

İŞLETMELERDE ŞİRKET DEĞERLEMESİ-2

Serdar ÖZEN (*)

- GİRİŞ

Vergi Raporu Dergisi'nin 98. sayısında yayımlanan yazımızın birinci bölümünde işletmelerde şirket değerinin tespit edilmesi için uygulanacak yöntemler ve bu yöntemde kullanılacak standartlar ve uygulama güçlükleri açıklanmaya çalışılmış ve şirket değerlendirme kavramının önemi her şirket ve her ülke için tek bir değer hesaplama yönteminin geliştirilmesinin güç olduğu ortaya konulmuştur.

Bu bölümde ise işletmelerde şirket değerini etkileyen unsurlar ekonomik faktörler, finansal faktörler, teknik faktörler ve çevresel faktörler başlıkları altında değerlendirilerek gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde firma değerlendirme metodları arasındaki farklılıklar açıklanacaktır.

2.7. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler

Şirket değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Ancak, finans yazınında bu faktörleri detaylı olarak ele alıp sistematik bir şekilde sınıf-

landırma yapan bir çalışma bulunmamaktadır. Genel olarak, bir şirketin değeri; karlılığına, gelecekteki yatırım yeteneğine, riskine ve risksiz yatırım araçlarına göre getirisine bağlıdır. Bu nedenle, bazı firmalar defter değerine göre çok yüksek fiyatla satılırken, bazıları düşük fiyata satılmaktadır. Ticaretin küreselleşmesi ve uluslararası mali piyasaların transformasyonu şirketlerin karşılaştığı riskleri dramatik bir şekilde değiştirmektedir. Bugün, şirketlerin maliyet, gelir, rekabet durumu gibi parametreleri küresel şirketler ile olan etkileşiminden önemli ölçüde etkilenmektedir. Bu durumdan, döviz kuru, mal fiyatları ve hisse fiyatları etkilenmektedir. Bu risklerin anlaşılması ve analiz edilmesi doğru karar almaya katkıda bulunacaktır.

Diğer taraftan, bir şirket ile ilgili yeni hiçbir bilgi kamu oyuna ifşa olmasa bile, o şirketin değeri piyasadaki gelişmelere bağlı olarak, yani faiz oranı veya enflasyon ile ilgili beklentilerden etkilenir. Bu nedenle, şirket değerlemesi faaliyette bulunulan sektörde başarı ve başarısızlığı belirleyen faktörlerin anlaşılmasını gerekli kılmaktadır. Sektörle ilgili bilgiler şirket değerlemesinde daha iyi sonuçlar vermektedir.

* Vergi Denetmeni

Şirket değerine etki eden faktörleri üç ana başlık altında toplamak olanaklıdır. Bu faktörler ekonomik, finansal, teknik ve çevre faktörleri olup herbiri aşağıda incelenmiştir.

2.7.1. Ekonomik Faktörler¹

Değişen makro ekonomik koşullar şirketin gelirini, neticede şirketin hisse senetlerinin fiyatlarını da etkilemektedir. Şirketin mevcut veya gelecekteki gelirini artıran ekonomik bir olay, hisse senedinin fiyatını da artırır. Şirketi olumsuz etkileyen bir olay ise şirketin hisse senedinin fiyatını azaltır. Genel bir ifade olarak, ekonomik faaliyetlerdeki artış şirketlerin gelirlerini, dolayısıyla net değerlerini artıracığından şirketlerin hisse senetlerinin getirileri ile reel ekonomik faaliyetler arasında pozitif bir ilişki beklenmelidir. Diğer taraftan, finans yazınında makro ekonomik değişkenlerin hisse senetleri fiyatlarına etkisi konusunda gerek ampirik gerekse teorik çalışmalar yapılmış, ancak çalışmaların bulguları birbiri ile çelişkilidir. Hisse senedi piyasası genel ekonomik konjonktür içinde en çok parasal hareketlere ve parasal değişimlere karşı duyarlıdır. Faiz oranlarında önemli bir artış hisse senedine olan talebi düşürebilir. Tersine bir gelişme ise, hisse senedine olan talebi artırabilir. Özellikle tahvil ve vadeli mevduat faizlerindeki artış veya azalış hisse senedi fiyatlarını etkiler.

Diğer taraftan tedavüldeki para miktarı, hisse senetleri fiyatlarını olumlu yönde etkiler. Tedavüle toplu miktarda para çıkarılması menkul kıymet borsalarında hisse fiyatlarını ve işlem hacmini yükseltir.

Genel ekonomik konjonktürde durgunluk ve düşme görüldüğü dönemlerde tahvil ve hisse senetlerinin de fiyatları düşer. Yatırımcılar böyle

zamanlarda paniğe kapılıp elindeki kıymetleri paraya çevirmek ister. Genel konjonktür iç ve dış ekonomik olaylar ile politik olay ve faktörlerden etkilenir. Bir hükümet bunalımı, dış gelişmeler, savaş hali, enflasyonun artması, enflasyona karşı alınan sert parasal önlemler, özelleştirme söylentileri, işsizlik oranının artması, halka açılmaların sıklığı, ihale faizlerinin değişmesi gibi durumlar genel ekonomik konjonktür üzerinde olumsuz etki yapmakla birlikte sonsuza kadar devam etmez ve bir süre sonra normal piyasa şartları devam eder.

Buradan hareketle, makro ekonomik faktörlerden para arzı, ekonomik faaliyetler, bütçe açığı, enflasyon, vergi oranı, faiz oranı, döviz kuru gibi faktörler aşağıda ayrı ayrı ele alınmış ve incelenmiştir.

2.7.1.1. Para Arzı

Para arzının hisse senedi fiyatını etkilediği, hatta bu konudaki genel kanı, para arzındaki artışların hisse senedi fiyatlarında artışa neden olacağıdır. Para arzındaki artış öncelikle finansal piyasaları etkileyecektir. Para arzındaki artış yüksek ise, kredi olarak verilebilecek para miktarındaki fazlalıktan dolayı piyasa faiz oranları düşecektir. Ayrıca, para arzındaki artış şirketlerin faaliyetlerinde artış ve ekonomik büyümeye neden olarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı rol oynayacaktır. Diğer taraftan, para arzındaki yüksek artış enflasyona neden olarak faiz oranlarını artıracaktır. Bu da sonuçta belli bir süre sonunda faize dayalı finansal araçlara talebin artmasıyla hisse fiyatlarına olumsuz etki yapabilecektir.

