyat / kazanç (ve/veya fiyat /kar)

⁹ Modern sermaye yapısı teorilerini 1958 yılında yaptıkları çalışma ile başlatan Franco Modigliani ve Merton Miller’e göre, firmanın değeri yalnızca firmanın kazanma gücü ve sahip olduğu işletme riski tarafından belirlenmektedir. Bir başka deyişle firmanın değeri firmanın sahip olduğu varlıkların gelirinə bağlıdır (Brigham 1995, 468). Bu yaklaşıma göre işletmeler risklilik durumlarına göre farklı risk

Göreceli değerlemenin ikinci aşaması, göreceli olarak varlığın değerinin saptanabilmesi için göstergeler temelinde çarpanlara dönüştürülen standart fiyatların bulunmasıdır (Damodaran, 2001: 1). Göreceli değerlemede, mutlak (*absolute*) piyasa fiyatlarının karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle, fiyatların standardize edilmesine ihtiyaç duyulmakta ve bu yüzden fiyat çarpanları yaratılmaktadır¹⁰ (Pomoni 2010, 2). Göreceli değerlemede kullanılan oranların genellikle; “kazanç (*earning*), defter (*book*) değeri, yenileme (*replacement*) değeri, gelir (*revenue*) ve sektörel” başlıkları altında standardize edildiği 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 (P/E) oranı; cari (*trailing*) fiyat/kazanç oranı olabileceği gibi, gelecek yıl için beklenen (*forward*) oran da olabilmektedir.
2. Defter Değeri ve Yenileme Değeri Çarpanları: Bir varlığın piyasa değeri ile muhasebe verileri çerçevesinde elde edilen değerleri arasında çeşitli farklılıklar bulunmaktadır. Muhasebe temelli defter değeri, varlığın elde edildiği andaki orijinal (tarihsel) fiyat ve amortisman gibi çeşitli muhasebe kuralları çerçevesinde belirlenmektedir. Yatırımcılar genellikle, hisse için ödenen fiyat ile varlığın defter değeri arasındaki ilişkiye bakarak, hisselerin az veya çok değerlendirildiği konusunda çıkarımda bulunmaktadır. Fiyat/defter değeri oranı, büyüme gibi faktörler nedeniyle, sektörler göre değişiklik göstermektedir. Söz konusu oran değerlemede, öz kaynak yerine tüm varlıkları kullanılmaktadır. Defter değerinin varlığın

gruplarında ele alınmaktadır. Aynı risk grubundaki işletmelerden net faaliyet gelirleri birbirlerine eşit olanlar aynı sermaye maliyetine ve aynı işletme değerine sahiptirler. Aynı risk grubundaki bir işletme, sermaye yapısını değiştirerek, aynı net faaliyet gelirin sahip bir işletmeye göre işletme değerini artıramaz (Sayılğan, 2008: 274).

¹⁰ Bir firmanın hisse fiyatı; hem öz kaynağın değerinin hem de hisse sayısının bir fonksiyonudur. Örneğin hisselerin 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).

gerçek değerinin yansıtmadığını düşünenler, alternatif olarak yenileme değerini¹¹ 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 kara 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, çeşitli çarpanlar ise sadece bazı sektörler için uygundur. Örneğin 1990'lı yılların sonlarında ortaya çıkan internet şirketleri, negatif kazanç ve önemsenmeyecek gelir ve defter değerine sahip olduklarından, 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

Farklı çarpanlar, farklı şartlarda anlamlı olabilmektedir. Birçok şirket yöneticisi büyüme oranının çarpanların temel belirleyicisi olduğuna inanmaktadır. Gerçekte ise, büyüme oranı ve çarpanların her zaman değişmez bir biçimde paralel gitmesi söz konusu olmayabilmektedir. Büyüme oranının P/E çarpanını yükseltmesi, yatırılan sermayeye sağlıklı geri dönüşlerin mevcut olduğu zamanlar için geçerlidir. Yüksek büyüme oranlarının elde edilmesine yönelik hedefler, yüksek P/E oranından vazgeçilmesi hallerinde de elde edilebilmektedir (Goedhart vd, 2005: 8).

¹¹ Yenileme değeri, değerlemesi yapılan firmanın sahip olduğu varlıkların şimdiki zamanda yenilenmesi halinde varlıklara cari değerleri üzerinden ödenen miktarı ifade etmektedir.

Kazanç (karlılık), defter değeri, gelir ve sektörel olmak üzere standartlaştırılan çarpanlar içerisinde; “fiyat/kazanç oranı (P/E), fiyat/defter değeri oranı, fiyat/net satışlar oranı, işletme değeri/EBIT, işletme değeri/EBITDA, işletme değeri /net satışlar” gibi çarpanların daha yoğun bir biçimde kullanıldığı görülmektedir. Yapılacak değerlemede hangi çarpanların kullanılması gerektiği analiz edilen endüstriye bağlı olarak değişmektedir (Pomoni, 2010: 3). Oranlar aracılığıyla değerlendirme yapabilmek çok sayıda çarpan kullanımını gerektirdiğinden, bir sektör için uygun olan çarpan bir başkası için uygun olmayabilecektir¹² (Larsen, 2008: 322). Örneğin işletme değeri/(EBITDA–Capex¹³) çarpanı genellikle sermaye yoğun sektörlerde kullanılırken, hizmet (danışmanlık) sektörü için uygun değildir (Jindal, 2011: 77).

Göreceli değerlemenin son aşamasında, elde edilen oranlar, firmanın değerinin düşük ya da yüksek olup olmadığını anlamak bakımından karşılaştırmaya tabi tutulmaktadır. 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 EBITDA’sının 50.000 birim ve sektörün medyan işletme değeri/EBITDA çarpanı 10 olarak kabul edilirse, firmanın değeri, EBITDA’nın 10 katı şeklinde 500.000 birim olarak hesaplanacaktır. Firmanın halka açık olması halinde, (ima edilen) hisse başına değerin, 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 hesaplanacaktır. Bu durumda, hissenin piyasa

¹² Üretim firmaları için fiyat /kazanç oranı, büyüyen firmalar için büyüme uyarlanmış fiyat / kazanç oranı, genç ve zarardaki firmalar için gelir çarpanları, altyapı firmaları için işletme değeri/EBITDA, finansal hizmetler için fiyat / defter değeri ve perakendeciler için gelir çarpanlarının yaygın bir biçimde kullanıldığı görülmektedir.

