



T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİRMA DEĞERLEMESİNDE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI
YÖNTEMİ:
KOSOVA'DA FAALİYET GÖSTEREN BİR FİRMA ÜZERİNDE
UYGULAMA

Hazırlayan
Ferdi SALLA

Niğde - Mayıs 2019

T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

FİRMA DEĞERLEMESİNDE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI
YÖNTEMİ:
KOSOVA'DA FAALİYET GÖSTEREN BİR FİRMA ÜZERİNDE
UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Ferdi SALLA

Danışman : Prof. Dr. Abitter ÖZULUCAN
Üye : Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK
Üye : Dr. Öğretim Üyesi Eyüp Ensari ŞAHİN

Niğde - Mayıs 2019

YEMİN METNİ

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “FİRMA DEĞERLEMESİNDE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ: KOSOVA'DA FAALİYET GÖSTEREN BİR FİRMA ÜZERİNDE UYGULAMA” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmanın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Saygılarımla,

Ferdi SALLA



ONAY SAYFASI

Prof. Dr. Abitter ÖZULUCAN danışmanlığında Ferdi SALLA tarafından hazırlanan " **Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Kosova'da Faaliyet Gösteren Bir Firma Üzerinde Uygulama**" adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: 23./05/2019

JÜRİ :

Danışman : Prof. Dr. Abitter ÖZULUCAN

Üye : Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK

Üye : Dr. Öğr. Üyesi E. Ensari ŞAHİN

ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun Tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Firma Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: Kosova`da Faaliyet Gösteren Bir Firma Üzerinde Uygulama adlı bu çalışma kaynak taraması yöntemiyle felsefi temelleriyle incelenmeye çalışılmıştır, nihayetinde bir firma çerçevesinde incelenerek konunun teorik ve uygulamalı olarak ele alınmıştır.

Bu eğitim sürecinde, çalışmalarımnda her türlü desteği sağlayan ABI Şirketine, gerek ders ve gerekse tez çalışmamda vermiş olduğu katkılardan dolayı danışmanım sayın Prof. Dr. Abitter Özulucan, Prof. Dr. Mutlu Başaran Öztürk ve Dr. Nizamettin Başaran`a en içten duygularla teşekkür etmeyi bir borç bilirim. Ayrıca eğitim hayatım boyunca bana her türlü desteği sunan eşim, çocuklarım Burak ve Esila`ya, değerli aileme ve adını anmadığım dostlarıma yardımlarından dolayı teşekkür ederim.

ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ

FİRMA DEĞERLEMESİNDE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI
YÖNTEMİ: KOSOVA'DA FAALİYET GÖSTEREN BİR FİRMA ÜZERİNDE
UYGULAMA

SALLA, Ferdi
İşletme Anabilim Dalı
Tez Danışmanı: Prof. Dr. Abitter ÖZULUCAN
Mayıs 2019, 74 Sayfa

Finansal yönetimin en önemli konularından birisi de "firma değerlemesi" dir. Firma değerlemesi, şirket birleşme ve satın almalarından portföy değerlemeye kadar farklı birçok alanda kullanılmaktadır. Firma değerini tespiti yönelik farklı birçok yöntem olmakla birlikte, en çok kullanılanlardan birisi de indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Çalışmada firma değerlendirme konusu ele alınmakta ve kavramsal çerçevesi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Özellikle indirgenmiş nakit akımları yöntemi ayrıntılı olarak incelenmiş ve Kosova'da faaliyet gösteren bir firmanın değeri, söz konusu yöntemle tespit edilmiştir. Çalışma incelenen konuların genel bir değerlendirmesini içeren sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

**ABSTRACT
MASTER'S THESIS**

**REDUCTION OF CASH FLOWS IN THE EVALUATION OF THE
COMPANY: APPLICATION ON A COMPANY IN KOSOVO**

Salla, Derfi
Department of Business
Thesis Advisor: Professor Dr. Abitter ÖZULUCAN
May, 2019, 74 Pages

