

TOBIN'İN Q ORANI: PİYASA DEĞERİ/YERİNE KOYMA MALİYETİ

Dr.Hasan Yalçın, YMM, E.Hesap Uzmanı

Varlıkların gerçek değerini tahmin etmek için defter değerinden daha etkili bir ölçü elde etmek için bir değerlendirme alternatifi olarak varlıkların yerine koyma maliyeti kullanılabilirliğini öneren çeşitli araştırmacılar olmuştur. Bu konuda literatüre geçen öneri ilk kez 1969 yılında James Tobin tarafından getirilen ve geleneksel finansal değer ölçümüne alternatif olarak sunulan yöntemdir.¹

“Tobin’in q Oranı” adı verilen bu yöntemde göre bir varlığın piyasa değeri, o varlığın yerine koyma maliyeti ile karşılaştırılır ve şirketlerin varlıklarının piyasa değerleri, bu varlıkların yerine koyma maliyetine bölünür.²

$$\begin{aligned} \text{Tobin'in } q' \text{ sü} \\ &= \frac{\text{Varlıkların piyasa değeri}}{\text{Varlıkların yerine koyma maliyeti}} \end{aligned}$$

Çoğunlukla sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla kullanılmasına rağmen, temettü dağıtım

kararlarının hisse senedi değeri üzerine etkisinin ölçülmesi, şirket sahipliği ile özsermaye değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesi, yönetsel performansın ölçülmesi gibi konularda da bu orandan yararlanılmaktadır.³

Tobin’in q teorisinde yatırım, ek bir birim sermayenin (q) bugünkü indirgenmiş şirket değerine olumlu yansımaları şeklinde tanımlanmaktadır.

Bu teori çerçevesinde sermayenin marjinal etkinliği yüksek iken, sermayenin şirket için finansal maliyeti düşük ise q değeri büyüyecektir. Tobin’in teorisinde q, gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerinin, duran varlıkların yerine koyma değerine bölünmesiyle elde edildiği için şirketler arasında q karşılaştırması yapılırken herhangi bir risk uyarlamasına ya da normalleştirmeye ihtiyaç duyulmamaktadır.⁴

¹ Lewellen, W.G. & Badrinath, S.G. (1997) “On The Measurement of Tobin’s Q”, **Journal of Financial Economics**, Vol.44 (1), s.77

² Gordon, L.A. & Myers, M.D. (1998) “Tobin’s q and Overinvestment”, **Applied Economics Letters**, Vol.5 (1), s.1

³ Canbaşı, S. & Doğanlı, H. & Düzakın, H. & İskenderoğlu, Ö. (2005) “Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının

Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Deneme”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Vol.28, s.25

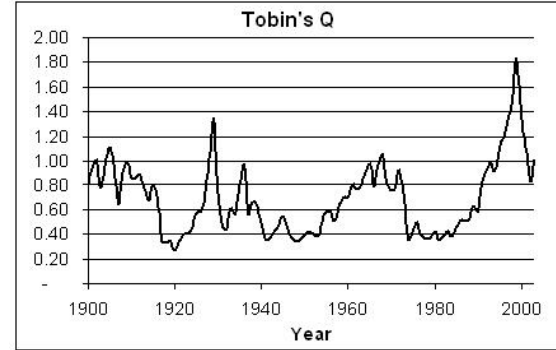
⁴ Lang, L.H.P. & Stulz, R.M. (1994) “Tobin’s q, Corporate Diversification, and Firm Performance”, **Journal of Political Economy**, Vol.102 (6), s.1249

Tobin'in q oranı, P/BV oranına benzemekle birlikte önemli farklılıklar da taşımaktadır. Tobin'in q oranında kesirin pay kısmında şirketin yalnızca hisse senetlerine değil, aynı zamanda borçlarına ve özsermayesinin değerine de yer vermektedir. Paydada da şirketin yalnızca özsermayesi değil, tüm varlıkları yer almakta ve aynı zamanda da bu varlıklar defter değerlerine göre değil, yerine koyma maliyetlerine göre hesaplanmaktadır.⁵

Bu oranda q'nün 1'den büyük olması, şirketin kaynaklarını etkin bir şekilde kullandığını göstermektedir.⁶ Böyle bir durumda şirketler yatırım yapma konusunda arzulu olurlar zira sermaye donanımı, onu yerine koyma maliyetinden daha fazla etmektedir. Fakat q'nün 1'den küçük olduğu durumlarda şirket kaynakları etkin bir şekilde kullanılmıyor demektir ve bu da şirketlerin yatırım yapmayı durdurmalarına neden olur. Bu nedenle Tobin'in q oranının yüksek olması varlıkların iyi alternatiflerde kullanıldığının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır.⁷

Araştırmalara göre q oranı daha yüksek olan şirketlerin, q oranı daha düşük olan şirketlerle karşılaştırıldığında hissedarlarına daha fazla getiri sağlamaktadır.⁸ Tobin q oranı 1'den küçük olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmak cazip değilken, bu şirketlerden başka şirketler tarafından satın alınması karlı bir fırsat oluşturmaktadır zira bu şirketin pazar değerinin, varlıklarının yerine koyma maliyetinden daha düşük

olduğu anlaşılmaktadır. Şirket satın almalarında, teklif veren şirket daha yüksek Tobin q oranına sahipken, satın alınan şirketin düşük Tobin q oranına sahip olması; satın alacak şirketin pazarlık gücünü artırmakta ve dolayısıyla da bu yatırımdan elde edilen kazancı yükseltmektedir.⁹



https://en.wikipedia.org/wiki/Tobin%27s_q

Grafik, tüm ABD şirketleri için Tobin'in q örneğidir. 1900'den beri ABD borsa değerinin ABD net varlıklarına ikame maliyetiyle oranını göstermektedir.