¹³ Yatırım giderlerine karşılık gelmek üzere kullanılan *capex* (*capital expenditure*) kavramı, işletmelerin elde etme ya da inşa etme yoluyla aktiflerine kazandırdıkları binalar, makine ve teçhizat, santraller gibi fiziksel altyapılar (sabit kıymetler) için yapılan harcamaları dikkate almaktadır.

fiyatının 300'ün altında olması halinde, şirketin daha düşük değerlendirildiği, üzerinde olması halinde ise yüksek değerlendirildiği görülecektir (Jindal, 2011: 79).

3. İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılması

Değerleme çarpanları, kısaca, değer ile ilgili olduğu varsayılan göreceli anahtar istatistiklerin piyasa değeri ifadesidir. Değerleme çarpanları, firma değerlemesinin en hızlı yoludur. "İşletme değeri çarpanları" ve "öz kaynak çarpanları" olmak üzere iki temel çarpan grubu bulunmaktadır.

Tablo 3. Çarpanların sınıflandırılması

	İşletme değeri çarpanları	Öz kaynak çarpanları	
Gelir çarpanı	İşletme değeri/EBITDA	Fiyat/Kazanç	Kazanç çarpanı
	İşletme değeri/EBIT	Fiyat/Büyüme	
	İşletme değeri/Net satışlar	Fiyat/Net Satışlar	
Sektörel çarpan	İşletme değeri/Faaliyet verileri ¹⁴	Fiyat/Defter Değeri	Defter değeri çarpanı

Aşağıda, yarı iletken sektöründe faaliyet gösteren ve net borcu 100 milyon \$, yıllık net satışları 180 milyon \$, EBITDA'sı 70 milyon \$ ve karı (kazancı) 40 milyon \$ olan *Wharton Semiconductor* firmasının değerinin; "satışlar, EBITDA ve kazanç" göre belirlendiği örneğe yer verilmektedir. Sektörde yer alan firmalara ait değerlerin aynı zaman dilimine (gelecek 12 ay veya geçmiş mali yıl gibi) ait olduğu varsayılmaktadır (Vault, 2005: 46).

Tablo 4. Yarı iletken sektöründe yer alan firmaların karşılaştırılması

Firma	Borsa Değeri	Satışlar	EBITDA	Kar
Chicago Semiconductor	900	220	115	82
Harvard Semiconductor	700	190	90	60
Kellogg Semiconductor	650	280	68	42

¹⁴ Önemli faaliyet verileri sektörden sektöre değişiklik göstermektedir. Örneğin telekomünikasyon sektörü açısından abone sayıları önemli iken, perakende sektörü açısından mağaza sayısı önem kazanmaktadır.

Stanford Semiconductor	320	150	45	26
Wharton Semiconductor	?	180	70	40
	Satış Çarpanı¹⁵	EBITDA Çarpanı¹⁶	P/E Çarpanı¹⁷	
Chicago Semiconductor	4.1	7.8	11.0	
Harvard Semiconductor	3.7	7.8	11.7	
Kellogg Semiconductor	2.3	9.6	15.5	
Stanford Semiconductor	2.1	7.1	12.3	
ORTALAMA	3.1	8.1	12.6	

Kaynak: Vault (2005, 46)

Tablo 4'te yer alan tüm çarpanların hesaplanmasında basitliğin sağlanması açısından "borsa değeri" dikkate alınmış olmakla birlikte, uygulamada genellikle satış ve EBITDA çarpanlarının elde edilmesinde oranın payında "işletme değeri", P/E çarpanının elde edilmesinde ise oranın payında "fiyat" verisi kullanılmaktadır. Yukarıda yer verilen değerler dikkate alınarak *Wharton Semiconductor*'ın işletme ve öz kaynak değerini aşağıdaki şekilde hesaplamak mümkündür (Vault, 2005: 47):

- Satış çarpanına göre hesaplanan değer:

$$\begin{aligned} \text{İşletme değeri} &= (\text{Satışlar}) \times (\text{ortalama satış çarpanı}) \\ &= 180 \text{ milyon \$} \times (3,1) = 558 \text{ milyon \$} \\ \text{Öz kaynak değeri} &= \text{İşletme değeri} - \text{Net Borç} \\ &= 558 \text{ milyon \$} - 100 \text{ milyon \$} = 458 \text{ milyon \$} \end{aligned}$$

- EBITDA çarpanına göre hesaplanan değer:

$$\begin{aligned} \text{İşletme değeri} &= (\text{EBITDA}) \times (\text{ortalama EBITDA çarpanı}) \\ &= (70 \text{ milyon \$}) \times (8,1) = 565 \text{ milyon \$} \\ \text{Öz kaynak değeri} &= \text{İşletme değeri} - \text{Net Borç} \\ &= 565 \text{ milyon \$} - 100 \text{ milyon \$} = 465 \text{ milyon \$} \end{aligned}$$

¹⁵ Borsa değeri / satışlar (ve/veya işletme değeri / satışlar)

¹⁶ Borsa değeri / EBITDA (ve/veya işletme değeri / EBITDA)

¹⁷ Borsa değeri / kar (ve/veya hisse fiyatı / hisse başına düşen kazanç)

- P/E çarpanına göre hesaplanan değer:
Öz kaynak değeri = (P/E) x (ortalama P/E çarpanı)
= (40 milyon \$) x (12,6) = 505 milyon \$

Bu durumda çarpan analizine göre *Wharton Semiconductor*'ın öz kaynak değeri; 449 milyon \$ ile 505 milyon \$ arasında hesaplanmıştır. *Wharton Semiconductor*'ın işletme değeri ise, öz kaynak değerine 100 milyon \$ net borcun eklenmesi ile 549 milyon \$ ile 605 milyon \$ arasında hesaplanmaktadır. Görüldüğü üzere, işletme değeri çarpanları için borç miktarı dikkate alınırken, öz kaynak değeri için borç dikkate alınmamaktadır.

Yukarıda yer verilen örnekte; 3 ayrı çarpan üzerinden ve işletme değeri ve öz kaynak çarpanları birlikte kullanılarak bir değerlendirme yapılmıştır. Bununla birlikte; "hangi çarpanın kullanılması gerektiği" ve birden fazla çarpanın hesaplanması halinde "farklı çarpanların birbirleri ile çelişen sonuçları önermesi durumunda" hangi çarpanın kullanılması gerektiğine karar verilmesi, çarpan kullanımında dikkate edilmesi gereken önemli konuların başında gelmektedir. Aşağıda yer verilen örnekte, *Best Buy* ve *Circuit City Stores* firmalarının çarpanlarına yer verilmektedir. İşletme değeri çarpanlarına bakıldığında, *Best Buy*'un oranlarının daha iyi olduğu görülmekle birlikte (6,4'e karşın 4.4), öz kaynak çarpanları bakımından *Circuit City Stores* öne çıkmaktadır (13,8'e karşın 22,3). Bu durumda hangi şirketin yüksek veya düşük değerlendirildiği konusuna karar verebilmek önem kazanmaktadır (Goedhart vd, 2005: 8).