2.7.1.2. Ekonomik Faaliyetler

Finans yazınında ekonomik faaliyetler ile hisse senetleri arasında pozitif bir ilişki olduğu belir-

¹ Mustafa Gözen, a.g.t. s.,57

tilmektedir. Ekonomik faaliyetlerin bir ölçüsü olan Gayri Safi Milli Hasıla arttığında, genel ekonomide üretim artışından dolayı şirketlerin beklenen nakit akımlarında ve neticede şirket değerlerinde artma beklenmelidir.

2.7.1.3. Bütçe Açığı

Bütçe açığı olan ülkelerde genellikle devlet bu açığı kapatmak için ya hazine bonosu ya da devlet tahvili çıkarmakta, bu da piyasada reel faiz oranının artmasına neden olmaktadır. Devletin bütçe açığını kapatmak için para basma yolunu seçmesi ise enflasyon beklentisinin, dolayısıyla enflasyon oranının artmasına neden olmaktadır.

Bütçe açığı olan ülkelerde devlet finansman ihtiyacını piyasadaki borçlanma yolu ile karşılar ve bu şekilde devlet piyasada yüksek miktarda fon toplayarak şirketlerin kullanımına hazır fonların miktarında azalmaya neden olur. Bütçe dengesinin muhafaza edilememesi sonucunda enflasyonda dalgalanmalar olur. Yüksek enflasyon şirketlerin nakit akımında ve indirgeme oranının tahmininde belirsizliklere neden olur. İndirgeme oranının tahmininde enflasyon beklentisi de yer almaktadır. Bütçe açığı enflasyon beklentisini artırıcı etki yapar. Bütçe açığının genel ekonomik durumu ve hisse senetleri getirilerini olumsuz etkilemesine rağmen bazen bütçe açığındaki artış, reel ekonomik faaliyetleri canlandırarak hisse senetleri getirilerini olumlu etkilemektedir.

2.7.1.4. Enflasyon

Enflasyon ile hisse senetleri getirileri arasındaki ilişkinin gerek Fischer hipotezi gerekse genel ekonomik ilişkiler çerçevesinde pozitif olması beklenmelidir. Çünkü hisse senetlerinin reel varlıkları temsil ettiği ve reel varlıkların da nominal fiyat düzeyindeki değişimlerden reel olarak etkilenmediği dikkate alınırsa, hisse senetleri fi-

yatlarının enflasyona paralel olarak artması gerekir. Fakat bu beklentinin aksine, yapılan ampirik çalışmaların hemen hemen tamamında negatif ilişki bulunmuştur. Diğer taraftan, enflasyonun, şirket finansal kaldıracı üzerine etkisi finans yazınındaki ana konulardan biri olmuştur. Enflasyon genelde şirketleri daha fazla kredi kullanmaya teşvik etmektedir. Çünkü kredinin reel maliyeti enflasyonist dönemlerde azalmaktadır.

Enflasyonun hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisi halen uzlaşmaya varılamamış bir konudur. Ancak, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde, enflasyonun etkisi analizlerde dikkate alınmalıdır. Enflasyonun şirket değerine etkisi değerlemede kullanılacak yöntem ve değerlemeye konu şirketin faaliyet alanına bağlı olarak değişir.

2.7.1.5. Vergi Oranı

Vergi oranı ne olursa olsun şirket toplam değeri değişmez ve sabittir. Ancak, vergi oranındaki artış şirket hissedarlarının değerini azaltıcı, şirketin devlete olan katkı değerini artırıcı yönde etki yapar. Bu şekildeki bir işlem bölüşüm olayıdır.

2.7.1.6. Faiz Oranı

Faiz oranları ile hisse senetleri getirileri arasındaki ilişki, indirgenmiş nakit akımları modeli ve menkul kıymet yatırımları arasındaki ikame etkisi dolayısıyla negatif olarak belirlenmektedir.

Faiz oranının etkisi bir şirketin sermaye yapısı ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki ile de açıklanabilir. Sabit, değişken faiz oranları, kısa, orta, uzun vadeli borçlanmalar, kredi veya hisse senedi şeklinde finansman temini şirketin değerini de belirlemektedir. Faiz oranlarındaki artış, yatırımcıları hisse senedinden para piyasası araçlarına yönlendirerek, hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Diğer taraftan, yüksek faiz oranları şirketlerin finansman maliyetlerini artırarak, şirketlerin karlılıklarını düşürebilir. Faiz

oranının dönem karı üzerinde de etkisi büyük olmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklikler yatırım malları ve tüketici ürünleri olmak üzere talepte azalmaya neden olabilir. Bu da şirketlerin nakit akımlarının azalması ile sonuçlanabilir.

2.7.1.7. Döviz Kuru

Genel ekonomide, dövizin, hisse senetlerine önemli bir alternatif yatırım aracı olması durumunda, bu iki yatırım aracı arasındaki ilişki negatif olarak belirlenmektedir. Aksi takdirde, döviz kuru şirketin yurtdışından satın aldığı veya yurtdışına sattığı mal veya hizmetlerde, para birimleri arasındaki ilişki ile ilgilidir. Başka bir deyişle, şirketlerin döviz kurları karşısındaki ihracat, ithalat, yabancı para varlıkları vb. pozisyonlarına göre pozitif veya negatif olarak gerçekleşebilir. Bu bağlamda, aşırı değerlenmiş bir döviz kuru, o ülkenin rekabet gücünü olumsuz etkiler ve ihracatını azaltır aksi durumda aşırı değer kaybetmiş bir döviz kuru, ülkenin rekabet gücünü ve ihracatını artırır. Bu şekilde döviz kurundaki olumlu hareketlilik ihracata dayalı şirketlerin nakit akımında artış oluşturabilir.

