



Yrd.

Hissedar Değeri ve Hesaplanması Üzerine Bir Uygulama

Doç. Dr. Şakir SAKARYA

Balıkesir Üniversitesi, Sındırgı MYO.

Özet

Son yıllarda genel olarak işletmecilik, özel olarak da finans alanında en çok kullanılan kavramlardan birisini değer kavramı oluşturmaktadır. Müşteri değeri, Katma değer, Pazar değeri, Defter değeri, Hissedar değeri vb. gibi pek çok kavram; aslında tek bileşenin çeşitli parçalarını oluşturmaktadır. Bu nedenle değer kavramı, günümüzde hem işletmeler hem de müşteriler ve hissedarlar açısından oldukça önem kazanan bir kavram olmuştur. Bu çalışmada öncelikle hissedar değeri ve önemi vurgulanıp, hissedar değeri ve unsurları açıklanmış ve daha sonra da hissedar değerinin nasıl hesaplandığı sayısal bir örnekle açıklanmıştır.

Anahtar Sözcükler: Değer, değere dayalı yönetim, hissedar değeri.

Abstract (Shareholder Value And An Implication Concerning Its Calculation)

In recent years, value concept has formed one of the concepts exerted most generally in the field of business and specifically in the field of finance. Many concepts such as Client Value, Added Value, Market Value, Book Value, Shareholder Value and so on have in fact constituted the various items of only one component. For this reason, nowadays value concept has been the one which is gaining importance in terms of both businesses and clients and shareholders. In this study, primarily, shareholder value and its importance were emphasized, shareholder value and its elements were given an explanation to, and then how shareholder value can be calculated was explained by giving a numerical example.

Key Words; Value, value based management, shareholder value.

1. Giriş

İşletmecilik alanında en çok kullanılan kavramlardan birisini “değer” kavramı oluşturmaktadır. Müşteri değeri, Katma değer, Pazar değeri, Defter değeri, Hissedar değeri vb. gibi pek çok kavram; aslında tek bileşenin çeşitli parçalarını oluşturmaktadır. Bu nedenle değer kavramı, günümüzde gerek işletmeler ve gerekse müşteriler açısından oldukça önem kazanan bir kavram olmuştur.

Bilindiği gibi Finansal yönetimin günümüzde geçerli temel politikaları; Finansman Politikası, Yatırım Politikası ve Temettü politikası olarak sınıflandırılmaktadır. Bu politikalardaki ortak amaç

firma değerinin hissedarlar açısından maksimum yapılmasıdır (Üreten ve Ercan,2000;3). Diğer bir ifadeyle Finansal yöneticinin amacı, firma hissedarlarının varlığını maksimize etmektir (Gitman,1991;18). Bu nedenle son on yıl içinde yöneticilerin büyük bir kısmı, şirketin amacının hissedarlarına sağladıkları toplam getiriyi maksimum yapmak olduğunu kabul etmişlerdir. Eğer yöneticiler işletme sahiplerine kar payı ya da sermaye artışı şeklinde iyi kazançlar sağlayamıyorlarsa, yerlerine yeni yöneticilerin getirilmesi yüksek bir ihtimaldir. Bu noktada hissedar değerini artırmanın yolunun, uzun dönemdeki nakit akışının net şimdiki değerini maksimum yapmak olduğu da

artık kabul edilmiştir (Doyle, 2003;268). Günümüzde firmanın amacı “Firmanın Net Bugünkü Değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olarak tanımlanmakla birlikte, firmaların amaçlarının ne olması gerektiği konusunda ülkeler arasında farklı yaklaşımlar da bulunmaktadır (Üreten-Ercan, 2000;2).

ABD’de genel olarak kabul görmüş yaklaşıma göre, firmaların dolayısıyla üst yönetimin amacı firma değerini maksimum yapmaktır. Ancak, Kıta Avrupası’nda ve Japonya’da bu amacın yerini tüketicilerin çıkarları, çalışanların çıkarları hükümetin çıkarları ve hatta toplumun çıkarları alabilmektedir.

Firma amacının hissedar değerini maksimum kılmak olarak tanımlanması, performansın ölçülmesinde değer kavramını ön plana çıkartmaktadır (Copeland vd, 2000; 22). Bu noktada geleneksel muhasebe tekniklerinin zayıf yönlerinin gittikçe anlaşılması nedeniyle, günümüzde Hissedar Değer Analizi(HDA) yeni bir standart haline gelmeye başlamıştır (Doyle, 2003; 47). Bu nedenle, son yıllarda hissedar değeri ve yönetimine oldukça fazla yönetim ilgisi bulunmaktadır. Bu ilginin artmasındaki nedenlerden birisi muhasebe karlılığından ekonomik karlılığa olan değişimdir. Muhasebe karlılığının en önemli ölçüsü öz sermaye karlılığıdır.

Diğer taraftan ekonomik karlılık, yinede sermaye maliyeti ve özsermaye karlılığı arasındaki fark olan sermaye maliyetini dikkate alır. Ekonomik karlılık kavramı ekonomik katma değer(EVA) kavramına eşdeğerdir (Pandey, 2005;2).

Hissedar değeri kavramı ülkemizde henüz üzerinde fazla düşünülmeyen konulardan birisidir. Ancak kurumsal yönetim kavramının yaygınlaşması ve göstermelik olmaktan çıkartılıp gerçek anlamda benimsenmesiyle, esasında başlı başına önem arz eden “hissedar değeri” kavramı da hak ettiği öneme ulaşacaktır.

Bu noktadan hareketle çalışmada öncelikle hissedar değeri ve önemi vurgulanıp, hissedar değeri ve unsurları açıklanmış ve daha sonra da hissedar değerinin nasıl hesaplandığı sayısal bir örnekle açıklanmıştır.

2. Hissedar Değeri ve Önemi

Kurumsal finansman teorisyenlerinin üzerinde birleştiği husus, bir şirketin birincil amacının hissedarlarının değerini maksimize edilmesi olması gerektiğidir. Hissedarlar açısından değer oluşturulması ise ancak, yatırımların getirisinin maliyetinden yüksek olması durumunda mümkündür(YYD,2007;3).