Circuit City Stores'a ait olan P/E çarpanının mevcut değerinin anlamlı olmadığı görülmektedir.. Tablo 5'ten firmanın toplam varlık değerinin 2,708 milyar USD olduğu anlaşılmaktadır. Bununla birlikte firmanın mali tablolarına bakıldığında yaklaşık 1 milyar USD'lik nakitin mevcut olduğu görülmektedir. Atıl olarak tutulan nakit yapay olarak P/E oranını artırırken firmaya daha az gelir yaratmaktadır. Nakit miktarının toplam varlıklardan düşülmesi halinde (2,7 milyar – 1 milyar) elde edilen değerlerin fazi ve vergi sonrası kara bölünmesi ile hesaplanan yeni P/E çarpanının değerinin 22.3'den 14.9'a düştüğü görülmektedir (Goedhart vd, 2005: 8).

Tablo 5. Çarpanların karşılaştırılması (\$)

	Hisse Fiyatı (23 Temmuz 2004)	Borsa Değeri (milyon)	Hisse başı kazanç (EPS ¹⁸)		Beklenen çarpan değerleri (2005)	
			2004	2005	EBITDA	P/E ¹⁹
Best Buy	47.11	15,537	2.88	3.41	6.4	13.8
Circuit C.S.	13.58	2,708	0.55	0.61	4.4	22.3

Kaynak: Goedhart vd (2005, 8)

Bu anlamda, göreceli değerlendirme bakımından, hangi çarpanların kullanılması gerektiği, çarpanların hesaplanması sürecinde yapılacak düzeltmeler ile çarpanların özellikleri ve avantaj ve dezavantajlarının bilinmesi önem kazanmaktadır. Koller vd. (2005)'e göre, çarpan kullanımında en iyi uygulama için şu dört aşamanın yerine getirilmesi gerekmektedir (Koller vd, 2005: 366):

- Benzer ROIC (*return on invested capital*) ve büyüme oranı beklentilerine sahip firmalar karşılaştırılmalıdır²⁰.
- Gelecek tahminlerini içeren çarpanlar kullanılmalıdır.
- Sermaye yapısından ve bir defalık kazanç/kayıplardan kaynaklanan problemlerin azaltılabilmesi için işletme değeri çarpanları kullanılmalıdır.
- İşletme değeri çarpanları; "aşırı nakit, faaliyet kiralalamaları, çalışan hisse opsiyonları ve emeklilik giderleri" gibi faaliyet dışı kalemler açısından yeniden düzenlenmelidir.

Bu çerçevede Çalışma'nın kapsamı dikkate alınarak metnin devamında, işletme değeri ve öz kaynak çarpanları, son iki madde doğrultusunda, ayrı ayrı ele alınarak değerlendirilecektir.

¹⁸ Earning per share (hisse başına düşen kazanç) = kar / hisse sayısı

¹⁹ Hisse fiyatı / Hisse başına kazanç

²⁰ Bir işletmenin değeri, temelde yatırılan sermayenin getirisini ifade eden ROIC ve büyümeye bağlıdır. ROIC, NOPLAT (*net operating profit less adjusted tax*) olarak bilinen vergi sonrası faaliyet gelirinin yatırım sermayesine bölünmesi ile elde edilmektedir (Koller vd, 2005: 133).

3.1. İşletme Değeri Çarpanları

İşletme değeri çarpanları, sermaye yapısından (*capital structure*) etkilenmedikleri argümanı nedeniyle pratikte daha geniş uygulama alanı bulmaktadır (Johnson, 2001: 6). İşletme değeri (*enterprise value*), herhangi bir zamanda firmanın gerçek ekonomik değerinin ölçülmesini, bir başka deyişle, firmanın bir başkası tarafından devir alınması durumundaki gerçek bedelini 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. İşletme değeri, firmanın adi, imtiyazlı hisse senetleri ve borçları dikkate alınarak tek bir hissenin ne kadar maliyet ile satın alınabileceğini göstermektedir. Firmanın sahip olduğu nakit ve borçları, ekonomik bir gerçeklik olarak mutlaka hesaplamalarda dikkate alınmalıdır. İşletme değeri, değerlendirme olmaktan ziyade, firmanın teorik fiyatını gösterirken, değerlendirme, firmanın gerçek (cari) fiyatını ifade etmektedir. İşletme değeri hesabında yer alan bütün kalemler, fırsat maliyetinin (*opportunity cost*) dikkate alınabilmesi için defter değeri yerine piyasa değeri üzerinden hesaplanmalıdır. İşletme değeri, farklı sermaye yapısına sahip firmaların karşılaştırılmasında oldukça faydalıdır. Borsa (piyasa) değeri (*market capitalization*) yerine işletme değerinin kullanılması, firmaların sahip olduğu borç ve nakit miktarının dikkate alınmasına olanak sağlaması nedeniyle büyük bir önem taşımaktadır. Örneğin önemli miktarda nakdi ve düşük borcu olan firmaların büyüme, temettü ödeme ve satın alma olanakları daha çok olacaktır. İşletme değeri formülü aşağıdaki gibidir (Jindal, 2011: 74 - 76):

$$\text{İşletme değeri} = [\text{Borsa (piyasa) değeri} + \text{Toplam borçlar} + \text{İştirak payları} + \text{İmtiyazlı hisse}] - [\text{Nakit ve nakit benzerleri}]$$

Formülde yer verilen borsa (piyasa) değeri, firma öz kaynaklarının (sermayesinin) piyasa değerini ifade etmektedir. Firmanın piyasa değeri; hisse senedi fiyatının hisse senedi sayısının çarpımı ile elde edilmektedir. Bu durumda piyasa (borsa değeri); firmanın değerini ifade etmekten ziyade, firmanın her bir hissesi için ne kadar ödenmesi gerektiğini (ne kadar ödenebileceğini) göstermektedir. Formülde yer alan toplam borçlar ifadesi; kısa veya uzun dönem farkı gözetilmeksizin, firmanın faizlerde dahil olmak üzere, bütün yükümlülüklerini ifade etmektedir (Jindal, 2011: 77). Firma borçlarının (yükümlülüklerinin) belirlenmesi aşamasında faiz işletilmeyen ve/veya tek defalık ödemelerinde dikkate alınması gerekmektedir. Hissedarlara yapılacak bonus tarzı ödemeler bu duruma bir örnek teşkil

etmektedir. Bunun yanısıra firmanın mali tablolarında, muhasebe kurallarının verdiği izin çerçevesinde yer almamakla birlikte, menkulleştirilen alacaklar veya kiralama borcu gibi yükümlülük niteliği arz eden kalemlerinde dikkate alınması gerekmektedir (Johnson, 2001: 16).