Özetlemek gerekirse, döviz kuru, ihracatçı ve ithalatçı şirketler ile ithal mal ve hizmetler ile rekabet etmek durumundaki yerli şirketlerin nakit akımını ve neticede şirket değerini pozitif veya negatif yönde etkileyecektir. Ayrıca, yurtdışında doğrudan yatırımları bulunan ve/veya yurtdışındaki ortak girişim şirketlerine ortak olan şirketlerin mali yıl sonunda bu yatırımları konsolide edildiğinde, döviz kuruna bağlı olarak daha az veya daha yüksek değerde kayıtlara geçebileceklerdir. Şirket değerinin ne yönde etkilendiği büyük ölçüde şirketin maruz kaldığı döviz kuru riskinin derecesi ile ilişkilidir.

2.7.2. Finansal Faktörler²

2.7.2.1. Sermaye Yapısı

Finans yazınında şirketlerin sermaye yapısı üzerinde yapılan teorik çalışmalar çok uzun bir geçmişe sahiptir. Halen sermaye yapısını belirleyen faktörler üzerinde tam anlamı ile uzlaşma sağlanılmış değildir. Bir şirketin sermaye yapısındaki değişikliğin sermaye maliyetini ve şirketin değerini etkileyip etkilemeyeceği konusunda farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlar 1) Net gelir yaklaşımı, 2) Net faaliyet geliri yaklaşımı, 3) Geleneksel yaklaşım ve 4) Modigliani ve Miller yaklaşımıdır. Bu yaklaşımlar özet olarak aşağıda incelenmiştir.

2.7.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşım, bir şirketin değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünü dikkate alan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, bir şirketin sermaye yapısı değiştirilerek, o şirketin piyasa değerinin yükseltilmesi, sermaye maliyetinin düşürülmesi olanağı vardır.

Net gelir yaklaşımında iki varsayım söz konusudur. Bunlar; 1) öz sermaye maliyetinin borç maliyetinden yüksek ve 2) öz sermaye ve yabancı kaynak kapitalizasyon oranının sabit olduğudur.

Bir şirketin kapitalizasyon oranı (i_0);

$$i_0 = NI_0 / V_t \text{ şeklinde yazılabilir. (5)}$$

(5) no'lu formülde, i_0 kapitalizasyon oranına, NI_0 net faaliyet gelirin ve V_t şirket toplam değerine karşılık gelmektedir. (5) no'lu formül kullanılarak şirket değerini veren formül ise,

$$V_t = (NI_0 / i_0) = (I_f / I_b) + (R / I_c) \text{ olur. (6)}$$

² Mustafa Gözen, a.g.t., s.64

(6) no'lu formülde, i_b borç verenlerin gelir akışlarının kapitalizasyon oranına, i_c şirket ortaklarının gelir akışlarının kapitalizasyon oranına, i ; faizlere ve R şirket ortaklarınca kullanılabilir geliri-ne karşılık gelmektedir. Başka bir deyişle, $NI_0 - I_j = R'$ dir.

$i_c > i_b$ olduğu varsayıldığında, şirket borç kullanımını artırarak ortalama sermaye maliyetini azaltıp şirket değerini artırabilecektir. Ancak, bu yaklaşımlardaki varsayımların geçerliliği tartışılmaktadır. Sürekli borçlanma yoluyla şirket değerinin, sonuçta şirketin likidite riski de artacaktır.

2.7.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımında, şirketin net faaliyet gelirinin, sabit bir kapitalizasyon oranı (i_0) ile kapitalize edilmesi şirketin piyasa değerini vermektedir. Söz konusu yaklaşımda şirket için kapitalizasyon oranı tüm sermaye yapıları için sabit varsayılmaktadır. Bu varsayımın doğal sonucu olarak da, bir şirketin sermaye yapısındaki değişmelerin, şirketin piyasa değeri ve ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olmayacağı savunulmaktadır. Bu yaklaşıma göre şirket değeri,

$$V_t = NI_0 / i_0 \text{ olur. (7)}$$

Bu yaklaşımda, borç/öz sermaye oranı arttıkça, öz sermaye maliyetinin artacağı kabul edilmektedir. Özetle, bu yaklaşımda, sermaye yapısını değiştirmekle şirketin değerini artırmak olanaklı olmamaktadır.

2.7.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Bu yaklaşıma göre, bir şirket için optimum sermaye yapısı vardır ve şirket kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir ve piyasa değerini artırabilir. Ayrıca bu yaklaşımda, bir şirketin finansman riski arttıkça öz sermaye maliyetinin yükseleceği öngörülmekte, ancak belirli bir noktaya kadar yabancı kaynak kullanıl-

masının ortalama sermaye maliyetini düşürücü etkisinin, öz sermaye maliyetinin yükselişi ile giderilemeyeceği kabul edilmektedir. Başka bir deyişle, bu yaklaşıma göre, şirketin borçları arttıkça öz sermaye maliyeti yükselse bile, borçlanma, belirli bir noktaya değin, şirketin ortalama sermaye maliyetini aşağıya çekici bir etki yapmaktadır.

2.7.2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Finans yazınında sermaye yapısı teorisinin temel niteliğini taşıyan çalışma, 1958 yılında Franco Modigliani ve Merton Miller tarafından yapılmıştır. Daha sonra bir takım değişikliklere uğrayan bu çalışmada, iflas maliyetleri ve faizin vergi yararlarının bulunmadığı varsayımı altında, şirketin piyasa değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu savunulmaktadır.

Duran tarafından 1963 yılında yapılan çalışma ile bazı varsayımları eleştirilen bu çalışmadan sonra Modigliani ve Miller ilk çalışmalarında bazı düzeltmeler yaparak borçlanma miktarı arttıkça borçlanmanın yarattığı ek vergi yararlarının azaldığını ortaya koymuş ve borçlanmanın yarattığı vergi tasarrufuna rağmen firmanın borç oranını mümkün olan en üst düzeye çıkartmamasını şirketlerin kullanılmayan borç rezervi bulundurma eğilimine bağlamışlardır.

