
İŞLETME DEĞERİNİ BELİRLEME YÖNTEMLERİ VE FARKLI SEKTÖRLERDEKİ İŞLETMELER ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Prof. Dr. Berna TANER
D.E.Ü. İİBF. İşletme Bölümü
berna.taner@deu.edu.tr
Yrd.Doç. Dr. G. Cenk AKKAYA
D.E.Ü. İİBF. İşletme Bölümü
cenk.akkaya@deu.edu.tr

ÖZET

İşletme değerini belirlemede farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar kendi içinde farklılıklar göstermekle birlikte, nihayetinde en doğruya yakın bir işletme değerinin belirlenmesinde kullanılmaktadırlar. Bu çalışma işletme değerinin hesaplanmasında kullanılan yöntemleri değerlendirmeye yönelik bir çalışmadır. Bu bağlamda tanımlayıcı bir araştırma niteliğindedir. Bu çalışma, farklı sektörlerde faaliyet gösteren işletmelerin değerini belirlemeye yönelik bir incelemeyi içermektedir.

ABSTRACT

The purpose of this article is determining calculation methods of firm value. The major theme of this study is that corporate performance with regard to assets is related to overall firm value. Adopting a financial strategy appears to significantly enhance corporate financial performance. In this context, there are different methods for calculating the firm value. This paper is an examination on firm value.

GİRİŞ

İşletme değeri konusu, günümüz finans dünyasının en önemli konularından bir tanesini oluşturmaktadır. Finans bilimi özgün bir bilim dalı olarak anılmaya başladığı zamandan günümüze kadar geçen süre içerisinde finans yazınında en çok tartışılan konulardan bir tanesi işletme değerinin hesaplanması konusu olmuştur.

İşletme değerinin hesaplanmasında farklı yaklaşımlar bulunmaktadır, bu yaklaşımlar arasında en yaygın olarak kullanılanları sırasıyla; net varlık yöntemi, iskontolu net nakit akımı yöntemi ve piyasa çarpanları yöntemidir. Her yöntemin kendi özgü bilimsel gerekçeleri bulunmaktadır. Çalışmanın ilerleyen kısımlarında bu yöntemler incelenecektir. Uygulamada yapılan çalışmalarda, yukarıda sayılan yöntemlerin birkaçının bir arada uygulandığı da görülmektedir.

Bu bağlamda, bu çalışmada öncelikli olarak işletme değeri hesaplama yöntemleri ve bu konuda yazında yapılmış bazı araştırmalara değinilecek daha sonra farklı sektörlerde yer alan işletmelerin piyasa değerlerinin hesaplanmasına ilişkin bir uygulama gerçekleştirilecektir.

İŞLETME DEĞERİNİ BELİRLEME ÇALIŞMALARI

Finansman yazınında uzun yıllardır üzerinde tartışma olan bazı işletmecilik sorunları bulunmaktadır. Bu sorunların başında, belki de araştırmacılar tarafından en cazip bulunan sorun, işletme değerini maksimize etme sorunudur(İvgen,2003). Finans yöneticileri hissedarların sahip oldukları hisse senetlerinin değerini maksimize etmeye çalışmaktadırlar. Ancak işletme değerini maksimize etmek beraberinde vekalet maliyetlerinin de artmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla finans yöneticileri işletme değerini maksimize etmeyi ne dereceye kadar kabul edebileceklerdir (vekalet maliyetlerindeki artışı ne ölçüde kabul edebileceklerdir).

Bu konu ilk olarak Berle ve Means (1932) yılında yaptıkları çalışmayla gündeme gelmiş daha sonra Jensen ve Meckling (1976) yaptıkları çalışmalarla bu tartışmaları sürdürmüşlerdir. Ancak yazında yapılan çalışmalarda işletme değerinin maksimizasyonu ile işletmelerde vekalet maliyetlerinin ne ölçüde arttığına ilişkin doğrusal bir ilişkiyi saptayan bir çalışma henüz yapılmamıştır. Bununla birlikte yazında gerçekleştirilen birçok çalışmada özellikle küçük ölçekli işletmelerde, işletme değerinin maksimizasyonu, vekalet maliyeti ve benzeri maliyetlerin tahmin edilmesine ilişkin çeşitli araştırmalar yapılmıştır.

