

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER
ENTİTÜSÜ

İŞLETME ANA BİLİM DALI
FİNANS PROGRAMI

GENEL OLARAK ŞİRKET DEĞERLEMESİ VE
DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

DÖNEM PROJESİ

FATİH FURKAN GÖKTAŞ

DANIŞMAN: PROF. DR. KADİR GÜRDAL



T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ
DÖNEM PROJESİ DEĞERLENDİRME FORMU



Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Enstitünüz İŞLETME Anabilim Dalı 21932232 numaralı tezsiz yüksek lisans öğrencisi FATİH FURKAN GÖKTAŞ'ın "Genel Olarak Şirket Değerlemesi ve Değerleme Yaklaşımları" adlı (İngilizce Başlığı "Company Valuation and Appraisal Approaches in General") tezsiz yüksek lisans dönem projesi tarafımda değerlendirilmiş olup,

BAŞARILI

BAŞARISIZ

bulunmuştur.

Dönem projesi danışmanı olarak, adı geçen öğrencinin notunun, dönem projesinin Enstitünüz Müdürlüğü'ne tesliminden önce *Öğrenci İşleri Bilgi Sistemi*'ne (OİBS) tarafımdan işlendiğini beyan ederim.

DÖNEM PROJESİ DANIŞMANI ONAYI

TARİH: 15.06.2023

UNVANI/ADI-SOYADI VE İMZASI

PROF. DR. KADİR GÜRDAL

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Prof. Dr. Kadir Gürdal danışmanlığında hazırladığım “Genel Olarak Şirket Değerlemesi ve Değerleme Yaklaşımları (Ankara.2023)” adlı dönem projesindeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu, başka kaynaklardan aldığım bilgileri metinde ve kaynakçada eksiksiz olarak gösterdiğimi, çalışma sürecinde bilimsel araştırma ve etik kurallarına uygun olarak davrandığımı ve aksinin ortaya çıkması durumunda her türlü yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

25.05.2023
Fatih Furkan Göktaş

İçindekiler

BİRİNCİ BÖLÜM	6
GENEL OLARAK ŞİRKET DEĞERLEMESİ	6
1.1.DEĞER-FİYAT KAVRAMI VE DEĞERLEME	6
1.2.DEĞERLEME VE DEĞER YARATMA	7
1.3.DEĞERLEMEYİ GEREKTİREN SEBEPLER	8
1.3.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme:	9
1.3.2. Finansal Yönetim ve Değerleme:	10
1.3.3. Stratejik Planlama ve Değerleme:	10
1.3.4. Birleşme, Satın alma ve Değerleme:	11
1.3.5. Özelleştirme ve Değerleme:	12
1.3.6. Halka Arz ve Değerleme:	14
1.3.7. Kredi Alma ve Değerleme :	14
1.3.8. Çalışan Şirketleri ve Değerleme	16
1.3.9. Marka Değeri ve Değerleme	16
1.3.10. Tasfiye ve Değerleme	18
1.4. BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI	19
1.4.1. Nominal Değer :	19
1.4.2. Gerçek Değer :	19
1.4.3. Defter Değeri :	19
1.4.4. Piyasa Değeri :	20
1.4.5. Makul Piyasa Değeri :	20
1.4.6. İşleyen Teşebbüs Değeri :	20
1.4.7. Varlık Değeri :	20
1.4.8. Şerefiye Değeri :	20
1.4.9. Hurda Değer :	20
1.5. ŞİRKET DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	21
1.6.DEĞERLEMEDE RİSK	22
1.6.1. Sistematik Risk	22
1.6.2. Sistematik Olmayan Risk	24
1.7. ŞİRKETLERDE BÜYÜME DÖNEMLERİ	25
İKİNCİ BÖLÜM	26
DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI	26
2.1.VARLIK TEMELLİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI	26
2.1.1. Defter Değeri Yaklaşımı	27
2.1.2. Net Varlık Değeri	28
2.1.3. Tasfiye Değeri	29

2.2.GELİR TEMELLİ DEĞER YAKLAŞIMI	29
2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı.....	30
2.2.2. İndirgenme Oranı ve Sermaye Maliyetinin Hesaplanması.....	31
2.2.3.Özsermaye Maliyeti	32
2.2.4. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)	33
2.2.5. Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM).....	34
2.2.6. Sermaye Maliyeti	35
2.2.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC).....	36
2.2.8. Özsermayenin Serbest Nakit Akımı İndirgeme Modelleri	37
2.2.9. Sermaye Nakit Akımı İndirgeme Modelleri.....	38
2.2.10. Temettü İndirgeme Modelleri	39
2.2.11. Uyarlanmış Bugünkü Değer	39
2.3.Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added – EVA).....	40
2.4.Opsiyon Fiyatlama Modeli.....	40
2.5.Sermaye Yapısı ve Şirket Değeri.....	41
2.6.Göreceli Değerleme Yaklaşımı.....	42
KAYNAKÇA	46

BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK ŞİRKET DEĞERLEMESİ

1.1.DEĞER-FİYAT KAVRAMI VE DEĞERLEME

Değer, bir şeyin sahip olduğu fayda, önem veya anlamdır. Nesnelere, hizmetler, mülkler veya diğer varlıklar değer taşıyabilir. Değer, genellikle kişisel tercihler ve ihtiyaçlar göz önünde bulundurularak belirlenmektedir (Ede, 2016). Fiyat ise bir mal veya hizmetin para cinsinden ifade edilen bedelidir. Fiyatlar, arz ve talep koşulları, maliyetler, rekabet gibi faktörlerden etkilenebilir. Piyasada oluşan dengede belirlenen fiyat, alıcı ve satıcılar arasında bir anlaşmaya dayanır. Değerleme, bir varlığın veya mülkün finansal veya maddi değerini belirlemek için yapılan süreçtir. Değerleme yöntemleri, varlık türüne, amaca ve piyasa koşullarına bağlı olarak farklılık gösterebilir. Gayrimenkul, şirketler, hisse senetleri gibi birçok varlık değerlendirme sürecine tabi tutulabilir (Kacar, Yakın, 2018).

Şirketler açısından değer, bir şirketin faaliyetleri, varlıkları ve potansiyeliyle ilişkili olarak sahip olduğu ekonomik değeri ifade eder. Şirket değeri, genellikle şirketin finansal performansı, büyüme potansiyeli, pazar pozisyonu, marka değeri, rekabet avantajları ve gelecekteki nakit akışları gibi faktörler göz önünde bulundurularak belirlenir. Fiyat ise bir şirketin hisse senetlerinin veya şirketin bütününe, piyasa koşullarına göre belirlenen değeri olarak tanımlanır. Hisse senetlerinin fiyatı, arz ve talep koşullarına, şirketin performansına, sektör ve ekonomik faktörlere bağlı olarak dalgalanabilir. Hisse senetlerinin genel piyasa fiyatı, şirketin toplam değerini yansıtır.

Şirket değerlendirme, bir şirketin finansal değerini belirlemek için yapılan süreçtir. Değerleme yöntemleri arasında gelir tabanlı yöntemler, varlık tabanlı yöntemler ve piyasa tabanlı yöntemler bulunur. Gelir tabanlı yöntemler, gelecekteki nakit akışlarını temel alarak şirketin bugünkü değerini hesaplar. Varlık tabanlı yöntemler, şirketin sahip olduğu fiziksel varlıkları ve mülkleri değerlendirir. Piyasa tabanlı yöntemler ise benzer şirketlerin piyasa değerlemelerini analiz ederek şirketin değerini belirler. Değerleme süreci, şirketlerin birleşme ve satın alma işlemleri, yatırımcı değerlendirmeleri, finansal raporlama gereksinimleri, hisse senedi değerlendirme gibi durumlarda önemlidir. Şirket değerlendirme, şirketin gerçek değerini anlamak, stratejik kararlar almak, hisse senetlerini doğru bir şekilde fiyatlandırmak ve yatırımcılar için değer yaratma potansiyelini değerlendirmek için önemli bir araçtır.

1.2.DEĞERLEME VE DEĞER YARATMA

Şirketlerde değerlendirme, bir şirketin finansal veya maddi değerini belirlemek için kullanılan bir süreçtir. Değerleme, bir şirketin sahip olduğu varlıkların, faaliyetlerin, gelirlerin ve potansiyelin analiz edilerek değerinin belirlenmesini sağlar. Bu süreç, şirketlerin çeşitli amaçlarla kullanılmak üzere doğru bir değer tahmini elde etmesine yardımcı olur. Birçok farklı durumda önemli bir rol oynar. Örneğin, bir şirketin birleşme veya satın alma sürecinde, değerlendirme işlemi, şirketlerin doğru bir değer belirleyerek kararlarını yapmalarına yardımcı olur. Aynı şekilde, yatırımcılar bir şirkete yatırım yaparken, şirketin değerini anlamak ve uygun bir fiyat belirlemek için değerlendirme analizine başvururlar (Ede, 2016).

Değerleme ayrıca finansal raporlama gereksinimlerini karşılamak amacıyla da kullanılır. Bir şirketin mali tablolarında yer alan varlıkların ve yükümlülüklerin doğru bir şekilde değerlendirilmesi, şirketin finansal durumunu ve performansını yansıtır. Değerleme süreci, çeşitli yöntemler ve teknikler kullanılarak gerçekleştirilir. Bunlar arasında gelir tabanlı yöntemler, varlık tabanlı yöntemler, piyasa tabanlı yöntemler ve karşılaştırmalı analiz yöntemleri bulunur. Hangi yöntemin kullanılacağı, şirketin sektörü, büyüklüğü, faaliyetleri ve diğer faktörlere bağlı olarak değişebilir (Kacar, Yakın, 2018).

Değer yaratma, şirketlerin faaliyetleriyle elde ettiği çıktılarını, toplam maliyetlerden daha fazla değer oluşturması anlamına gelmektedir. Bu, şirketin hissedarları, müşterileri, çalışanları ve diğer paydaşları için ekonomik veya fayda sağlama yeteneğini ifade eder. Şirketler değer yaratmayı farklı şekillerde gerçekleştirebilir. Şirketlerde bazı değer yaratma yöntemleri (Ergüt ve ard. 2016):

- Gelir Artırma: Şirketler, satışlarını artırarak değer yaratabilir. Yeni pazarlara girme, müşteri tabanını genişletme, ürün ve hizmet portföyünü çeşitlendirme, fiyatlandırma stratejilerini optimize etme gibi faaliyetlerle gelirleri artırabilirler.
- Maliyet Azaltma: Şirketler, işletme maliyetlerini kontrol altına alarak ve verimliliği artırarak değer yaratabilir. İş süreçlerinin iyileştirilmesi, verimsizliklerin ortadan kaldırılması, tedarik zinciri optimizasyonu ve maliyet tasarrufları gibi önlemler maliyetleri düşürebilir ve karlılığı artırabilir.
- İnovasyon ve Ar-Ge: Şirketler, sürekli olarak yenilikçi ürünler ve hizmetler geliştirerek değer yaratabilir. Ar-Ge faaliyetleri, yeni teknolojilerin benimsenmesi, ürün iyileştirmeleri ve yenilikçi iş modelleri oluşturma gibi faaliyetler, rekabet avantajı sağlayabilir ve değer yaratma potansiyelini artırabilir.

- Müşteri Memnuniyeti: Müşteri odaklılık, şirketlerin değer yaratmasında önemli bir faktördür. Müşteri memnuniyetini artırmak için kaliteli ürün ve hizmet sunumu, müşteri ilişkileri yönetimi, müşteri deneyiminin iyileştirilmesi gibi stratejilerle müşteri sadakati sağlanabilir ve değer yaratma potansiyeli artırılabilir.
- Sürdürülebilirlik: Sürdürülebilirlik, hem çevresel hem de sosyal açıdan değer yaratma için önemlidir. Şirketler, çevresel etkileri azaltma, sosyal sorumluluk projelerine katılma, şeffaflık ve etik değerlere uyum gibi faktörlerle sürdürülebilirlik odaklı değer yaratabilirler.

Değer yaratma, şirketin uzun vadeli başarısı ve sürdürülebilirliği için önemlidir. Değer yaratma çabaları, şirketin büyümesini, karlılığını ve p ayda tutmasını destekleyebilir. Aynı zamanda, değer yaratma, rekabet avantajı sağlamak, şirketin piyasada öne çıkmasını ve diğer rakiplerinden ayrışmasını sağlayabilir. Değer yaratma stratejileri, şirketin vizyonuna, hedeflerine ve sektör koşullarına göre şekillenir. Şirketler, sürekli olarak değişen pazar şartlarına uyum sağlamak için değer yaratma stratejilerini gözden geçirmeli ve geliştirmelidir (Keçecioğlu, Yılmaz, 2017).

1.3.DEĞERLEMİYİ GEREKTİREN SEBEPLER

Değerleme, şirketler için önemli bir araçtır ve birçok farklı durumda gereklidir. Şirketlerde değerlemeyi gerektiren bazı sebepler (Ürkmez, 2017):

- Birleşme ve Satın Alma İşlemleri: Şirketler, başka bir şirketi satın alma veya birleşme sürecine girdiğinde, her iki şirketin de değerini belirlemek amacıyla değerlendirme yaparlar. Bu, doğru bir değer tahmini yaparak stratejik kararlar almayı sağlar.
- Yatırım Kararları: Yatırımcılar, bir şirkete yatırım yapmadan önce şirketin değerini anlamak ve uygun bir fiyat belirlemek için değerlendirme analizi yaparlar. Değerleme, yatırım kararlarını desteklemek ve yatırımcılara şirketin potansiyel getirisini değerlendirmede yardımcı olmak için önemlidir.
- Hisse Senedi Fiyatlandırması: Bir şirketin halka arzı veya özel sermaye fonlaması gibi durumlarda, şirketin hisse senetlerinin doğru bir fiyatlandırmasını yapmak için değerlendirme yapılır. Bu, şirketin piyasa değerini belirlemek ve hisse senetlerini uygun bir fiyattan satmak veya değerlemek için önemlidir.
- Finansal Raporlama: Değerleme, bir şirketin finansal tablolarında yer alan varlıkların ve yükümlülüklerin doğru bir şekilde değerlendirilmesini sağlar. Bu, şirketin mali durumunu ve performansını yansıtır ve finansal raporlama gereksinimlerini karşılamak için önemlidir.

- Şirket Değerinin Belirlenmesi: Değerleme, bir şirketin gerçek değerini belirlemek amacıyla yapılır. Bu, şirketin varlıkları, gelirleri, faaliyetleri, büyüme potansiyeli ve diğer faktörler göz önünde bulundurularak şirketin finansal veya maddi değerini belirlemeyi sağlar (Bozkulak, 2018).

Bu sebeplerle değerlendirme, şirketlerin stratejik kararlar alması, yatırım kararları vermesi, finansal raporlama yapması ve şirket değerini belirlemesi için önemlidir.

1.3.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme: Portföy yönetimi, bir yatırımcının veya bir kurumun sahip olduğu varlıkları (menkul kıymetler, gayrimenkuller, nakit vb.) yönetme sürecidir. Portföy yönetimi, yatırımcının hedefleri, risk toleransı ve getiri beklentilerine uygun olarak çeşitli varlık sınıflarından oluşan bir portföy oluşturma ve yönetme işlemi içermektedir (Gündoğdu, Münyas, 2017). Değerleme ise, bu varlıkların doğru bir şekilde değerini belirlemek amacıyla yapılan analiz sürecidir. Portföy yöneticileri, portföylerinde bulunan varlıkların gerçek değerini doğru bir şekilde tespit etmek için değerlendirme yöntemlerine başvururlar. Portföy yönetimi ve değerlendirme birbirini tamamlayan iki kavramdır. İyi bir portföy yönetimi stratejisi, doğru değerlendirme analiziyle desteklenmelidir. Portföy yönetimi ve değerlendirme arasındaki ilişkiyi daha detaylı olarak açıklayan bazı noktalar (Şekercioğlu, 2021):

- Performans Değerlendirmesi: Portföy yöneticileri, yatırımlarının performansını değerlendirmek için değerlendirme analizine başvururlar. Varlık sınıflarının değeri doğru bir şekilde belirlenirse, portföy performansı daha doğru bir şekilde ölçülebilir.
- Risk Yönetimi: Değerleme, portföy yöneticilerine risk analizi yapmak için önemli bir araç sağlar. Varlık sınıflarının değeri ve risk profilleri doğru bir şekilde belirlenirse, portföy riski daha iyi yönetilebilir ve çeşitlendirme stratejileri uygulanabilir.
- Varlık Dağılımı: Portföy yöneticileri, varlık sınıfları arasında optimal bir dağılım sağlamak için değerlendirme analizini kullanır. Değerleme sonuçlarına dayanarak, portföylerinde hangi varlık sınıflarının ağırlıklı olarak bulunması gerektiğine karar verebilirler.
- Yatırım Kararları: Değerleme, portföy yöneticilerine yatırım kararlarında rehberlik eder. Varlık fiyatlarına dayalı olarak doğru değerlendirmeler yapmak, uygun yatırım fırsatlarını belirlemelerine yardımcı olur.
- Müşteri İletişimi: Değerleme, portföy yöneticilerinin müşterilere varlık değerleri hakkında doğru ve güncel bilgiler sunmalarını sağlar. Müşteri memnuniyeti ve şeffaflığı sağlamak için değerlendirme analizi önemlidir.