Merton 1977 yılında yaptığı bir çalışmada, farklı kişisel vergilendirmenin bulunduğu ortamda, borcun marjinal kişisel vergi dezavantajları ile şirketlerin arz ayarlamaları birleştiğinde, söz konusu bu borcun kurumlar vergisi yararını sileceğini ve piyasa fiyatlarını bir dengeye getirerek borçlanmanın şirket değerine etkisini yok edeceğini savunmuştur. Miller'a göre tahvil gelirlerine uygulanan vergi oranı ile hisse senedi gelirlerine uygulanan vergi oranı eşit olduğunda hissedarların şirketin borçlanması nedeniyle sağladığı kazanç borcun piyasa değeri ile kurumlar vergisi

oranının çarpımına eşittir. Eğer hisse gelirleri borcun faiz gelirlerinden daha düşük oranda vergilendiriliyorsa hissedarların şirketin borçlanmasından kaynaklanan kazançları yukarıda belirtilen değerin altında olacaktır. Bunun nedeni, tahvil sahiplerinin faiz gelirlerinin yüksek vergilendirilmesinden doğan kaybı gidermek için tahvilin vergi öncesi getirisinin vergi dezavantajını karşılayacak şekilde artmasını istemeleridir.

Aksi durumda, tahvil satın almak istemeyeceklerdir. Bu durumda borç ile finansmanın hissedarlara sağlayacağı kazanç kişisel vergi oranları ile kurumlar vergisi oranı arasındaki ilişkiye bağlı olarak kaybolabilecek ve hatta zarara dönüşebilecektir. Miller'in 1977 yılında yayınladığı bu makalesi çeşitli eleştirilere neden olmuştur. Konuya ilişkin farklı yaklaşımlar içeren çalışmalarında De Angelo ve Masulis şirketlerde vergi avantajı sağlayan amortisman ve yatırım indirimi gibi unsurların gözardı edilmesinin Miller'in söz konusu çalışmasının eksikliği olduğunu vurgulamışlardır. Buna göre amortisman ve yatırım indirimi gibi etkenlerin varlığı şirketin vergi avantajının kısmen kullanılmasına neden olacak, dolayısıyla borçlanmanın düzeyi vergi koruması sağlayan bu faktörlerle ters yönde değişecektir. Modigliani ve Miller elektrik şirketleri üzerinde yaptıkları diğer bir çalışmada şirketin değeri ile borcun vergi yararları arasında önemli ve aynı yönde bir ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Benzer bulguları olan bir diğer çalışmada, vergi yararları sağlayan amortisman ve satılan mallar maliyeti gibi tarihi maliyetleri yansıtan kalemlerin enflasyon arttıkça nominal gelirleri yükselteceği ve yatırımların vergi yararlarının reel değerinin azalacağı gösterilmiştir.

Borcun artması halinde yatırımcılar borcun vergi yararını riskli kabul edecekler ve bu nedenle borcun şirket değeri üzerinde etkisi sınırlı bir

düzeyde olacaktır. Ayrıca, sermaye ve borç kazançlarının vergilendirme oranları farklı olduğunda farklı portföy oluşturan yatırımcı grupları oluşacaktır.

Özetle, Modigliani ve Miller şirketin toplam değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve şirketin değerini artırmanın, ancak nakit akımını artırmak ile olanaklı olacağını ortaya koymuşlardır. Şirketin faaliyetlerinin kredi veya öz sermaye ile finanse edilmesi sadece şirketin toplam değerinin şirkete finansman sağlayanlar arasında nasıl paylaşılacağına etki ettiğini vurgulamışlardır.

2.7.2.2. Fiyat

Şirketin ürettiği ve satın aldığı mal ve hizmetlerin fiyatları şirketin nakit akımını etkileyen bir faktördür. Şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki artış şirket nakit akımını artırır. Aynı şekilde, satın alınan mal ve hizmetler için ödenen fiyatların azalması da nakit akımında artış sağlar. Serbest piyasa koşullarında satış fiyatlarındaki artış nakit akımında belli bir dereceden sonra olumsuz etki yaparak azalmaya neden olabilir. Şirketin satış geliri fiyat yanında miktarın da bir fonksiyonudur. Fiyat ve miktar arasındaki ilişki nakit akımını belirler. Dolayısıyla, fiyat ile şirket değeri arasındaki ilişki şirketlerin faaliyette bulunduğu piyasanın yapısına doğrudan bağlıdır.

2.7.2.3. Pazar Payı

Şirketin pazar payının artması nakit akımında artma yanında, faaliyette bulunulan piyasanın durumuna bağlı olarak azalma da oluşturabilir. Şirketin satış geliri pazar payı yanında satış fiyatının da bir fonksiyonudur. Satış fiyatı ile birlikte satış miktarındaki artış şirketin nakit akımını artırır.

2.7.2.4. Şirket Sahipliği

Şirket sahipliği ile şirket değeri arasındaki ilişki şirket hakkında farklı derecede bilgiye sahip

olma ile açıklanabilir. Şirket sahipleri şirket ile ilgili daha fazla miktarda ve doğru bilgilere sahiptirler. Bu nedenle, şirket sahipleri açısından biçilen değer ile üçüncü taraflarca biçilen değerler birbirinden farklı olacaktır. Şirket sahipleri ile üçüncü tarafların şirket ile ilgili sahip oldukları bilgiler arasındaki farkın azalması ile biçilen değerlerde birbirine yakınlacaktır.

2.7.2.5. Hedging

Hedging son yıllarda şirket yönetiminin gündeminden hiç düşmeyen bir konu olmuştur. Hedging finans yazınında yeni bir kavram olmayıp, sadece son yıllarda işlem hacmi çok artmıştır. İşlem hacmi ile birlikte hedging işleminin amacı ve bu amaç ile pazara sunulan ürün çeşitlerinde de artış gözlenmektedir. Şirketlerin risk yönetiminde swap, futures, opsiyon gibi finansal türev ürünler etkili araçlar olması yanında, şirketlere yeni riskler de getirmektedir. Hedging'in şirket değeri üzerindeki etkisi halen tartışılan bir konudur. Çoğu şirketin hedging'i şirketin değerini artırmak için değil, risk yönetimi amacı ile kullanıldığı görülmektedir. Hedging ile şirket değeri arasındaki ilişki Modigliani ve Miller'in teorisine göre şu şekilde ifade edilebilir. Modigliani ve Miller'in teorisine göre, etkin piyasa varsayımı altında, herhangi bir şirketin değeri, o şirketin faaliyetlerinden ve yatırımlarından sağlanacağından, şirketin toplam değeri yatırımların nasıl finanse edildiğinden bağımsızdır. Başka bir deyişle, şirketin toplam değeri sermaye yapısından bağımsızdır. Dolayısıyla, gerek finansman türü gerekse finansal risklerin niteliği şirket değerine etki etmeyeceğinden, bunların yönetimi de bir anlam ifade etmeyecektir. Diğer taraftan, hedging işleminin bir maliyeti olduğundan, şirketin değeri hedging maliyeti kadar azalacaktır. Modigliani ve Miller, finansal risklerin şirket yönetimince değil yatırımcı tarafından yönetilmesi gerektiğini ve

bu amaçla, yatırımcının yatırımlarını portföy çerçevesinde farklılaştırılabileceğini belirtmişlerdir.