İştirak payları (*noncontrolling interest*), işletme değerinin tüm sermaye sağlayıcıları dikkate alması nedeniyle, formüle eklenmektedir. Bu açıdan örneğin firmanın %80'ine sahip olduğu iştirakinin başka hissedarlara ait kalan %20 payının değeri de hesaplamalara dahil edilmelidir. İşletmenin satın alınması durumunda kasadaki mevcut nakit ve nakit benzerleri, satın alma fiyatını (bedelini) düşürmektedir. Bu nedenle işletme değerinin hesaplanmasında nakit ve nakit benzerlerinin bulunan değerden çıkarılması gerekmektedir. Örneğin firmalar eşit borsa (piyasa) değerine sahip olmakla birlikte, farklı borç ve nakit tutarına sahip olabilmektedir. Bu durumda, her ne kadar firmaların borsa değerleri eşit olsa da satın alma maliyetleri farklılaşmaktadır. Örneğin 250 birime satın alınan ve 250 birim borcu bulunan firmanın gerçek satın alma fiyatı (değeri) 500 birim iken, 500 birime satın alınan ancak 250 birim nakite sahip firmanın gerçek satın alma fiyatı (değeri) 250 birime düşmektedir (Jindal, 2011: 76). Genellikle gelir yaratan ancak faaliyetler ile ilgili olmayan varlıkların (*redundant-nonoperating assets*), işletme değerinin hesaplanmasında göz ardı edilmesi gerektiği kabul edilmektedir. Bununla birlikte zaman zaman söz konusu varlıklar nakit benzeri bir nitelik arz etmektedir. Hissedarlardan (*due from shareholder*) alacaklar bu duruma bir örnek teşkil etmektedir. Bu durumda firmanın borçlanma kanalını kullanan hissedarın yaratmış olduğu faaliyet dışı varlığın muhasebe tekniği açısından yerine getirilmesi ile oluşacak nakitin hesaplamalarda dikkate alınması gerekmektedir (Johnson, 2001: 21).

İşletme değeri çarpanlarının payında yer alan "işletme değerinin" hesaplanması sonrasında, çarpanın paydasında yer alacak değerlerin belirlenmesine ihtiyaç bulunmaktadır. En yaygın biçimde kullanılan işletme değeri çarpanlarının, gelirin bir fonksiyonu olan "EBITDA (ve/veya EBITA²¹)" ve "EBIT" olarak ifade edilmesi mümkündür. Bununla birlikte "net satışlar" ve "sektörel verilerin" de uygulamada sıklıkla tercih edildikleri görülmektedir.

²¹ *Earnings before interest, tax and amortization*. Bu metinde ayrıca irdelenmemekle birlikte, EBITA çarpanı EBITDA çarpanının yaygın bir alternatifi olarak kullanılmaktadır. Her iki kavram arasındaki farklılık için bkz. (Koller vd, 2005: 373-374).

İşletme değeri/EBITDA çarpanı, kullanım için sıklıkla tercih edilen bir çarpan olarak öne çıkmaktadır. EBITDA faaliyet nakit akışlarını gösterirken, işletme değeri/EBITDA çarpanı, alıcının firmaya ödeyeceği bedelin, firmanın nakit akışlarına olan yakınlığını göstermektedir. İşletme değeri/EBITDA çarpanı, amortismanın yatırım harcamalarının bir oranı olması nedeniyle, firmanın sermaye yoğunluğundan etkilenmektedir. Diğer herşey eşitken, sermaye yoğun bir firmanın işletme değeri/EBITDA çarpanı küçük olacaktır. Çarpan, farklı firmaların farklı amortismanlardan kaynaklanabilecek sakıncaları bertaraf etmektedir. EBITDA analistler için, faiz giderini kapsamadığı için sermaye yapısından etkilenmeyen en önemli karlılık göstergelerinin başında gelmektedir. (Jindal, 2011: 78).

İşletme değeri/EBITDA rasyosu, sermaye yapısından meydana gelecek bir değişimden kaynaklanabilecek manipülasyonlara daha az yatkın olması nedeniyle, yaygın bir biçimde kullanılan P/E özkaynak çarpanının en önemli alternatiflerindedir. İşletme değerinin hem borç hem de öz kaynağı içermesi ve EBITDA'nın yatırımcıların elde edebileceği karı işaret etmesi, bu çarpan üzerinde sermaye yapısında meydana gelecek değişimin sistematik bir etkisinin olamayacağını göstermektedir. Yalnızca sermaye maliyetini düşüren bir değişim daha yüksek bir çarpana neden olabilecek iken, işletme değeri/EBITDA çarpanının, ROIC ve büyüme oranına bağlı olduğu gözden kaçırılmamalıdır (Goedhart vd, 2005: 10).

$$\text{İşletme değeri / EBITDA} = (1 - t) \times [1 - (g/\text{ROIC})] / (\text{WACC} - g)$$

Yukarıda yer verilen formülden, işletme değeri/EBITDA çarpanını; "işletmenin büyüme oranı (g), vergi oranı (t), yatırım sermayesinin getirisi (ROIC) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (WACC²²)" belirlediği

²² AOSM (WACC) = $w_d k_d (1 - t) + w_{ce} k_{ce} + w_{ps} k_{ps}$

WACC (*weighted average cost of capital*) olarak da bilinen AOSM yöntemine ilişkin formül yukarıdaki 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. Sermaye maliyeti, yatırımcının fonlarının kullanılmasını temin eden getiriyi ifade etmektedir. Söz konusu fonlar borçlanma yoluyla elde edilmiş iseler, fon maliyeti kreditorlere 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 kreditorlerden daha yüksek olduğunu söylemek

görülmektedir. Çoğu zaman aynı sektörde yer alan firmaların operasyonel risklerine ve benzer vergi politikalarına sahip olmaları nedeniyle, benzer ortalama vergi oranlarına ve sermaye maliyetlerine sahip olduklarını söylemek mümkündür. Bununla birlikte söz konusu benzerlik, aynı sektör içerisinde dahi oldukça farklılaşabilen, ROIC ve büyüme oranı için geçerli değildir. Bu nedenle aynı sektör içerisinde yer alan firmaların dahi geçerli nedenler ile oldukça farklı çarpanlara sahip olabildikleri görülmektedir. Büyüyen bir firmanın, işletme değeri/EBITDA çarpanı ancak ROIC'in sermaye maliyetinden yüksek olduğu durumlarda artmaktadır (Koller vd, 2005: 364-365).