Daha sonraki dönem gerçekleştirilen çalışmalar ise çoğunlukla işletme değeri ve işletme performansı arasındaki ilişkiler üzerinde odaklanmışlardır. İşletmenin faaliyetlerine ilişkin performansının artması, beraberinde işletme değerinin yükselmesini sağlamaktadır. İşletme performansı, pazar değeri arasındaki ilişkileri saptamaya yönelik yazında birçok çalışma bulunmaktadır. Morck, Shleifer, Vishny (1988), McConnell ve Servaes (1990) kurumsal ortaklık yapısı ile işletme performansı ve değeri arasında güçlü bir ilişki tespit etmişler, bununla birlikte Demsetz and Lenn (1985) yaptıkları çalışmada firma performansı ve değeri arasında güçlü bir ilişki tespit edememişlerdir. Majumdar (1998), Chibber ve Majumdar (1999), Khanna ve Palepu (2000), Sarkar ve Sarkar (2000), Patibandla (2002) yaptıkları çalışmalarda gelişmekte olan ekonomilerde işletme değeri ve performans arasında önemli ilişkiler tespit eden çalışmalar yapmışlardır.

Bir yandan vekalet maliyetleri, diğer yandan işletme değerini maksimize etme çabaları finans yöneticilerini günümüzün rekabet şartlarında oldukça zorlamaktadır. Weisbach (1988) yılında yaptığı çalışmada, işletme değerini maksimize etmekte zorlanan işletmeler ile yönetici devir hızı arasında pozitif güçlü bir ilişki tespit etmiştir. Bhagat ve Black (2001) yılında yaptıkları çalışmada işletme performansı düşük olan işletmelerde yönetim kurullarının, finans politikalarından daha bağımsız hareket etmeye başladıklarını tespit etmişlerdir. Ancak yine aynı araştırmacılar, bağımsız davranmaya başlayan yönetim kurullarının işletme performansını artırmaları konusunda önemli bir sonuç elde edememişlerdir. Dolayısıyla işletme performansı düşük olan işletmelerde, yönetim kurulları gerek finans yöneticilerini değiştirmeleri, gerekse mevcut finans politikalarından saparak bağımsız uygulamaları gitmeleri, başarının sağlanacağını garanti etmemektedir.

Konu dar kapsamlı değerlendirildiğinde, bir işletmenin pazar değeri, o işletmenin sahip olduğu

varlık ve borçların pazar değerleri toplamından farklı bir değeri yansıtmamaktadır (Net Varlık Yöntemi). Geleneksel olarak konu değerlendirildiğinde, bir işletmenin pazar değerinin belirlenmesinde eğer işletmenin hisse senetleri borsada işlem görüyorsa, bu hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamı işletmenin değeri konusunda bir fikir verebilmektedir. Benzer bir biçimde değeri belirlenmeye çalışılan işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı da (İskontolu Net Nakit Akımı Yöntemi), ilgili işletmenin değeri belirlemede kullanılan bir diğer yöntemi oluşturmaktadır. Bu konuda yaygın olarak uygulanan bir diğer yöntem ise birden fazla göstergeyi bir arada değerlendirmeye yönelik piyasa çarpanlarının (Fiyat/Kazanç Oranları vb.) kullanılmasıdır.

Bu yöntemler bazen tek tek, bazen belli bir kombinasyon içinde birlikte kullanılmaktadır. Söz konusu yöntemlerin tercih edilme sebepleri aşağıdaki gibi belirtilebilir.

Net Varlık Yöntemi: İşletmenin kontrol payının, işletmenin faaliyetleri ve aktifleri üzerindeki her türlü tasarrufa imkan verecek bir anlaşma ile satılması halinde, işletme değerinin hesaplanmasında kullanılması gereken yöntem, "Net Varlık Yöntemi"dir.