1.3.2. Finansal Yönetim ve Değerleme: Finansal yönetim, bir şirketin finansal kaynaklarını etkin bir şekilde kullanarak, finansal hedeflerini ve performansını yönetme sürecidir. Finansal yönetim kararları, şirketin sermaye yapısı, yatırım projeleri, nakit yönetimi, risk yönetimi ve kar dağıtımını gibi alanları kapsamaktadır. Değerleme ise, finansal yönetim sürecinde önemli bir rol oynar. Şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemek, finansal yönetim kararlarının temelini oluşturur. Finansal yönetim ve değerlendirme arasındaki ilişkiyi daha detaylı olarak açıklayan bazı noktalar (Gündoğdu, Münyas, 2017):

- Yatırım Kararları: Finansal yöneticiler, şirketin yatırım projelerini değerlendirirken değerlendirme analizine başvururlar. Yatırım projelerinin değerini doğru bir şekilde belirlenmesi, proje seçiminde ve kaynak tahsisinde önemli bir rol oynamaktadır.
- Sermaye Yapısı: Finansal yönetim, şirketin sermaye yapısını belirleme ve optimize etme sürecidir. Değerleme analizi, sermaye yapısı kararlarında rehberlik eder. Şirketin değeri doğru bir şekilde belirlenirse, sermaye yapısı kararları daha etkin bir şekilde alınabilir.
- Finansal Performans Değerlendirmesi: Finansal yöneticiler, şirketin finansal performansını değerlendirmek için değerlendirme analizini kullanırlar. Şirketin varlıklarının ve faaliyetlerinin doğru bir şekilde değerlendirilmesi, finansal performansın objektif bir şekilde ölçülmesini sağlamaktadır.
- Firma Değerinin Belirlenmesi: Finansal yönetim, şirketin gerçek değerini belirlemek için değerlendirme analizine başvurur. Şirketin değeri, varlıkları, gelirleri, büyüme potansiyeli, risk profili ve diğer faktörler göz önünde bulundurularak tespit edilir.
- Finansal Strateji Geliştirme: Finansal yöneticiler, şirketin finansal hedeflerini gerçekleştirmek için stratejiler geliştirir. Değerleme analizi, bu stratejilerin oluşturulmasında ve uygulanmasında önemli bir role sahiptir. Finansal hedeflerle uyumlu bir değerlendirme stratejisi, şirketin başarılı bir şekilde büyümesini ve değerini artırmasını sağlar.

1.3.3. Stratejik Planlama ve Değerleme: Stratejik planlama, bir şirketin uzun vadeli hedeflerini belirlemek ve bu hedeflere ulaşmak için stratejiler geliştirmek sürecidir. Şirketin iç ve dış çevresini analiz ederek rekabet avantajı elde etmek ve sürdürmek amacıyla stratejik kararlar almayı içerir (Songür, 2015). Değerleme ise, stratejik planlama sürecinde şirketin değerini doğru bir şekilde belirler ve stratejik planların temelini oluşturur. Stratejik planlama ve değerlendirme arasındaki ilişkiyi daha detaylı olarak açıklayan bazı noktalar (Coşkun, Yıldırım, 2018):

- **Hedef Belirleme:** Stratejik planlama, şirketin uzun vadeli hedeflerini belirler. Bu hedeflerin belirlenmesinde, şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemek önemlidir. Değerleme analizi, hedeflerin gerçekçi ve ölçülebilir olmasını sağlar.
- **Kaynak Tahsisi:** Stratejik planlama, şirketin kaynaklarını etkin bir şekilde tahsis etme sürecidir. Değerleme analizi, şirketin varlıklarının değerini belirleyerek, kaynakların hangi alanlara yönlendirileceğine karar vermede yardımcı olur.
- **Büyüme Stratejileri:** Stratejik planlama, şirketin büyüme stratejilerini belirlemek için değerlendirme analizine başvurur. Şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemek, organik büyüme, satın alma veya işbirliği gibi stratejik kararların temelini oluşturur.
- **Rekabet Analizi:** Stratejik planlama sürecinde, şirketin rekabet avantajını korumak ve geliştirmek önemlidir. Değerleme analizi, rekabetçi pozisyonu anlamak için kullanılan bir araçtır. Şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemek, rekabetçi avantajları anlamak ve güçlendirmek için stratejik kararları destekler.
- **Değer Oluşturma:** Stratejik planlama, şirketin değerini artırmayı hedefler. Değerleme analizi, stratejik planların değer yaratma potansiyelini değerlendirmek için kullanılır. Şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemek, değer yaratma stratejilerinin belirlenmesinde önemlidir.

1.3.4. Birleşme, Satın alma ve Değerleme: Birleşme ve satın alma işlemleri, şirketlerin büyüme, pazar genişletme veya rekabet avantajı elde etme stratejileri doğrultusunda gerçekleştirdikleri önemli faaliyetlerdir. Değerleme, birleşme ve satın alma sürecinde kritik bir rol oynamaktadır. Birleşme, satın alma ve değerlendirme arasındaki ilişkiyi daha detaylı olarak açıklayan bazı noktalar şunlardır (Yelgen, 2016):

- **Şirket Değerinin Belirlenmesi:** Birleşme veya satın alma sürecinde, hedef şirketin değerini belirlemek kritik bir adımdır. Değerleme analizi, hedef şirketin finansal durumunu, varlık ve yükümlülüklerini, gelir ve nakit akışlarını değerlendirerek doğru bir değer tahmini yapmayı sağlar. Bu, satın alma veya birleşme anlaşmasında adil bir değerlendirme yapılmasını sağlar.
- **Stratejik Uyumluluğun Değerlendirilmesi:** Birleşme veya satın alma sürecinde, değerlendirme analizi stratejik uyumluluğun değerlendirilmesinde önemli bir rol oynar. Hedef şirketin değeri, birleşen veya satın alan şirketin stratejik hedefleri ve uzun vadeli planlarıyla uyumlu olmalıdır. Değerleme analizi, stratejik uyumluluğun değerlendirilmesinde veri sağlar.

- **Fiyatlandırma ve Pazarlık:** Değerleme analizi, birleşme veya satın alma sürecinde taraflar arasındaki fiyatlandırma ve pazarlık sürecinde kullanılır. Hedef şirketin değeri, satın alma veya birleşme anlaşması için temel bir referans noktasıdır. Değerleme analizi, tarafların pazarlık pozisyonlarını belirlemelerine ve adil bir fiyat üzerinde anlaşmaya varmalarına yardımcı olur.
- **Değer Yaratma Potansiyelinin Değerlendirilmesi:** Birleşme veya satın alma sürecinde, değerlendirme analizi hedef şirketin değer yaratma potansiyelini değerlendirmek için kullanılır. Birleşme veya satın alma işleminin, birlikte daha güçlü bir şirket yaratma potansiyeline sahip olup olmadığını anlamak için değerlendirme analizi önemlidir. Bu, stratejik kararların doğru bir şekilde alınmasına yardımcı olur.
- **Entegrasyon Sürecinde Kılavuz Olarak Kullanılması:** Birleşme veya satın alma işlemi tamamlandıktan sonra, değerlendirme analizi entegrasyon sürecinde bir kılavuz olarak kullanılabilir. Hedef şirketin değerini doğru bir şekilde belirlemek, entegrasyon sürecindeki operasyonel ve finansal entegrasyon adımlarının belirlenmesine yardımcı olur. Değerleme analizi, birleşme veya satın alma sonrasında şirketlerin bir araya getirilmesi, süreçlerin uyumlaştırılması, maliyet ve gelirlerin birleştirilmesi gibi entegrasyon adımlarının yönlendirilmesinde kullanılır.
- **Risk Değerlendirmesi:** Birleşme veya satın alma sürecinde, değerlendirme analizi risk değerlendirmesinde de önemli bir rol oynar. Hedef şirketin finansal durumu, operasyonel riskleri ve potansiyel sorunları değerlendirmek için değerlendirme analizi kullanılır. Bu, birleşme veya satın alma işleminden kaynaklanabilecek risklerin belirlenmesine ve yönetilmesine yardımcı olmaktadır.
- **Hisse Senedi Takası veya Para Ödemesi:** Değerleme analizi, birleşme veya satın alma işleminde hisse senedi takası veya para ödemesi gibi ödeme yöntemlerinin belirlenmesinde önemlidir. Hedef şirketin değeri, ödeme yöntemlerinin adil ve dengeli bir şekilde belirlenmesini sağlar.

1.3.5. Özelleştirme ve Değerleme: Özelleştirme, kamu kuruluşlarının veya devletin kontrolünde olan varlıkların özel sektöre devredilmesi veya satılması işlemidir (Ulusoy, Yılmaz, 2017). Bu süreçte, değerlendirme önemli bir rol oynar. Özelleştirme ve değerlendirme arasındaki ilişki şu şekildedir:

- **Varlık Değerinin Belirlenmesi:** Özelleştirme sürecinde, devredilecek varlığın değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi önemlidir. Değerleme analizi, varlığın finansal durumunu, potansiyelini, gelir ve nakit akışlarını değerlendirerek doğru bir değer

tahmini yapmayı sağlar. Bu, özelleştirme sürecinde adil bir değerlendirme yapılmasını ve doğru bir fiyat belirlenmesini sağlar.

- **Özelleştirme Stratejisinin Belirlenmesi:** Değerleme analizi, özelleştirme stratejisinin belirlenmesinde önemli bir role sahiptir. Varlığın değeri, özelleştirme yöntemlerini (halka arz, özel teklif, stratejik yatırımcı vb.) belirlemede ve özelleştirme sürecinin detaylarını oluşturmada kullanılır. Değerleme analizi, özelleştirme stratejisinin etkin bir şekilde uygulanması için temel bir referans noktası sağlar.
- **Yatırımcıların Çekilmesi ve Rekabetin Teşvik Edilmesi:** Değerleme analizi, özelleştirme sürecinde potansiyel yatırımcıları çekmek ve rekabeti teşvik etmek için kullanılır. Varlığın doğru bir şekilde değerlendirilmesi, yatırımcıların karar verme sürecinde güvenilir bir bilgi kaynağı sağlar. Ayrıca, değerlendirme analizi, birden fazla yatırımcının rekabet içinde olduğu bir ortam yaratılmasına yardımcı olur.
- **Maliyet ve Fayda Analizi:** Değerleme analizi, özelleştirme sürecinde maliyet ve fayda analizi yapılmasına yardımcı olur. Varlığın değeri, özelleştirme sonucunda elde edilecek faydaları ve potansiyel riskleri değerlendirme sürecinde dikkate alınır. Bu analiz, özelleştirme işleminin ekonomik etkilerini anlamak ve karar verme sürecini desteklemek için kullanılır.
- **Rekabetçi Bir Pazarlık Süreci:** Değerleme analizi, özelleştirme sürecinde alıcı ve satıcı arasında adil bir pazarlık süreci yaratılmasına yardımcı olur. Varlığın değeri, fiyatlandırma ve pazarlık sürecinde temel bir referans noktası olarak kullanılabilir. Değerleme analizi, alıcı ve satıcı arasındaki pazarlık pozisyonunu belirlemek ve adil bir fiyat üzerinde anlaşmaya varmak için kullanılır. Değerleme sonuçları, tarafların müzakere stratejilerini ve ödeme koşullarını belirlemelerine yardımcı olur.
- **Yatırımın Etkin Kullanımı:** Değerleme analizi, özelleştirme sonucunda elde edilen kaynakların etkin bir şekilde kullanılmasını sağlar. Varlığın doğru bir şekilde değerlendirilmesi, özelleştirme gelirlerinin kamu harcamalarında kullanılmasının etkinliğini ve verimliliğini artırır. Değerleme analizi, yatırımın en iyi şekilde değerlendirilmesi için stratejik kararları destekler.
- **Şeffaflık ve İtibar:** Değerleme analizi, özelleştirme sürecinde şeffaflığı ve itibarı artırır. Doğru bir değerlendirme süreci, sürecin şeffaf ve adil bir şekilde gerçekleştiğine dair kamuoyuna güven verir. Bu, özelleştirme sürecinin itibarını ve sonuçlarının kabul edilmesini sağlar (Ulusoy, Yılmaz, 2017).

1.3.6. Halka Arz ve Değerleme: Halka arz, bir şirketin hisse senetlerinin ilk kez halka açık bir şekilde satılmasıdır. Dolayısıyla halka arz sürecinde değerlendirme önemlidir. İşte halka arz ve değerlendirme arasındaki ilişkiyi daha detaylı olarak açıklayan bazı noktalar (Açıkgöz, Gökkaya, 2017):

- **Şirket Değerinin Belirlenmesi:** Halka arz öncesinde, şirketin değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi önemlidir. Değerleme analizi, şirketin finansal performansını, büyüme potansiyelini, varlık ve yükümlülüklerini değerlendirerek doğru bir değer tahmini yapmayı sağlar. Bu, halka arz sürecinde hisse senetlerinin adil bir değerlendirme ile piyasaya sunulmasını sağlar.
- **İşlem Fiyatının Belirlenmesi:** Halka arz sürecinde, hisse senetlerinin işlem fiyatı belirlenir. Değerleme analizi, şirketin değerini ve piyasa koşullarını dikkate alarak işlem fiyatının doğru bir şekilde belirlenmesine yardımcı olur. İşlem fiyatı, şirketin hisse senetlerinin piyasada talep görmesini ve yatırımcıların adil bir fiyat üzerinden işlem yapmasını sağlar.
- **Yatırımcıların Değerlendirme Süreci:** Halka arz sürecinde, potansiyel yatırımcılar şirketin değerlemesini ve hisse senetlerinin değerini analiz eder. Değerleme analizi, yatırımcıların şirketin performansını, büyüme potansiyelini ve risklerini değerlendirmelerine yardımcı olur. Bu, yatırımcıların hisse senetlerine olan ilgilerini ve yatırım kararlarını etkiler.
- **İlk Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:** Değerleme analizi, halka arz sonucunda elde edilen gelirlerin etkin bir şekilde kullanılmasını sağlar. Şirketin değerlemesi, halka arz gelirlerinin şirketin büyümesi, yeni projelerin finansmanı veya borçların azaltılması gibi alanlarda etkin bir şekilde kullanılmasına rehberlik eder.
- **Şeffaflık ve Yatırımcı Güveni:** Değerleme analizi, halka arz sürecinde şeffaflığı ve yatırımcı güvenini artırır. Doğru bir değerlendirme süreci, şirketin değerini şeffaf bir şekilde ortaya koyar ve yatırımcıların güvenini sağlar. Bu, halka arzın başarılı bir şekilde gerçekleşmesini ve yatırımcıların hisse senetlerine olan güvenini artırır.

1.3.7. Kredi Alma ve Değerleme: Kredi alma sürecinde değerlendirme, borç verenlerin kredi başvurusunu değerlendirirken şirketin değerini ve ödeme potansiyelini analiz etmelerine yardımcı olur. Kredi alma ve değerlendirme arasındaki ilişki şu şekildedir (Lam ve ard. 2019):

- **Kredi Değerlendirmesi:** Değerleme analizi, borç verenlerin şirketin finansal durumunu, varlık ve yükümlülüklerini, nakit akışlarını ve büyüme potansiyelini

değerlendirmelerine yardımcı olur. Şirketin değeri, kredi başvurusunun kabul edilip edilmemesi, kredi miktarı ve faiz oranı gibi faktörleri etkiler. Değerleme analizi, borç verenlerin şirketin kredi değerliliğini belirlemelerine ve risklerini yönetmelerine yardımcı olur.