Çağdaş hissedar değer hareketi öncelikle Amerika ve İngiltere’de başlamış ve ticaretin globalleşmesi ve nakit akışlarıyla beraber, diğer büyük ülkelere de yayılmaktadır. Şirketler artık sadece müşteriler için değil sermaye için de uluslararası alanda rekabet etmektedirler. Sermaye çekmenin en önemli kriteri, beklenen ekonomik getirisidir. Bilgi devrimi de pazarları daha etkin hale getirmektedir. Bilgisayarlar ve modelleme yazılımları, hissedar değeri analizinin yapılmasını ve stratejik düşünce sisteminin getirdiklerini test edebilmesini hızlandırmaktadır. Bunun yanında, yatırımcıların sahip olduğu bilginin miktarı ve niteliği de analizin potansiyelini son yıllarda artırmıştır. Son olarak modern telekomünikasyonun getirdikleri, paranın bir saniyede tüm dünyayı dolaşabileceği anlamına gelmektedir. Tüm bu trendlerin anlamı ise yöneticilerin, parasını kullandıkları kişiler tarafından artan bir ilgiyle incelendikleridir (Doyle, 2003;53). Bunun bir sonucu olarak, üst yöneticiler firmalarındaki değer oluşturma rollerini yeniden düzenlemek zorunda kalmaktadırlar. 1980’lerde başlayan bu süreçte, ABD’de ortaya çıkan, daha sonra da genişleyerek Avrupa, Latin Amerika ve Asya’yı etkileyen trend yatırımcıları ve yöneticileri hissedar değerine odaklandırmaktadır(Ercan vd, 2003;12). Bugün, global finansal piyasalar sayesinde uluslararası yatırım yapmak daha da kolay hale gelmiş, hissedarların ve yöneticilerin ilgisi ülke dışındaki karlı piyasalara, ucuz işgücüne ve daha az sınırlayıcı çevreye yönelmiştir. Yöneticiler, bu avantajlı şartları bulup uygulayarak firma değerini maksimum kılmak için uluslararası girişimlerini artırmışlardır (Alp, 2000,77). Bu noktada, son yıllarda yaşanan (Enron, Parmalat, Worldcom vb.) finansal skan-

dallar, global olarak işletme yöneticilerinin, hissedarların değer maksimizasyonu karşısında daha açık bir strateji için daha dikkatli olmalarını zorunlu kılmıştır (Becchetti vd, 2007;3).

Hissedar değer analizi yaklaşımı 1980’de Alfred Rappaport tarafından geliştirilmiştir. Bu yaklaşım, hissedarların bir işletmeye veya işletme birimine koymuş oldukları sermayenin değerini tahmin etmekte kullanılabilir. Yine bu yaklaşım, stratejik kararların değerlemesinin temeli olarak da kullanılabilir (Cooper ve Davies, 2004;10). Hissedar değerinin günümüze kadar geçirdiği süreç incelendiğinde birbirinden farklı gelişmelerin bu süreçte etkili olduğu görülmektedir. Geçmiş dönemlerde sermaye piyasalarının iyi organize olmaması, sermaye akımları üzerinde önemli sınırlamaların bulunması ve sermaye piyasalarının likiditesinin düşük olması sermaye kaynaklarının hareketlerini sınırlandırmış, yöneticileri de firma performansını artırmak için yoğun çaba göstermeye teşvik etmemiştir (Ercan vd,2003;13). Ancak günümüzde sermaye piyasalarındaki globalizasyon ve deregülasyon, sermaye kontrollerinin son bulması, bilgi teknolojilerinin gelişmesi, menkul kıymet kazanç ve yatırımlarındaki yeni davranış biçimleri ile kurumsal yatırımcıların artması hissedar değerinin önem kazanmasında önemli bir rol oynamıştır. Böylece son yıllarda, hissedar değeri yaratma kavramı, sayıları gittikçe artan, alanında önemli şirketlerin üst düzey yöneticisi için ulvi bir amaç haline gelmiştir. Günümüzde hem teorik hem de pratik olarak hissedar değerini maksimum kılan stratejileri seçmek, her yönetici için neredeyse kaçınılmaz bir durumdur (Doyle, 2003;17). Bu bağlamda geçtiğimiz on yıl içinde lider şirketlerin, stratejilerini ve yöneticilerinin performanslarını değerlendirme ölçütü olarak, hissedar değerini kullanmaya başladıkları görülmektedir. Bu ölçüt, şirket stratejilerinin, hissedarlara kazandırdığı ekonomik kazançlarla (kar hisseleri ve işletmenin hisse fiyatlarının artışı olarak ölçülür) değerlendirilmesi gerektiğini ortaya koyar (Doyle, 2003;51).

Copeland ve arkadaşlarına göre de hissedar değerinin önem kazanmasında;

- 1980’li yıllarda etkin piyasaların ortaya çıkmasıyla birlikte birçok yönetim takımının endüstrilerindeki önemli değişikliklere cevap vermede yetersiz kalması,
- Avrupa ülkelerinin çoğunda ve ABD’de üst yönetime yapılan ödemelerde özsermaye niteliğindeki ödemelerin öneminin gittikçe artması,
- Özellikle 1980’li yılların başından itibaren dünyadaki bireysel yatırımcıların varlıklarının büyük bir kısmını Avrupa ve Amerika’daki güçlü sermaye piyasalarına aktarmaları.
- Kıta Avrupası, Japonya ve birçok ülkede iflaslara karşı sosyal güvenlik sisteminin öneminin giderek artması, hissedar derini etkileyen önemli etkenler olmuştur (Ercan vd.,2003;13).