İskontolu Net Nakit Akımı Yöntemi: İşletmenin hisselerini alacak olan yeni ortak, belli bir ortaklık anlaşması ile bağlanmakta ve işletmenin asli operasyonları vasıtasıyla belli menfaatleri temin etmek amacıyla hareket etmekte ise veya eski ve yeni ortaklar bir stratejik işbirliği yapmak gayesi ile biraraya geliyorlar ise, "İskontolu Net Nakit Akımı Yöntemi"nin seçilmesi doğru olacaktır.

Söz konusu yöntem çerçevesinde, işletmenin önümüzdeki belli bir dönem içinde (genellikle bu süre 5 yıl olarak kabul edilebilir) asli faaliyetleri vasıtası ile yaratacağı net nakit girişlerinin toplamı hesaplanır. Bulunan bu değere, işletme için zaman boyutunun 5 yıl ile kısıtlı olmaması sebebiyle bir "Sürekli Değer" (Residual Value) ilave edilir.

Yukarıda belirtilen değerlerin enflasyon ortamında yanıltıcı olmaması için hesaplar sabit bir para birimi (ABD Doları kullanılabilir) cinsinden yapılır. Dolar cinsinden bulunan tüm değerler de, belli bir faiz haddi ile iskonto edilerek, "Bugünkü Değer" (Present Value) bulunur.

Bugünkü değer bulunmasında kullanılan faiz oranı, ülke ve yatırım riskini ihtiva etmekte olup uluslararası kabul gören bir oran olacaktır. Bu orana iskonto oranı denir. İskonto oranı,

$WACC = Re * E/V + (1 - T) Rd * D/V$ şeklindeki bir formül ile bulunabilir.

Formülde,

WACC : iskonto oranı
Re : sermaye maliyeti
E/V : sermayenin toplam kaynaklara oranı
T : vergi oranı
Rd : borçlanma maliyeti
D/V : borçların toplam kaynaklara oranı

Finansal varlık değerlendirme modeli incelendiğinde Re (sermaye maliyeti) olmak üzere, sermaye maliyeti $Re = Rf + B * (Rm - Rf) + \text{ülke riski}$ şeklindeki formül ile hesaplanır (Ross, Westerfield, Jaffe; 1996).

Formülde,

Rf : risksiz oran
B : beta (sektöre özel riskler, faaliyet riskleri ve finansal yapı riskini kapsar)

Yukarıdaki formüllerin sonucunda bulunacak iskonto oranını, karmaşık hesaplardan kurtarmak ve basit olarak anlaşılacak bir şekilde tarif etmek üzere, iskonto oranı olarak "5 yıl ortalama ağırlıklı vadeye sahip eurobond"ların bileşik yıllık getiri oranı kullanılabilir.

Net Bugünkü Değer'in bulunmasından sonra aşağıda belirtilen belli bazı değerlerin ilave edilmesi ve belli bazı değerlerin çıkarılması ile işletmenin toplam satış değeri tespit edilir. *İlave edilecek değerler:* Peştemallık, bir önceki dönemden gelen dağıtılmamış karlar ve işletme aktifinde bulunan fakat işletmenin faaliyetleri için ihtiyacı olmayan diğer menkul ve gayrimenkul değerleridir. *Çıkarılacak değerler:* kısa ve uzun vadeli finansal borçlar, hesaplanacak olan kıdem tazminatı yüküdür. İskontolu Net Nakit Akımı yönteminden sonra piyasa çarpanları yöntemi incelenecektir.

Fiyat/Kazanç ve Piyasa/Defter Değeri Oranları: İşletmenin hisselerini alacak olan yeni kişi/kuruluş, bu satın almayı daha çok hisse senedine bir yatırım amacı ile gerçekleştiriyor ve herhangi bir ortaklık anlaşması düzenlenmiyorsa, bu takdirde "Fiyat/Kazanç ve Piyasa/Defter Değeri Oranları" ile işletme değerinin hesaplanması doğru olacaktır. Piyasa çarpanları yönteminde aşağıdaki verilerden faydalanılmaktadır.