One of the most important issues of financial management is the company valuation. Company valuation is used in many different fields, from company mergers and acquisitions to portfolio valuation. Although there are many different methods for determining the value of the company, the most commonly used method is the discounted cash flows method. In this study, the firm handles the subject of valuation and tries to put forward the conceptual concept. In particular, the discounted cash flows method has been examined in detail and the value of a company that operates in Kosovo and has been determined with this method. The study was introduced with the result of a general evaluation of the subjects studied.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
KISALTMALAR LİSTESİ	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM DEĞER VE DEĞERLEME

1.1. Değer Kavramının Kapsamı	3
1.2. Değerin Unsurları	4
1.3. Değere İlişkin Başlıca Kavramlar	5
1.3.1. Nominal Değer	5
1.3.2. Defter Değeri	6
1.3.3. Piyasa Değeri	6
1.3.4. Gerçek Değer	6
1.3.5. Artık Değer	6
1.3.6. Ekspertiz Değeri	7
1.3.7. Tasfiye Değeri	7
1.3.8. İşleyen Tesebbüs Değeri	7
1.3.9. Hurda Değer	8
1.3.10. İhraç Değeri	8
1.3.11. Aktif Değeri	8
1.3.12. Şerefiye Değeri	8

1.4. Değerleme Kavramı	8
1.5. Değerlemeyi Gerektiren Nedenler	9
1.6. Değerlemenin Kullanım Alanları.....	11
1.7. Firma Değerini Etkileyen Faktörler	14
1.7.1. Makro Ekonomik Faktörler	14
1.7.2. Sektörel Faktörler	16
1.7.3. Nitel Faktörler.....	17
1.7.4. Hukuksal Faktörler	19
1.7.5. Sermaye Maliyeti.....	19
1.7.5.1. Özsermaye Maliyeti	19
1.7.5.1.1. Özsermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli ile Hesaplanması	20
1.7.5.1.2. Özsermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ile Hesaplanması	22
1.7.6. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC).....	23
1.7.7. Sermaye Yapısı	24
1.7.7.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	25
1.7.7.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	28
1.7.7.3. Geleneksel Yaklaşım	30
1.7.7.4. Modigliani – Miller Teorisi	32
1.7.8. Şerefiye.....	35
1.7.9. Finansal Kaldıraç ve Faaliyet Kaldırıcı	35

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	36
2.1.1. Nakit Akımlarının Tahmini.....	38
2.1.2. İskonto Oranının Belirlenmesi	42

2.1.2.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	43
2.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri	44
2.1.2.1. Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi	44
2.1.2.2. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi	45
2.2. Göreceli Değerleme	46
2.2.1. Kazanç Oranları.....	49
2.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	50
2.2.2.1. Tobin'in Q Oranı.....	50
2.2.3. Satış Oranları	51
2.2.4. Sektörel Oranlar.....	51
2.3. Ekonomik Katma Değer (EVA)	52
2.3.1. Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması	54
2.3.2. Yatırılan Sermaye	54
2.3.3. Yatırılan Sermaye Getirisi	55
2.3.4. Sermaye Maliyeti.....	55
2.3.5. Ekonomik Katma Değer ile Firma Değeri Arasındaki İlişki.....	55

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KOSOVA'DA BİR ŞİRKETİN FİNANSAL ORANLARININ HESAPLANMASI VE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (İNA) YÖNTEMİ İLE DEĞERLEMESİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntem	57
3.2. ABI LTD ŞTİ. Hakkında Bilgiler	57
3.3. ABI'nin Finansal Yapısı	59
3.4. ABI'nin Finansal Oranları (2017).....	61
3.4.1. Likidite Oranları	61
3.4.2. Faaliyet Oranları	61
3.4.3. Finansal Yapı Oranları	62
3.5. ABI'nin İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi ile Değerinin Tespiti.....	65
3.6. Sonuç.....	68