Ancak, Modigliani ve Miller'in teorisi tam rekabet piyasası koşullarında geçerlidir. Tam rekabet piyasası koşullarından birinin sağlanmaması durumunda, Modigliani ve Miller'in teorisi geçerli olmayacak ve sermaye yapısına bağlı olarak şirket toplam değerinde değişme görülebilecektir.

Diğer taraftan, şirketlerin planladığı yatırım programı için elinde yeterli nakit akımını teminat altına almak için hedging yapması gerekmektedir. Böylece, şirketler sermaye ve para piyasalarındaki olumsuzluklar karşısında planladığı yatırım programını devam ettirmek için elinde yeterli miktarda nakit akımı bulunacaktır.

Risk yönetimi yanında hedging ayrıca sermaye maliyetini düşürmek için de kullanılmaktadır. Şirketler borçlarını tahvil, opsiyon veya futures'dan oluşan melez bir borç yapısına ulaşılarak sermaye maliyetlerini azaltıcı önlemler almaktadırlar. Finans yazınında hedging işlemlerinin şirket değerini artırdığına ilişkin bir çalışma yoktur. Ancak, Rao ve Edmunds hedging'in uygun yönetildiği takdirde, şirket değerini artırabileceğini, yanlış hedging uygulamalarının ise şirket değerini azaltabileceğini belirtmişler ve hedging'in etkin kontrolü amacıyla Microsoft Excel ortamında bir yazılım geliştirmişlerdir. Buna rağmen, hedging ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi anlamak için detaylı çalışmaların yapılması gerekmektedir. Ancak, şirketlerin gelecekte ne tür riskler ile karşı kalabilir ve piyasada bu risklere karşı finansal araçlar varsa hedging şirketlerin büyük ölçüde nakit akımlarında kayıp olmamasına katkı yapacaktır.

Finansal türev ürünler şirket yönetiminde etkin ve etkili bir araç haline gelmiştir. Finansal türev ürünler şirketin karşı karşıya olduğu risklerin

dengelenmesi için yararlı bir araçtır. Bu araçlar yardımı ile şirket rekabet avantajı kazanabilir. Uygun şekilde yönetilen risk daha düşük kredi maliyetine, net karda daha az dalgalanmaya ve şirket değerinde artışa neden olabilir.

2.7.2.6. Amortisman

Amortisman şirket nakit akımında sadece ödenecek verginin miktarı açısından etkide bulunmaktadır. Şirket ayrılan amortisman miktarına bağlı olarak farklı miktarlarda vergi ödeme yükümlülüğü altına girer. Amortisman miktarındaki artış şirketin daha az miktarda vergi ödemesi ile şirket hissedarları için nakit akımının artmasına neden olur. Bu bakımdan, ilk üretim yıllarında fazla miktarda amortisman ayrılması hissedarlar açısından şirket değerini artırıcı yönde etki yapar. Ancak, mutlak etkinin belirlenmesi için zaman boyutunda amortisman ayrılması ile şirket değerinin değişiminin analiz edilmesi gerekmektedir.

2.7.2.7. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (Insider Trading)

İçeriden öğrenenlerin ticareti şirket çalışanlarının kamuoyuna açıklanmamış bilgileri önceden öğrenip kullanmalarıdır. Borsada yatırım yapan diğer kişilere göre ahlaki olmayan bir şekilde avantaj elde edilerek yapılan bir ticaret şeklidir. Kamuoyunun bilmediği bilgilere sahip olarak diğer yatırımcılara göre önceden işlem yapma fırsatı elde eden şirket çalışanlarının çalıştığı şirketin hisseleri üzerinde işlem yapması iş ahlaki açısından uygun karşılanmamaktadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti şirket hisse senetlerinin fiyatlarında artışa neden olmaktadır. Bu ahlaki olmayan davranış açığa çıktıktan sonra şirketin hisse senetlerinin fiyatlarında düşüş görülmektedir.

2.7.2.8. Temettü Politikası

Firmaya açık yatırım fırsatları, seçenek sermaye kaynakları ve hissedarların gelecekteki gelire karşılık bugünkü gelir tercihleri gibi bazı faktörler temettü politikasını etkiler.³ Temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin yaklaşımlar incelendiğinde, bu konuda bir görüş birliğinin olmadığı, yüksek miktarda temettü dağıtımının şirket değerini olumlu etkileyeceğini savunan taraflar olduğu gibi, olumsuz etkileyeceğini veya temettü politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunan tarafların da bulunduğu görülmektedir.

2.7.2.8.1. Temettü politikasının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunanların görüşleri

Bu görüşün en önemli savunucuları Merton Miller ve Franco Modigliani (MM) tarafından ortaya atılan bu görüşe göre; temettü politikalarının ne şirket değeri üzerinde, ne de sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi olmayacağı öne sürülmektedir. Bu görüş iki temel varsayım üzerine kurulmuştur. Bunlardan birincisi yatırım kararlarının ve borç/öz kaynak oranının daha önceden ve izlenen temettü politikasından bağımsız olarak belirlenmiş olmasıdır. Diğer ise, etkin işleyen bir piyasanın varlığının kabul edilmesidir. MM'nin görüşüne göre şirket yatırımlarının ve borç/öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim temettü için, bir birimlik ihraç gerekecektir. Bunun sonucunda şirket hisse senedi sayısı fazlalaşmakta ve eski yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetlerinin değeri de aynı tutarda azalmaktadır. Ancak, eski yatırımcıların ellerindeki hisse senedi değerine, elde ettikleri temettü tutarı eklendiğinde, ellerinde bulunan

³ Eugene Brigham, Fundamentals of Financial Management, 6th ed. Chicago, Dryden Press, 1992, Türkçesi Çevirenler: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan, A.Ü. Rektörlüğü Yayınları, Ankara 1999, s.266

şirket hisse senetleri açısından herhangi bir değer kaybı yaşanmamaktadır.