- **Teminat Değerinin Belirlenmesi:** Kredi başvurusunda teminat gösterilen varlıkların değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi önemlidir. Değerleme analizi, teminat olarak gösterilen varlıkların değerini objektif bir şekilde belirler ve borç verenin güvencesini sağlar. Borç veren, teminatın değeri ile kredi miktarı arasındaki ilişkiyi değerlendirir ve uygun bir kredi teklifi sunar.
- **Kredi Faiz Oranının Belirlenmesi:** Değerleme analizi, şirketin değeri ve risk faktörleri göz önünde bulundurularak kredi faiz oranının belirlenmesinde etkilidir. Borç veren, şirketin değerlemesini ve finansal durumunu değerlendirerek riski hesaplar ve buna göre faiz oranını belirler. Daha yüksek bir değere sahip olan ve düşük risk taşıyan şirketler, genellikle daha düşük faiz oranlarına sahip kredi tekliflerine erişebilirler.
- **Kredi Limiti ve Şartları:** Değerleme analizi, borç verenin şirketin değeri ve ödeme kapasitesini değerlendirmesine yardımcı olur. Şirketin değeri, kredi limitini ve kredi şartlarını etkileyebilir. Daha yüksek bir değere sahip olan şirketler genellikle daha yüksek kredi limitlerine ve daha esnek kredi şartlarına sahip olabilirler.
- **İş Stratejilerinin Desteklenmesi:** Değerleme analizi, kredi alma sürecinde şirketin iş stratejilerini destekleyebilir. Şirketin değeri ve potansiyeli, kredi alarak işletme genişletme, yeni projeleri finanse etme veya mevcut borçları yeniden yapılandırma gibi stratejik kararlarda etkili olabilir. Değerleme analizi, şirketin kredi alarak büyüme veya finansal hedeflerine ulaşma potansiyelini değerlendirir ve bu doğrultuda uygun kredi imkanlarının araştırılmasına yardımcı olur.
- **Risk Yönetimi:** Değerleme analizi, kredi alma sürecinde şirketin risklerini değerlendirmeye yönelik bir araç olarak kullanılır. Şirketin finansal durumu, nakit akışları, varlık ve yükümlülüklerinin değerlemesi, borç verenin şirketin geri ödeme yeteneğini ve risk seviyesini anlamasına yardımcı olur. Bu da kredi alırken doğru risk yönetimi stratejilerinin belirlenmesine katkı sağlar.
- **Yatırımcı Güveni:** Değerleme analizi, kredi alma sürecinde yatırımcı güvenini artırır. Doğru ve güvenilir bir değerlendirme süreci, borç verenlerin ve yatırımcıların şirketin değerine ve finansal durumuna güven duymasını sağlar. Bu da şirketin kredi başvurularında daha rekabetçi bir konuma gelmesini sağlar.

1.3.8. Çalışan Şirketleri ve Değerleme

Çalışan şirketleri, çalışanların ortaklık veya hissedarlık paylarına sahip olduğu ve bu şekilde şirketin sahipliğinin ve kar payının paylaşıldığı şirket yapılarıdır. Değerleme sürecinde çalışan şirketlerinin özel bir dikkat gerektirdiği söylenebilir. Çalışan şirketlerini değerlemek için dikkate alınması gereken bazı faktörler (Erickson, 2017):

- **İştirak Yapısı:** Çalışanların şirketteki payları ve hissedarlık oranları, değerlendirme sürecinde önemli bir faktördür. Bu oranlar, çalışanların sahip oldukları hisse senetlerinin değeriyle ilişkilendirilerek şirketin toplam değerine etki eder.
- **Performans ve Büyüme Potansiyeli:** Çalışan şirketlerinin değerlemesinde, şirketin performansı ve büyüme potansiyeli dikkate alınır. Bu faktörler, şirketin gelecekteki kazanç potansiyelini ve değerini etkileyebilir. Özellikle çalışanların performansı ve katkısı, şirketin başarısı ve değeri üzerinde önemli bir rol oynayabilir.
- **Risk Faktörleri:** Çalışan şirketlerinin değerlemesinde, risk faktörleri dikkate alınmalıdır. Örneğin, çalışanların şirketin performansı üzerindeki etkileri, iş gücü istikrarı, sektörel riskler ve pazardaki rekabet gibi faktörler değerlemeyi etkileyebilir.
- **Likidite Durumu:** Çalışan şirketlerinde hisse senetlerinin likiditesi genellikle sınırlı olabilir. Bu nedenle, hisse senetlerinin likidite durumu ve piyasada işlem görülebilirliği, değerlemeyi etkileyen önemli bir faktördür.

Çalışan şirketlerinin değerlendirilmesi karmaşık olabilir ve özel dikkat gerektirebilir. Bu nedenle, profesyonel değerlendirme uzmanları, çalışan şirketlerinin özel özelliklerini ve yapılarını anlayan deneyimli kişilerle çalışmak önemlidir. Ayrıca, hissedarlık planları, opsiyon programları ve çalışanların ödüllendirilmesi gibi faktörlerin de değerlemeye dahil edilmesi gerekmektedir (Gündoğdu, Münyas, 2017).

1.3.9. Marka Değeri ve Değerleme

Marka değeri, bir şirketin markasının pazarlama, müşteri ilişkileri ve itibar gibi faktörlerle ilişkilendirilerek belirlenen finansal değeridir. Marka değerinin değerlendirilmesi, şirketlerin markalarını ve marka itibarını anlamalarına, marka stratejilerini geliştirmelerine ve varlıklarını etkili bir şekilde yönetmelerine yardımcı olur. Marka değerlendirilmesi ile ilgili bazı önemli noktalar (Jamilena, 2017):

- **Finansal Performans:** Marka değerlendirilmesi, markanın finansal performansı üzerinde temel alınır. Bu, markanın pazarlama stratejileri, müşteri sadakati, marka itibarı ve markaya bağlı gelirlerin analiz edilmesini içerir. Finansal göstergeler, markanın gelir,

kar marjı ve nakit akışı gibi performans metriklerini değerlendirerek marka değerini belirlemeye yardımcı olur.

- **Marka Bilinirliği ve İmajı:** Marka değerlemesinde marka bilinirliği ve imajı büyük öneme sahiptir. Markanın tüketiciler arasında bilinirliği, marka algısı, marka sadakati ve müşteri memnuniyeti gibi faktörler, markanın değerini etkileyen unsurlardır. Markanın genel olarak nasıl algılandığı ve tüketiciler üzerindeki etkisi, marka değerlemesinde dikkate alınır.
- **Pazar Payı ve Rekabet:** Bir markanın pazar payı, sektöründeki rakipleriyle olan rekabet gücünü yansıtır. Marka değerlemesinde, markanın pazar payı, büyüme potansiyeli, rekabet avantajları ve benzeri faktörler göz önünde bulundurulur. Markanın sektöründeki rekabetçilik düzeyi, marka değerini etkileyen bir unsurdur.
- **Lisans Anlaşmaları ve Gelir Akışları:** Marka değerlemesi, markanın lisans anlaşmaları ve gelir akışları ile de ilişkilidir. Bir marka, lisans anlaşmaları yoluyla başka şirketler tarafından kullanılabilir ve bu kullanımdan kaynaklanan gelirler marka değerlemesine dahil edilir. Bu tür anlaşmaların ve gelir akışlarının analizi, marka değerlemesinde önemli bir rol oynar.

Marka değerlemesi, hem finansal analizleri hem de markanın pazarlama ve itibar gibi değerlerini içeren çok boyutlu bir yaklaşımdır. Profesyonel marka değerlendirme uzmanları, markanın özelliklerini ve sektörünü anlayan, markanın finansal ve pazarlama performansını değerlendirebilen deneyimli kişilerle çalışmak önemlidir (Lam ve ard. 2019). Marka değerlendirme sürecinde kullanılan yöntemler arasında finansal analiz, pazar araştırmaları, marka algısı ve tüketici anketleri gibi veri toplama yöntemleri yer alır (Jamilena, 2017).

Marka değerlendirme yapılırken dikkate alınması gereken bazı sınırlamalar da vardır. Bunlar şunları içerir:

- **Sübjektif Değerlendirmeler:** Marka değerlendirme, bazen sübjektif değerlendirmeleri içerebilir. Örneğin, marka itibarı ve tüketiciler arasındaki algı gibi faktörler, nispeten sübjektif olabilir ve farklı değerlendiriciler arasında farklı sonuçlara yol açabilir.
- **Değerlendirme Yöntemleri:** Marka değerlendirme sürecinde kullanılan yöntemler, sonuçları etkileyebilir. Farklı yöntemler, farklı marka değerleri üretebilir ve sonuçların doğruluğunu etkileyebilir. Bu nedenle, doğru yöntemlerin seçimi ve uygun verilerin kullanımı önemlidir.

- Belirsizlikler: Marka değerlemesi s¼recinde belirsizlikler ve tahminler s¼z konusu olabilir. ¼rneęin, gelecekteki pazar koşulları, t¼keticilerin davranışları ve rekabet durumu gibi fakt¼rlerde belirsizlikler bulunabilir. Bu belirsizlikler, marka değerlemesinin sonuçlarını etkileyebilir.
- Dinamik Değer: Marka değeri, zamanla değişebilir. Pazar koşulları, rekabet durumu ve t¼keticiler talepleri gibi fakt¼rler marka değerini etkileyebilir. Dolayısıyla, marka değerlemesi bir anlık değer olarak değerlendirilmemelidir ve d¼zenli olarak g¼ncellenmelidir.

Marka değerlemesi, bir şirketin en değerli varlıklarından biri olan markasının finansal değerini belirlemeye y¼nelik bir s¼retir. Profesyonel değerleme uzmanları tarafından gerçekleştirilen kapsamlı bir analiz, şirketin marka değerini anlamak ve stratejik kararlar almak için ¼nemlidir (Jamilena, 2017).

1.3.10. Tasfiye ve Değerleme

Tasfiye, bir şirketin faaliyetlerini sonlandırarak varlıklarını likiditeye d¼n¼řt¼rmesi ve borçlarını ¼demesi s¼recidir. Tasfiye sırasında, şirketin varlıkları satılır ve bu varlıkların değeri, borçların ¼denmesi ve hissedarlara kalan miktarın belirlenmesi için değerleme işlemi yapılır. Tasfiye değerlemesi, şirketin varlıklarının gerçek değerini belirlemek için kullanılan bir y¼ntemdir. Bu değerleme s¼recinde, şirketin varlıkları ayrı ayrı değerlendirilir ve satış değerleri veya piyasa değerleri ¼zerinden hesaplanır (G¼ndoędu, M¼nyas, 2017). Bunlar arasında taşınır ve taşınmaz varlıklar, stoklar, alacaklar, makine ve teçhizat gibi unsurlar yer alabilir. Ayrıca, borçlar ve diğer mali y¼k¼ml¼l¼kler de değerlemeye dahil edilir. Tasfiye değerlemesi genellikle likidasyon değerlemesi olarak da adlandırılır. Bu değerleme, şirketin varlıklarını en iyi fiyattan satarak borçlarını kapatması ve kalan miktarı hissedarlara dağıtması amacıyla yapılır. Tasfiye değerlemesi, şirketin durumunu analiz etmek, potansiyel yatırımcılar veya alıcılar için bir referans noktası sağlamak ve şirketin gerçek değerini belirlemek için ¼nemlidir (Mammadov, 2019).

Ancak, tasfiye değerlemesi de bazı sınırlamalara sahiptir. Bu sınırlamalar şunları içerebilir:

- Zaman Fakt¼r¼: Tasfiye değerlemesi, bir şirketin varlıklarının mevcut satış değerlerine dayalı olarak hesaplanır. Ancak, piyasa koşulları, talep ve arz dengesi gibi fakt¼rler zamanla değişebilir. Bu nedenle, tasfiye değerlemesi, değerlendirme anında geçerli olan koşullara dayanır ve gelecekteki değişiklikleri tam olarak yansıtmayabilir.

- Değerleme Unsurları: Tasfiye değerlemesi, şirketin varlıklarının gerçek değerini belirlemeye çalışırken, bazı varlık ve maliyet unsurlarının değerlendirilmesi zor olabilir. Özellikle fikri mülkiyet hakları, patentler veya ticari markalar gibi maddi olmayan varlıkların değerlendirilmesi, subjektif ve tahmine dayalı olabilir.
- Vergi ve Hukuki Faktörler: Tasfiye değerlendirilmesi sürecinde, vergi yükümlülükleri ve hukuki düzenlemeler gibi faktörler de dikkate alınmalıdır. Vergi düzenlemeleri ve yasal süre devam etmektedir. Vergi düzenlemeleri ve yasal süreçler, tasfiye değerlendirilmesi üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilir. Şirketin varlıklarının satışından elde edilen gelir vergilendirilebilir ve bu vergi yükü, tasfiye değerlendirilmesini etkileyebilir. Ayrıca, şirketin borçları, ödeme önceliği ve diğer hukuki düzenlemeler de tasfiye değerlendirilmesini etkileyen faktörlerdir.

Diğer bir sınırlama ise, tasfiye değerlendirilmesinin şirketin gerçek değerini tam olarak yansıtmamasıdır. Tasfiye değerlendirilmesi, varlıkların satış değerlerine dayanırken, şirketin gelecekteki potansiyelini ve nakit akımlarını dikkate almaz. Bu nedenle, bir şirketin gerçek değeri, sadece tasfiye değerlendirilmesi ile belirlenemez ve diğer değerlendirme yöntemleri ile birlikte ele alınması gerekebilir (Ede, 2016).

1.4. BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI

1.4.1. Nominal Değer: Nominal değer, bir varlığın veya finansal enstrümanın üzerinde yazan değerdir. Genellikle hisse senetlerinde, tahvillerde veya diğer finansal araçlarda nominal değer belirtilir. Nominal değer, genellikle şirketin sermaye yapısıyla ilişkilendirilir ve hisse senetleri için nominal değer, hisse başına düşen nominal sermaye miktarını ifade eder. Tahviller için ise nominal değer, tahvilin vade sonunda geri ödenecek olan ana para miktarını temsil eder (Kalan, 2015).

1.4.2. Gerçek Değer: Gerçek değer, bir varlığın veya finansal enstrümanın içsel veya temel değeridir. Gerçek değer, şirketin finansal performansı, varlık değerleri, nakit akışları, büyüme potansiyeli, endüstri trendleri ve diğer faktörlerin analiziyle belirlenir. Gerçek değer, varlığın veya enstrümanın gerçek piyasa değerini yansıtmaması beklenen değerdir ve piyasa koşullarından bağımsız olarak hesaplanır (Güvercin, Demir, 2015).

1.4.3. Defter Değeri: Defter değeri, bir varlığın veya şirketin finansal tablolarında kaydedilen değerdir. Defter değeri, şirketin varlıklarının toplamını ve bu varlıkların maliyetlerini yansıtır. Şirketin varlıklarının değeri, maliyetlerine göre defter değeri tablosunda kaydedilir. Defter

değeri, şirketin finansal tablolarında yer alan bir hesaptır ve genellikle gerçek değeri yansıtmayabilir (Ünal, Akbey, 2016).

1.4.4. Piyasa Değeri: Piyasa değeri, bir varlığın veya şirketin mevcut piyasa koşullarında belirlenen değeridir. Piyasa değeri, arz ve talep dengesine, yatırımcıların beklentilerine, endüstri trendlerine ve diğer faktörlere bağlı olarak belirlenir. Piyasa değeri, varlığın veya şirketin gerçek değerini yansıtabilir veya gerçek değerden farklı olabilir. Hisse senetleri için piyasa değeri, şirketin piyasada işlem gören hisse senetlerinin fiyatını temsil eder. (Dossa, Vezzani, 2020) Tahviller için ise piyasa değeri, tahvilin geri alım fiyatı veya ikincil piyasada işlem gören fiyatını ifade eder.

1.4.5. Makul Piyasa Değeri: Makul piyasa değeri, bir varlığın veya şirketin, serbest piyasa koşullarında alıcı ve satıcıların karşılıklı rızasıyla belirlenen değeridir. Bu değer, taraflar arasındaki alım satım faaliyetleri veya benzer piyasa verileri temel alınarak hesaplanır. Makul piyasa değeri, gerçek değeri yansıtmaması beklenen bir değerdir ve genellikle güncel piyasa koşullarına dayanır (Avcı, 2020).

1.4.6. İşleyen Teşebbüs Değeri: İşleyen teşebbüs değeri, bir şirketin faaliyetlerini sürdürme potansiyeline ve nakit akışlarına dayalı olarak hesaplanan değerdir. Bu değer, şirketin mevcut ve gelecekteki nakit akışlarının, faaliyetlerin devamlılığı ve büyüme potansiyeliyle birlikte değerlendirilmesiyle belirlenir. İşleyen teşebbüs değeri, şirketin varlıklarının gerçek değerini ve faaliyetlerin getireceği ekonomik faydayı yansıtmaması amaçlanır (Gözen, 2019).

1.4.7. Varlık Değeri: Varlık değeri, bir varlığın sahip olduğu maddi veya maddi olmayan özelliklerin toplamının değeridir. Varlık değeri, bir varlığın piyasa değeri veya gerçek değeriyle ilişkilendirilebilir. Örneğin, bir şirketin varlık değeri, maddi varlıklarının (gayrimenkul, ekipmanlar vb.) piyasa değeri ve maddi olmayan varlıklarının (marka değeri, patentler vb.) gerçek değeriyle belirlenebilir (Mustafa, Yılmaz, 2015).