Fiyat / Kazanç Oranı (F/K) : İşletmenin piyasa değerinin yıllık bazda net karının kaç katı olduğunu gösterir (Taner ve Akkaya, 2004). Hisse senedi fiyatlarının hisse başına düşen net kara oranıdır.

Hissenin değerinin düşük yada yüksek olduğunu gösterir.

$(\text{Hisse başına kar} = \text{Dönem Karı} / \text{hisse sayısı})$

$F / K = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kar}$

$F / K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Dönem Karı}$

Bu oranın genel olarak düşük çıkması tercih edilir. Bununla birlikte oranın düşük veya yüksek olduğu, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer işletmelerin Fiyat/Kazanç oranı ile veya sektörün ortalama fiyat kazanç oranı ile karşılaştırılması sonucunda anlaşılır. Bunu yanında işletmenin cari fiyat kazanç oranının, işletmenin tarihsel fiyat kazanç oranları ile de karşılaştırılması gerekir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri: Hisse senedinin piyasa değerinin özsermayeye bölünmesiyle bulunan orandır (Taner ve Akaya, 2004). Piyasa değerinin işletmenin özvarlığının kaç katı olduğunu gösterir.

$PD/DD = \text{Hissenin Piyasa Değeri} / \text{Özsermaye}$

Bu oranın düşük çıkması olumludur. Bu oranında düşük veya yüksek olduğuna karar vermek için sektörün ortalaması ile karşılaştırılması gerekir. Bazı sektörler (hizmet veya aracılık gibi) düşük sermayeye ihtiyaç gösterdiklerinden, bu işletmelerin PD/DD oranı yüksek olmaktadır. Böyle işletmelerin değerlendirilmesinde bu oran fazlaca dikkate alınmamalıdır.

Fiyat / Satış Oranı: İşletmenin piyasa değerinin, işletmenin iş hacminin kaç katı olduğunu gösterir. Yukarıdaki oranlar gibi düşük olması olumlu olmakla birlikte diğer faktörleri de göz önüne almak gereklidir.

$\text{Fiyat} / \text{Satış} = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Satışlar}$

Firma Değeri (Girişim Değeri): İşletmenin o anda tüm borç ve alacakları ile satın alınması durumundaki değeridir.

$\text{Firma Değeri} = \text{Piyasa Değeri} + \text{Net Nakit}$

$\text{Net nakit} = (\text{Nakit} + \text{Menkul Kıymet}) - \text{Toplam Finansal Borç}$

Bu değer genel olarak Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kara (VAFÖK) bölünerek kullanılır. Küçük olması olumludur. Ek 1 İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında yer alan hisse senetlerinin Fiyat / Kazanç Oranlarını ve Temettü Verimlerini göstermektedir.

Her bir işletmenin performansının değerlendirilmesinde Curcio ve Wolf;1996 tarafından geliştirilen modelden faydalanılarak aşağıdaki gibi bir model kullanılabilir.

$$FP_{i,j} = \beta_0 + \sum_{i=1}^2 \beta_i ER_i + \sum_{i=3}^5 \beta_i IND_i + \beta_6 BOOK + \beta_7 SIZE + \beta_8 \frac{\sum_{i=1}^5 S_{i,j}}{5} + \epsilon$$

FP_{ij}: t döneminde finansal performansı değerlendirilen j işletmesi

ER_i: işletmenin finansal stratejisi

IND_i: Sektörün işletme üzerindeki etkisi

S_{ij}: Nakit akımı/yatırım

BOOK ve SIZE: Kontrol değişkenleri (defter değeri ve işletmenin ölçeği)

Kuramsal değerlendirmede, işletmelerde firma değeri, vekalet sorunu ve performans arasındaki ilişkilere değinilmiştir. Çalışmanın uygulama kısmında ise İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören iki perakende ve bir cam işletmesi ve bir banka işletmesinin değeri ve pazar performansı belirlenmeye çalışılacaktır.

ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE VERİ TOPLAMA YÖNTEMİ

Araştırmada, hisse senetleri İMKB’de işlem gören iki perakende işletmesi ve bir adet banka ve bir adet

Tablo.1. ABC Bankası Teknik Verileri

Piyasa Oranları	2003	2004T	2005T
Ort. Özsermaye Karlılığı	5.6	4.7	7.4
PD/ Faaliyet Karı	neg	neg	Neg
PD/Defter Değeri	0.41	0.39	0.38
PD/ Net Kar	7.6	8.5	5.2
Mali Veriler (mil. \$)	2003	2004T	2005T
Mevduatlar	530 455		509
Krediler	364 397		407
Faiz Gelirleri (net)	25.2 27.0		29.2
Faiz Dışı Gelirler (net)	-17.4 -23.0		-20.7
Net Kar	4.5 4.0		6.5
Toplam Aktifler	832 817		
Toplam Özsermaye	83 86		840 90
T: 2005 Yılı Projeksiyonu			
HİSSE BİLGİLERİ (Fiyat)	TL	USc	
En Yüksek Fiyat (00-04)	1,472 235	2.80 0.15	
En Düşük Fiyat (00-04)			

cam işletmesi değerlendirmeye alınmıştır. Perakende sektörünün seçilmesinin sebebi, son yıllarda Türkiye’de perakende sektörünün çok gelişmesi ve nakit girişinin en fazla yaşandığı sektörlerden bir tanesi olmasıdır. Cam ve banka sektörünün seçilmesinin sebebi ise perakende sektörü ile karşılaştırma yapma düşüncesinden ve veri toplayabilme imkanlarından kaynaklanmıştır.

Verilerin toplanmasında, İMKB, A Yatırım Araştırma, Gedik Yatırım, HSBC Yatırım web siteleri ve Bankalarca yayınlanan aylık Ekonomi ve Finans Dergilerinden faydalanılmıştır.

BULGULAR VE YORUM

İşletme değeri ve pazar performansı değerlendirilecek ilk işletme “ABC” bankasıdır. Bankaya ilişkin teknik veriler Tablo.1’deki gibidir.

Küçük ölçekli bankalar arasında yer alan ABC bankasının faiz getirili aktiflerin toplam aktifler içerisindeki payını artırması durumunda, kaynak kullanımı maliyetinin görece düşmesi sonucu, karlılığını artırabileceği görülmektedir. Bankacılık kesiminde konsolidasyon, yabancı banka girişi ve uluslararası mevzuata uyum süreçlerinde, bankanın nasıl bir konum alacağına dönük belirsizlik, işletmenin gelecek dönemlerdeki performansının belirlenmesinde önemli bir engeli teşkil etmektedir. P/D oranına dayalı Banka Değeri ve Mevduata dayalı İşletme Değeri yaklaşımlarının ağırlıklandırılmasıyla bulunan uygun değer, 43.9 milyon dolardır.

Tablo.2. T İşletmesi Teknik Verileri

Piyasa Değeri (mn \$)	215.9
Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	240.0
Günlük İşlem Hacmi (mn \$)	3.7
Kapanış	1,475
Fiyat Kazanç 2002T (\$)	-3.5
Firma Değeri/FVAÖK (\$)	-11.2
FD/Net Satışlar (\$)	0.7
PD/DD	3.5
Borç/Özsermaye	1.2

İşletme değeri ve pazar performansı değerlendirilecek ikinci işletme “T” perakende işletmesidir. İşletmeye ilişkin teknik veriler Tablo.2’deki gibidir.

İşletmenin sektörde yaşanan yoğun rekabet nedeniyle son faaliyet dönemi içerisinde metrekare başına birim satış hacminin düştüğü belirlenmiştir. Bu durum büyük ölçüde satışlardaki gerileme ve talepteki kesilme ve ekonomideki durgunluk nedeniyle işletmenin pazar performansını

gerilemesine neden olmuştur. Sermaye artışı ve nakit çevrim süresinin uzaması sonucu elde edilen nakit rahatlığı işletmenin faiz gelirlerinin artmasına neden olmuştur, ancak işletme son faaliyet dönemini zararlı kapatmış olması işletme değerini olumsuz etkilemektedir. Tablo.2.’deki veriler analiz edildiğinde işletmenin piyasa değerini **240 Milyon dolar** olarak hesaplanmıştır.