MM'nin bu görüşü, yapılan varsayımlar çerçevesinde kabul edilmekle birlikte, bu varsayımların gerçek hayatta bulunmaması noktasında eleştirilmektedir. Ancak, MM'nin görüşünün etkin olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan kişiler bulunmaktadır. Bu görüşün savunucuları MM'nin yanısıra Fischer Black ve Myron S. Scholes'dur ve düşüncelerini "clientile effect" olarak tanımladıkları olguya dayandırmaktadırlar.

Şirketlerin değişik temettü politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen temettü ile ilişkin değişik tercihleri bulunmaktadır. Üst vergi diliminde bulunan yatırımcılar tarafından düşük temettü ödemesi yapılan hisse senetleri veya temettü ödemesinde bulunulmayan hisse senetleri tercih edilmekte iken, alt vergi diliminde bulunan yatırımcılar ile vergi kapsamı dışında tutulan kurumlar tarafından ise, yüksek temettü getirisi sağlayan hisse senetleri tercih edilmektedir. Şirketler uyguladıkları temettü politikalarında bir değişiklik yaptıklarında, sahip oldukları yatırımcı grubu içinde uygulamaya koydukları yeni temettü politikasından memnun olmayan bir yatırımcı kitlesi meydana gelmektedir. Bu görüşü savunanlarca "clientile effect" in uzun süreli olması durumunda geçerli olduğu öne sürülmektedir.

2.7.2.8.2. Temettü politikasının şirket değeri üzerinde etkili olduğunu savunanların görüşleri

Bu gruba giren taraflarca iki zıt görüş ortaya konulmaktadır. Taraflardan bir kısmı şirketlerce yapılacak yüksek tutarlı temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunacağını savunmakta iken, bir kısmı da şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunmaktadır.

Bu görüş, Eldeki Kuş Teorisi'ne (Bird in The Hand Theory) ve temettü ödemelerinin şirketlerin finansal durumlarına ilişkin bilgi niteliği taşıma özelliklerine dayandırılmaktadır.

Eldeki Kuş Teorisi'ne göre yatırımcılar, elde ettikleri bir birimlik temettüyü bir birimlik sermaye kazancından daha değerli bulmaktadır. Bunun nedeni de, temettünün şirket yöneticilerince kontrol edilebilmelerine karşın, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının piyasada belirlenmesi, dolayısıyla kar payı kazançlarının yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olmasıdır. Bu görüş kapsamında ayrıca temettünün yatırımcılar için bilgi niteliğinde olduğu da ortaya konmaktadır. Çünkü, etkin olmayan piyasalarda şirketlerin mevcut mali yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetric bilgi dağılımı söz konusudur. Bu nedenle yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıttıkları temettüler, şirketlerin mevcut dönemdeki ve gelecekteki kazançlarına ilişkin en güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir. Şirket tarafından yapılan yüksek tutardaki temettü ödemeleri yatırımcılar tarafından yüksek tutarda elde edilen ve gelecekte de elde edilecek olan gelirin göstergesi olarak kabul edildiğinden şirket hisse senetlerinin fiyatında bir artışa neden olacağı öne sürülmektedir.

2.7.2.8.3. Yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumsuz etkisinin olduğunu savunanların görüşleri

Net karın büyük bir kısmının temettü olarak dağıtılmasının şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunan taraflar, bu görüşlerini iki noktada toplamaktadırlar. Bunlar sergi ve yapılan ihraçların maliyetidir. Konuya vergi açısından bakıldığında, birçok ülkede sermaye kazancı, temettü gelirinden daha düşük oranlarda vergilendirildiğinden, şirket tarafından elde edi-

len karın ortaklara sermaye kazancı yerine temettü geliri olarak aktarılması, ortakların ellerinde ödeyecekleri vergi sonrasında, daha az tutarda gelir kalmasına neden olmaktadır.

Düşük tutarda ödenen temettülerin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu savunan kişilerce öne sürülen diğer bir husus da, yapılan ihraçların maliyetinin yüksek olmasıdır. Bu görüşe göre, şirketler tarafından yüksek tutarda yapılan temettü ödemeleri sonrasında, ortaya çıkan finansman ihtiyacının iç kaynaklardan temin edilmesi yönünde bir kararın alınması, yeni ihraçların yapılmasını gündeme getirmektedir. Yapılan ihraçların neden olduğu giderler de göz önüne alındığında, yapılması gereken ihraç tutarı ihtiyaç duyulan kaynaktan daha fazla olmaktadır. Bu da mevcut şirket ortaklarının aleyhine bir durum yaratmaktadır.

2.7.3. Teknik Faktörler

Şirket değerini etkileyen teknik faktörler vardır ve bunlar için genel bir sınıflama yapmak olanaklı değildir. Her sektör için ve hatta sektör üyesi şirketleri etkileyen teknik nitelikli parametreler farklı olabilmektedir. Örneğin, bir madencilik şirketi için yeraltındaki cevher rezervinin miktarı, kalitesi, nem, tenör, verimlilik, tesis kapasitesi, üretim prosesi parametreleri şirket değerinde etkili olmaktadır.

2.7.4. Çevre Faktörleri

İşletmelerin faaliyetlerinde diğer faktörler yanında faaliyette bulunduğu ve etkileşim içinde olduğu çevreyi dikkate alması gerekmektedir. İşletmelerin dış çevresi ile ilişkisi gerek yasal gerekse yasal olmayan etik kurallar olarak düzenlenmiştir. Çevre ile ilişkiyi düzenleyen yasal

mevzuat olmasa bile etik kurallar şirketlerin faaliyetlerini ve imajını etkileyebilmektedir. Dış çevrenin şirket üzerindeki olumsuz etkisi şirketin değerini azaltıcı, aksi yöndeki gelişmeler ise artırıcı etki yapar.