1.4.8. Şerefiye Değeri: Şerefiye değeri, bir şirketin varlıklarının likidasyon durumunda elde edilebilecek değeridir. Bu değer, şirketin varlıklarının likidasyon fiyatlarına göre hesaplanır. Şerefiye değeri, şirketin iflas veya tasfiye durumunda alacaklıların taleplerini karşılamak için kullanılabilir (Kalan, 2015).

1.4.9. Hurda Değer: Hurda değeri, kullanım ömrünü tamamlamış veya işlevini kaybetmiş varlıkların değeridir. Hurda değeri, söz konusu varlıkların parça parça veya malzeme olarak

geri dönüşüm veya satış yoluyla elde edilebilecek değerini ifade eder. Hurda değeri, genellikle varlığın orijinal maliyetinin önemli ölçüde altında olabilir (Mustafa, Yılmaz, 2015)

1.5. ŞİRKET DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Şirket değerini etkilemek ifadesi, çeşitli faktörlerin bir şirketin toplam değeri üzerinde etkisi olduğunu ifade etmektedir. Şirketin değeri, piyasa değeri veya bir değerlendirme süreci aracılığıyla belirlenebilir (Lam ve ard. 2019). Bu faktörler, şirketin mali performansı, büyüme potansiyeli, varlık yapısı, rekabetçilik, yönetim kalitesi, itibar, sektörel ve ekonomik koşullar, hukuki ve düzenleyici faktörler, risk faktörleri, sosyal ve çevresel faktörler gibi birçok unsuru içerebilir. Şirket değerini etkileyen faktörler şunlardır (Mammadov, 2019):

- Finansal Performans: Şirketin gelir düzeyi, karlılık oranları, nakit akışları ve büyüme potansiyeli gibi finansal göstergeler değerlemeyi etkiler.
- Rekabetçilik: Şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki rekabet düzeyi, pazar payı, müşteri sadakati ve rekabet avantajları değerlemeyi etkiler.
- Varlık Yapısı: Şirketin sahip olduğu maddi varlıklar (gayrimenkuller, ekipmanlar) ve maddi olmayan varlıklar (marka değeri, patentler) değerlemeyi etkiler.
- Büyüme Potansiyeli: Şirketin gelecekteki büyüme potansiyeli, pazar genişleme fırsatları, yeni ürün veya hizmetlerin geliştirme kabiliyeti değerlemeyi etkiler.
- Yönetim Kalitesi: Şirketin yönetim ekibi, liderlik becerileri, stratejik vizyon ve etkin karar alma süreçleri değerlemeyi etkiler.
- İtibar ve Marka Değeri: Güçlü bir marka değeri, müşteri sadakati ve güven oluşturması şirketin değerini artırır.
- Risk Faktörleri: Şirketin maruz kaldığı işletme riskleri, sektörel riskler, ekonomik riskler, hukuki riskler ve operasyonel riskler değerlemeyi etkiler.
- Ekonomik Koşullar: Genel ekonomik durum, faiz oranları, enflasyon oranları ve döviz kurları gibi ekonomik faktörler şirket değerlemesini etkiler.
- Hukuki ve Düzenleyici Faktörler: Şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki düzenlemeler, lisans gereklilikleri ve hukuki durum değerlemeyi etkiler.
- Sektörel Faktörler: Şirketin faaliyet gösterdiği sektörün büyüklüğü, büyüme potansiyeli, rekabet düzeyi ve sektörel trendler değerlemeyi etkiler.
- Sosyal ve Çevresel Faktörler: Şirketin sosyal sorumluluk politikaları, sürdürülebilirlik çabaları ve çevresel etkileri değerlemeyi etkileyebilir.

Bu faktörler, şirket değerlemesinde önemli rol oynar. Profesyonel değerlendirme uzmanları, bu faktörleri dikkate alarak şirketin gerçek değerini belirlemek için çeşitli değerlendirme yöntemleri kullanırlar (Güvercin, Demir, 2015).

1.6.DEĞERLEMEDE RİSK

Değerleme sürecinde, risk faktörleri büyük öneme sahiptir. Risk, belirsizlikler ve olumsuz olaylarla ilişkili potansiyel kayıpları ifade eder (Gündoğdu, Münyas, 2017). Bir şirketin risk profili, değerlemesini etkileyen bir faktördür çünkü yatırımcılar ve değerlendirme uzmanları riskli bir şirkete yatırım yapma konusunda daha temkinli olabilirler. Değerleme sürecinde riskin etkisi aşağıdaki şekillerde ortaya çıkabilir (Aksoy, 2018):

- **İndirim Oranları:** Bir şirketin değerlemesinde kullanılan indirim oranları, risk seviyesine bağlı olarak belirlenir. Riskli bir şirket için daha yüksek bir indirim oranı kullanılırken, daha az riskli bir şirket için daha düşük bir indirim oranı uygulanabilir.
- **Nakit Akışlarının Riski:** Bir şirketin gelecekteki nakit akışları risk altında ise, değerlemesi olumsuz etkilenebilir. Özellikle belirsizliklerin ve dalgalanmaların olduğu sektörlerde, nakit akışlarının risk faktörü dikkate alınmalıdır.
- **Risk Primi:** Değerlemeye dahil edilen risk primi, yatırımcıların ve değerlendirme uzmanlarının şirketin risk seviyesini yansıtmak için kullandığı bir faktördür. Risk primi, değerlemeye eklenerek şirketin değeri düşürülebilir.
- **Rekabet ve Pazar Riski:** Şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki rekabet düzeyi ve pazar riski, değerlemeyi etkileyen önemli faktörlerdir. Yüksek rekabetin olduğu bir sektörde faaliyet gösteren bir şirketin değeri, rekabet ve pazar riski nedeniyle düşük olabilir.
- **Operasyonel Riskler:** Şirketin operasyonel riskleri, işletme süreçlerinde hatalar, tedarik zinciri sorunları, teknik arızalar veya hukuki sorunlar gibi faktörler değerlemeyi etkileyebilir. Operasyonel risklerin yüksek olması, şirketin değerini azaltabilir.

Değerleme sürecinde risk faktörlerinin dikkate alınması, daha gerçekçi bir değerlendirme sonucu elde edilmesini sağlar ve yatırımcılar için daha doğru bir değerlendirme aracı oluşturur. Bu nedenle, değerlendirme uzmanları risk faktörlerini titizlikle analiz ederek şirketin risk profiline uygun bir değerlendirme yapar (Mustafa, Yılmaz, 2015).

1.6.1. Sistemik Risk

Sistemik risk, bir yatırımın veya varlığın karşılaştığı piyasa genelindeki riskleri ifade eder. Bu riskler, ekonomik koşullar, piyasa dalgalanmaları, faiz oranları, enflasyon, politik belirsizlikler ve diğer benzer faktörlerle ilişkilidir (Kalan, 2015). Sistemik risk, belirli bir

şirketin veya varlığın kontrolü dışındaki etkenlerden kaynaklanır ve genellikle çeşitlendirme ile tamamen ortadan kaldırılamaz (Aksoy, 2018). Sistemik riskin temel özelliği, bir portföydeki tüm varlıkların veya yatırımların aynı anda aynı yönde etkilenebileceği ve aynı risklere maruz kalabileceğidir. Bu risk, özel bir şirkete veya sektöre özgü değildir, piyasaların genel performansı ve eğilimleri tarafından belirlenir. Sistemik riskin etkileri şunlar olabilir (Tevfik, 2015):

- Piyasa Dalgalanmaları: Sistemik risk, piyasaların dalgalanmaları ve oynaklıkları nedeniyle yatırımların değerinde dalgalanmalara yol açabilir. Örneğin, ekonomik bir durgunluk döneminde, genel piyasa koşulları kötüleşebilir ve birçok yatırımın değeri düşebilir.
- Faiz Oranları: Faiz oranlarındaki değişiklikler, sistemik riskin bir başka önemli kaynağıdır. Faiz oranlarındaki yükselişler, özellikle borçlu şirketler için maliyetleri artırabilir ve varlık fiyatlarını düşürebilir.
- Enflasyon: Yüksek enflasyon oranları, genel olarak ekonomik istikrarı etkileyebilir ve yatırımların değerini düşürebilir. Enflasyon nedeniyle maliyetler yükselirken, reel getiri azalabilir.
- Politik Belirsizlik: Politik olaylar ve belirsizlikler, sistemik riskin bir başka kaynağıdır. Örneğin, seçimler, değişen hükümet politikaları veya uluslararası ilişkilerde gerilimler gibi faktörler, piyasalarda belirsizlik yaratarak yatırımların değerini etkileyebilir.

Sistemik risk, portföy çeşitlendirmesi yoluyla kısmen azaltılabilir, ancak tamamen ortadan kaldırılamaz. Bu nedenle, yatırımcılar ve değerlendirme uzmanları, sistemik riski hesaba katarak yatırımlarını çeşitlendirir ve risk-getiri profillerini dengelemeye çalışır. Ayrıca, sistemik riskin etkilerini tahmin etmek ve analiz etmek için finansal modeller, istatistiksel veriler ve makroekonomik analizler kullanılır. Bu analizler, piyasaların genel performansı, sektör trendleri, ekonomik göstergeler ve diğer ilgili faktörlerin sistemik risk üzerindeki etkisini değerlendirmeye yardımcı olur. Sistemik riskin etkilerini minimize etmek veya yönetmek için çeşitli stratejiler kullanılabilir (Tevfik, 2015). Bunlar arasında portföy çeşitlendirmesi, riskten korunma (hedging) araçlarının kullanımı, risk primlerinin dikkate alınması ve piyasa koşullarının sürekli izlenmesi yer alır. Bu stratejiler, yatırımcıların sistemik riskle karşılaştığında daha etkili kararlar almasını sağlar ve risk-getiri dengesini optimize etmeye çalışır (Aksoy, 2018).

Bu bağlamda, sistematik risk, bir şirketin veya yatırımın değerini etkileyen önemli bir faktördür. Değerleme sürecinde, sistematik riskin dikkate alınması ve analiz edilmesi, daha gerçekçi ve güvenilir bir değerlendirme sonucu elde edilmesini sağlar. Yatırımcılar, sistematik riskin farkında olarak, risk yönetimi stratejilerini uygulayarak daha bilinçli yatırım kararları verebilirler.

1.6.2. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, bir yatırımın veya varlığın spesifik özelliklerinden kaynaklanan risklerdir ve genellikle piyasa genelindeki faktörlerden bağımsızdır. Bu riskler, özel bir şirkete veya sektöre özgüdür ve genellikle kontrol edilebilir veya çeşitlendirme yoluyla yönetilebilir. Sistematik olmayan riskin bazı örnekleri şunlardır (Aksoy, 2018):

- **Şirket Özel Riski:** Her şirketin kendine özgü riskleri vardır. Bunlar, şirketin finansal durumu, operasyonel performansı, yönetim kalitesi, rekabet avantajları, marka değeri, müşteri tabanı gibi faktörlerden kaynaklanabilir. Örneğin, şirketin ana müşterisinin kaybı veya kritik bir yönetici personelin beklenmedik ayrılışı gibi durumlar, sistematik olmayan risklerdir.
- **Operasyonel Risk:** Operasyonel süreçlerdeki hatalar, tedarik zinciri sorunları, iş gücü problemleri veya teknik arızalar gibi faktörler, bir şirketin operasyonel risklerini artırabilir. Bu tür riskler, şirketin değerlemesini etkileyebilir ve operasyonel verimlilik, müşteri hizmetleri veya üretim kapasitesi gibi alanlarda olumsuz etkiler yaratabilir.
- **Hukuki ve Düzenleyici Risk:** Şirketler, hukuki veya düzenleyici sorunlarla karşı karşıya kalabilirler. Örneğin, yeni bir yasa veya düzenlemenin çıkması, mahkeme davaları, vergi sorunları veya lisans veya izinlerin iptal edilmesi gibi durumlar, sistematik olmayan risk faktörleri oluşturabilir.
- **Finansal Risk:** Şirketlerin finansal yapısı, borç düzeyi, faiz oranlarındaki değişiklikler, döviz kurları, likidite sorunları gibi faktörler, finansal riskleri artırabilir. Bu riskler, şirketin ödemelerinde güçlük yaşamasına veya mali sıkıntılarla karşılaşmasına neden olabilir.

Sistematik olmayan riskler, bir şirketin değerlemesinde dikkate alınmalı ve analiz edilmelidir. Değerleme uzmanları, şirketin özel risklerini anlamak ve değerlendirmek için detaylı analizler yapar (Mustafa, Yılmaz, 2015). Yatırımcılar da bu risklere dikkat ederek, yatırım kararlarını daha bilinçli bir şekilde yapabilir ve risk-getiri dengesini yönetebilirler (Tevfik, 2015).

1.7. ŞİRKETLERDE BÜYÜME DÖNEMLERİ

Şirketler genellikle farklı büyüme dönemlerinden geçerler. Bu dönemler Şirketin büyüme hızını, gelirlerini ve karlılığını etkileyebilir. İŐletmelerin büyüme dönemleri aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir (Alp, Yalçın, 2015):

- GeliŐme Dönemi: Şirketin faaliyetlerini baŐlattıđı ve büyümeye odaklandığı dönemdir. Bu dönemde Şirket genellikle pazar payını artırmak, müşteri tabanını genişletmek ve ürün/hizmetlerini iyileŐtirmek için yoğun çaba harcar. Gelirler genellikle hızla artar, ancak karlılık düşük olabilir, çünkü yatırımlar ve maliyetler büyümeyi desteklemek için yapılır.
- Büyüme Dönemi: Şirketin pazar payını ve gelirlerini daha da genişletmeye odaklandığı dönemdir. Bu dönemde Şirket genellikle yeni pazarlara giriş yapar, ürün/hizmet çeŐitliliđini artırır veya mevcut pazarlarda daha fazla müşteriye ulaŐmaya çalışır. Gelirler ve karlılık artar, çünkü büyüme stratejileri meyve vermeye baŐlar.
- Olgunluk Dönemi: Şirketin büyüme hızının yavaŐladıđı ve pazarın doygunluk noktasına ulaŐtıđı dönemdir. Bu dönemde Şirket genellikle pazar liderliğini sürdürmeye çalışır, rekabetle mücadele eder ve müşteri sadakatini artırmaya odaklanır. Gelirler genellikle istikrarlı seyreder, ancak büyüme oranı düşer. Şirket karlılığını optimize etmek ve verimliliği artırmak için çaba sarf eder.
- Gerileme Dönemi: Şirketin gelirleri ve karlılığı düşmeye baŐladıđı dönemdir. Bu dönemde Şirket genellikle rekabet, teknolojik deđiŐimler veya pazardaki değişen talepler gibi faktörlerle karŐılaŐır. Şirketler genellikle gerileme dönemini tersine çevirmek veya iŐletmelerini yeniden yapılandırmak için stratejik deđiŐikliklere ihtiyaç duyarlar.

Her Şirketin büyüme dönemleri farklılık gösterebilir ve sektörden sektöre, Şirketten Şirkete değişebilir. Şirketlerin büyüme dönemlerini anlamak, stratejilerini buna göre Őekillendirmek ve değerlemelerini yaparken büyüme potansiyelini dikkate almak önemlidir (Alp, Yalçın, 2015).

İKİNCİ BÖLÜM

DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

2.1.VARLIK TEMELLİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI

Varlık temelli değerlendirme yaklaşımı, bir şirketin değerini varlıklarının toplam değeri üzerinden hesaplamaya odaklanan bir yöntemdir. Bu yaklaşım, şirketin fiziksel varlıklarını, finansal varlıklarını, patentlerini, markalarını ve diğer mülkiyet haklarını dikkate almaktadır. Varlık temelli değerlendirme, bir şirketin varlıklarının piyasa değerini belirlemek için kullanılır. Bu yaklaşımda, şirketin varlıkları ve borçları ayrı ayrı değerlendirilir ve net varlık değeri hesaplanır (Öztürk, Geyve, 2015). Net varlık değeri, şirketin aktiflerinin toplam değeri ile borçlarının toplam değeri arasındaki farktır. Yaklaşımının temel prensibi, bir şirketin varlıklarının piyasa değerinin, şirketin gerçek değerini yansıtmaması gerektiğidir. Bu yöntem, özellikle şirketin gelirleri veya nakit akışları ile ilgili güvenilir verilere sahip olunmadığı durumlarda veya şirketin mülkiyet varlıkları önemli bir değere sahip olduğunda kullanılabilir. Ancak, varlık temelli değerlendirme yaklaşımının bazı sınırlamaları vardır. Özellikle, bu yaklaşım şirketin gelecekteki potansiyel gelirlerini veya nakit akışlarını dikkate almaz. Ayrıca, şirketin mülkiyet varlıklarının gerçek piyasa değerini belirlemek zor olabilir (Masun, 2017).