İşletme değeri ve pazar performansı değerlendirilecek üçüncü işletme “M” perakende işletmesidir. İşletmeye ilişkin teknik veriler Tablo.3’deki gibidir.

Tablo.3. M İşletmesi Teknik Verileri

Günlük Ort. İşl. Hac. (mio USD)	3.8
Hisse Adedi (mio adet)	137,700
Piyasa Değeri (mio USD)	691
Takas Saklama Oranı	49%
Halka Açık Piy. Değ. (mio USD)	338
Net Nakit (Borç) (mio USD) 04E	103
Net Borç/Özsermaye 04(Tahmini)	-28%

Perakende sektörü işletmeleri faaliyetlerini yüksek nakit ile sürdürmektedirler. Bu sektörde yer alan işletmeler sağladıkları nakiti banka faizleri ile değerlendirmektedir. Faiz oranlarındaki düşüş bu sektörde yer alan diğer işletmeler gibi M işletmesinin de faaliyet dışı gelirlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Sektörün taşıdığı büyüme potansiyeline bağlı olarak önümüzdeki üç yılın sonunda işletmenin konsolide satışlarının bileşik bazda %18 ve FVAÖK’ünde %34 oranında büyüme sergileyeceği söylenebilir. Üçüncü yılın sonunda işletmenin hedef piyasa değeri **1.084 milyon dolar** olarak belirlenmiştir.

İşletme değeri ve pazar performansı değerlendirilecek sonuncu işletme “C” cam işletmesidir. İşletmeye ilişkin teknik veriler Tablo.4 ve Tablo.5’deki gibidir.

Tablo.4 ve 5 incelendiğinde işletmeyi değerlerken kullanılan indirgenmiş nakit akımları analizi 714 milyon dolarlık uluslararası bir hedef değere işaret etmektedir. İşletmenin, iştiraklerinin değeri de dikkate alındığında toplam hedef değeri **790 milyon dolar** olarak tespit edilmiştir.

Yukarıda yapılan değerlendirmeler incelendiğinde işletme değerinin belirlenmesinde hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın, işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit oranları ve sektörlerinde sahip oldukları fiyat kazanç oranlarının işletme değeri ve pazar performansı üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Tablo.4. C İşletmesi Teknik Verileri

Net Satışlar Operasyonel Kar	Operasyonel Kar		FVAÖK		FK	F/NK	FD/Satışlar	FD/FVAÖK	FD/Yat. Serm.
	(\$mn)	(\$mn)	(\$mn)	(\$mn)					
12/2003	315	67	63	101	9.2	6.0	1.6	4.9	1.0
12/2004t	363	70	63	107	9.2	5.8	1.3	4.5	1.0
12/2005t	390	78	59	119	9.7	5.8	1.3	4.2	0.9
12/2006t	449	98	79	139	7.3	4.8	1.1	3.5	0.9

Tablo.5. C İşletmesi Teknik Verileri

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi							
(\$ mn)	2005t	2008t	2009t	2010t	2006t	2007t	
Net Satışlar	390	449	476	488	497	507	
Brüt kar marjı	%37	%39	%40	%40	%40	%40	
FVAÖK	119	139	154	156	161	168	
FVAÖK marjı	%30	%31	%32	%32	%32	%33	
Vergi	26	32	37	37	38	40	
Yatırım tutarı	85	40	40	40	40	40	
İşlet.Serm. Değişim	7	16	7	3	2	3	
Serbest Nakit Akımları	1	50	70	76	81	85	
Ağ. Ort. Sermaye Maliyeti	11%	Uç değer bugünkü değeri				496	
Uç büyüme oranı	2%	Nakit akım bugünkü değeri				234	
				Net nakit / (borç)		-16	
				Hedef değer		714	
<i>Kaynak: HSBC Yatırım</i>							

SONUÇ

Finans yöneticilerinden uzun dönemde işletmenin piyasa değerini maksimize etmesi beklenmektedir. Finans yöneticisinin bunu başarabilmesi için, sektörle doğru bir biçimde uyumlaştırılmış bir finans stratejisine sahip olması gerekmektedir.