En popüler çarpan olarak öne çıkan işletme değeri/EBITDA çarpanının iki temel noksan bulunmaktadır. Öncelikle çarpan, firmanın faaliyetlerine devam etmesi için gerekli sermaye harcamalarını (*capex*) göz ardı etmektedir. Bu durum özellikle sermaye yoğun işletmeler bakımından önemli bir noksan olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna ek olarak çarpan, firmanın faaliyetlerinin önemli bir parçasını oluşturan ertelenmiş maliyetlerin (*deferred cost*) amortismanını dikkate almamaktadır. Bu durumun en önemli örneklerinden birisi ürün geliştirme maliyetlerinin muhasebeleştirilmesinde görülen farklılıklardır. Özellikle muhasebeleştirilmesinde belirli bir standart olmayan maliyetler bakımından karşılaştırmalarda problemler yaşanmaktadır. EBITDA çarpanlarının kullanımı esnasında dikkate alınması gereken bir diğer nokta sabit varlıkların durumudur. Birçok işletme sabit varlıklarını almak yerine kiralamaktadır. Kiralama giderlerinin sermaye ve/veya faaliyet gideri olarak kabul edilmesi yönündeki muhasebe tekniği farklılıkları çarpanın bu durumdan etkilenmesine neden olmaktadır (Johnson, 2001: 7).

İşletme değeri/EBITDA çarpanı için geçerli olan sermaye harcamaları ve ertelenmiş giderlerin amortismanına yönelik dezavantajların,

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 (Fabozzi ve Drake, 2009: 397 – 398).

işletme değeri/EBIT çarpanında belirli ölçülerde elimine edildiği görülmektedir. Bununla birlikte çarpanın, gelecek beklenen nakit yaratma becerisinden daha çok tarihsel maliyetlere dayalı olduğu görülmektedir. Bu durumda, devam eden sermaye harcamaları gereksinimini hesaba katan “işletme değeri/(EBITDA- *Capex*) çarpanının daha tercih edilebilir olduğu görülmektedir. Buna ek olarak, muhasebe tekniği açısından aktifleştirilen ürün geliştirme maliyeti gibi giderlerin, artan işletme sermayesi gereklilikleri gibi, indirilmesi uygun olacaktır. Artan işletme sermayesi gereksinimi, özellikle, alacaklar, stoklar gibi ilgili kalemlerde meydana gelen artışlardan kaynaklanan gelir büyümesi ile ilgilidir (Johnson, 2001: 8).

Hem EBITDA hem de EBIT çarpanları, vergi öncesi durumu hesaplamaktadır. Ancak ideal olan vergi sonrası gelecek nakit akışlarının temel alınmasıdır. Vergi öncesi nakit akışlarının dönüştürebilmesi mümkün olmakla birlikte, gelecek dönem vergi oranlarının sabit olmaması nedeniyle, dönüştürme işlemlerinin tek düze bir biçimde gerçekleştirilmesi her zaman mümkün olmamaktadır (Johnson, 2001: 8).

Varlık getirisi (*return on asset*) veya öz kaynak getirisi (*return on equity*) gibi geleneksel oranlar faaliyetler ve sermaye yapısının etkisini kaynaştırırken, çarpan analizinin belirleyici faktörü olan faaliyet performansının ise ROIC, büyüme ve serbest nakit akışlarına (*free cash flow*)²³ dayandığı görülmektedir. Muhasebe prensiplerinin de, faaliyet ve faaliyet dışı kalemleri kaynaştırması, işletmelerin finansal tablolarında bazı düzeltmelerin yapılmasını gerekli kılmaktadır. Bu durum bize, sermaye yapısından ve faaliyet dışı kalemlerden bağımsız olan, ROIC ve serbest nakit akışları ile hesaplama yapma olanağı sağlamaktadır. Bu nedenle piyasa temelli işletme değeri, aşırı nakit ve operasyonel kiralamalar gibi faaliyet dışı kalemler bakımından yeniden düzenlenmelidir. Her ne kadar raporlanan EBITA, faaliyet dışı kalemlerden bağımsız olmakla birlikte, operasyonel kiralamalardan kaynaklanan faiz giderini içerisinde barındırmaktadır. Bu açıdan finansal tabloların yeniden organize edilmesinde sıklıkla düzeltmeye konu olan başlıkları; “aşırı nakit ve diğer faaliyet dışı kalemler, operasyonel kiralamalar, çalışan hisse opsiyonları (*employee stock option*) ve emeklilik harcamaları (*pension*)” olarak sıralamak mümkündür (Koller vd, 2005: 371). Bu anlamda çarpanların hesaplanması

²³ Serbest nakit akışları, dönem karından ilgili dönem vergisinin ve ilgili dönemdeki yatırım harcamaları tutarının çıkarılması, ilgili dönem amortisman giderlerinin de eklenmesi ile bulunan tutardır. Nakit akışlarının serbest olarak nitelendirilmesi, sermaye koyanlara “serbestçe” ödenebilecek tutarı gösteriyor olmasından kaynaklanmaktadır (Sayılğan, 2008: 285).

oldukça kolayken çarpanların doğru şekilde hesaplanması önemli bir zaman ve çaba gerektirmektedir. EBITA aşırı nakitten kaynaklanan faiz gelirini dikkate almadığı için, işletme değerinin hesaplanmasında da aşırı nakit değerlendirme dışında bırakılmalıdır. Bu durum Tablo 5'te yer verilen örnekte gösterilmektedir. Benzer durum bir defalık faaliyet ile ilgisi olmayan gelirler içinde geçerlidir. Dikkat edilmesi gereken bir diğer konu ise faaliyet ile ilgili olan kiralama işlemleridir. Önemli faaliyet kiralama, işletme değerini ve dolayısıyla EBITA değerini yapay bir biçimde düşürmektedir. Burada, kiralama kaynaklı borçlanma, faiz gideri olduğu gerekçesi ile hesaplamalarda dikkate alınmamaktadır. Her ne kadar her iki etki de aynı yönde olmakla birlikte, büyüklükler farklılaşmaktadır. Bu açıdan işletme değeri çarpanlarının hesaplanması esnasında, kiralanan varlıkların değeri borçların ve varlıkların piyasa değerinin hesabında dikkate alınmalı iken, maliyetlerde faiz gideri olarak EBITA hesabında dikkate alınmalıdır. (Goedhart vd, 2005: 10).

Gelire dayalı işletme değeri çarpanları, halka açık finansal bilgilerin hem alıcı hem de sağlayıcı tarafından elde edilebilir olduğu açık piyasa işlemlerinde (*open market transaction*) yaygın bir biçimde kullanılmaktadır (Johnson, 2001: 6). İşletme değeri çarpanlarının EBITDA ve EBIT dışında yaygın bir biçimde kullanılan diğer oranları; "net satışlar" ve "sektörel göstergeler" kullanılarak elde edilmektedir.