Bununla birlikte firmaların hissedar değeri yaklaşımını benimsemelerinde birçok faktör de önemli rol oynamaktadır. Bu faktörlerden bazıları aşağıdaki gibi özetlenebilir (Black vd,1998;24–25);

- Firmada görev yapan üst yönetimin hissedar değeri yaklaşımını benimsemesi,
- Üst yönetimin firmanın finansal faaliyetlerinin daha detaylı biçimde görülebilmesini sağlamak için, hissedar değeri uygulamasına geçilmesini istemesi,
- Alt yönetimi güçlendirerek, yetki ve sorumluluk kullanımının ilişkilendirilmesi,
- Firmadaki tüm sistemlerin hissedar değeri oluşturma sürecine uyumlu olmasının sağlanması,
- Firmanın bağlı kuruluşlarından beklediği performans ile gerçekleşen performans arasında sapmaların olması,
- Firmanın plan ve programlarının doğru ve bütçe dahilinde yürütülmesini sağlamak olarak sıralanabilir.

Hissedar değerini maksimum kılmak, her bir işletme biriminin; yöneticileri stra-

tejik alternatifler geliştirmeye teşvik edecek, alternatifleri hissedar değerine yaptıkları etki açısından değerlendirecek, yüksek değer oluşturacak stratejiyi etkin bir şekilde yürütmesini sağlayacak bir sürece sahip olmasını gerektirir (Doyle,2003;269). Bu nedenle yatırımcılar günümüzde, serbest nakit akışlarına ve sermaye maliyetine odaklanan hissedar değeri üzerine yoğunlaşmaktadırlar. Hissedar değerindeki artış, firmanın yatırdığı sermayenin getiri oranının sermaye maliyetinin üzerinde olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Halka açık herhangi bir firmanın başarılı olmasının göstergesi, hissedar değerindeki artışlar olmaktadır. ABD’de yapılan araştırmalar firmaların %65’inin ilk hedeflerinin hissedar değerini artırmak olduğunu ortaya koymaktadır(Black vd, 1998, 13–24).

3. Hissedar Değeri ve Unsurları

Hissedar değeri, bir şirketteki hissedarların yatırımlardan elde ettikleri toplam faydadır. Bu fayda, kar payları ve çok daha önemlisi, hissedarların yatırımlarının sermaye değerlemesini de içerir. Yaygın olarak, yatırılan sermayenin getirisi ölçüldüğü zaman, hem şirketin kar sağlaması ile ilgili ve hem de genel bir kural olarak daha yüksek karlar, hissedar değerini arttırır. İşletmeler, faaliyetlerinden ve karlı alanlarda devam eden yatırımlardan gelir elde ederler. Hissedar değeri, yatırımlardan elde edilen gelirler işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini aştığı zaman meydana gelir ve aksine eğer gelirler ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden daha düşük olursa hissedar değeri yok olur (Pareek,2003;1).

Hissedar değerini kullanan şirketler, ağdaş finansman teorisinden aldıkları iki varsayımı kabul ederler (Brealey ve Myers, 1999;). Buradaki ilk yaklaşım, yöneticilerin temel görevinin işletmenin hissedarlarına sağlayacağı kazancı maksimize etmek olduğudur. Yöneticiler, görevleri, şirket üzerinde finansal iyelik hakkına sahip olan kişiler yararına hareket etmek olan aracılardır. İkinci varsayım ise birincinin uygulamada nasıl başarıldığı ile ilgilidir. Bir şirketin Pazar değeri,

yatırımcıların şirketin nakit sağlayabilme yeteneğine yönelik beklentilerine bağlıdır. Bu beklenti, yönetimin görevinin, zaman içinde oluşacak nakit akışının değerini maksimize edecek stratejilerle ilgili olduğu şeklinde tanımlanmasına yol açar. Bir şirket, satışları maliyetlerini(sermaye maliyeti de dahil) aştığında nakit yani değer yaratır (Doyle, 2003;51). Hissedar Değeri Yaklaşımı (HDY), bir yatırımın ekonomik değerini, gelecek tahmini nakit akımlarını sermayenin maliyeti ile iskonto ederek tahmin etmektedir. Bu nakit akımları; hissedarın temettü ve hisse senedi fiyat artışları şeklinde açığa çıkmaktadır (Serin,2004;72).

Hissedar değerinin temel ilkesi şudur; bir şirketin hisse fiyatını “sermayenin maliyeti” olarak bilinen faiz oranına göre dzeltiymiş, gelecekte beklenen nakit akışlarının toplamı belirler. Eğer şirketin daha fazla nakit akışı sağlaması bekleniyorsa, belki yeni bir ürün geliştirdiği için ya da belki harika bir reklam kampanyası yürüttüğü için hisse fiyatı yükselecektir ya da tam tersi, nakit akışının düşeceği bekleniyorsa örneğin, önemli bir rakibin, şirketin pazarına girmesi halinde hisse fiyatı düşecektir. Hissedar değeri yaklaşımı, tıpkı her varlık gibi, bir şirketin ekonomik değerinin, sermaye maliyetinin tahminlenen nakit akışından çıkarılmasıyla belirlendiğinin kabul edilmesiyle başlar. şirketin beklenen finansal performansı üzerinde sermaye piyasasının yarığları, şirketin Pazar değeri rasyosuna yansır. Hissedar değeri, hisse senetlerinin Pazar değeri, defter değerini aştığında meydana gelir. Pazar değerinin temel belirleyicisi ise şirketin karlı yatırım fırsatlarını yönetebilme yeteneğidir. Hissedar değer analizi, yöneticilerin, şirketin, gelecekteki tüm nakit akışlarının iskonto edilmişi değerini arttıran kararlar vermesi halinde, şirketin değerinin de arttığını ifade eder (Doyle, 2003;10 – 80).