TABLULAR LİSTESİ

Tablo 3.1.: ABI LTD ŞTİ'nin 2016 ve 2017 Yıllarına Ait Bilançoları	59
Tablo 3.2.: ABI LTD ŞTİ'nin 2016 ve 2017 Yıllarına Ait Gelir Tabloları.....	60
Tablo 3.3.: ABI LTD ŞTİ'nin Mali Yapısındaki Değişim.....	60
Tablo 3.4.: ABI LTD ŞTİ'nin 2016 ve 2017 Yıllarına Ait Nakit Akım Tablosu ..	66



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1.: Net Gelir Yaklaşımı.....	25
Şekil 1.2.: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	28
Şekil 1.3.: Geleneksel Yaklaşım.....	31



KISALTMALAR LİSTESİ

AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
EBIT	Earning Before Interest and Tax
EBITDA	Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EVA	Economic Value Added
FSNA	Firmaya Serbest Nakit Akımları
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
HBK	Hisse Başına Kar
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
ÖSNA	Özsermayeye Serbest Nakit Akımları
VÖK	Vergi Öncesi Kar
WACC	Weighted Average Cost of Capital
YSC	Yugoslavya Sosyalist Cumhuriyetinde

GİRİŞ

Varlıkların değerinin belirlenmesi, tarihin ilk dönemlerinden beri önem taşıyan konulardan birisi olmuştur. Antik çağlarda pek çok felsefecinin, sonraki dönemlerde de siyasetçilerin ve ekonomistlerin gündeminde yer almıştır. 1960'lı yılların başından itibaren de finans teori ile ilgili çalışmalar hız kazanmış ve bu süreçte firmanın amacı "hissedar değeri maksimizasyonu" olarak belirtilmiştir. Firmanın nihai amacının değer maksimizasyonu olarak belirlenmesinden sonra değer ve değerlendirme konusu hızla ivme kazanmıştır. Değer yaratmanın stratejik bir faktör olduğunun farkına varılması; firma stratejilerinin, yapılarının ve yönetim anlayışının hissedar değeri yaratma amacına yönelik olarak belirlenmesine sebep olmuştur.

Ulaşım, iletişim ve bilişim sektöründeki gelişmelerin beraberinde getirdiği globalleşmeye bağlı olarak finans alanı da önemli değişim ve gelişimlere sahne olmaktadır. Söz konusu süreçte ulusal ve/veya uluslararası firma birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirmelerde önemli artışlar görülmektedir. Geline bu noktada firmaların değerinin belirlenmesi ve bu değerler üzerinden analiz ve değerlendirmelerin yapılması daha da önem kazanarak finansal bir gereksinim haline gelmiştir.

Değerlemeye sadece firma birleşme ve satın almalarında değil; bir çok ekonomik ve ticari kararın alınmasında önemli bir referans oluşturmakta olup firmanın kredi kurumları, hissedarları ve potansiyel yatırımcıları ile olan ilişkilerinde yoğun olarak ihtiyaç duyulmaktadır.

Çalışmada, firma değerlendirme konusu ele alınmakta ve kavramsal çerçevesi ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bir sonraki adımda ise değerlemede kullanılan yöntemler açıklanmakta özellikle de "indirgenmiş nakit akımları yöntemi" kapsamlı olarak incelenmekte ve Kosova'da faaliyet gösteren bir firmanın değeri söz konusu yöntemle tespit edilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, değerlendirme kavramsal çerçevede ele alınmaktadır. Bu bölümde, değer ve değer unsurları irdelenirken, çeşitli değer kavramlarına yer verilmiştir. Değerlemeyi yaratan sebepler yine bu bölümde ifade edilmiştir. Ayrıca, değer ve değerlemeyi etkileyen faktörler açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kapsamlı olarak ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde ise Kosovafa faaliyet gösteren bir firmnın değerlemesine yer verilmiştir.