3.GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİRMA DEĞERLEME METODLARINDAKİ FARKLILIKLAR

Genel olarak gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerde yapılan firma değerlendirme metodları aynıdır. Bununla birlikte aynı metodlarla yapılan değerlemeler gelişmiş olan ve gelişmekte olan ülkelere farklı sonuçlar verebilmektedir. Özellikle işletme değeri olan firmaların hesaplamasında kullanılan piyasa çarpanları ve İNA(indirgenmiş nakit akımları) metodu ile elde edilecek sonuçlar oldukça farklı sonuçlara yol açabilir. Diğer değerlendirme metodlarında da değişik sonuçlara yol açmaktadır. Çünkü ülkelerin ekonomik yapısı ve siyasi durumu firma değerlemesini önemli ölçüde etkilemektedir.Firma değerlemesinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki farklılıkları görebilmek için firma değerlemesinde kullanılan tüm metodların üzerinden geçmek fayda bulunmaktadır.⁴

3.1.İndirgenmiş Nakit Akımları Metodu

Bu metodun temeli firmaların mümkün olduğu kadar uzun vadeli olarak geçmişe dayalı performanslarına bakarak geleceğe dönük firmaların nakit akışlarının çıkarılmasından sonra bu nakit akışları toplamının geleceğe dönük hesaplanan indirgenme oranıyla bugüne indirgenmesidir. Değerlemenin amacı yatırım yapmak ise; yatırımı da bir proje olarak kabul edersek, bir projenin

⁴ Bilgehan Demir, Firma Değerlemesi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, yüksek lisans tezi, İstanbul, 1998, s.44,45...48

net bugünkü değeri o projenin yaşam devri boyunca neden olduğu net nakit akımlarının belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş değerleri toplamı olarak da tanımlanır.⁵Bu metodun gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere göre uygulanması daha kolay olup alınan sonuçlar daha gerçekçidir. Çünkü gelişmiş ülkelerdeki firmaların ortalama geçmişleri daha uzun süreli olup ,bu tür ülkelerin ekonomileri daha oturmuş olduğu için genel olarak firmaların bulundukları sektördeki payları hemen hemen bellidir,nüfus artışıyla,ülkenin büyüme oranları,tüketim tahminleri gelişmekte olan ülkelere göre daha sağlıklı olarak tahmin edilebilmekte olup geçmiş dönemlere dayalı geleceğe dönük tahminler daha sağlıklı ve isabetli olmaktadır. Yine indirgenme oranlarının(sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti) daha önce de bahsedildiği gibi ülkedeki faiz oranları ,genel olarak ülke riski, beta olarak adlandırılan sistematik risk faktörü ve ülkenin riskliliğine göre beklenen getiri oranına göre belirlenmektedir. Genelde gelişmiş olan ülkelerde faiz oranlarının en önemli belirleyicisi olan enflasyon oranları çok düşük ve volatilitesi çok düşüktür. Ayrıca bu ülkelerde ki siyasi ve ekonomik istikrar olduğundan ekonomik kriz çıkma beklentileri çok düşüktür. Dolayısıyla indirgenme oranları gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere göre daha gerçekçi olarak bulunabilmektedir. Netice itibariyle benzer firmalar için yapılacak değerlemelerde gelişmiş olan ülkelerdeki yapılan değerlendirme gelişmekte olan ülkelere göre çok daha gerçekçi sonuçlar verecektir.

3.2. Piyasa Çarpanları Metodu (Karşılaştırmalı Değerleme)

Bu değerlendirme çeşidi temelde değerlemesi ya-

pılacak firmanın rasyolarının bulunduğu sektördeki borsaya açık firmaların rasyolarının ortalamasına göre kıyaslama yapılmasıyla yapılmaktadır. Bu durumda gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelere bu değerlendirme metodunda aşağıda detayları belirtilen nedenlerle farklılıklar oluşmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde bulunan firmaların halka açıklık oranları gelişmekte olan ülkelere göre çok daha yüksektir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise halka açıklık oranları çok düşüktür (Genelde % 50' nin altı ortalama %20-25 seviyeleri)dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere borsada işlem gören firmaların hisseleri, firmanın hisselerinin düşük bir oranı işlem gördüğünden, borsada olan değerlendirme çok gerçekçi olamamaktadır. Dolayısıyla borsada işlem gören firmaların rasyoları gelişmekte olan ülkelere çok gerçekçi olamamaktadır. Gelişmiş olan ülkelere ise firmaların hisselerinin büyük çoğunluğu (çoğu zaman %50 nın üzeri)borsada işlem gördüğü için firmaların borsadaki hisse değerleri daha gerçekçi olmaktadır.Dolayısıyla bu borsalardaki firmaların rasyoları daha gerçekçi olmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin borsaları gelişmekte olan ülkelere göre çok daha eski ve oturmuştur. Doğal olarak borsada işlem gören firmaların sayısı da çok daha fazladır.Dolayısıyla hemen hemen tüm sektörlerden firmaların hisseleri borsada işlem görmektedir. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerin borsalarının çok daha yeni olması,firmaların daha az kurumsal yapıda olup daha çok aile şirketi konumunda olmaları sebebiyle borsaya açık firma sayısı daha azdır. Halbuki bu metodla değerlemesi yapılacak firmayla aynı sektördeki mümkün olduğu kadar fazla olan firma sayısının

⁵ Halil Sariaslan, Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi, Turhan Kitabevi, 4. bası, Ankara, 2002, s.172

olması ve bu firmaların ortalamalarının alınması , bu metodla yapılacak değerlemede en önemli kısım olan karşılaştırılacak ortalama rasyonun bulunması açısından önemlidir.

Bunun dışında bu metoddaki gelişmekte olan ülkeler için bir dezavantaj da borsadaki fiyatların çok gerçeği yansıtmamasıdır. Çünkü bu tür borsaların derinliğinin fazla olmaması siyasetten çok etkilenmesi ,spekûlatörlerin hakimiyetinde olması vb..sebeplerden firmaların hisselerinin fiyatı gerçek değerden çok düşük veya çok yüksek olabilmektedir. Dolayısıyla karşılaştırılacak ortalama rasyolar çok dengesiz çıkabilmektedir.