3.1. Temel Kavramlar

Hissedar değerinin nasıl oluşturulduğunu hesaplamak için öncelikle bazı tanımlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bilindiği gibi, bir firmanın ya da işletme biriminin

toplam değeri, Girişim Değeri ya da Şirket Değeri olarak ifade edilir. Girişim değeri, şirketin borçları ile sermayesi toplamından oluşmaktadır. Girişim değeri içindeki sermaye payı ise Hissedar Değeri'dir (Doyle,2003;81). Yani;

Girişim Değeri = Borçlar + Hissedar Değeri

Diğer bir ifadeyle de

Hissedar Değeri = Girişim Değeri – Borçlar

olarak da hesaplanabilir (www.valuebasedmanagement.net/faq_shareholder_value.html).

Diğer bir ifadeyle, bir şirketin hissedar değerini hesaplamak için öncelikle o şirketin toplam değeri ya da girişim değeri hesaplanmalı, sonra da borçları bu değerden düşülmelidir. Bu noktada bir girişimin değerini iki ana ögeye ayırmak yaygın bir uygulamadır.

1. Tahminlenen süre içindeki girişim değeri; Bu, şirketin tahminlenen süre boyunca ya da planlama süreci içinde (normalde ilk 5 ila 10 yıl) işletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışının şimdiki değeridir.

2. Süregelen girişim değeri; Bu ise şirketin, tahminlenen sürenin sonrasında oluşacak nakit akışının şimdiki değerinin tahminidir.

Bu noktada daha açık olabilmek için, analizcilerin bir üçüncü unsuru; **diğer yatırımları** da hesaplarına dahil etmeleri gerekir(Doyle,2003;82). Bilindiği gibi pek çok şirketin menkul kıymetleri ve ana iş kolunun dışında yaptığı yatırımları vardır. Bu varlıklardan gelen gelirler, şirketin faaliyetlerinin sağladığı nakit akışından indirilir ve bunların Pazar değeri ayrıca gösterilir. Bu durumda, girişim değeri, sözü geçen üç öge dikkate alınarak şöyle ifade edilebilir:

Girişim Değeri = Tahminlenen süre itibarıyla şirket faaliyetlerinin oluşturacağı nakit akışının şimdiki değeri + Süregelen değer + Diğer yatırımlar

3.1.1. Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı

Nakit akışı, şirkete faaliyetleriyle gelen ve yine faaliyetleriyle giden nakitler arasındaki farktır ve şirket değerinin kaynağıdır. Zira alacaklılara ve hissedarlara ödenebilir mevcut nakit miktarını belirler. Nakit akışı, tahmin döneminin her yılı için belirlenir ve sonra sermayenin maliyeti kullanılarak hesaplanan nakit akışı şimdiki değere indirilir.

Bu noktada gelen nakit akışı iki ögeye bağlıdır; Satışlar ve faaliyet kar marjı. Faaliyet kar marjı, faiz ve vergi öncesi faaliyet karlarının satışlara oranıdır. Faaliyet karı ise; satışlar eksi SMM eksi satış ve yönetim giderleri eksi amortisman giderleri kadardır. Şirketten çıkacak nakitler de üç ögenin bir fonksiyonudur. Bunlar şirketin ödediği nakit vergiler, çalışma sermayesi ve şirketin satış yapabilmesi için gereken sabit yatırım miktarıdır (Doyle,2003;84).

Nakit akışını belirleyen faktörler şöyle özetlenebilir;

Nakit Akışı = Nakit Girişi – Nakit Çıkışı

Nakit Girişi = Satış Büyümesi + Faaliyet Kar Marjı

Nakit Çıkışı = Nakit Ödenen Vergiler + Artan Çalışma Sermayesi + Artan Sabit Yatırımlar

3.1.2. Süregelen Değer

Bir işletmenin faaliyetlerinin değerlendirilmesindeki ikinci kavram, planlanan dönem sonrası serbest nakit akımlarının şimdiki değeridir ve süregelen değer olarak ifade edilmektedir (Cooper-Davies, 2004;11). Süregelen değer rakamı, hissedar değeri analizinde oldukça önemlidir. Çünkü süregelen değer, tahminlenen sürede oluşan değerden genellikle daha büyüktür. Çeşitli endüstrilerde süregelen değer rakamı ortalama firma değerinin büyük bir kısmını temsil eder. Bu durum özellikle çok az ya da hiç kar sağlamayan ve ilk yıllarında hiç nakit akışı sağlayamayan büyüme durumundaki şirketler için geçerlidir (Doyle,2003;88).

Süregelen değeri hesaplamının tek bir yöntemi yoktur. Kullanılacak yöntemin seçimi, şirketin rekabetçi gücünü, marka-

larının değerini tahmin, dönemin ya da planlanan dönemin sonunda dikkatli bir şekilde muhakeme edilmesine bağlıdır. En yaygın kullanılan süregelen değeri ölçme yöntemi ise, "Süreklilik Yöntemi" olarak da ifade edilen **Süreklilik Bileşik Değer** yöntemidir. Bu yöntem, tahmin dönemi sonunda artan rekabetin şirketin kazancını sermaye maliyeti düzeyine indireceğini varsayar. Bunun aksi ise bu noktadan sonra yapılacak yatırımların şirketi genişletse bile değerini değiştirmeyeceğidir. Sonuç olarak, gelecekteki nakit akışları, tahmin süresinden sonra finansman yöneticilerinin adlandırdığı gibi "süreklilik" arz eder ya da sürekli aynı miktarda nakit akışları sağlar. Süreklilik yöntemini kullanarak, tahminlenen sürenin sonundaki şimdiki değer, vergi sonrası net faaliyet karını (VSNK) sermaye maliyetine bölmek suretiyle hesaplanır (Doyle,2003;90).