Çalışma incelenen konuların genel bir değerlendirmesini içeren sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞER VE DEĞERLEME

Değer ve değerlemeye ilişkin kavramlar oldukça önemli olup, bu sebeple de çalışmanın asıl amacı olan değerlendirme yöntemleri ve değeri etkileyen faktörler açıklanmaya çalışılmıştır.

1.1. Değer Kavramının Kapsamı

Değer kavramı tarih boyunca bir çok anlamı içinde barındıran çeşitli şekillerde ifade edilmeye çalışılmıştır. Günümüzde özellikle finans alanında üzerinde en fazla durulan kavramların başında değer gelmektedir.

Bazı dönemlerde buğdayla, bazı dönemlerde gümüşle, bazı dönemlerde ise altınla ifade edilen değer günümüzde para birimi ile ifade edilmektedir (Yazıcı, 1997: 5). Değer kavramı literatürde; kıymet, önem ölçüsü, karşılık, görelî bedel, parasal bedel, fayda gibi ifadelerle tanımlanmakta olup, zaman zaman fayda, fiyat, bedel kavramları ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Değer kavramı bu kavramlarla ilişkili olmakla birlikte aynı anlamı ifade etmemektedir (Ertugrul, 2008:142).

Değer, satışa sunulan mal ve hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenen temsili fiyatıdır (Chambers, 2009: 5). Fiyat ise “parayla ifade edilen değer; mal ya da hizmetleri satın almak için gereken, bir satıcının mal ya da hizmetler üzerindeki hakkından vazgeçmek için istediği para miktarı” olarak tanımlanmaktadır (Ertugrul, 2008: 148). Değerleme için yapılan tanım ise “para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine-teçhizat, mal stoku, v.s. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini” şeklinde olmaktadır (Seyidoğlu, 1992: 142).

Fiyat ile değer arasında farklılık olmasının nedenleri

- Alıcı ve satıcı arasındaki eksik bilgi ve ekonomik belirsizlikler,
- Alıcı ve satıcı sayısının az olması,
- Rasyonel hareket etmemek,
- Alıcı ve satıcı arasında pazarlık gücü bakımından orantısızlık,

- Tavan ya da taban fiyatları belirleyen hükümet politikaları olarak sıralanabilir (Ertuğrul, 2008: 147) .

Değer kavramının kisten kisiye değişmesinin bir nedeni de, alıcı ve satıcıların söz konusu varlık hakkındaki ekonomik büyüklük, çalışma sahası veya sektör ve şirkete ilişkin farklı değerlendirmeleridir (Fernandez, 2002: 1).

Bir varlığın değeri, bu varlığın kullanılabilirliği, faydası veya önemi ile doğrudan ilişkili olmak zorunda değildir. Örneğin, su; çok faydalı bir varlık olmasına rağmen dünyanın bir çok bölgesinde, satın alma gücü açısından diğer bir çok mallara göre düşük değer taşımaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2008: 4).

Literatürde genel olarak değeri açıklamaya yarayan üç farklı görüş bulunmaktadır

Genel Kullanım Teorisi: Adam Smith'in öncülüğünü yaptığı değer teorisine göre; varlığın değeri, o varlığın kullanım alanına bağlıdır. Burada, malın değerini belirleyen iki unsur bulunmaktadır. İlki kullanım değeri, ikincisi ise mübadele (değişim) değeridir.

Emek Teorisi: Karl Marx'ın fikir babası olarak ifade ettiği teoride varlığın değerinin, kullanım alanına bağlı olduğu ileri sürülmektedir.

Marjinal Fayda Teorisi: Bu görüşü benimseyen Marshall, yarar ile maliyetin bir arada değerini oluşturduğunu söylemiştir. Bu konuya örnek olarak da makası vermiştir. Buna göre, makasın iki bacağından tek başına birisinin kesme işlemini gerçekleştiremeyeceğini, ancak makasın her iki bacağının birlikte kesme işlemini gerçekleştirebileceğini ifade etmiş ve buradan hareketle, değeri, maliyet ve marjinal faydanın birlikte oluşturabileceğini belirtmiştir.

