Defter Değeri Çarpanları

Dr.Hasan Yalçın, YMM, E.Hesap Uzmanı

Muhasebesel bir tahmin olan defter değeri muhasebe kuralları ile belirlenmektedir ve varlıklar için ödenmiş olan orijinal fiyatlardan ve bu satın almalardan itibaren gerçekleştirilen amortisman gibi muhasebesel uyarlamalardan ciddi şekilde etkilenmektedir. Yatırımcılar bir hisse senedinin ne kadar değerlendiğinin ya da değersizleştiğinin bir ölçüsü olarak sıklıkla bir hisse senedi için ödedikleri fiyat ile öz sermayenin defter değeri arasındaki ilişkiye bakarlar.[1] Ortaya çıkan defter değeri oranı yine büyüme potansiyeline ve her bir yatırımın kalitesine bağımlı olarak sektörlere göre büyük değişiklikler gösterebilmektedir. İşler değerlenirken, bu oran, şirketin piyasa değerini ya da girişim değerini ve tüm varlıkların ya da sermayenin defter değerini kullanarak tahmin edilmektedir.

Defter değerinin, varlıkların gerçek değerlerini ölçmek bağlamında iyi bir ölçü olmadığına inananlar için alternatif bir yol varlıkların maliyetlerinin yerine koyma maliyetlerini kullanmaktır. Şirketin yerine koyma maliyetinin piyasa değerinin oranına Tobin's Q adı verilmektedir.[2]

Fiyat/Defter Değeri (P/BV)

Fiyat ve defter değeri arasındaki ilişki yatırımcıların her zaman ilgisini çekmiştir. Fiyat/defter değeri (Price to book ratio – P/BV) oranı bu ilişkiyi ortaya koymaya çalışan ve şirkete yapılan yatırımların bugünkü değerleri ile maliyetlerini karşılaştıran bir öz sermaye çarpandır.[3]

Merrill Lynch'in 2007 yılında yayınladığı bir rapora göre P/BV oranının kullanım yaygınlığı 1989 ile 2005 yılları arasında P/E oranının kullanım yaygınlığından çok az bir farkla geride kalmış fakat 2006 yılında bu iki çarpan kullanım yaygınlığı arasındaki fark tamamen kapanmış ve ikisi popülerlikte eşit duruma gelmiştir.[4]

P/BV oranı, büyüme potansiyeli ve her bir sektördeki yatırımın niteliğine bağlı olarak

[1] Tabara, N. & Vasiliu, A. (2011) s.109
[2] Damodaran, A. (2010) s.93
[3] Chambers, N. (2005), s.196
[4] Pinto, J.E. & Henry, H.R. & Thomas, R. (2010) s.295

sektörler arasında önemli farklılıklar gösterebilmektedir.[5]

Bir şirketin öz sermayesinin piyasa değeri, genellikle piyasanın ilgili şirketin gelecekteki karlılığı ve nakit akımlarına yönelik beklentisini yansıtmaktadır. Bir şirketin piyasa değeri, şirketin çıkarılmış sermayesini temsil eden toplam hisse senedi adedi ile piyasa fiyatının çarpılması sonucunda elde edilir. Öz sermayenin defter değeri, varlıkların defter değeri ile borçların defter değerinin arasındaki farktır, büyük ölçüde muhasebe kurallarının belirlediği bir sayıdır.[6]

Öz sermayenin defter değerinden daha düşük fiyata satılan hisse senetleri genellikle düşük değerlenmiş olarak görülürken, defter değerinden daha yüksek fiyata satılan hisse senetleri ise yüksek değerlenmiş biçiminde yorumlanmaktadır.

Yatırımcıların P/BV değeri oranını yatırım analizlerinde yararlı bulmalarının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunların ilki defter değerinin, piyasa fiyatıyla karşılaştırıldığında göreceli olarak sabit bir değer ölçüsü sunuyor olmasıdır.[7] İçgüdüsel olarak değerin indirgenmiş nakit akımı ile tahmin edilmesine güvenmeyen yatırımcılar için defter değeri karşılaştırma yapmak için çok daha basit bir keteriz noktasıdır. İkinci olarak şirketler arasındaki muhasebe standartları tutarlı olduğunda, P/BV oranları, benzer şirketler arasında, şirketlerin düşük mü yoksa yüksek mi değerlendiklerine ilişkin karşılaştırılabilmesidir.