Varlık temelli değerlendirme yaklaşımının bazı sınırlamaları şunlardır:

- Gelecek Potansiyelini Yansıtmaz: Varlık temelli değerlendirme yaklaşımı, şirketin gelecekteki potansiyel gelirlerini veya nakit akışlarını dikkate almaz. Bu nedenle, bir şirketin büyüme potansiyeli veya faaliyetlerinden elde edilecek gelecekteki kazançlar bu değerlendirme yaklaşımı ile yeterince değerlendirilemez.
- Mülkiyet Değerlerinde Belirsizlik: Şirketin mülkiyet varlıklarının gerçek piyasa değerini belirlemek zor olabilir. Özellikle, gayrimenkul, patentler veya diğer entelektüel mülkiyet hakları gibi varlıkların değerinin belirlenmesi karmaşık olabilir. Bu da değerlendirme sonuçlarını etkileyebilir.
- Marka Değerinin Dikkate Alınmaması: Varlık temelli değerlendirme yaklaşımı, bir şirketin marka değerini veya müşteri tabanının değerini dikkate almaz. Bu da şirketin gerçek değerini tam olarak yansıtmayabilir, özellikle marka değeri ve müşteri sadakati şirketin rekabet avantajını belirleyen önemli faktörlerse.
- Borçlar ve Finansal Yükümlülükler: Varlık temelli değerlendirme, şirketin borçlarını veya finansal yükümlülüklerini dikkate almaz. Şirketin net varlık değeri, borçlarının

azaltılmasıyla hesaplanır. Ancak, bu yaklaşım, şirketin gerçek finansal durumunu tam olarak yansıtmayabilir.

- Piyasa Değerinden Farklı Sonuçlar: Varlık temelli değerlendirme yaklaşımı, şirketin varlıklarının gerçek piyasa değerini yansıtmaya çalışır. Ancak, bu değer, şirketin gerçek piyasa değeriyle uyumlayabilir. Özellikle, finansal piyasalardaki dalgalanmalar veya şirketin benzersiz durumları, piyasa değeri ile varlık temelli değer arasında farklılıklara neden olabilir.

Bu sınırlamalar göz önünde bulundurularak, varlık temelli değerlendirme yaklaşımının tek başına kullanılması yerine diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte kullanılması daha sağlıklı ve kapsamlı bir değerlendirme analizi sağlayabilir. Varlık temelli değerlendirme yaklaşımı, diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte kullanılarak daha kapsamlı bir değerlendirme analizi yapılabilir. Şirketin varlıklarının yanı sıra, gelir tabanlı veya piyasa tabanlı değerlendirme yöntemleri de kullanılarak şirketin tam değeri daha iyi anlaşılabilir (Masun, 2017).

2.1.1. Defter Değeri Yaklaşımı

Defter değeri yaklaşımı, bir şirketin değerini, finansal tablolarında yer alan varlıklarının ve yükümlülüklerinin değeri üzerinden hesaplamaya odaklanan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yaklaşım, şirketin defter değeri veya bilançosundaki değerlerine dayanmaktadır. Defter değeri yaklaşımında, şirketin varlıkları (örneğin, mülkler, makine ekipmanlar, stoklar) ve yükümlülükleri (borçlar, vergi ödevleri, diğer mali yükümlülükler) finansal tablolardan alınmaktadır. Şirketin net defter değeri, varlıklarının toplam değeri ile yükümlülüklerinin toplam değeri arasındaki fark olarak hesaplanır (Masun, 2017). Bu yöntem, şirketin maddi varlıklarını ve finansal durumunu değerlendirmek için kullanılabilir. Özellikle, şirketin faaliyetlerini sonlandırmayı veya varlıklarını likidite etmeyi düşündüğü durumlarda defter değeri yaklaşımı önemli bir referans olabilir. Ancak, defter değeri yaklaşımının bazı sınırlamaları vardır (Öztürk, Geyve, 2015):

- Maddi Olmayan Varlıkları Dikkate Almaz: Defter değeri yaklaşımı, şirketin maddi olmayan varlıklarını (örneğin, markalar, patentler, fikri mülkiyet hakları) dikkate almaz. Bu varlıklar, şirketin değerini etkileyen önemli unsurlardır ve defter değeri yaklaşımı yeterli bir değerlendirme sağlamayabilir.
- Değer Azalışını Yansıtmaz: Defter değeri, varlıkların genellikle maliyet veya maliyete yakın değeri olarak kaydedildiği için zamanla azalabilir. Özellikle, amortisman veya değer düşüklüğü gibi unsurlar defter değerini düşürebilir. Bu nedenle, defter değeri yaklaşımı, şirketin gerçek değerini tam olarak yansıtmayabilir.

- Piyasa Değerinden Farklılık: Defter değeri, şirketin varlıklarının piyasa değerini yansıtmaya çalışır. Ancak, finansal piyasalardaki dalgalanmalar veya şirketin benzersiz durumları, piyasa değeri ile defter değeri arasında farklılıklara neden olabilir.

Bu sınırlamalar göz önünde bulundurularak, defter değeri yaklaşımı tek başına yeterli bir değerlendirme yöntemi olmayabilir. Genellikle, defter değeri yaklaşımı diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte kullanılarak daha kapsamlı bir değerlendirme analizi yapılabilir.

2.1.2. Net Varlık Değeri

Net varlık değeri, bir şirketin aktiflerinin (varlıklarının) toplam değeri ile yükümlülüklerinin (borçlarının) toplam değeri arasındaki farktır. Net varlık değeri, bir şirketin öz sermayesini temsil eder. Net varlık değeri, bir şirketin defter değeri yaklaşımıyla hesaplanabilir. Şirketin finansal tablolarından (bilançosundan) varlıkları ve yükümlülükleri alınarak net varlık değeri bulunur (Öztürk, Geyve, 2015). Şirketin varlıkları, maddi varlıklar (örneğin, mülkler, makine ekipmanlar), finansal varlıklar (örneğin, hisse senetleri, tahviller) ve maddi olmayan varlıklar (örneğin, markalar, patentler) gibi unsurları içermektedir. Yükümlülükler ise borçlar, vergi ödevleri ve diğer mali yükümlülükleri kapsar (Temizer, 2015).

Ayrıca, şirketin olası tasfiye değerini veya varlık temelli bir değerlendirme göstergesini temsil etmektedir. Bu değer, şirketin mevcut durumda varlıklarını satarak borçlarını ödediğinde geriye kalan miktarı ifade eder. Net varlık değeri pozitif ise, şirketin maddi ve finansal değerleri, yükümlülüklerinden fazladır. Ancak net varlık değeri negatif ise, şirketin borçları, varlıklarından daha yüksektir ve şirketin iflas riskiyle karşı karşıya olabilir. Şirket değerlemesinde bir gösterge olarak kullanılabilir (Masun, 2017). Ancak, şirketin gelecekteki potansiyel gelirleri veya nakit akışları gibi diğer faktörler de dikkate alınmalıdır. Net varlık değeri, şirketin gerçek değerini tam olarak yansıtmayabilir, özellikle şirketin marka değeri, müşteri tabanı veya büyüme potansiyeli gibi faktörler göz ardı edildiği durumlarda söz konusudur. Net varlık değeri, diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte kullanılarak daha kapsamlı bir değerlendirme analizi yapılabilir. Şirketin finansal performansı, nakit akışları, büyüme potansiyeli ve diğer faktörler net varlık değeriyle birlikte değerlendirilmelidir (Öztürk, Geyve, 2015).

2.1.3. Tasfiye Değeri

Bir Şirketin varlıklarının likidite edilmesi durumunda elde edilebilecek değerini ifade eder. Bu değer, Şirketin varlıklarının geręek piyasa değeri olarak kabul edilirken, y¼k¼ml¼l¼kler ve Diğer maliyetler d¼Ő¼ld¼kten sonra kalan net değeri temsil eder. Tasfiye değeri, bir Şirketin faaliyetlerini sonlandırmayı veya iflas durumunda varlıklarını satmayı d¼Ő¼nd¼ę¼ durumlarda önem kazanmaktadır. Bu durumda, Şirketin varlıkları satılarak elde edilecek gelir, y¼k¼ml¼l¼klerin ¼denmesinde kullanılır ve kalan miktar ortaklara veya hissedarlara dağıtılmaktadır (Temizer, 2015).

Tasfiye değeri, genellikle defter değeri yaklaşımıyla hesaplanır. Şirketin finansal tablolarında yer alan varlıkların ve y¼k¼ml¼l¼klerin değeri temel alınmaktadır. Şirketin varlıkları, maddi varlıklar (örneğin, m¼l¼kler, makine ekipmanlar), finansal varlıklar (örneğin, hisse senetleri, tahviller) ve maddi olmayan varlıklar (örneğin, markalar, patentler) gibi unsurları içermektedir. Y¼k¼ml¼l¼kler ise boręlar, vergi ¼devleri ve diğer mali y¼k¼ml¼l¼kleri kapsamaktadır. Şirketin geręek piyasa değerini yansıtmaya ęalıŐırken, belirli bir d¼nemde veya belirli bir durumda hesaplanan bir değerdir. Bu nedenle, piyasa koşulları, talep ve arz durumu gibi fakt¼rler, tasfiye değerini etkileyebilir. Ayrıca, Şirketin maddi olmayan varlıklarının veya marka değerinin belirlenmesi gibi zorluklar da tasfiye değerinin doğru bir Şekilde hesaplanmasını engelleyebilir (¼zt¼rk, Geyve, 2015).

Tasfiye değeri, Şirket değerlemede bir referans olarak kullanılabilir, ¼zellikle iflas durumu veya faaliyetlerin sonlandırılması gibi durumlarda s¼z konusudur. Ancak, genel olarak, Şirketin potansiyel gelirleri, nakit akışları ve diğer fakt¼rler de değerleme s¼recinde dikkate alınmalıdır. Tasfiye değeri, Şirketin geręek değerini tam olarak yansıtmayabilir ve sadece bir değerleme y¼ntemi olarak kullanıldığında kapsamlı bir analiz sağlamayabilir (Masun, 2017).

2.2.GELİR TEMELLİ DEğER YAKLAŞIMI

Gelir temelli değer yaklaşımı, bir Şirketin değerini, gelecekteki nakit akışlarının bug¼nk¼ değerine dayanarak hesaplamaya odaklanan bir değerleme y¼ntemidir. Bu yaklaşım, Şirketin gelecekteki gelir potansiyelini ve nakit akışlarını temel almaktadır. Şirketin gelecekteki gelirlerinin tahmin edilmesi ve bu gelirlerin bug¼nk¼ değere indirgenmesi s¼recini içerir. Genellikle, bu y¼ntem net bug¼nk¼ değer (NPV) veya indirgenmiş nakit akışı (DCF) analizi olarak da adlandırılır (Temizer, 2015). Bu yaklaşımda, Şirketin gelecekteki gelirleri ve nakit akışları projeksiyonlar yoluyla tahmin edilir. Bu projeksiyonlar, Şirketin geęmiŐ performansı, end¼stri trendleri, pazar b¼y¼kl¼ę¼, rekabet durumu ve diğer fakt¼rler dikkate alınarak

yapılmaktadır. Ardından, bu gelecekteki nakit akışları, risk faktörleri göz önünde bulundurularak bugünkü değere indirgenir. Gelir temelli değer yaklaşımı, şirketin temel değerini belirlemede kullanışlıdır, çünkü şirketin nakit akışları, yatırımcıların getiri beklentilerini yansıtabilir. Bu yaklaşım, şirketin finansal performansını, büyüme potansiyelini, risk faktörlerini ve diğer önemli unsurları dikkate alarak kapsamlı bir değerlendirme sağlayabilir. Ancak, gelir temelli değer yaklaşımının da bazı sınırlamaları vardır (Masun, 2017):

- Tahmin Hataları: Gelecekteki gelirlerin ve nakit akışlarının tahmin edilmesi her zaman belirsizliklerle doludur. Yanlış tahminler veya beklenmedik olaylar, değerlendirme sonuçlarını etkileyebilir.
- Risk Faktörleri: Gelir temelli değer yaklaşımı, risk faktörlerini dikkate alırken subjektif tahminlere dayanır. Bu faktörlerin doğru bir şekilde değerlendirilmesi ve uygun indirim oranlarının kullanılması önemlidir.
- İşletme Süresi: Gelir temelli değer yaklaşımı, genellikle bir şirketin gelecekteki gelirlerini ve nakit akışlarını belirli bir süre boyunca tahmin eder. Bu süre sonunda değerlendirilen varlık değeri belirsizliklere yol açabilir.

Gelir temelli değer yaklaşımı, diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte kullanılarak daha kapsamlı bir değerlendirme analizi yapılabilir. Şirketin maddi varlıkları, piyasa koşulları ve rekabet durumu gibi diğer faktörler de değerlendirme sürecinde dikkate alınmalıdır. Gelir temelli değer yaklaşımı, bir şirketin finansal performansı yanı sıra büyüme potansiyelini ve risk faktörlerini de değerlendirirken, şirketin gelecekteki nakit akışlarına dayalı olarak daha gerçekçi bir değerlendirme sağlayabilir.

2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı

İndirgenmiş nakit akımı (DCF), bir şirketin veya bir yatırımın gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplamaya yönelik bir değerlendirme yöntemidir. DCF analizi, bir varlığın veya projenin gerçek değerini belirlemek için kullanılmaktadır. DCF analizi, şirketin veya projenin gelecekteki nakit akışlarının tahmin edilmesini ve bu nakit akışlarının bugünkü değere indirgenmesini içerir. Bu tahminler, genellikle bir finansal model kullanılarak yapılır ve şirketin geçmiş performansı, sektör trendleri, piyasa koşulları ve diğer faktörler dikkate alınır (Çetiner, Özöğüt, 2018).

İndirgenmiş nakit akımı hesaplanırken, gelecekteki nakit akışlarının belirli bir süre boyunca tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu süre, genellikle bir işletme döngüsü, bir proje süresi veya belirli bir yatırım dönemi olabilir. Tahmin edilen nakit akışları, genellikle yıllık bazda

belirlenmektedir. DCF analizinde, tahmin edilen nakit akışları bugünkü değere indirgenmektedir (Bağlama, 2017). Bu, gelecekte elde edilecek nakit akışlarının zaman değeri kavramını yansıtır. İndirgeme işlemi, bir indirgeme oranı veya iskonto oranı kullanılarak yapılır. İskonto oranı, yatırımcının veya değerlendirme uzmanının risk tercihine ve yatırımın risk seviyesine bağlı olarak belirlenmektedir. İndirgenmiş nakit akımı hesaplandıktan sonra, bu değerler toplanarak varlığın veya projenin toplam bugünkü değeri elde edilir. Bu değer, yatırımın gerçek değerini temsil eder (Bağlama, 2017).

DCF analizi, değerlendirme sürecinde kullanılan yaygın bir yöntemdir, çünkü nakit akışları yatırımcılar için önemli bir değer ölçüsüdür. Ancak, DCF analizi de tahmin hataları, belirsizlikler ve subjektif kararlar içerebilir. Doğru tahminler yapılması ve uygun indirgeme oranının belirlenmesi önemlidir. Ayrıca, analizin sağlıklı sonuçlar üretmesi için kullanılan finansal modelin doğru ve güvenilir olması gerekmektedir (Bağlama, 2017).

2.2.2. İndirgenme Oranı ve Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

İndirgenme oranı, indirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılan önemli bir parametredir. Bu oran, gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi için kullanılır ve yatırımcının veya değerlendirme uzmanının risk tercihine ve yatırımın risk seviyesine bağlı olarak belirlenmektedir. Aynı zamanda iskonto oranı olarak da adlandırılır. İskonto oranı, bir yatırımın veya projenin riskini yansıtan bir getiri beklentisini ifade etmektedir. Yatırımcılar, daha yüksek riskli yatırımlar için daha yüksek bir iskonto oranı talep ederken, daha düşük riskli yatırımlar için daha düşük bir iskonto oranı tercih ederler. İndirgenme oranının belirlenmesinde çeşitli faktörler dikkate alınır (Çetiner, Özögüt, 2018). Bunlar arasında yatırımın sektörü, şirketin finansal durumu, ekonomik koşullar, piyasa riskleri ve diğer risk faktörleri yer almaktadır. Değerleme uzmanları, bu faktörleri analiz ederek uygun bir indirgenme oranı seçmeye çalışırlar.