3.3. Net Aktif Değeri

Bir firmanın net aktif değeri tüm kısa ve orta /uzun vadeli borçları ödendikten sonra,aktiflerin tasfiyesinden elde edilecek nakit değeri ifade eder.Dolayısıyla,net aktif ya da tasfiye değerine ulaşmak için firmanın bilançosundaki aktif kalemlerinin ve özkaynak hariç pasif kalemlerinin paraya çevrilmesi halinde edecek piyasa değerleri bulunur ve aktif toplamından borç kalemlerinin toplamı çıkartılır. Dolayısıyla bu metodun uygulanmasında gelişmiş olan ve gelişmekte olan ülkelerde önemli bir fark olmamaktadır. Firmanın bulunduğu ülkenin şartları çerçevesinde tasfiyesi yapılmaktadır.

3.4. Defter Değeri

Defter değeri bilançooya dayalı olduğu için tarihi maliyet esasına dayanır, ayrıca enflasyon ve yıpranma gibi bazı faktörleri dikkate almaz. Bu durum defter değerinin kronikleşmiş yüksek enflasyon ortamındaki ülkeler için gerçekçilikten çok uzak olacaktır. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranları düşük seviyelerde olduğu için bu metod gelişmiş ülkelerde daha uygulanabilir bir metodur.

3.5. Amortize Edilmiş Yenileme Değeri

Bu metod ile bir firmanın aktifinde bulunan sabit kıymetlerin, firma yeni kuruluyormuş gibi cari fiyatlarla elde edilme değeri bulunur ve mevcut sabit kıymetlerin elde edilme değeri bulunur ve sabit kıymetlerin yaşları kadar amortisman ayrılarak kuruluşun sabit kıymetleri ile ilgili bir değer tahminine ulaşılır.Gelişmiş ülkelerdeki enflasyon oranları gelişmekte olan ülkelere göre çok daha düşük olduğundan amortisman oranları da çok daha düşüktür dolayısıyla gelişmiş ülkelerde bu metodla yapılan değerlemelerde amortisman oranı gelişmekte olan ülkelere göre daha düşük olacağı için daha yüksek firma değerlerine ulaşılır.

3.6. Piyasa Kapitalizasyon Değeri

Bu yöntem ile bir firmanın hisselerinin borsadaki cari fiyatı ile firmanın toplam hisse sayısı çarpılarak değeri bulunur. Bu değerlemenin yapılması için firmanın halka açık olması ve borsada işlem görmesi gerekmektedir. Bu değerlendirme metodunda da piyasa çarpanları metodunda detayları belirtilen gelişmekte olan ve gelişmiş olan ülkelerde uygulanması arasındaki farklılıklar gözükmemektedir. Kısaca ana başlıklarıyla gelişmekte olan ülkelerdeki dezavantajları belirtmek gerekirse borsaya açık olan firmaların halka açıklık oranlarının düşük olması,borsanın gerçekçi fiyatı her zaman için yansıtamamasını sayabiliriz.

3.7. Ekspertiz Değeri

Ekspertiz değeri bir firmanın sabit varlıklarının piyasa fiyatlarıyla elden çıkarılması halinde elde edilecek değeri ifade eder. Bu yöntem ile firma değerinden ziyade varlık değeri bulunur ve bu nedenle çoğunlukla varlık satışları için uygulanır.Dolayısıyla bu metodun uygulanması gelişmekte olan veya gelişmiş ülkelerde farklılık arz etmemektedir.

4- SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME:

İşletmelerde her durumda kullanılabilecek genel amaçlı bir şirket değerlendirme tekniğinin geliştirilmesine yönelik çalışmalara finans yazınında rastlanmamıştır. Her ülkenin, hatta aynı ülkede bile her sektörün ve sektör üyesi şirketlerin özel durumları nedeniyle genel bir şirket değerlendirme tekniğini geliştirmek mümkün görülmemektedir.

İşletmelerde değerlemeye konu şirketi etkileyen bazı teknik, pazarlama ve ekonomik parametreleri dikkate alan ve aynı zamanda ülkelerin muhasebe sistemlerine bağlı olmayan bir değerlendirme modeline gereksinme vardır. Aksi takdirde, her ülkenin muhasebe sistemi ve vergi mevzuatı birbirinden farklı olduğundan değerlemede bir standartlaşma getirilemeyecek ve uluslararası ticari ilişkilerde değerlemede aynı ilke ve prensipler çerçevesinde müzakere yapılamayacaktır.

Finans yazınında, işletmelerde şirket değerlemesine yönelik birçok yöntem önerilmiş ve bu yöntemler kullanılmaktadır. Şirket değerlemesinde kullanılan yöntemler teorik açıdan güçlü olup uygulamada karşılaşılan temel problem her yöntemin gerektirdiği girdi parametrelerinin uygun belirlenmesidir. Ayrıca, şirket değerlemesinin amacı, kimin için değerlendirme yapılacağı, spesifik ihtiyaçlar değerlemede hangi yöntemin kullanılacağını belirleyen kritik faktörler olmaktadır. Bu nedenle, değerlemede kullanılacak yöntemler analiz edilmeli her bir yöntemin güçlü ve zayıf yönleri gözden uzak tutulmamalıdır.

KAYNAKÇA:

- **BRIGHAM F. Eugene**, Fundamentals of Financial Management, 6th ed. Chicago, Dryden Press, 1992, Türkçesi Çevirenler: Özdemir Akmut, Halil Sariaslan, A.Ü. Rektörlüğü Yayınları, Ankara 1999,
- **ÇELİK Orhan**, Şirket Birleşmeleri ve Birleşen Şirketlerin Değerlemesi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1997
- **DEMİR Bilgehan**, Firma Değerlemesi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1998
- **GÖZEN Mustafa**, İşletmelerde Şirket Değerlemesinde Yeni Bir Yaklaşım; Fuzzy Küme Teorisi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara 2001
- **SARIASLAN Halil**, Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi, Turhan Kitabevi, 4. bası, Ankara, 2002
- **YILGÖR Ayşe Gül**, İşletme Değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara 1998
- **YÜRÜDÜ Halil İbrahim**, Şirket Değerlemesi ve Türkiye’de Uygulamalı Örneği, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Denetim Bilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul 1999
- www.finet.com.tr/kitaplar/kitaporne.htm
- www.projeyonetimi.com/FDHY.asp ,