Süreklilik Bileşik Değer = VSNK / Sermaye Maliyeti

Yukarıda da ifade edildiği gibi süreklilik değerini hesaplamanın çok değişik başka yolları da vardır. Bazı şirketler **Enflasyon İçinde Süreklilik Yöntemini** kullanmaktadır. Bu model, standart süreklilik modelini tahminlenen sürenin sonunda faaliyet karının enflasyon oranında artacağı varsayımı ile uyumlaştırarak kullanır. Enflasyonist dönemlerde, enflasyon, süregelen değerler daha yüksek tahmin edilmesine neden olur. İki yöntemden hangisinin kullanılacağına yönelik tercih, şirket yöneticilerinin, şirketin uzun dönemde fiyatlarını enflasyon ile paralel artırma yeteneği olup olmadığına inanmalarına bağlıdır. Bu ise endüstrideki koşullara, şirketin pazardaki konumuna ve uzun vadede rekabetçi konumunu sürdürüp sürdürememe yeteneğine bağlıdır (Doyle, 2003;91). Bileşik değeri hesaplamada bir başka sıkça kullanılan yaklaşım, **Fiyat/Kazanç(F/K)** oranı yöntemidir. Bu yöntemde, benzer endüstri türleri içinde olgunluk dönemini yaşayan şirketlerin ortalama F/K oranına bakılır ve tahminlenen en son yıl için net faaliyet karını çarpmak için kullanılır. Bir başka alternatif, **Piyasa Değeri/Defter Değeri**

(PD / DD) yaklaşımıdır. Bu yöntemde şimdiki değer, varlıkların muhasebe kayıtlarına yansıyan defter değeri, benzer şirketlerin ortalama piyasa değeri rakamı ile çarpılarak hesaplanır. Görüldüğü gibi bu yöntemde hisse başına defter değeri ve piyasa değeri arasında karşılaştırma yapılmaktadır. Piyasa değeri defter değerini geçtiğinde hissedar değeri oluşur; defter değeri piyasa değerini aştığında ise hissedar değeri azalır(Pandey, 2005;3). F/K ve PD/DD yöntemlerindeki temel zorluk, tahmini F/K ve PD/DD oranlarının hesaplanmasıdır (Serin, 2004;75). Bu nedenle farklı yöntemleri kullanmanın farklı sonuçlar verebileceği unutulmamalıdır.

4. Hissedar Değerinin Hesaplanması Üzerine Örnek Uygulama

İşletmeye yatırım yapan yatırımcılar, bu yatırımlarının karşılığında getiri elde etmeyi amaçlarlar. Yatırımcılar açısından bu getiri, yaratılmış bir değer olarak da ifade edilebilir. İşletmelerin faaliyetlerinin sonucunda değer oluşturması, işletmenin ortaklarının özsermaye değerlerinin (shareholder value) artırılması anlamına gelir. Gerek işletme faaliyetlerinin doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi, gerekse işletmeye yatırım yapanların servetlerinin ne kadar arttırıldığının belirlenebilmesi bakımından, bir dönem içinde meydana gelen değerlerin tam ve gerçeğe uygun şekilde hesaplanması büyük önem taşımaktadır. Muhasebe ve finansman teorisinde, bu amaçla geliştirilmiş çok sayıda ölçüt ve hesaplama yöntemi bulunmaktadır (Çelik,2002;1).

Çalışmanın bu kısmında hissedar değeri uygulamasına yer verilecektir. Bu bağlamda tartışılacak uygulama hissedar değerinin nasıl hesaplandığının belirlenmesine yönelik olacaktır. Bunun için aşağıda yer alan varsayımlar ve veriler göz önüne alınarak bir işletmenin hissedar değerinin nasıl hesaplandığı incelenecektir. Örneğin geliştirilmesinde Doyle(2003)'den yararlanılmıştır. Hissedar değerinin hesaplanması yukarıda açıklanan kavramlar çerçevesinde adım adım gerçekleştirilecektir. Bunun için öncelikle nakit akışlarının tahmin edilme-

si ve süregelen değerin hesaplanması yapılacaktır.

Faaliyetlerden Sağlanan Nakit

Akışı

Sözü geçen nakit akışlarının nasıl hesaplandığını göstermek için, 100 milyon YTL'lik satışı, %10 faaliyet kar marjı ve %30'luk vergi oranı olan XYZ işletmesini göz önüne alalım(Tablo:1). Yönetim, şirketin büyümesini hızlandırmak için yeni bir pazarlama stratejisi geliştirmiştir. Yedi yıllık bir sürecin, anlamlı ve detaylı tahmin yapabilmek için yeterli olduğuna inanmaktadır. Bu süre içinde satışların, yılda %12'lik bir büyüme gerçekleştireceğini tahmin etmişlerdir. Faaliyet kar marjı ile vergi oranının ise aynı kalacağı tahmin edilmektedir. Vergi sonrası net faaliyet karı, genellikle VSNK olarak adlandırılır.

Büyüme, normalde ek yatırımlar yapılmasını gerektirir. Bu nedenle şirket yönetimi, artan net çalışma sermayesinin, satışların %18'i kadar büyüyeceğini tah-

min etmektedir. Diğer bir ifadeyle satışlarda her 100 YTL'lik artış, çalışma sermayesine nakit olarak 18 YTL ek yatırım yapılmasını gerektirecektir. Burada artan net sabit sermaye yatırımı, amortismanları aşan sermaye harcaması olarak tanımlanmıştır. Bu durumda net amortisman ıskontosu kullanılır çünkü amortisman faaliyet karı hesaplanırken düşülmüştür. *(Sıkça kullanılan alternatif bir yaklaşım VSNK'a amortismanı eklemek ve nakit akışını hesaplamak için toplam yatırımları bu toplamdan çıkartmaktır. Bu süreç VSNK'dan net yatırımlar indirilmesi suretiyle elde edilen rakamın aynısını verir).* Tahmin dönemi için strateji geliştirirken, yönetim, sermaye harcamaları konusunda bir de kendi tahminlemesini yapar. Örnekte, artan sermaye yatırımının satışların %22'si kadar olacağı öngörülmüştür.