Varlıkların yerine koyma maliyetlerinin artış gösterdiği enflasyonist ortamlarda Tobin'in q oranı P/BV oranından daha düşüktür ve bu iki oran arasındaki fark, şirketlerin varlıkları ne kadar eskiyse o kadar yüksek olma eğilimindedir. Buna karşın, teknolojik gelişmelere bağlı olarak varlıkların yerine koyma maliyetinin, defter değerlerinden daha hızlı azaldığı durumlarda, Tobin'in q oranı, P/BV oranından daha yüksek çıkmaktadır.¹⁰ Q oranının, büyüme fırsatlarına ilişkin bir gönderme olduğu ve bu nedenle de yüksek

⁵ Brealey, R. & Myers, S. & Allen, F. (1996) **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill/Irwin, New York, s.775

⁶ Canbaş, S. & Doğanlı, H. & Düzakın, H. (2004) "Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Vol.13 (2), s.58

⁷ Lee, D.E. & Tompkins, J.G. (1999) "A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's q", **Financial Management**, Vol. 28 (1), s.20

⁸ Lang, L.H.P. & Stulz, R.M. & Walking, R.A. (1991) "A Test of Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns", **Journal of Financial Economics**, Vol.29 (2), s.316

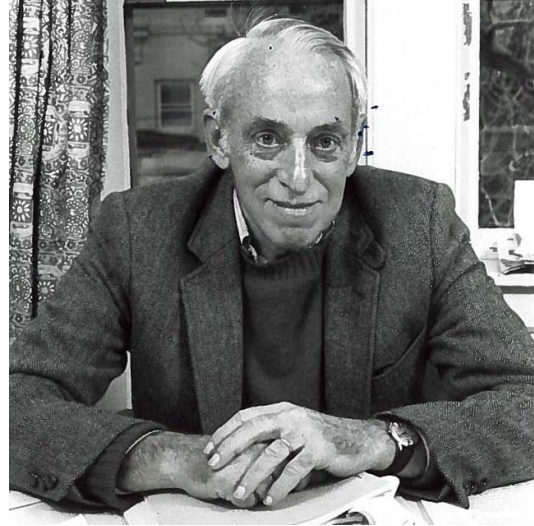
⁹ Min, J.H. & Prather, L.J. (2001) "Tobin's Q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects Of International Joint Ventures", **Global Finance Journal**, Vol.12, s.269

¹⁰ Ercan, M.K. & Öztürk, M.B. & Küçükkaplan, İ. & Başçı, E.S. & Demirci, K. (2006) age, s.67

q oranına sahip şirketlerin güçlü rekabet avantajları bulunduğu düşünülmektedir.

Bu bağlamda yüksek q değerlerine sahip şirketlerin marka imajları güçlüdür ve önemli teknik bilgi birikimleri bulunmaktadır. Buna karşılık q oranı düşük şirketlerin genellikle yüksek rekabetin yaşandığı ve gerileme içerisinde bulunan sektörlerde yer aldığı görülmektedir.

Tobin q oranının finansal kararlarda değişik amaçlarla kullanılabileceğine ilişkin çalışmalara karşın finansal yöneticiler genellikle q'ya fazla güvenmemektedirler. Bu kadar güçlü bir finansal verinin yönetim düzeyinde gözardı edilmesindeki temel etkenler q'nun kendisinin ve bir çok yönünün fazla bilinmemesi, ihtiyaç duyulduğunda q verisinin zamanında ve hassas olarak sağlanamaması ve üstelik daha yaygın olarak bilinen beta gibi önemli değişkenle kıyaslandığında, verilerinin kısıtlı olmasıyla açıklanabilir.¹¹



James Tobin (1918- 2002)

New Haven, Amerikalı İktisatçı

Tobin 5 Mart 1918'de İllinois'te doğdu. Harvard Üniversitesi'nde okudu. Yaşamı boyunca Beyaz Saray Ekonomik Danışmanlar Konseyi ve Federal Rezerv Sistemi Yönetim Kurulu'nda (Council of Economic Advisors and the Board of Governors of the Federal Reserve System) hizmet etmiş ve Harvard ve Yale Üniversitesi'nde ders vermiştir. Tobin, Keynesyen ekonomik düşünceyi geliştirmiş ve ekonomik durgunluğa atlatmak için devlet müdahalesinin gerekliliğini savunmuştur.

Tobin'in akademik çalışmaları yatırımlar, parasalcılık, finansal politikalar ve mali piyasalar alanlarında öncülük eden makalelerden oluşur. Tobin, "Tobit Model" olarak ünlenmiş "gizli (gözlemlenemeyen) içsel değişkenlerin varlığı" nı açıkladığı ekonometrik modeli üretmiştir. Tobin 1981 yılında Nobel Ekonomi Ödülünü almıştır.

Tobin ayrıca "Tobin Vergisi" olarak bilinen kambiyo işlemleri vergisini üretmiş ve önermiştir. Tobin bu vergiyi tehlikeli ve verimsizlik olarak gördüğü uluslararası para piyasalarındaki spekülasyonu azaltmak için tasarlanmıştır.

https://tr.wikipedia.org/wiki/James_Tobin

¹¹ Chung, K.H. & Pruitt, S.W. (1994) "A Simple Approximation of Tobin's Q", **Financial Management**, Vol.23 (3), s.70