P/BV oranının bir başka avantajı şirketlerin entelektüel sermaye oranını da hesaba katıyor olmasıdır.[8] Bir başka avantaj olarak ise, P/E oranları ile değerlenemeyen negatif kazançlı şirketlerin bile P/BV oranları aracılığıyla değerlenmeye elverişli olması sayılabilir.[9] Zira hisse başına kazançlar sıfır ya da negatif olabilse de, defter değerinin negatif olduğu durumlar çok çok nadirdir.[10] Ayrıca faaliyetlerini sürdürmeyi bırakan bir şirket de P/BV oranı aracılığıyla değerlenebilmektedir.[11]

Bununla birlikte P/BV oranının kullanılmasının çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajların ilki kazançlar gibi defter değerlerinin de amortisman ve diğer değişkenler üzerine verilen muhasebesel kararlardan etkileniyor olmasıdır. Muhasebe standartları şirketten şirkete geniş ölçüde değişiyorken, P/BV oranları karşılaştırma yapmak için pek uygun olmayabilir. Yine benzer bir önerme farklı muhasebe standartları olan ülkeler arasında P/BV oranlarının karşılaştırılmaları için yapılabilir.[12]

İkinci olarak önemli bir duran varlığı olmayan hizmet ve teknoloji şirketleri için defter değeri çok bir anlam taşımamaktadır. Üçüncü olarak eğer bir

[5] Gürbüz, A.O. & Ergincan, Y. (2008), s.175
[6] Sipahi, B. & Yanık, S. & Aytürk, Y. (2011), s.106
[7] Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçükkaplan, İ. & Başcı, E.S. & Demirgüneş, K. (2006),s.62
[8] Öztürk, H. (2009), s.116
[9] Pinto, J.E. & Henry, H.R. & Thomas, R. (2010) s.295
[10] Damodaran, A. (2002), s.511
[11] Martin, T.A. (1998) "**Traditional Equity Valuation Methods", Equity Research and Valuation Techniques,** AIMR, Charlottesville, s.22
[12] Moyer, R.C. & McGuigan, J.R. & Kretlow, W.J. (1992) **Contemporary Financial Management,** West Publishing Co., Saint Paul, s.274

şirketin bir süredir devam eden negatif kazançlar raporları bulunuyorsa ve bu durum söz konusu şirketi negatif bir P/BV oranına sürüklüyorsa, öz sermayenin defter değeri negatif olabilmektedir.[13] Bu çarpanın bir başka dezavantajı ise şirketin hisse geri alımlarında ya da ihraç edişlerinde tarihsel karşılaştırma olanağı zarar görmektedir.[14] P/BV oranının son dezavantajı olarak değerlediği şirketin faaliyetlerini sürdürmekte olduğunu ve gelecekte nakit akımı yaratacağını dikkate almaması şeklinde not edilebilir.[15]

P/BV oranı, bir şirketin piyasada dolaşımda bulunan hisse senetlerinin piyasa değerlerinin defter değerine oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır.[16]

$$PBV = \frac{Hisse\ başına\ fiyat}{Hisse\ başına\ özsermayenin\ defter\ değeri}$$

Hisse başına defter değerinin, hisse başına tasfiye değerine eşit olduğunu düşünülebilir ancak bu eşitliğin gerçekleştiği durumlar oldukça azdır. Zira tasfiye maliyetleri dikkate alındığında şirket varlıkları defter değerlerinin altında bir fiyata satılabildikleri gibi bazı özel durumlarda özellikle de bina ve araziler gibi gayrimenkullerden oluşan şirket varlıkları defter değerlerinin çok üzerindeki fiyatlara elden çıkarılmaktadır. Bu nedenlerden ötürü de defter değeri ile tasfiye değeri arasında pek çok durumda önemli farklılıklar meydana gelmektedir.[17]

Bu oran özellikle sabit duran varlıkları yüksek olan sektörlerle finansal hizmet sektöründe sıkça kullanılmaktadır.[18] Birçok bankanın varlıkları bono ve ticari krediler gibi gerçek değerleri defter değerlerine eşit varlıklardan oluştuğu için, bir bankanın defter değeri genellikle gerçek değerin iyi bir göstergesi olmaktadır.[19] Bu durum da P/BV oranının bu gibi işletmelerde başarılı değerlemeler yapmasına olanak tanımaktadır. Yine bu oran ya da tersi olan defter değeri/fiyat oranı, sermaye piyasaları gelişkin olan ülkelerde genellikle piyasada alınıp satılmayan hisse senetlerinin olması gereken fiyatlarını tahmin etmek için de kullanılmaktadır.[20]

İstikrarlı bir şirketin fiyat/defter değeri oranı, öz sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farklılık tarafından belirlenmektedir. Öz sermayenin getirisinin, öz sermayenin maliyetini aştığı durumlarda, fiyat, öz sermayenin defter değerini aşacaktır.[21] Öz sermaye getirisinin öz sermayenin maliyetinin altında kaldığı durumlarda ise, fiyat, özsermayenin defter değerinin altında kalacaktır. Bu formülasyonun avantajı, temettü ödemeyen özel şirketlerin P/BV oranlarını tahmin etmek için kullanılabilmesidir.[22]