İndirgenme oranı ile sermaye arasında bir ilişki vardır. Sermaye, bir şirketin sahip olduğu varlıkları ve kaynakları temsil eder. İndirgenme oranı, yatırımcıların o sermayeye ne kadar getiri talep ettiğini gösterir. Yüksek bir indirgenme oranı, yatırımcıların daha yüksek bir getiri talep ettiği anlamına gelir ve bu da yatırımcıların şirketin sahip olduğu sermayenin riskli olduğunu düşündüğünü gösterebilir (Bağlama, 2018). İndirgenme oranı ve sermaye, değerlendirme sürecinde birbirini etkileyen faktörlerdir. İndirgenme oranı, sermayenin risk seviyesini yansıtırken, sermaye de indirgenme oranını etkileyebilir. Örneğin, yüksek bir sermaye yapısı olan bir şirket, daha düşük bir indirgenme oranı talep edebilir çünkü yatırımcılar, şirketin finansal sağlamlığından dolayı daha az risk olduğunu düşünebilirler (Çetiner, Özögüt, 2018).

Bu bağlamda, indirgenme oranı ve sermaye, değerlendirme sürecinde birlikte değerlendirilen önemli unsurlardır. İndirgenme oranı, yatırımcıların getiri beklentisini yansıtan bir parametre olup, sermaye ise şirketin sahip olduğu varlıkları ve kaynakları temsil eder. Bu faktörlerin doğru bir şekilde analiz edilmesi, değerlendirme sürecinde doğru bir indirgenme oranının belirlenmesine yardımcı olur (Bağlama, 2017). Bu da şirketin değerinin daha doğru bir şekilde hesaplanmasını sağlar. İndirgenme oranı ve sermaye, değerlendirme sürecinde birbirini tamamlayan ve etkileyen unsurlardır, dolayısıyla bu faktörlerin dikkatlice değerlendirilmesi önemlidir.

İndirgenme oranı ve sermaye maliyeti, değerlendirme sürecinde hesaplanması gereken önemli kavramlardır. İndirgenme oranı, gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi için kullanılırken, sermaye maliyeti ise şirketin sermaye yapısına bağlı olarak beklenen getiriyi temsil eder. Sermaye maliyeti, bir şirketin sermaye kaynaklarının maliyetini yansıtır. Şirketin sermaye yapısı, borç ve özkaynak gibi farklı kaynaklardan oluşabilir. Her bir kaynağın maliyeti farklı olabilir ve bu maliyetlerin ağırlıklı ortalaması sermaye maliyetini belirler. Sermaye maliyeti hesaplanırken, genellikle iki temel bileşen dikkate alınır: borç maliyeti ve özkaynak maliyeti. Borç maliyeti, şirketin borç faiz oranı veya borçlanma maliyeti kullanılarak hesaplanır. Özkaynak maliyeti ise şirketin hisse senedi getirisi veya özsermaye getirisi kullanılarak hesaplanır. Bu maliyetlerin ağırlıklı ortalaması, sermaye maliyetini oluşturur. İndirgenme oranı ise, yatırımcıların o sermayeye ne kadar getiri talep ettiğini yansıtır. İndirgenme oranı genellikle sermaye maliyetine yakın bir değer kullanılarak belirlenir. Sermaye maliyeti ne kadar yüksekse, indirgenme oranı da o kadar yüksek olacaktır. Bu, yatırımcıların daha yüksek bir getiri talep ettiği ve dolayısıyla değerlemenin daha düşük olacağı anlamına gelir (Çetiner, Özgüt, 2018). Sermaye maliyetinin doğru hesaplanması, doğru bir indirgenme oranının belirlenmesinde önemlidir. Bu nedenle, sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan yöntemler ve kullanılan verilerin doğru ve güvenilir olması gerekmektedir. Finansal analiz, piyasa verileri, benzer şirketlerin maliyetleri gibi faktörler değerlendirilerek sermaye maliyeti hesaplanır (Bağlama, 2017).

2.2.3. Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, bir şirketin özkaynak kaynaklarının maliyetini temsil eder. Özsermaye, şirketin sahiplerine ait olan sermayedir ve hisse senetleri aracılığıyla temsil edilir. Özsermaye maliyeti, şirketin hissedarlarına sağlaması gereken beklenen getiriyi yansıtır. Özsermaye maliyeti hesaplanırken, genellikle hisse senedi getirisi veya özkaynak getirisi kullanılır. Bu, şirketin hissedarlarına sağlaması beklenen getiriyi ifade eder. Özsermaye maliyeti, şirketin risk seviyesine, finansal yapısına ve piyasa koşullarına bağlı olarak değişebilir. Özsermaye

maliyetinin hesaplanması için birkaç farklı yöntem bulunmaktadır. Bunlar arasında aşağıdakiler bulunabilir (Demirgüneş, 2016):

- Dividend Yaklaşımı: Bu yöntemde, hisse senedi getirisi, şirketin ödenen temettü miktarına dayanır. Hisse senedi fiyatı ve ödenen temettülerin geçmiş verileri kullanılarak gelecekteki temettü tahmini yapılır.
- CAPM (Capital Asset Pricing Model) Yöntemi: Bu yöntem, hisse senedi getirisini, risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve şirketin özsermaye beta katsayısı gibi faktörlerin kombinasyonu ile hesaplar. Bu yöntem, sistematik riski yansıtan bir ölçüt kullanarak özsermaye maliyetini hesaplamayı amaçlar.
- Piyasa Değeri Yöntemi: Bu yöntemde, şirketin piyasa değeri ve hisse senedi fiyatı kullanılarak özsermaye maliyeti hesaplanır. Bu yöntemde hisse senedi getirisi, şirketin piyasa değerine dayanır.

Özsermaye maliyeti hesaplanırken, şirketin finansal durumu, sektörü, büyüklüğü, büyüme potansiyeli ve diğer faktörler dikkate alınmaktadır. Ayrıca, özsermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısı ve sermaye maliyeti gibi diğer faktörlerle de ilişkilidir. Özsermaye maliyetinin doğru hesaplanması, değerlendirme sürecinde önemlidir. Bu maliyet, şirketin özkaynak kaynaklarının maliyetini ve hissedarlara sağlaması gereken beklenen getiriyi yansıtır. Doğru bir özsermaye maliyeti hesaplaması, değerlendirme sürecinde doğru bir değerlendirme yapılmasını sağlar.

2.2.4. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)

Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM), finansal varlıkların beklenen getirilerini hesaplamak ve fiyatlamak için kullanılan bir modeldir. CAPM, bir varlığın getirisini, risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve varlığın beta katsayısı gibi faktörlerin bir kombinasyonu ile hesaplamaktadır. CAPM'nin temel prensibi, bir varlığın getirisinin, risksiz bir varlık olan hazine bonosunun getirisi ile piyasa risk primi arasındaki ilişkiye dayanır. Risksiz faiz oranı, genellikle hazine bonosunun getirisi olarak kabul edilir ve belirli bir dönem için risksiz yatırımın getirisini temsil eder (Elbannan, 2015).

Pazar risk primi ise, piyasa getirisinin risksiz faiz oranından çıkarılmasıyla elde edilir. Bu, yatırımcıların genel piyasa riskine karşı talep ettikleri ek getiriyi temsil eder. Pazar risk primi, genellikle piyasa endekslerinin tarihsel verileri kullanılarak tahmin edilir (Demirgüneş, 2017). Varlığın beta katsayısı, varlığın fiyatının genel piyasa hareketlerine göre nasıl tepki verdiğini ölçer. Beta katsayısı, varlığın volatilitasını ve sistemik riskini yansıtır. Beta katsayısı, 1'den

küçükse, varlık piyasadan daha az volatiliteye sahip olarak kabul edilir. Eğer beta katsayısı 1'den büyükse, varlık piyasadan daha fazla volatiliteye sahip olarak kabul edilir.

CAPM, varlığın beklenen getirisini hesaplamak için aşağıdaki formülü kullanır (Elbannan, 2015):

$$E(R) = R_f + \beta \times (E(R_m) - R_f)$$

Burada,

$E(R)$ = Varlığın beklenen getirisi,

R_f = Risksiz faiz oranı,

β = Varlığın beta katsayısı,

$E(R_m)$ = Piyasa getirisi.

CAPM'nin kullanımı, finansal varlıkların değerlendirilmesi, portföy optimizasyonu ve risk yönetimi gibi alanlarda yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak, CAPM'nin bazı sınırlamaları da vardır. Bu sınırlamalar arasında varsayımların gerçek piyasa koşullarını tam olarak yansıtmaması, beta katsayısının zaman içinde değişebilmesi ve tahmin edilen getirilerin gerçekleşmeyebilmesi yer alır (Elbannan, 2015). Dolayısıyla, CAPM'nin kullanımı, dikkatli bir şekilde yapılmalı ve diğer değerlendirme modelleri ve analiz yöntemleriyle birlikte ele alınmalıdır.

2.2.5. Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM)

Arbitraj Fiyatlama Modeli (APM), finansal varlıkların fiyatlarını ve getirilerini açıklamak ve değerlemek için kullanılan bir modeldir. APM, yatırımcıların risk ve getiri beklentilerini temel alır ve varlıklar arasındaki ilişkileri dikkate alarak fiyatları belirler. APM, CAPM'ye benzer bir şekilde çalışır, ancak daha geniş bir perspektife sahiptir. CAPM'de yalnızca pazar risk primi ve beta katsayısı kullanılırken, APM'de birden çok faktör dikkate alınır. APM, belirli faktörlerin varlık getirileri üzerindeki etkisini analiz eder ve bunu kullanarak fiyatlamayı gerçekleştirir (Rasyoniyi, 2017).

APM'de kullanılan faktörler, genellikle ekonomik, sektörel veya finansal verilere dayanır. Örneğin, faiz oranları, enflasyon oranları, şirketin büyüme potansiyeli, sektör performansı gibi faktörler APM'nin temelini oluşturabilir. Bu faktörlerin getiriler üzerindeki etkisi ve ilişkileri istatistiksel olarak analiz edilerek bir model oluşturulur. APM, portföy yönetimi ve risk yönetimi gibi alanlarda kullanılır. Yatırımcılar, APM'yi kullanarak varlıkların değerlendirilmesini yapabilir, potansiyel arbitraj fırsatlarını tespit edebilir ve portföylerini optimize edebilirler.

APM, yatırımcılara farklı faktörleri dikkate alarak daha gerçekçi ve kapsamlı bir değerlendirme yapma imkanı sağlar (Torbira, Agbam, 2017).

APM'nin kullanımı, CAPM'ye kıyasla daha karmaşık olabilir. Çünkü birden çok faktörün dikkate alınması ve bu faktörlerin ilişkilerinin belirlenmesi gerekmektedir. Ayrıca, APM'nin kullanımı, doğru faktör seçimi ve doğru istatistiksel analizlerin yapılmasını gerektirir. Bu nedenle, APM'nin uygulanması uzmanlık ve deneyim gerektirebilir. APM, piyasa koşullarının, ekonomik faktörlerin ve diğer değişkenlerin dikkate alındığı daha kapsamlı bir fiyatlama yaklaşımı sunar. Ancak, APM'nin sınırlamaları da vardır. Modelin başarıyla uygulanabilmesi için doğru faktörlerin belirlenmesi, güvenilir verilerin kullanılması ve istatistiksel analizlerin doğru bir şekilde yapılması önemlidir. Ayrıca, APM'nin varsayımları ve modelin kullanımıyla ilgili belirli riskler ve belirsizlikler de dikkate alınmalıdır (Rasonyi, 2017).

2.2.6. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, bir şirketin borç ve özsermaye gibi sermaye kaynaklarından sağladığı fonlar için ödediği maliyeti ifade eder. Şirketler, işletme faaliyetlerini finanse etmek ve yeni projeler gerçekleştirmek için sermaye kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. Bu sermaye kaynaklarının maliyeti ise şirketin sermaye maliyeti olarak adlandırılır. Sermaye maliyeti, bir şirketin projelerine veya yatırımlarına getirilen sermayenin alternatif kullanımına göre talep edilen getiri oranını temsil eder. Şirketin sermaye maliyeti, hem borç kaynaklarından ödenen faiz oranları hem de özsermaye kaynaklarından talep edilen getiri oranlarının bir kombinasyonudur (Söylemez, 2019).

Sermaye maliyeti, şirketin risk seviyesi ve sermaye yapısı gibi faktörlerden etkilenir. Riskli bir şirketin sermaye maliyeti, risksiz bir şirkete kıyasla daha yüksek olacaktır çünkü yatırımcılar, riskli bir şirkete yatırım yaparken daha yüksek getiri talep ederler. Aynı şekilde, borç oranı yüksek olan bir şirketin sermaye maliyeti de daha yüksek olabilir çünkü borçlanma maliyeti daha yüksek olabilir ve şirketin riski artabilir. Sermaye maliyeti, şirketin değerlendirme, yatırım kararları ve sermaye bütçeleme gibi finansal kararları alırken önemli bir faktördür. Şirketler, projelerinin veya yatırımlarının sermaye maliyetine göre karlılık potansiyelini değerlendirirler (Şekeroğlu, 2021). Yatırımcılar da sermaye maliyetini dikkate alarak şirketlere yatırım yaparlar ve bekledikleri getiriyi belirlerler.

Sermaye maliyeti hesaplanırken genellikle iki temel bileşen kullanılır: borç maliyeti ve özsermaye maliyeti. Borç maliyeti, borçlanma maliyetini temsil ederken, özsermaye maliyeti şirketin hissedarlarından talep edilen getiri oranını ifade eder. Şirketin sermaye yapısı, bu

bileşenlerin ağırlıklarını belirler ve sermaye maliyeti hesaplanırken bu ağırlıklar dikkate alınır. Sermaye maliyeti, şirketin finansal performansı ve değerlemesi için önemli bir kavramdır. Şirketler, projelerini ve yatırımlarını bu maliyetlere göre değerlendirir ve en uygun sermaye yapısını oluşturmaya çalışırlar (Gözen, 2019).

2.2.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC), bir şirketin borç ve özsermaye gibi sermaye kaynaklarından oluşan sermaye yapısının maliyetinin ortalama değeridir. WACC, şirketin sermaye maliyetini belirlerken, her bir sermaye kaynağının ağırlığını ve maliyetini dikkate almaktadır. WACC, şirketin faaliyetlerini finanse etmek için kullandığı sermaye kaynaklarının maliyetini hesaplarken kullanılır. Şirketler, projelerini veya yatırımlarını gerçekleştirirken bu maliyeti dikkate alır ve beklenen getiri oranlarıyla karşılaştırır. Eğer projenin veya yatırımın getirisi, WACC'den daha yüksek ise, bu projenin değer yaratma potansiyeli olduğu düşünülebilir (Söylemez, 2019). WACC, sermaye yapısındaki borç ve özsermayenin maliyetini temsil eden iki bileşenden oluşur. Borç maliyeti, şirketin borçlanma maliyetini ifade eder ve genellikle borç faiz oranlarından hesaplanır. Özsermaye maliyeti ise şirketin hissedarlarından talep edilen getiri oranını temsil eder. Özsermaye maliyeti genellikle CAPM veya benzeri modeller kullanılarak hesaplanır (Kalan, 2015).

WACC'nin hesaplanması için şirketin sermaye yapısı ve bu sermaye kaynaklarının ağırlıkları belirlenmelidir. Şirketin borç ve özsermaye oranları, genellikle finansal tablolardan ve şirketin finansal raporlarından elde edilen verilere dayanarak hesaplanır. Ardından, her bir sermaye kaynağının maliyeti, ilgili maliyet hesaplama yöntemleri kullanılarak belirlenir (Söylemez, 2019). Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, sermaye yapısındaki farklı kaynakların maliyetini dikkate alarak bir şirketin projelerinin değerlemesi ve yatırım kararlarının alınması için önemli bir araçtır. Şirketler, projelerini veya yatırımlarını WACC'ye göre değerlendirir ve kabul edilebilir bir getiri oranının üzerinde olup olmadığını değerlendirirler. WACC ayrıca, şirketin sermaye yapısını optimize etme çabalarında da kullanılır. Şirketler, WACC'yi düşürmek veya optimize etmek için sermaye yapısını değiştirebilir, örneğin borçlanma miktarını artırabilir veya hissedarlarına daha düşük getiri oranları sunabilir. WACC'nin kullanımı bazı sınırlamalar ve varsayımlar gerektirir. İşte WACC'nin sınırlamaları (Fernandez, 2019):

- Varsayımlar: WACC'nin doğru bir şekilde hesaplanabilmesi için bazı varsayımlar yapılması gerekir. Örneğin, CAPM modeli kullanılarak özsermaye maliyeti hesaplanırken piyasa risk primi ve risksiz faiz oranı gibi giriş verilerine ihtiyaç duyulur.

Bu varsayımlar, gerçek piyasa koşullarından farklılık gösterebilir ve sonuçları etkileyebilir.