Bu varsayımlar altında elde edilen nakit akışları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo:1: XYZ Şirketinin Nakit Akışı Tahmini

Yıl	Cari Yıl	1. Yıl	2. Yıl	3. Yıl	4. Yıl	5. Yıl	6. Yıl	7. Yıl
Satışlar(M)	100,00	112,00	125,44	140,49	157,35	176,23	197,38	221,07
Faaliyet Marjı(%10)	10,00	11,20	12,54	14,05	15,74	17,62	19,74	22,11
Vergi(%30)	3,00	3,36	3,76	4,21	4,72	5,29	5,92	6,63
VSNK	7,00	7,84	8,78	9,83	11,01	12,34	13,82	15,47
Ek Çalışma Sermayesi		2,16	2,42	2,71	3,03	3,40	3,81	4,26
Ek Sabit Sermaye		2,64	2,96	3,31	3,71	4,15	4,65	5,21
Nakit Akışı		3,04	3,40	3,81	4,27	4,78	5,36	6,00

Süregelen Değer

Bileşik değerin şimdiki değerini hesaplamak için, rakamın uygun sayıda yıl için geriye dönülerek ıskonto edilmesi gerekir. Örneğin, yedi yıllık tahmin sürecinin sonunda net faaliyet karı 8 milyon YTL ve sermayenin maliyeti %10 ise süreklilik değeri 80 milyon YTL ve süregelen değerin şimdiki değeri $80 \text{ milyon YTL} / (1+0.1)^7$ ya da 41 milyon YTL olur.

Buraya kadar hissedar değeri analizinin finansal unsurlarını (faaliyetlerden gelen nakit akışı, sermaye maliyeti ve bileşik değeri) gözden geçirdik, şimdi tüm metodolojiyi bir bütün olarak ortaya koyabiliriz. Aşağıdaki Tablo:2, yukarıdaki Tablo:1'de özetlenen satış büyümesi, faaliyet

marjı, vergi ve sermaye ihtiyaçlarından çıkarılan nakit akışı bilgileri kullanılarak hazırlanmıştır. İskonto faktörü $1/(1 + r)^t$ olup, r ağırlıklı sermaye maliyeti (%10) ve t de söz konusu edilen yıldır. Bu faktör ile çarpım yapılması gelecekteki nakit akışını şu andaki güncel değerine indirir. Süregelen değer her yıl için ve süreklilik yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Örneğin birinci yılsonunda süregelen değer, aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$\underline{VSNK} = 7.84 = 78.4 \text{ milyon YTL}$$

$$\text{Sermaye Maliyeti} = 0.1$$

78.4 milyon YTL'yi şimdiki değerine indirmek için, bu değer, uygun ıskonto oranı olan 0.909 ile çarpılmış ve 71.27 milyon YTL'lik şimdiki değer elde edilmiş-

tir. Benzer şekilde diğer yıllara ait veriler de aynı yolla hesaplanmıştır. Böylece 7 yıllık tahmin sürecinin tamamı için nakit akışlarının toplam şimdiki değeri 20.43 milyon YTL olarak hesaplanmıştır. Süre-

gelen değer de 79.36 milyon YTL'ye ulaşması ile yedinci yılın sonunda toplam değer 99.79 milyon YTL olarak gerçekleşmiş olacaktır.

Tablo: 2: XYZ Şirketinin Hissedar Değerinin Hesaplanması

Yıl	Nakit Akışı (1)	İskonto Faktörü (2)	Şimdiki Değer (1x2)	Kümülatif Şimdiki Değer(3)	Süregelen Değer (4)	Süregelen Değerin Şimdiki Değeri(4X2) –(5)	Kümülatif Şimdiki Değer + Süregelen Değer
Baz yıl						70,00	70,00
1	3,04	0,909	2,76	2,76	78,4	71,27	74,03
2	3,40	0,826	2,81	5,58	87,8	72,52	78,10
3	3,81	0,751	2,87	8,44	98,3	73,82	82,26
4	4,27	0,683	2,92	11,36	110,1	75,19	86,55
5	4,78	0,621	2,97	14,33	123,4	76,63	90,96
6	5,36	0,564	3,02	17,35	138,2	77,94	95,29
7	6,00	0,513	3,08	20,43	154,7	79,36	99,79

Diğer Yatırımlar =	<u>7,00</u>
Girişim Değeri =	106,79
Borç Değeri (-) =	<u>25,00</u>
Hissedar Değeri =	81,79

Diğer Yatırımlar

Girişim değeri ile hissedar değeri arasındaki ayrımı göstermek için, XYZ şirketinin 7 milyon YTL'lik başka yatırımı ve 25 milyon YTL'lik de borcu olduğu varsayılmıştır. Diğer yatırımlar da girişim değerine eklenerek toplam girişim değeri 106.79 milyon YTL olarak hesaplanmıştır. Bu rakamdan da borçlar düşülerek 81.79 milyon YTL hissedar değeri rakamına ulaşılmıştır.

5. Hissedar Değer Analizinin

Sınırlı Yönleri

Hissedar değeri yaklaşımının temel unsuru, yöneticilerin, sermaye maliyetinden daha fazla kazanç getirecek stratejiler geliştirme yeteneklerine bağlı olarak değerlendirilmesidir. Bu yaklaşımın üstün yönleri, yatırımcılar için firmanın değerini maksimize etmesi, diğer hissedarların, işgörenlerin, tedarik kaynaklarının ve toplumun isteklerini karşılamak için gereken nakit akışını sağlamasıdır. Geleneksel muhasebe yaklaşımlarına nazaran üstün yönü, hissedar değeri analizinin kazanç hedefleri, yatırımın geri dönüş oranı ve geri ödeme

kriterleri açısından kısa dönemli bakış açılarından uzak durmasıdır. Soyut değerlerin(markalar, yetenekler, müşteri ve tedarik kaynakları ile ilişkiler) temel değerler olduğu çağımızda, muhasebe ya da defter değerlerinin işletmenin değerini hesaplama açısından çok az yararı vardır. Ancak, her teknikte olduğu gibi, yöneticilerin, hissedar değeri analizlerini gerçek dünyada karşılaştıkları sorunlara cevaplar ararken kullanabilmeleri için yapılan varsayımlara ve tahminlemelere vakıf olmaları gerekir. Yanlış varsayımlar ve gerekli verilerin yetersiz belirlenmiş olması, hissedar değerinin kötü tahmin edilmesine ve yanlış kararlar alınmasına yol açabilir. Bu nedenle özellikle aşağıda belirtilen noktalarda gerekli hassasiyetin gösterilmesi büyük önem taşımaktadır(Doyle,2003;130 – 133);