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 (EBITDA) 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 EBIT değeri ise %30 EBIT marjına sahip olabilmektedir (Jindal, 2011). Çarpan analizi aracılığı yapılan değerlendirmelerde kullanılan genel oranlar; satışlar, brüt kar, kazanç ve defter

değeri iken, sektöre özgü çarpanlarında çeşitli alanlarda genel olanlara göre daha uygun olduğu gözlemlenmektedir. Fast-food zincirleri için restoran başına, perakendeciler için metrekare başına fiyat bu duruma örnek olarak verilebilir (Larsen, 2008: 323).

Tablo 6. Bazı endüstriler için önerilen sektörel çarpanlar

Sektör	Önerilen Çarpan	Sektör	Önerilen Çarpan
Sağlık	İşletmeDeğeri/Yatak sayısı	Havacılık	İşletmeDeğeri/Uçak sayısı
Turizm	İşletmeDeğeri/Oda sayısı	Havacılık	İşletmeDeğeri/Yolcu sayısı
Perakende	İşletmeDeğeri/Metrekare	Çimento	İşletmeDeğeri/Ton
Telekom	İşletmeDeğeri/Abone sayısı	Görsel Medya	İşletmeDeğeri/ Ekran sayısı
Bilgi Teknolojileri	İşletmeDeğeri/Çalışan sayısı	Yazılı Medya	İşletmeDeğeri/ Abone sayısı
Demir Çelik	İşletmeDeğeri/Ton	Petrol, Doğalgaz	İşletmeDeğeri/ Varil

Kaynak:Finaticsonline.com

ABD’de 1990’ların sonlarında yetersiz satış hacmi ve negatif kar açıklayan çok sayıda internet temelli teknoloji firması halka açılma girişiminde bulunmuştur. Potansiyel pazar büyüklüğü, karlılık ve gerekli sermaye gibi konulardaki büyük belirsizlikler söz konusu genç firmaların değerlemesinde sıkıntılara neden olmuştur. Özellikle karlılığın negatif olması, finansal verilerin değerlendirme bakımından kullanışsız olmasına yol açmıştır (Koller vd, 2005: 378). Her ne kadar potansiyel pazar gelişimi ve karlılık konusunda belirsizlik büyük ve satış miktarları düşük olmasına rağmen, zarar eden yeni firmalar bakımından finansal olmayan çarpanların kullanılması analizlere yardımcı olmaktadır. Finansal olmayan çarpanlar; işletme değerinin; “internet sitesinin tıklanma sayısı, abone sayısı gibi” göstergelere bölünmesi ile elde edilmektedir. Söz konusu çarpanlar ancak, finansal çarpanlardan daha iyi tahminlere olanak sağlaması halinde kullanılmalıdır. Firmanın, ziyaretçi sayısı veya abone sayısını kar ve nakit akışına dönüştüremediği durumlarda anlamsız olacak finansal olmayan çarpanların yerine ise mutlaka finansal çarpanlar kullanılmalıdır. Diğer bütün çarpanlarda olduğu gibi, finansal olmayan çarpanlarda göreceli değeri göstermektedir. Bu durumda bütün bir sektörü etkileyen ekonomik

durumlar, finansal olmayan çarpanlar içinde geçerliliğini korumaktadır (Goedhart vd, 2005: 11).

3.2. Öz kaynak Çarpanları

Öz kaynak çarpanları, işletme öz kaynaklarının kazanç (vergi gideri sonrası, vergi öncesi veya vergi sonrası net gelir) veya defter değeri temelinde ölçülmesine olanak sağlamaktadır. Öz kaynak çarpanları, işletmenin sermaye yapısından etkilendiği algısı nedeniyle işletme değeri çarpanlarından daha az kullanışlı olmakla birlikte, kurumsal satın almalar ya da piyasa paydaşları için gerekli olan “*hurdle rate*²⁴” konusunda bazı çıkarımlar sağlamaktadır. Bu çerçevede, hissedarlar için elde edilebilir nakit akışlarına karşı firmanın öz kaynaklarının piyasa değerinin ölçülmesi uygun olmaktadır. İlgili çarpanların hesaplanmasında muhasebesel kazançlar; “sermaye harcamaları, amortisman, gelir vergisi” gibi kalemler açısından düzeltilmelidir. Buna ek olarak, faiz dışı borç tutarının yansıtılabilmesi için faiz gideri indirimi de düzeltilmelidir (Johnson, 2001: 9).

Öz kaynak çarpanları özellikle fiyat ve kazanç verileri üzerinde şekillenmektedir. Hisse başına kazanç, fiyatın kazanç oranı (P/E), son dönem, cari yıl ya da gelecek yıla ilişkin beklenen kazanç ve fiyat/kazanc oranları öz kaynak çarpanları içerisinde en sıklıkla başvurulan ve popüler finansal kavramları ifade etmektedir (Sehgal ve Pandey, 2010: 89-90).

Göreceli değerlendirilmede kullanımı en yaygın oranlardan birisi, hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse başına kara bölünmesi ile bulunan fiyat/kazanc (P/E) oranıdır. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda sıkça kullanılan P/E oranı, piyasa analistleri ve potansiyel yatırımcılar için firmanın 1 TL.’lik vergi sonrası hisse başına karına karşılık piyasadaki değerinin ne olması gerektiği konusunda önemli bir işaret olarak kabul edilmektedir. Bir başka ifadeyle bu oran, hisse senedi için ödenen bedelin hisse başına kazancın kaç kat olduğunu açıklamaktadır (Öztürk, 2007: 276).

Temettü indirgeme modeline göre²⁵; P/E oranını temelde üç değişken etkilemekte olup, bunlar (1) kar pay dağıtım oranı (D/E); (2) beklenen getiri oran (k) ve (3) kar paylarında beklenen büyüme oran (g) dir. Bu bağlamda, diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, kar payı dağıtım oranı ve beklenen büyüme oranı ne kadar yüksek olursa P/E oranı o kadar yüksek olmaktadır. Buna karşın, beklenen getiri oranı ne kadar yüksek olursa, P/E oranı da o kadar düşük olmaktadır. Pratikte, yatırımcıların

²⁴ Bir proje ya da yatırımdan beklenen minimum getiri oranı

²⁵ $P/E=(D/E)/(k-g)$

birçoğu sezgisel olarak P/E oranı yüksek olan firmaların hisse senetlerini yüksek büyüme beklentisi çerçevesinde değerlendirmekte ve bu senetlere daha fazla yatırım yapma eğilimi göstermektedirler. Konuya ilişkin ampirik çalışmalar incelendiğinde, P/E oranını etkileyen temel değişkenlerin risk ve büyüme olduğu görülmektedir (Öztürk, 2007: 277).