- Sermaye yapısı istikrarı: WACC'nin doğru bir şekilde kullanılabilmesi için şirketin sermaye yapısının istikrarlı olması gerekmektedir. Ancak, şirketlerin sermaye yapısı zaman içinde değişebilir ve bu da WACC hesaplamasını zorlaştırır. Sermaye yapısındaki değişiklikler, özellikle borç miktarının değişmesi, WACC'nin geçerliliğini etkileyebilir.
- Risk düzeyi farklılıkları: Şirketlerin risk profilleri birbirinden farklı olabilir. WACC, bir şirketin ortalama sermaye maliyetini temsil ettiği için farklı risk düzeylerine sahip projelerin veya yatırımların değerlendirilmesinde tam olarak uygun olmayabilir. Bazı projeler daha riskli olabilir ve daha yüksek bir getiri oranına ihtiyaç duyabilir.
- Sektör ve piyasa faktörleri: WACC, genel olarak şirketin sermaye yapısını ve maliyetini temsil etse de, sektör ve piyasa faktörlerinden etkilenen unsurları içermeyebilir. Özellikle belirli bir sektörde faaliyet gösteren şirketler için sektörün risk faktörleri ve piyasa koşulları da dikkate alınmalıdır.
- Alternatif maliyet hesaplamaları: WACC, şirketin borç ve özsermaye maliyetlerinin ortalama değerini hesaplar. Ancak, bazı alternatif maliyet hesaplamaları da kullanılabilir. Örneğin, riskli projeler için projeye özgü sermaye maliyeti hesaplamaları yapılabilir veya farklı finansman kaynaklarının maliyeti ayrı ayrı hesaplanabilir.

Bu sınırlamalara rağmen, WACC hala yaygın bir şekilde kullanılan bir değerlendirme aracıdır ve şirketlerin finansal kararlarında önemli bir rol oynamaktadır. Ancak, WACC'nin hesaplanması ve yorumlanması konusunda dikkatli olunmalı ve şirketin özel koşulları ve ihtiyaçları göz önünde bulundurulmalıdır (Söylemez, 2019).

2.2.8. Özsermayenin Serbest Nakit Akımı İndirgeme Modelleri

Özsermayenin Serbest Nakit Akımı (SNK) indirgeme modelleri, bir şirketin özsermaye değerini hesaplamak için kullanılan yöntemlerdir. Bu modeller, şirketin gelecekteki nakit akımlarını tahmin ederek, bu nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplar. Genellikle şirketin gelecek dönemlerdeki serbest nakit akımlarını tahmin etmek için finansal projeksiyonlar ve tahminler kullanılmaktadır. Serbest nakit akımları, şirketin işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit girişleri ve çıkışlarını temsil eder. Bu nakit akımları, yatırım harcamaları, işletme sermayesi değişiklikleri, vergi ödemeleri ve borç servisine ilişkin ödemeler gibi unsurları içermektedir (Fernandez, 2019).

Özsermayenin SNK indirgeme modelleri, elde edilen gelecek dönemlerin serbest nakit akımlarını bugünkü değerlere indirirken bir indirgeme oranı veya diskont oranı kullanır. Bu indirgeme oranı, şirketin özsermaye maliyetini temsil eder. Özsermaye maliyeti, yatırımcıların şirketten talep ettiği getiri oranını ifade eder. Genellikle CAPM veya benzeri modeller kullanılarak hesaplanır. Tahmin edilen serbest nakit akımlarını, indirgeme oranı kullanarak bugünkü değerlere indirir ve bu indirgenmiş nakit akımlarının toplamını hesaplar. Bu toplam, şirketin özsermaye değerini temsil eder. Elde edilen özsermaye değeri, şirketin mevcut piyasa değeri veya hisse başına değeriyle karşılaştırılarak değerlendirilir. Eğer hesaplanan özsermaye değeri, piyasa değerinin üzerinde ise hisselerin değeri "potansiyel olarak ucuz" olarak değerlendirilebilir ve tersi durumda ise "potansiyel olarak pahalı" olarak değerlendirilebilir (Fernandez, 2019).

2.2.9. Sermaye Nakit Akımı İndirgeme Modelleri

Sermaye Nakit Akımı (SNK) indirgeme modelleri, bir şirketin sermaye yapısının değerini hesaplamak için kullanılan yöntemlerdir. Bu modeller, şirketin sermaye yapısına ilişkin nakit akımlarını tahmin ederek, bu nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplar. Genellikle şirketin gelecek dönemlerdeki nakit akımlarını tahmin etmek için finansal projeksiyonlar ve tahminler kullanır. Bu nakit akımları, işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit girişleri ve çıkışlarını temsil eder. Ayrıca, borçlanma maliyeti ve özsermaye maliyeti gibi sermaye maliyetlerini de dikkate alır (Bağlama, 2017).

Sermaye Nakit Akımı indirgeme modelleri, tahmin edilen nakit akımlarını, bir indirgeme oranı veya diskont oranı kullanarak bugünkü değerlere indirir. Bu indirgeme oranı, sermaye yapısının maliyetini temsil eder. Genellikle, borç ve özsermaye maliyetleri gibi bileşenlerin ağırlıklarını içeren ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) kullanılır. Tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerlerini hesaplar ve bu değerleri toplayarak şirketin sermaye yapısının toplam değerini elde eder. Bu toplam değer, şirketin piyasa değeri veya şirketin sermaye yapısına göre hisse başına değeri olarak yorumlanabilir (Çetiner, Özöğüt, 2018).

Sermaye Nakit Akımı indirgeme modelleri, sermaye yapısının değerlendirilmesi, yatırım kararları ve şirketin finansal performansının analizi için önemli bir araçtır. Bu modeller, şirketin sermaye yapısının optimize edilmesi veya sermaye bütçelemesi kararlarının alınması sürecinde kullanılır. Ancak, Sermaye Nakit Akımı indirgeme modellerinin kullanımı da bazı varsayımlar ve sınırlamalar içerir. Örneğin, gelecek dönemlerdeki nakit akımlarının tahmini ve indirgeme oranının doğru belirlenmesi zor olabilir. Ayrıca, finansal projeksiyonlardaki belirsizlikler veya

değişkenler, modelin sonuçlarını etkileyebilir. Bu nedenle, bu modellerin kullanımı dikkatli bir şekilde yapılmalı ve doğru veri ve varsayımlarla desteklenmelidir (Masun, 2017).

2.2.10. Temettü İndirgeme Modelleri

Temettü indirgeme modelleri, bir şirketin hisse senetlerinin değerini belirlemek için kullanılan yöntemlerdir. Bu modeller, temettü ödemelerini temel alarak hisse senedi değerini hesaplamayı amaçlar. Temettü ödemelerinin gelecekteki dönemlerde tahmin edilmesine dayanır. Genellikle şirketin geçmiş temettü ödemeleri ve temettü politikası incelenerek gelecekteki temettü ödemelerinin tahmini yapılır (Ede, 2016). Bu tahminler, şirketin finansal performansı, karlılık durumu, nakit akışı ve sermaye ihtiyaçları gibi faktörlere dayanır. Temettü indirgeme modelleri, tahmin edilen temettü ödemelerini bir indirgeme oranı veya diskont oranı kullanarak bugünkü değere indirger. Bu indirgeme oranı, yatırımcıların talep ettiği getiri oranını veya hisse senedi risk primini yansıtır. Model, tahmin edilen temettü ödemelerinin bugünkü değerlerini toplayarak şirketin hisse senedi değerini hesaplar (Kalan, 2015).

Temettü indirgeme modelleri, temettü ödemeleri üzerinden hisse senedi değerini belirlemek için kullanılan yaygın bir yaklaşımdır. Bu modeller, özellikle hisse senedinin temettü getirisi odaklı yatırımcılar için önemlidir. Ancak, temettü indirgeme modellerinin kullanımı da bazı varsayımlar ve sınırlamalar içerir (Masun, 2017). Örneğin, gelecekteki temettü ödemelerinin tahmini ve indirgeme oranının doğru belirlenmesi zor olabilir. Ayrıca, şirketin temettü politikasının değişebilir olması veya temettü ödemelerinin istikrarsız olması gibi durumlar modelin doğruluğunu etkileyebilir. Bu nedenle, temettü indirgeme modelleri dikkatli bir şekilde kullanılmalı ve diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte değerlendirilmelidir (Songür, 2015).

2.2.11. Uyarlanmış Bugünkü Değer

Uyarlanmış Bugünkü Değer (Adjusted Present Value - APV), bir şirketin proje veya yatırım değerlemesinde kullanılan bir finansal yöntemdir. APV, projenin veya yatırımın nakit akımlarının bugünkü değerini hesaplamayı amaçlar. APV yaklaşımı, projenin veya yatırımın değerlemesinde iki temel adımı içerir. İlk adımda, projenin temel nakit akımları belirlenir. Bu nakit akımları, projeden beklenen gelirler ve giderlerin netleştirilmesiyle elde edilir. Projeden elde edilecek gelirler, faaliyet gelirleri, satış gelirleri, temettü ödemeleri gibi unsurları içerirken, projeye ilişkin maliyetler, işletme giderleri, yatırım maliyetleri gibi unsurları içerir. İkinci adımda, projenin risk yapısı göz önüne alınarak projenin sermaye yapısı ve finansmanı değerlendirilir (Garcez, Maccari, 2015). Bu adımda, projenin finansmanında kullanılacak kaynaklar, borçlanma, özsermaye veya diğer finansman araçları gibi unsurları içerir. Her bir finansman aracının maliyeti hesaplanır ve projenin nakit akımları ile ilişkilendirilir (Ede, 2016).

Dolayısıyla, projenin temel nakit akımları ve finansman unsurları bir araya getirilerek projenin uyarlanmış bugünkü değeri hesaplanır. Nakit akımları diskont oranı kullanılarak bugünkü değere indirgenir ve finansman unsurları ile ilişkilendirilerek projenin toplam değeri elde edilir. Bu şekilde, projenin sermaye yapısı ve finansmanının etkisi dikkate alınarak proje değeri belirlenir. APV yaklaşımı, projenin veya yatırımın değerlemesindeki esnekliği artırır. Çünkü bu yöntem, projenin sermaye yapısı ve finansmanının esnek bir şekilde değişebileceğini ve farklı finansman unsurlarının projenin değerine etkisini göz önünde bulundurur. Bu sayede, farklı finansman stratejileri ve risk seviyeleri projenin değerini etkileyebilir (Garcez, Maccari, 2015).

2.3.Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added – EVA)

Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added - EVA), bir şirketin değer yaratma yeteneğini ölçmek için kullanılan bir performans ölçütüdür. EVA, şirketin sahiplerine (hissedarlarına) ne kadar değer kattığını gösterir. EVA, şirketin net işletme karını, sermaye maliyeti ile çarparak elde edilir (Songür, 2015). Net işletme karı, şirketin faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerin, faaliyet giderleri ve vergi ödemeleri gibi maliyetlerden düşülmesiyle elde edilen karı ifade eder. Sermaye maliyeti ise şirketin sahip olduğu sermayenin getiri beklentisini temsil eder. Şirketin sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve özsermaye maliyetinin ağırlıklı ortalama maliyetinin hesaplanmasıyla belirlenir (Masun, 2017).

EVA'nın pozitif olması, şirketin sahiplerine (hissedarlarına) değer kattığını gösterir. Negatif bir EVA ise şirketin sermaye maliyetini karşılayamadığını ve değer kaybettiğini gösterir. EVA'nın yüksek olması, şirketin faaliyetlerinden elde edilen karın sermaye maliyetini aşması ve dolayısıyla değer yaratması anlamına gelir. EVA'nın avantajları arasında, şirketin değer yaratma performansını net bir şekilde ölçmesi, sermaye yönetimine odaklanması, işletme karının yetersiz olduğu durumları belirlemesi ve şirket performansının hissedarlarla paylaşılmasında kullanılabilmesi yer alır (Söylemez, 2019). Ancak, EVA'nın da bazı sınırlamaları vardır. Örneğin, EVA hesaplaması, geçmiş finansal verilere dayandığı için gelecekteki performansı tam olarak tahmin edemez. Ayrıca, EVA hesaplaması için kullanılan sermaye maliyeti ve kar hesaplama yöntemleri, farklı yaklaşımlar ve varsayımlar içerebilir.

2.4.Opsiyon Fiyatlama Modeli

Opsiyon Fiyatlama Modeli (Option Pricing Model), finansal opsiyonların değerini belirlemek için kullanılan bir yöntemdir. Bu model, finansal opsiyonların sahip olduğu esnekliği ve gelecekteki potansiyel getirileri dikkate alarak opsiyonun değerini hesaplar. En yaygın kullanılan opsiyon fiyatlama modeli Black-Scholes Modeli'dir. Black-Scholes Modeli, hisse

senedi opsiyonlarının fiyatını hesaplamak için kullanılır (Kalan, 2015). Bu modelde dikkate alınan temel faktörler arasında hisse senedinin fiyatı, opsiyonun kullanım fiyatı, opsiyonun vadesi, risksiz faiz oranı, hisse senedinin volatilitesi ve temettü ödemeleri yer alır. Black-Scholes Modeli, opsiyonun kullanım fiyatı ile hisse senedinin mevcut fiyatı arasındaki farkı, opsiyonun vadesi, risksiz faiz oranı, hisse senedinin volatilitesi ve diğer faktörleri dikkate alarak opsiyonun teorik olarak adil değerini hesaplar. Bu değer, opsiyonun gerçek piyasa fiyatıyla karşılaştırılarak, opsiyonun aşırı değerli mi yoksa değersiz mi olduğu belirlenebilir (Ede, 2016).

Opsiyon Fiyatlama Modelleri, finansal piyasalarda opsiyon fiyatlarının belirlenmesinde ve opsiyon stratejilerinin oluşturulmasında kullanılır. Bu modeller, yatırımcılara ve şirketlere, opsiyonların değerini anlama, risk yönetimi ve portföy optimizasyonu gibi konularda yardımcı olur. Ancak, opsiyon fiyatlama modellerinin kullanımı da bazı sınırlamalar içerir. Modellerin geçerli olması için bazı varsayımların karşılanması gereklidir. Ayrıca, opsiyon fiyatlaması genellikle gelecekteki piyasa koşullarını tahmin etmeyi içerir, bu da belirsizliklere ve hatalara yol açabilir (Kalan, 2015). Dolayısıyla, opsiyon fiyatlaması her zaman kesin sonuçlar vermez ve piyasa fiyatlarıyla farklılık gösterebilir. Genel olarak, Opsiyon Fiyatlama Modelleri, finansal opsiyonların değerini belirlemek için kullanılan matematiksel ve istatistiksel modellerdir. Bu modeller, opsiyon fiyatlarının hesaplanmasında ve opsiyon stratejilerinin oluşturulmasında önemli bir rol oynamaktadır.

2.5.Sermaye Yapısı ve Şirket Değeri

Sermaye yapısı, bir şirketin finansmanını sağlamak için kullandığı borç ve özsermaye kaynaklarının karışımını ifade eder. Şirket değeri ise şirketin sahip olduğu varlıkların toplam değeridir. Sermaye yapısı ve şirket değeri arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bir şirketin sermaye yapısı, borç ve özsermaye kullanımıyla doğrudan ilişkilidir. Borç kullanımı, şirketin borçlanarak finansman sağlaması anlamına gelirken, özsermaye kullanımı, şirketin kendi sermayesini kullanarak finansman sağlaması anlamına gelir. Sermaye yapısı, borç ve özsermaye arasındaki dengeyi belirler (Gözen, 2019).Sermaye yapısı, şirketin risk profiline ve faaliyetlerine göre belirlenir. Borç kullanımı, şirketin finansman maliyetini düşürebilir, vergi avantajları sağlayabilir ve hissedarların getirisini artırabilir. Ancak, borç kullanımı aynı zamanda şirketin finansal riskini artırır ve geri ödeme yükümlülükleri nedeniyle esnekliği azaltabilir. Özsermaye kullanımı ise şirketin finansal riskini azaltabilir, şirketin kontrolünü korumasına olanak sağlar ve kar payı dağıtımını gibi avantajlar sunabilir. Ancak, özsermaye kullanımı daha yüksek maliyetli olabilir ve hissedarların getirisini sınırlayabilir (Söylemez, 2019).

Sermaye yapısı, şirket değerini etkileyen önemli bir faktördür. Doğru bir sermaye yapısı politikası, şirketin değerini artırabilir. Örneğin, uygun bir borç kullanımıyla şirketin finansman maliyetleri düşebilir ve hissedarların getirisi artabilir. Ancak, sermaye yapısı politikası yanlış belirlenirse, şirket değeri olumsuz etkilenebilir. Örneğin, aşırı borç kullanımı riski artırabilir ve finansal sıkıntılara yol açabilir (Aydın, 2012). Sermaye yapısı ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi değerlendirmek için çeşitli değerlendirme yöntemleri ve finansal modeller kullanılır. Örneğin, indirgenmiş nakit akımı (DCF) yöntemi, sermaye yapısı değişikliklerinin şirket değeri üzerindeki etkisini analiz etmek için kullanılabilir. Ayrıca, sermaye maliyeti hesaplamaları ve risk analizleri de sermaye yapısı ve şirket değeri ilişkisini anlamak için önemlidir (Şekeroğlu, 2021).