[13] Damodaran, A. (2002), s.511, 512
[14] Pinto, J.E. & Henry, H.R. & Thomas, R. (2010) s.296
[15] Chambers, N. (2005) s.198
[16] Demir, Y. (2001) "Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen İşletme Düzeyindeki Faktörler ve Mali Sektör Üzerine İMKB'de Bir Uygulama", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Vol.6 (2), s.119
[17] Van Horne, J.J. & Machowicz, J.M. (1998**) Fundamentals of Financial Management, Prentice-Hall International,** New Jersey, s.547
[18] Öztürk, H. (2009) , s.116
[19] Sipahi, B. & Yanık, S. & Aytürk, Y. (2011) , s.106
[20] Karaşin, A.G. (1986**) Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Kurulu, s.36
[21] Damodaran, A. (2002) , s.515
[22] Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçükkaplan, İ. & Başcı, E.S. & Demirgüneş, K. (2006) , s.65

Tüm bir piyasa için P/BV oranları, bireysel bir şirketin P/BV oranlarını belirleyen aynı değişkenler tarafından belirlenmektedir. Diğer her şey aynı kaldığında, bir piyasanın fiyat/defter değeri oranının, o piyasadaki şirketler tarafından kazanılan öz sermaye getirisinin kar oranlarının (ROE-öz sermaye maliyeti) artmasıyla birlikte yükselmesi beklenir. Doğal olarak şirketler tarafından kazanılan öz sermaye getirisinin kar oranı düştükçe, o piyasanın P/BV oranının da düşmesi beklenmektedir.[23]

- **Bir Sektördeki Şirketler Arasındaki Karşılaştırmalar**

Şirketler arasındaki P/BV oranları farklı beklenen büyüme, farklı ödeme oranları, farklı risk seviyeleri ve en önemlisi farklı öz sermaye getirileri gibi bir dizi nedenden ötürü çeşitlilik göstermektedir. Uygulamada P/BV'nin şirketlerin farklı muhasebeleştirme standartlarını kullanabiliyor olması, şirketlerin birbirleriyle karşılaştırılmasını engellemektedir.[24] Bu farklılıkları göz önünde bulundurmayan P/BV oranı karşılaştırmaları kusurlu olacaktır.

Bir şirket için P/BV oranlarını tahmin etmek için kullanılan en yaygın yaklaşım, bir karşılaştırılabilir şirketler gurubu seçmek, bu grubun ortalama P/BV oranını hesaplamak ve P/BV oranı hesaplanacak şirketin oranını için bu ortalamayı temel almaktır. Değerlemesi gerçekleştirilen şirket ile karşılaştırılabilir gurubun temelleri arasındaki farklılıkların yansıtılması için yapılan uyarlamalar genellikle öznel şekilde yapılır. Bu yaklaşımın çeşitli sorunları vardır. İlk olarak karşılaştırılabilir şirketin tanımı özünde öznel bir tanımlamadır. Sektördeki diğer şirketlerin bir kontrol gurubu olarak kullanılması genellikle toptan bir çözüm değildir zira aynı sektördeki şirketlerin pek çok farklı karışımı, riski ve büyüme profilleri olabilmektedir.

Aynı zamanda burada önyargılar için de oldukça yeterli bir potansiyel bulunmaktadır. İkinci olarak, geçerli bir karşılaştırılabilir şirketler gurubu inşa edilmiş olsa bile, değerlemesi yapılan şirket ile bu gurup arasındaki temel farklılıklar sürmeye devam edecektir. Farklılıkları öznel bir şekilde uyarlamak bu soruna tatmin edici bir çözüm sağlamamaktadır.[25]

- **Şirketlerin Piyasa Çerçevesinde Karşılaştırılması**

P/BV büyüme potansiyeli ve her bir sektördeki yatırımın niteliğine bağlı olarak sektörler arasında önemli farklılıklar gösterebilmektedir.[26] Bireysel şirketlerde P/BV oranlarını öngörmek için, karşılaştırılabilir şirket yaklaşımının aksine, şirketlerin tüm piyasa boyunca nasıl fiyatlandığına bakılmaktadır. Bu bilgiyi özetlemenin en basit yolu çoklu regresyon kullanmaktır.[27]

- **Bir Şirketin Fiyat/Defter Değeri Oranını Zamanlar Arasında Karşılaştırılması**

Bir şirketin özsermaye getirisi zaman içerisinde değiştiğinden, P/BV oranının da zaman içerisinde değişmesi beklenir.

[23] Damodaran, A. (2002) s.522
[24] İvgen, H. (2003) , s.128
[25] Tevfik, A.T. (2005) s.235
[26] Gürbüz, A.O. & Ergincan, Y. (2008) , s.175
[27] Damodaran, A. (2002), s.527

Özellikle özsermaye getirisini arttıran şirketler P/BV oranlarını da arttırmalıdırlar ve özsermaye getirilerin gerilediğini gören şirketler de P/BV oranlarında bir düşüş görmelidirler.[28]

[28] Damodaran, A. (2002) s.530