Nakit Akışlarının Tahmini: Analizin temel girdisi, satış büyümesinin, karının ve yatırım gereklerinin en az beş yıllık bir gelecek için tahmin edilmesidir. Bunlar büyük ölçüde pazarın gelecekte nasıl gelişeceğine yönelik değerlendirmelerle, özellikle de firmanın rekabetçi üstünlüğünü koruyabilme yeteneğine yönelik tutarlı yargılara bağlıdır. Böylesi

tahminler, tahmini yapan yöneticilerin önyargılarına, müşterilere ve rakiplere yönelik bilgi yetersizliğine ve tahmin edilemeyen olaylara bağlı olarak tutarsız olabilmektedir. Ek olarak, iyi yönetilen şirketlerin çoğu yıllık planlama süreçlerinin bir parçası olarak beş yıllık satış, kar ve nakit akışı tahminleri yapar. Bu nedenle de hissedar değeri analizi yeni veri toplanmasını gerektirmez.

Sermaye Maliyeti: Hissedar değeri hesaplamak; her bir işletme biriminden gelen nakit akışlarının, borçların ağırlıklı ortalama maliyeti ve sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini dikkate alıp iskonto yapılmasını gerektirir. İşletme bünyesindeki her bir işletme biriminin kendine ait, sahip olduğu riske bağımlı ve varlıklarını desteklemek için gereken borç miktarına bağlı olan sermaye maliyeti vardır. Sermaye maliyetini tahmin etmek kolay değildir ve farklı tahminler farklı şimdiki değer rakamları verir. Özellikle işletme biriminin risk primini tahmin etmek zordur. Şirketin hisse senedi fiyatlarına ait dalgalanmayı tahmin edebilmek için, şirkete benzer ve verileri halka duyurulmuş şirketler bulmak genellikle zordur ve bu nedenle ağırlık hesaplama sistemleri kullanılır. Bu subjektif ölçütler de sermaye maliyetinin kolaylıkla yanlış hesaplanmasına neden olur.

Nihai Değerin Hesaplanması: Hissedar değeri hesaplamaları tahmini iki kısma ayrılır: Planlama süreci boyunca sağlanacak nakit akışlarının şimdiki değeri ve planlama dönemi sonrasında sağlanacak nakit akışlarının şimdiki değeri olan nihai değer. Büyüyen işletmeler için değer çok büyük bir kısmı nihai değerden kaynaklanır. Fakat ne yazık ki, nihai değer konusunda emin olunması çok güçtür. Çözüm üreten bir çok metod vardır, buna süreklilik değeri yaklaşımı, enflasyon içinde süreklilik değeri ve Pazar değeri çarpımı yaklaşımları da dahildir. Ancak bu yaklaşımların her biri çok farklı nihai değer rakamları çıkarabilir. Nihayetinde, yapılacak seçim, yapılan yargılara bağlıdır.

Strateji Öncesi Değer: Stratejinin oluşturacağı değer, strateji uygulanırsa oluşacak hissedar değerini tahmin etmekle hesaplanır. Strateji öncesi hissedar değeri (hiç ek değer sağlanmadığı ya da sağlanan değer yok edilmediği varsayılarak) şirketin şu andaki mevcut değeri olarak kabul edilir. Bu varsayımla;

net karının sermaye maliyetine bölünmesiyle hesaplanan süreklilik değeri, şirketin şimdiki değeri olarak kolayca kabul edilir. Ancak şirketin karlılığını koruyacağını ve her net yatırım miktarının sermaye maliyetini kazanacağını varsaymak gerçekçi olmayabilir. Sektör olgunlaştıkça fazla kapasite ve rekabet, karlar üzerine baskı getirecek, değer sürdürülmesinden çok, azalmasına yol açacaktır. Bu durumda, daha gerçekçi strateji öncesi değer hesabı yapılmadıkça, stratejinin sağladığı değer daha az hesaplanmış olur.

Büyüme Alternatifleri: Eğer işletmenin ayakta kalması isteniyorsa, büyüme fırsatlarını değerlendirecek alternatifler geliştirmeye ihtiyacı vardır. Bu alternatiflerin bazıları yarının işletmeleri olacaktır. Alternatifler teorisi, sermaye piyasalarında önemli bir rol oynar, ancak son günlere değin işletmelerin karar verme süreçleri içinde kullanılmamıştır. Hissedar değeri analizi, doğrudan alternatifleri değerlendiremez. Eğer yöneticiler bu tür denemeler yapmazlarsa, yeniliklerden ve büyümeden koparlar. Çoğu şirket, normal sermaye değerlendirmeleri dışında bir yargı sistemini kullanarak alternatiflerine yönelik seçimler yapar. Son zamanlarda, karar teorisi ve finansal alternatifler teorisi, bu tür problemleri nasıl değerlendirmek gerektiği konusunda ipuçları vermek üzere genişletilmiştir. Alternatifler hiç şüphesiz önemlidir ve pek çok şirkete finansal pazarların verdiği yüksek değer çok açık bir şekilde şirketin alternatiflerine yakıştırılan değeri de yansıtır.

Borsa Beklentileri: Hissedar değeri analizi, stratejinin hisse başına fiyatı artırması halinde, bunun gerçek hisse değerinde ya da hisse senedinin Pazar değerinde bir artışa neden olacağını varsayar. Diğer bir ifadeyle, hissedarların kazançları, gerçekte sağlanacak nakit akışlarının net şimdiki değere iskonto edilmesinin bir fonksiyonudur. Bunun da genelde doğru olduğunu gösteren birçok kanıt mevcuttur. Hisse başına kazançların zaman içinde hisse senedi fiyatlarının oynamasıyla bağlantısı aslında sıfırdır, oysa iskonto edilmiş nakit akışları hisse senedi fiyatlarındaki değişimin %80'inini açıklar.