P/E oranı, banka ve aracı kurumlardaki piyasa analistleri ve yatırımcılar tarafından şirketlerin ve endüstri kollarının potansiyel karlılıklarını karşılaştırmak için yaygın olarak kullanılmaktadır. Türkiye’de P/E oranı aracı kurumlar ve bankalar tarafından en çok kullanılan değerlendirme yöntemidir. Hesaplanmasının kolay olması, hesaplamasında gerçek verilerin kullanılması ve kar eden tüm firmalara uygulanabilmesi P/E oranının avantajlar olarak belirtilebilir (Öztürk, 2007: 276). Bununla birlikte en sıklıkla kullanılan öz kaynak çarpanı konumundaki P/E oranının iki temel noksanlığı bulunmaktadır. Bunlardan ilki çarpanın sermaye yapısından etkilenmesidir. Bu anlamda tamamen öz kaynak ile finanse edilen borçsuz firmaların P/E oranı, borçlu firmalara göre daha yüksek çıkmaktadır. Bu durumda firmaların borçlarında değişime giderek yapay bir biçimde P/E oranını yükseltebileceği görülmektedir. İkinci konu ise, net gelirin (kazancın), faaliyet dışı gelir ve/veya gider sonrasında hesaplanmasıdır. Bu durumda P/E çarpanının faaliyet ile ilgili olmayan tek seferlik kalemlerden etkilenmesi söz konusu olmaktadır. Örneğin 2002 yılında AOL Time Warner yaklaşık 100 milyar Amerikan Doları tutarındaki şerefiye ve maddi olmayan varlıklarını bilançosundan temizlemiştir. Şirketin her ne kadar EBITA değeri 6.4 milyar Amerikan Doları büyüklüğünde olmasına rağmen, 98 milyar Amerikan Doları zarar ve dolayısıyla negatif kazanç açıklanması nedeniyle P/E çarpanı anlamsız hale gelmiştir. Bu çerçevede, faaliyet ile ilgili olmayan tek seferlik işlemlerin hesaplamalarda düzeltilmesi gerekmektedir (Koller vd, 2005: 369-370).

Fiyat/kazanç oranı, hisse başına beklenen büyüme oranına bölünerek; büyüme uyarlanmış fiyat kazanç oranı (*growth-adjusted PE ratio* - PEG) elde edilmektedir. (Damodaran 2001, 17). PEG oranı farklı büyüme oranlarına sahip firmaların emsal olarak değerlendirilebilmesine olanak sağlamaktadır. Bu açıdan emsal firmaların yer aldığı gruplar yaşam döngüsünün farklı aşamalarında yer alan rakipleri içinde barındırabilmektedir. Geleneksel olarak PEG oranı; (P/E) oranının kişi başı

kazançtaki beklenen büyüme bölünmesi ile elde edilmektedir²⁶ (Koller vd, 2005: 376).

PEG oranı geleneksel çarpanlara nazaran, firmalar arasında değişen beklenen büyüme oranlarının dikkate alınması nedeniyle daha esnek olmakla birlikte, bir takım sakıncaları da içerisinde barındırmaktadır. Örneğin büyüme oranının, bir yıl, iki yıl, uzun dönem gibi ne kadar bir zamanı kapsayacağına ilişkin bir standart bulunmadığı gibi, göreceli değerlendirme analizi büyüme ve çarpanlar arasında lineer bir ilişki bulunduğunu varsaydığından, sıfır büyüme durumunda değerinde sıfır çıkması olanak dahilindedir. Tipik bir uygulama olarak, düşük büyüme oranına sahip bir firmanın, sektörün PEG rasyosuna göre düşük değerlendirildiğini ifade etmek mümkündür (Goedhart vd, 2005: 11).

Bir diğer öz kaynak çarpanı olan; fiyat/defter değeri çarpanının, muhasebe kuralları ve tarihsel maliyetlere dayanması nedeniyle varlığın gerçek değerini ölçemediğine yönelik bir kanı söz konusu olduğundan, alternatif olarak fiyat/yenileme değeri çarpanının kullanılması önerilmektedir (Sehgal ve Pandey, 2010: 89-90). Firmanın net defter değerine dayalı olarak elde edilen çarpanları muhasebe kurallarından olumsuz olarak etkilenmektedir. Bununla birlikte, öz kaynak/net maddi varlıklar çarpanı anlamlı çıkarımları göz önüne sermektedir. Net maddi varlıkların belirlenmesi, firmanın net defter değerinin, varlık ve yükümlüklerinin, piyasa değerini yansıtabilmesi nedeniyle uyarlanmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, şerefiye ve ertelenmiş giderler benzeri maddi olmayan varlıklar çıkartılarak, gayrimenkuller ve patent gibi tanımlanabilir maddi olmayan varlıkların piyasa değerlerinin tahmin edilmesi gerekmektedir. Öz kaynak/maddi varlık çarpanı, alıcıların ödemek istediği ekonomik şerefiyenin miktarını göstermektedir (Johnson, 2001: 9).

Bazı çarpanların hesaplanması belirli durumlar bakımından önem kazanmaktadır. Varlığın ne kadar bir gelir yarattığını ölçmek bakımından dikkate alınan fiyat/satışlar çarpanının kullanımı (Sehgal ve Pandey, 2010: 89-90) oldukça sınırlıdır. Oran, işletme değeri/EBITA çarpanında olduğu gibi karşılaştırılabilir firmaların benzer büyüme oranına, yatırımın geri dönüşüne ve operasyonel faaliyet kar marjına sahip olduğunu varsaymaktadır (Goedhart vd, 2005: 11).

²⁶ PEG oranının bir diğer formülasyonunda ise $PEG = 100 \times (\text{İşletme değeri çarpanı} / \text{Beklenen EBITA büyüme oranı})$ na eşittir (Koller vd., 2005: 376).