İşletmelerin faaliyet alanlarındaki performansları geliştikçe, pazar değerleri de bu gelişmeden olumlu yönde etkilenmektedir. Çalışmada yapılan uygulama incelendiğinde, işletmelerin pazar değerleri üzerinde bazı faktörlerin diğerlerine göre

daha etkili olduğu görülmüştür. Bu faktörler arasında, finans stratejisinin sektöre uygunluğu, sektöre ilişkin gelecek beklentileri ve işletmelerin nakit akımları sıralanabilir.

Kullanılan yöntemlerin birbirlerine mutlak bir üstünlüğünün bulunduğunu söylemek doğru bir değerlendirme olmayacaktır. İşletmeler ilişkin verilerin sağlanabilmesi, bu bilgilerin doğruluğu ve gelecek ile ilgili beklentiler karar vericileri hangi yöntemin kullanılmasına ilişkin yönlendirecektir. Ancak yöntemlerin kullanılmasının önerilebileceği bazı pazar koşulları bulunmaktadır. Söz konusu

koşullar çalışmada irdelenmiştir. İşletme değerinin hesaplanmasında kullanılan çeşitli yöntemler bir arada değerlendirildiğinde, doğru bir değerlendirme sonucuna ulaşmak daha gerçekçi olabilecektir.

KAYNAKÇA

Berle, A. A. and G. C. Means, 1932, (Republished:1968): *The Modern Corporation and Private Property*. Larcourt, Brace & World Inc., New York

Bhagat, S. and B. Black (2001): *Board independence and long-term firm performance*, *Journal of Corporation Law* 27, 231–273.

Chibber, P. K. and S. K. Majumdar (1999): Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry, *The Journal of Law and Economics*

Curcio Richard J. ve Wolf Fran M. (1996): *Corporate Environmental Strategy: Impact Upon Firm Value*, *Journal Of Financial And Strategic Decisions* Volume 9 Number 2 Summer

Demsetz, H. and K. Lenn (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economics* Vol. 93.

İvgen H.(2003): Şirket Değerleme, Finnet Yayınları

Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Financial Economics* 3, 305–360.

Khanna, T. and K. Palepu (2000): Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups, *The Journal of Finance* Vol.2, 867–891.

Patibandla, M. (2002): Equity Pattern, Corporate Governance and Performance: A Study of Indian Corporate Sector. Copenhagen Business School, Working Paper, 2002.

McConnell, J. J. and H. Servaes (1990): Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *The Journal of Financial Economics* Vol.27, 595–612.

Majumdar, S. K. (1998): Assessing Comparative Efficiency of the State Owned Mixed and Private Sectors in Indian Industry, *Public Choice* Vol 96, 1–24.

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988): Management Ownership and Market Valuation –

An Empirical Analysis, *The Journal of Financial Economics* Vol.20, 293–315.

Ross S., Westerfield R., Jaffe J. (1996): *Corporate Finance*, Fourth Edition,

Sarkar, J. and S. Sarkar (2000): Large Shareholder Activism in Corporate Governance in Developing Countries: Evidence From India, *International Review of Finance* Vol.1, 161–194.

Taner B., Akaya G. C. (2004): Sermaye Piyasası, Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler

Weisbach, M. S. (1988): Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics* Vol.20.

Aylık Ekonomik ve Finans Dergisi, Eylül 2004

HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş. www.hscb.com.tr/hscbyatirim, 29.11.2004

Gedik Yatırım Danışmanlığı: www.gedik.com, 29.11.2004

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası: www.imkb.gov.tr/veriler, 29.11.2004