6. Sonuç

Günümüzde değere dayalı yönetim ve hissedar değerinin yaygınlaşması, yeni bilgi ça-

ğının getirdikleri ile daha da hızlanmıştır. Bu değişimlerden biri, ekonomik büyümenin tüm dünyada başta finansal piyasalar olmak üzere sermaye piyasalarını fazlasıyla büyütmesi ve devlet yatırımlarının oynadığı rolün azalmasıdır. Bu süreçte yatırımcılar da artık çok daha şüpheli hareket etmekte ve yatırım yaptıkları alanlarda sadece hissedarlara ödenen miktarı öğrenmekle yetinmeyip çok daha fazla bilgiye sahip olmak istemektedirler.

Bu noktada geleneksel muhasebe tekniklerinin yeterli olmadığı ve zayıf yönlerinin git-tikçe anlaşılması nedeniyle, hissedar değer analizi yeni bir standart haline gelmeye başlamıştır. Bir işletmenin değere dayalı yönetimi ya da diğer bir ifadeyle de hissedar değeri esaslı yönetimi benimsemesi, satın alma işlemleri de dahil olmak üzere tüm yatırım kararlarının daha doğru biçimde alınmasını sağlayabilir. Bu nedenle günümüz rekabet şartlarında işletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek için kaynaklarını değer oluşturmaya yönelik olarak kullanmak zorundadırlar.

İşletmeler kaynaklarını değer oluşturma amacına göre kullandığında, aynı zamanda işletmeye yatırım yapan tarafların değerleri de maksimize edilmiş olacaktır.

Hissedar değeri kavramı ülkemizde henüz üzerinde fazla düşünülmemiş konulardan birisidir. Ancak kurumsal yönetim kavramının yaygınlaşması ve göstermelik olmaktan çıkartılıp gerçek anlamda benimsenmesiyle, esasında başlı başına önem arz eden "hissedar değeri" kavramı da hak ettiği öneme ulaşacaktır.

Bu çerçevede, hissedar değerini maksimum seviyeye ulaştırmak isteyen işletmeler, hissedarlarının taleplerini yakından takip etmelidirler.

Ancak, işletmeler yalnızca hissedar değeri üzerine odaklanmayı, bundan fayda sağlayacak kredi verenler, çalışanlar, müşteriler ve tedarikçiler gibi diğer çıkar gruplarının olduğunu da göz ardı etmemelidirler. Çünkü uzun vadede, hissedar değeri tüm çıkar grupları için en iyi stratejiyi oluşturmaktadır.

Kaynakça

- AGRES, Stuart- MOULT, Bill- SPAETH, Jim; Maximising Shareholder Value, Admap, October – 2004.<http://www.sequentpartners.com/publications/shareholdervalue.pdf>(Erişim:05.02.2008).
- ALP, Ali; Finansın Uluslararasılaşması, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul–2000.
- BECCHETTI, Leonardo – CICIRETTI, Rocco – HASAN, İftekhar; Corporate Social Responsibility And Shareholder's Value: An Event Study Analysis, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series, Working Paper 2007–6, April – 2007. <http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/wpo706.pdf>(Erişim:10.01.2008).
- BLACK, Andrew – WRIGHT, Philip – BACHMAN, John E. – DAVIES, John; Hissedar Değeri Anlayışı, Dünya Yayınları, İstanbul – 1998.
- BREALEY, Richard A. – MYERS, Stewart C.; Principles of Corporate Finance, 4. Baskı, New York: McGraw Hill,1999.
- COOPER, Stuart ve DAVIES, Matt; Measuring Shareholder Value- The Metrics, Maximising Shareholder Value Achieving Clarity in Decision – Making, Technical Report, CIMA, 2004. http://www.valuebasedmanagement.net/articles_cima_maximizing_shareholder_value.pdf(Erişim: 05.02.2008).
- COPELAND, Tom – KOLLER, Tim – MURRIN, Jack; Valuation – Measuring and Managing The Value of Companies, by McKinsey & Company Inc., 2000, New York.
- ÇELİK, Orhan; İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer (EKD) ve Türk Telekom A.Ş.'de Uygulanması, Ankara Üniversitesi SBF, Tartışma Metinleri, No:45, 2002. http://www.politics.ankara.edu.tr/tartisma_metinleri.php(10.1.2008).
- DOYLE, Peter; Değer Temelli Pazarlama.(Çev. Gülfidan Barış) MediaCat Yayınları, İstanbul–2003.
- ERCAN, M.Kamil – ÖZTÜRK, M. Başaran - DEMİRGÜNEŞ, Kartal; Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye, Gazi Kitabevi, Ankara–2003.
- GITMAN, Lawrence J.; Principle Of Managerial Finance, Sixth Edition, Haper Collins publishers, New York, 1991. http://www.valuebasedmanagement.net/faq_shareholder_value.html - What is Shareholder Value? – Defination(Erişim:12.01.2008).
- PANDEY, I M; What Drives The Shareholder Value? Working Paper No:2005–09–04, September – 2005, Indian Institute Of Management Ahmedabad, INDIA. <http://www.iimahd.ernet.in/publications/data/2005-09-04pandey.pdf>(Erişim:05.02.2008).
- PAREEK, Mukul; Shareholder Value- A Euphemism For Lining The Pockets Of Shareholders?,2003 <http://www.financeoutlook.com/index.php?itemid=15> (Erişim:10.01.2008).
- SERİN, G.Reyhan; Nakit Akışı Bazında Firma Değerlemesi, ActiveFinans Dergisi, Eylül-Ekim–2004.
- ÜRETEN, Aykan ve ERCAN, M.Kamil; Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi, Gazi Kitabevi, 2000, Ankara.
- YYD(Yönetim Yatırım Danışmanlık); 10 Dakika, YYD Bülteni, Ağustos–2007.