2.6.Göreceli Değerleme Yaklaşımı

Göreceli Değerleme Yaklaşımı, bir şirketin değerini benzer şirketlerin değerleriyle karşılaştırarak belirleme yöntemidir. Bu yaklaşım, benzer sektörde faaliyet gösteren, benzer ölçekte ve benzer risk profiline sahip şirketlerin değerlerini kullanarak değerlendirme yapmayı sağlar. Genellikle şirketin temel finansal göstergelerini (örneğin, piyasa değeri, gelir, karlılık oranları, varlık değeri) kullanarak karşılaştırmalı analiz yapar. İlgili şirketlerin hisse senedi fiyatları, fiyat-kazanç oranları, defter değeri gibi göstergeler, şirketin değerlemesinde kullanılabilir. Bu yöntemde, analiz edilen şirketin değeri, benzer şirketlerin ortalama değerleri veya benzer şirketlere uygulanan çarpanlar kullanılarak hesaplanır. Örneğin, bir şirketin fiyat-kazanç oranı, benzer şirketlerin ortalama fiyat-kazanç oranıyla çarpılarak şirketin değeri belirlenebilir (Söylemez, 2019).

Ayrıca şirketin değerini piyasa trendlerine ve benzer şirketlerin performansına dayandırır. Bu yaklaşımın avantajlarından biri, hızlı bir şekilde uygulanabilmesi ve karşılaştırmalı analizin kolaylıkla yapılabilmesidir. Ayrıca, sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırma yaparak rekabet ortamını ve şirketin konumunu anlamak da mümkündür. Ancak, Göreceli Değerleme Yaklaşımı da bazı sınırlamalar içerir. Benzer şirketlerin verilerinin tam ve doğru bir şekilde elde edilmesi zor olabilir. Ayrıca, piyasa koşulları ve şirketler arasındaki farklılıklar, değerlendirme sonuçlarını etkileyebilir. Göreceli Değerleme Yaklaşımı, diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte kullanıldığında daha güvenilir sonuçlar sağlar. 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):

Kazanç Çarpanları; Kazanç çarpanları, bir şirketin kazançlarına dayalı olarak değerlemesini yapmaya yönelik kullanılan göstergelerdir. Bazı kazanç çarpanları ve açıklamaları şu şekildedir (Aydın, 2012):

- Fiyat-Kazanç Oranı (P/E): Şirketin hisse senedi fiyatının net kazançlara (karlara) oranını gösterir. Yüksek bir P/E oranı, yatırımcıların şirkete daha yüksek bir değer biçtiğini gösterebilir.
- PEG Oranı: Fiyat-kazanç oranını, şirketin büyüme hızıyla ilişkilendirerek değerlendirir. PEG oranı, şirketin fiyat-kazanç oranını büyüme hızına bölerek hesaplanır. Düşük bir PEG oranı, yatırımcılar için daha cazip bir değerlendirme göstergesi olabilir.
- Göreceli P/E Oranları: Benzer sektördeki diğer şirketlerin fiyat-kazanç oranlarıyla karşılaştırılarak değerlendirme yapılır. Yüksek bir göreceli P/E oranı, şirketin sektördeki diğer şirketlere kıyasla daha yüksek bir değere sahip olduğunu gösterebilir.
- Fiyat/Gelecekteki Kazanç Oranı: Şirketin beklenen gelecekteki kazançlarına dayalı olarak değerlendirme yapar. Şirketin hisse senedi fiyatını beklenen gelecekteki kazançlarına bölerek hesaplanır.
- Fiyat/Ar&Ge Harcamaları Öncesi Kazançlar: Ar-Ge harcamalarının gelecekteki kazançlara etkisini değerlendirmek için kullanılır. Şirketin hisse senedi fiyatını Ar-Ge harcamaları öncesindeki kazançlarına bölerek hesaplanır.
- Şirket Değeri/EBITDA (EV/EBITDA): Şirketin piyasa değerini (şirketin hisse senedi değeri + borçlar) şirketin faaliyet karlılığı olan EBITDA (faiz, vergi, amortisman öncesi kar) ile karşılaştırır. Düşük bir EV/EBITDA oranı, yatırımcılar için daha cazip bir değerlendirme göstergesi olabilir.

Bu kazanç çarpanları, yatırımcıların şirketleri karşılaştırarak değerlemesini yapmada yardımcı olur. Ancak, tek başına kullanıldığında eksik veya yanıltıcı sonuçlar verebilir. Dolayısıyla, diğer değerlendirme yöntemleri ve şirketin özgün özellikleri de dikkate alınmalıdır.

Defter Değeri Çarpanları (Yerine Koyma Değeri Çarpanları); Defter değeri çarpanları, şirketin defter değerine dayalı olarak değerlemesini yapmaya yönelik kullanılan göstergelerdir. Bazı defter değeri çarpanları şu şekildedir:

- Piyasa Değeri/Defter Değeri: Şirketin piyasa değerini, defter değeriyle karşılaştırarak değerlendirir. Piyasa değeri, şirketin hisse senedi fiyatının toplam hisse sayısına çarpılmasıyla elde edilir. Düşük bir piyasa değeri/defter değeri oranı, yatırımcılar için daha cazip bir değerlendirme göstergesi olabilir.

- Tobin's Q Oranı: Şirketin varlıklarının yerine koyma değerini, defter değeriyle karşılaştırarak değerlendirir. Tobin's Q oranı, şirketin piyasa değerini varlıklarının yerine koyma değerine bölerek hesaplanır. Bir şirketin Tobin's Q oranı 1'den büyükse, varlıkları piyasa değerinden daha yüksek bir değere sahip olduğunu gösterir. Bu durum, yatırımcılar için olumlu bir değerlendirme göstergesi olabilir.

Defter değeri çarpanları, şirketin net varlıklarına dayalı olarak değerlemeyi sağlar. Ancak, bu çarpanlar tek başına kullanıldığında bazı sınırlamaları vardır. Defter değeri, şirketin varlıklarının maliyetine göre kaydedildiği için gerçek değerini yansıtmayabilir. Ayrıca, bu çarpanlar şirketin gelecekteki kazanç potansiyelini dikkate almaz. Dolayısıyla, diğer değerlendirme yöntemleri ve şirketin özgün özellikleri de dikkate alınmalıdır (Aydın, 2012).

Gelir Çarpanları; Gelir çarpanları, şirketin gelirlerine dayalı olarak değerlemesini yapmaya yönelik kullanılan göstergelerdir. Gelir çarpanları şu şekildedir:

- Fiyat Satışlar Oranı (P/S): Şirketin piyasa değerini, gelirlerine (satışlara) oranlayarak değerlendirir. Fiyat satışlar oranı, şirketin piyasa değerini gelirlerine böler. Düşük bir P/S oranı, yatırımcılar için daha cazip bir değerlendirme göstergesi olabilir.
- Şirket Değeri/Satış Oranları: Şirketin piyasa değerini, gelirlerine (satışlara) oranlayarak değerlendirir. Bu çarpanlar, genellikle sektördeki diğer benzer şirketlerin değerlendirmeleriyle karşılaştırılarak kullanılır. Yüksek bir şirket değeri/satış oranı, şirketin sektördeki diğer şirketlere kıyasla daha yüksek bir değere sahip olduğunu gösterebilir.

Gelir çarpanları, şirketin gelirlerine dayalı olarak değerlendirme yapmayı sağlar. Ancak, bu çarpanlar da tek başına kullanıldığında bazı sınırlamalara sahiptir. Gelirler, şirketin kârlılığını yansıtmayabilir veya gelecekteki büyüme potansiyelini dikkate almaz. Ayrıca, sektördeki benzer şirketlerin değerlendirmelerine dayandığı için sektör dinamikleri ve şirketin özgün özellikleri göz ardı edilebilir. Dolayısıyla, diğer değerlendirme yöntemleri ve analizlerle birlikte kullanılmalıdır (Aydın, 2012).

Sektöre Özgü Çarpanlar; bir sektörde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde kullanılan ve sektöre özgü olan ölçütlerdir. Bu çarpanlar, sektörün belirli karakteristiklerini ve performans göstergelerini yansıtmaktadır. Sektöre özgü çarpanlara örnek:

- Sektör P/E Oranı: Bir sektörde faaliyet gösteren şirketlerin fiyat-kazanç oranlarının sektör ortalamasıdır. Bu çarpan, yatırımcıların bir şirketin kazançlarına ne kadar prim

verdiklerini gösterir ve sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırmalı bir değerlendirme sağlar.

- Sektör P/S Oranı: Bir sektördeki şirketlerin fiyat-satış oranlarının sektör ortalamasıdır. Bu çarpan, şirketlerin satışlarına ne kadar prim verdiklerini gösterir ve sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırmalı bir değerlendirme sağlar.
- Sektör EV/EBITDA Oranı: Bir sektördeki şirketlerin işletme değerinin (şirket değeri + net borç) işletme faaliyetlerinden elde ettikleri temettü öncesi faiz, vergi, amortisman (EBITDA) ile karşılaştırılmasıdır. Bu çarpan, şirketlerin işletme performansını ve sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırmalı değerlendirme yapmayı sağlar.

Sektöre özgü çarpanlar, bir sektörde faaliyet gösteren şirketlerin değerlemesinde sektöre özgü dinamikleri ve performans göstergelerini dikkate almayı sağlar. Bu çarpanlar, yatırımcıların sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırma yaparak bir şirketin değerini anlamalarına yardımcı olur. Ancak, yine de şirketin spesifik özellikleri ve diğer değerlendirme yöntemleriyle birlikte kullanılması önemlidir.

KAYNAKÇA

Açıkğöz, Ş., & Gökçaya, V. (2017). Türkiye’de ilk halka arz getirilerinin değişkenliği. Ege Akademik Bakış, 17(1), 33-58.

Aksoy, T. (2018). Risk odaklı iç denetim sürecinde operasyonel risklerin belirlenip ölçülmesine yönelik uygulamalı bir 3x5 risk matrisi ve risk analiz anket formu önerisi. Mali Çözüm.

Alp, B., & Yalçın, C. (2015). Türkiye’de şirketlerin borç dolarizasyonu ve büyüme performansı. TCMB Çalışma Tebliği, 15(01), 1-41.

Avcı, P. (2020). Firma Piyasa Değeri İçin Muhasebe ve Ekonomik Verilerin Analizi: Holding Firma Uygulaması. Business and Management Studies: An International Journal.

AYDIN Yavuz (2012), “Firma Değerleme Yöntemleri”, Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi Cilt:1, Sayı:1, Mart <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/266387>

Bağlama, M. S. (2017). Şirket değerlendirme yöntemlerinden indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve lojistik sektöründe bir uygulama (Master's thesis, Sosyal Bilimler Enstitüsü).

Bozkulak, Ö. (2018). Maddi duran varlıkların VUK ve TMS 16 açısından değerlendirilmesi ve amortismanı ile ilgili özellikli konular (Master's thesis, Sosyal Bilimler Enstitüsü).

Coşkun, B., & Yıldırım, Ç. P. (2018). Türkiye’de Stratejik Planlama: Son Dönem Gelişmelerin İncelenmesi. Strategic Public Management Journal, 4(8), 1-16.

ÇETİNER, M., & ÖZÖĞÜT, A. (2018). İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE ŞİRKET DEĞERLEME ve BİR UYGULAMA ÖRNEĞİ. Journal of Institute of Economic Development and Social Researches, 4(9), 346-356.

Damodaran Aswath (2001), “The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies”, Chapter 8, FT Press.

Demirgüneş, K. (2016). Firma değerinin finansal belirleyicileri: Ampirik bir analiz. Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11(1), 159-179.

Dosso, M., & Vezzani, A. (2020). Firm market valuation and intellectual property assets. Industry and Innovation, 27(7), 705-729.

Ede, S. (2016). Şirket değerlendirme yöntemlerinin incelenmesi ve uygulama (Doctoral dissertation).

Elbannan, M. A. (2015). The capital asset pricing model: an overview of the theory. *International Journal of Economics and Finance*, 7(1), 216-228.

Ergüt, Ö., Çilingirtürk, A. M., & Göğüş, H. S. (2016). Değer Yaratma Hedefli Kurum Modeli. *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 1(1), 16-31.

Erickson, B. H. (2017). Good networks and good jobs: The value of social capital to employers and employees. In *Social capital* (pp. 127-158). Routledge.

Fernandez, P. (2019). Three residual income valuation methods and discounted cash flow valuation.

Frías Jamilena, D. M., Polo Pena, A. I., & Rodriguez Molina, M. A. (2017). The effect of value-creation on consumer-based destination brand equity. *Journal of Travel Research*, 56(8), 1011-1031.

Garcez, M. P., & Maccari, E. A. (2015). Evaluation Methodology For The R&D Project Portfolio By Using The Risk Adjusted Net Present Value-One Case Study In The Petrochemical Industry. *Revista de Gestão e Projetos*, 6(2), 1.

Gündoğdu, A., & Münyas, T. (2017). *Finansal Yönetim*. Ankara: Seçkin Yayıncılık San. ve Tic. AŞ.

Güvercin, A., & Demir, Y. (2015). Kazanç Açıklamalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkileri: Bist 100 Üzerine Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(2), 267-285.

Gözen, M. (2019). Değer ve Değerleme Hakkında Kavramsal ve Kuramsal Bir Çalışma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 22(2), 374-382.

Kacar, A. İ., & Yakın, V. (2018). Paylaşım ekonomisi ve değer yaratmak: Kanvas iş modeli örneği. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*.

Kalan, S. S. V., & Tutarları, S. N. (2015). *Finansal yönetim*.

Keçecioğlu, T., & Yılmaz, M. K. (2017). İnsan Kaynaklarına Değer Yaratma. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, (60), 169-181.

Lam, H. K., Zhan, Y., Zhang, M., Wang, Y., & Lyons, A. (2019). The effect of supply chain finance initiatives on the market value of service providers. *International Journal of Production Economics*, 216, 227-238.

Mammadov, E. (2019). Dünyada Ve Türkiye'de Şirket Değerlendirme Yöntemleri Piyasa Değer Yaklaşımı Ve Bir Uygulama (Doctoral dissertation, Marmara Üniversitesi (Turkey)).

MASUN, M. A. (2017). Firma Değerlemesi Yaklaşımları ve Otelcilik İşletmesi Örneği. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 39(1), 213-222.

Öztürk, E., & Geyve, M. Y. O. (2015). Muhasebedeki değerlendirme yaklaşımları üzerine kültürel bir değerlendirme. Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies, 1(3), 17-33.

Rásonyi, M. (2017). Maximizing expected utility in the arbitrage pricing model. Journal of Mathematical Analysis and Applications, 454(1), 127-143.

Songür, N. (2015). Türk kamu yönetiminde stratejik planlama ve uygulamalara ilişkin genel bir değerlendirme. Strategic Public Management Journal, 1(1), 56-78.

Söylemez, Y. (2019). Firmaların sermaye yapısını etkileyen faktörler: Demir çelik metal ana sanayi uygulaması. Sosyoekonomi, 27(40), 91-104.

Şekeroğlu, G. (2021). Geçmişten Günümüze Portföy Yönetiminde Neler Değişti? R Programı ile Bibliyometrik Analiz. Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi, (19), 22-33.

Temizer, Z. (2015). Finansal analizde kullanılan oranlar ile firma değeri ilişkisi: BİSTte bir uygulama (Master's thesis, Sosyal Bilimler Enstitüsü).

Torbira, L. L., & Agbam, A. S. (2017). Macroeconomic Risk Factors and Stock Returns: The arbitrage pricing approach. Journal of Finance, Banking and Investment, 4(1), 41-71.

Ulusoy, A., & Yılmaz, H. (2017). Özelleştirme, Türkiye'de çay sektörü ve ÇAYKUR üzerine bir değerlendirme. Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 17(3), 1-21.

Ünal, S., & Akbey, F. (2016). Firma büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri anomalilerinin birlikte incelenmesi: Borsa İstanbul örneği.

Ürkmez, M. (2017). Şirketlerin muhasebe politikalarının şirket değerlemesine etkisinin ortaya konulması ve öneriler.

Yelgen, E. (2016). İşletme birleşmeleri ve satın alma işlemlerinde şirket değerlendirme yaklaşımlarının etkinliğinin karşılaştırmalı incelenmesi: Konaklama sektöründe bir uygulama.

Mustafa, A. R. I., & Yılmaz, R. (2015). Avantaj ve dezavantajları açısından gerçeğe uygun değer ile maliyet değeri muhasebesinin karşılaştırmalı olarak incelenmesi. Muhasebe ve Finansman Dergisi, (65), 147-160.