Özetlemek gerekirse, özkaynak çarpanları bakımından; mevcut varlığın (hisse senedi fiyatlarının) doğru, az veya aşırı değerlendirilmiş olup olmadığını belirlemede yatırımcılar genellikle fiyat/kazanç veya piyasa değeri/defter değeri gibi muhasebe tabanlı karşılaştırmalara güvenmektedirler. Diğer koşullar aynı kalmak koşuluyla, tarihsel olarak yüksek fiyat/kazanç ve piyasa/ defter değeri oranları yatırımcılara hisse senedi piyasasının potansiyel olarak aşırı değerlendirildiğini göstermektedir. Kısacası, fiyat/kazanç oranı piyasa değerlemelerinin uygunluğu için geniş olarak kabul edilen bir ölçü olarak görülmektedir (Aydemir vd, 2012: 280)

4. Sonuç

Bir varlığın değerinin hesaplanmasında kullanılan çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Bunların içerisinde varlığın gelecekte yaratacağı nakit akışlarının şimdiki değerinin hesaplanması genellikle öne çıkan yöntem olarak değerlendirilmekle birlikte bu yöntemin çok sayıda varsayım gerektirmesi uygulanmasını güçleştirmektedir. Göreceli değerlendirme bu noktada, daha kolay uygulama olanağı nedeniyle öne çıkan bir yöntemdir. Çarpan analizi olarak da adlandırılan bu yöntemin çok yaygın bir kullanımı olduğu bilinmektedir. Yöntemde gerçek verilerin kullanılması nedeniyle elde edilen değer piyasa yansıttığı algısı yaygın kullanımın en önemli nedenidir. Sonuçları yorumlamanın kolay olması da yöntemi öne çıkartmaktadır. Bununla birlikte söz konusu algıya rağmen, yöntemin doğru bir şekilde uygulanabilmesi için analizin uygun bir biçimde tasarlanması gerekmektedir. Karşılaştırma yapılacak emsal firmaların seçimi en önemli konulardan bir tanesidir. Bir diğer önemli konu ise; hangi çarpanların kullanılması ve çarpanların hesaplanması esasında mali tablolardan alınan verilerde nasıl düzeltmeler yapılması gerektiğinin belirlenmesidir. Bu açıdan çarpanların özelliklerinin bilinmesi ve hangi sektörler bakımından hangi çarpanın daha sağlıklı sonuçlar vereceğinin anlaşılması büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, göreceli değerlemenin önemli aşamalarında birisi olan, standart fiyatlar biçimine dönüştürülen çarpanlar üzerinde durulmuştur. Bu çerçevede, işletme değeri ve özkaynak olmak üzere başlıca iki başlık altında gruplandırılan çarpanlardan öne çıkanlarının temel özelliklerine yer verilmiştir. Çarpanların kullanımı kadar doğru bir biçimde kullanımı değerlemenin sonuçlarını kaçınılmaz bir biçimde etkilemektedir. Bu açıdan çarpanların doğru bir şekilde hesaplanması ve yorumlanması büyük önem taşımaktadır.

Tam bir fikir birliği bulunmamakla birlikte, akademik yazında ulaşılan genel kanaat, analistler tarafından yaygın bir biçimde kullanılan fiyat/kazanç oranının da içerisinde yer aldığı öz kaynak çarpanlarının,

kaldıraçtan (borçtan) etkilenmesi nedeniyle, farklı firmaları sermaye yapısından bağımsız olarak karşılaştıran işletme değeri çarpanlarının daha iyi sonuçlar verdiği yönündedir. Yüksek derecede borçlu bir firmanın fiyat/kazanç oranının, sermayenin beklenen getirisinin daha yüksek olması nedeniyle genellikle daha yüksek olması ve işletme değeri çarpanlarının, muhasebe teknikleri ile ilgili farklılıklardan da daha az etkilenmiş olması bu argümanın temel öngörüleridir.

Bununla birlikte tek bir çarpanın tüm sektörler için uygulanabilir olduğunu söylemek mümkün değildir. Çarpan analizinin değerlendirme fonksiyonu yanında firmayı ve firmanın rakiplerini bir başka deyişle firmanın içerisinde yer aldığı sektörü bir bütün olarak ele alıyor olması stratejik yönetime büyük fayda sağlamaktadır. Bu nedenle; yöntemin daha iyi anlaşılabilmesi ve uygulanmasına yönelik çabaların yaygınlaştırılmasında büyük önem olduğunu düşünülmektedir.

Kaynakça

- Aktaş Z. (2013), "Bankalar Eylül Ayına Dipte Giriyor", Ekonomi Servisi, Milliyet
<http://ekonomi.milliyet.com.tr/bankalar-eylul-ayinadiptegiriyor/ekonomi/detay/1757399/default.htm>
- Aydemir O., Ögel S. ve Demirtaş, G. (2012), "Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü", Yönetim ve Ekonomi, Cilt: 19, Sayı: 2, Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F., Manisa.
- Aydın, Y. (2012), "Firma Değerleme Yöntemleri", Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:1, Sayı:1, Mart.
- Brigham E. F. (1995), Fundamentals of Financial Management, Seventh Edition, The Dryden Press.
- Cohen, R. D (2000), "An Objective Approach to Relative Valuation" SSB Citi Asset Management Group, Working Paper, UK.
- Damodaran, A. (2001), "The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies", Chapter 8, FT Press.
<http://www.ucema.edu.ar/u/jd/Inversiones/Libros/LibroA/ch8N.pdf>
- Fabozzi F. J. ve Drake P. P. (2009), Capital Markets, Financial Management and Investment Management, John Wiley & Sons Inc, New Jersey.

- Goedhart M., Koller, T. ve Wessels, D (2005), "The Right Role for Multiples in Valuation", McKinsey on Finance.
- Johnson, H.E. (2001), "The Conundrums of Comparable Company Multiples", Canadian Institute of Chartered Accountants.
- Jindal, T. (2011), "Relative Valuation", The Chartered Accountant, December.
http://220.227.161.86/25041cajournal_dec2011_17.pdf
- Kelecioğlu A. M. (2011), "Yenilenebilir Enerji Yatırımları ile İştigel Eden Firmaların Devralma ve Birleřme ile İlgili Yaşadığı Sorunlar ve Çözüm Önerileri",
makelecioğlu.com/sitebuilder/MAK/ye3.pdf
- Koller, T., Goedhart M. ve Wessels, D (2005), Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies, Fourt Edition, McKinsey & Company.
- Larsen, G. A. (2008), "Applied Equity Valuation: Relative Valuation Method", Handbook of Finance, Chapter 30, John Wiley & Sons, Inc.
- Öztürk, B. M. (2007), "Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Değişkenler Üzerine İMKB'de Ampirik Bir Uygulama", Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Erciyes Üniversitesi, Sayı: 23, Yıl: 2007/2, 275-284.
- Pomoni, C. (2010), "Valuation Methods: Discounting Cash Flows vs. Relative Valuation",
<http://voices.yahoo.com/valuation-methods-discounting-cash-flows-vs-relative-6973876.html>
- Sayılğan Güven (2008), İşletme Finansmanı, Güncelleřtirilmiř 3. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Sehgal Sanjay ve Pandey Asheesh (2010), "Equity Valuation Using Price Multiples: Evidence From India", Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, Volume 6, No. 1, 89- 108.
- Vault (2005), "Valuation Techniques", Vault Guide to Finance Interviews, Vault Inc.