1.2. Değerin Unsurları

Değer kavramının unsurları nitel ve nicel olarak ikiye ayrılmaktadır. Nitel unsurlar daha çok rakamsal olarak ifade edilemeyen unsurları içermektedir (Koç, 1998: 78-79).

Değerin nitel unsurlarından bazıları aşağıdaki gibidir (Koç, 1998: 78-79):

- İyi bir yönetim yapısına ve kadrosuna sahip olma
- Güncel ve modern yönetim uygulamaları

- Sahip olunan imtiyaz, telif hakkı, vb. haklar
- Yeni ve iyi bir üretim teknolojisine sahip olma
- Yeterli ve etkin pazarlama-dağıtım kanalına sahip olma
- Ürün çeşitliliğinin fazlalığı
- Kurum içi uygulanan toplam kalite yönetimi
- Teknolojik altyapı
- Ar-Ge çalışmaları ve kapasitesi
- Ürünlerinin piyasa ve marka imajı

Değer kavramının nicel unsurları ise; rakamsal olarak belirlenebilen ve para olarak ifade edilebilen özelliklerdir. Değere ilişkin belli başlı nicel unsurlar şöyle sıralanabilir (Diyarbakırlıoğlu,1996: 70):

- Şirket piyasa değeri
- Tahmini kâr ve büyüme hızı
- Tahmini nakit akışları
- Dağıtılacak temettü
- Defter değeri
- Şirket varlıklarının değeri
- Net ve brüt işletme sermayesi, vb

1.3. Değere İlişkin Başlıca Kavramlar

Değer ile ilgili çeşitli kavramları açıklamak, değerlemenin amacına bağlı olarak farklı anlamlarda kullanılabilen değer kavramını daha iyi anlamaya katkı sağlayacaktır.

1.3.1. Nominal Değer

Nominal değer, bir varlığın kağıt üzerindeki (itibari) değeri olup, genelde hisse senedi ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Nominal değer; sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına düşen kâr payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine atfedilen değeri ifade etmektedir.

Türkiye’de hisse senetlerinin nominal değerinin olması hukuki bir zorunluluktur. BİST’de işlem gören hisse senetlerinin nominal değeri 1 TL olarak kabul edilmektedir (Ercan vd., 2006: 4).

1.3.2. Defter Değeri

Bir varlığın defter değeri, söz konusu varlığın bilançoda görülen kayıtlı değeridir. Defter değeri, hisse başına düşen net varlık tutarının ne olduğu konusunda yatırımcıya bir fikir vermekle birlikte, bilançodaki tarihi değerler üzerinden hesaplandığından cari değerleri yansıtmamaktadır (Ercan vd., 2006: 5).

1.3.3. Piyasa Değeri

Söz konusu varlığın piyasa koşullarında arz ve talebe göre oluşan değeridir. Hisse senetleri için piyasa değeri, borsada işlem gördüğü değeri ifade etmektedir. Bir varlığın piyasa değeri ile gerçek değeri arasında fark olabilir. Piyasa şartlarında oluşan değer, varlığın gerçek değerinin altında ya da üzerinde gerçekleşebilir (Gücenme, 2000:270).

1.3.4. Gerçek Değer

Bir varlığa ait piyasadaki bilgilerin tamamına dayalı olarak belirli bir değerlendirme modeli kullanılarak hesaplanan değere "gerçek değer" (olması gereken değer) denilmektedir (Ercan vd.,2006: 6). Bir başka ifadeyle gerçek değer yatırımcıların, firmanın gelecekteki gelir yaratma potansiyelini göz önüne alarak, firmanın hisse senetlerine ödemeye hazır oldukları değeri ifade etmektedir (Copeland, Koller ve Murrin, 2000:51). Hisse senedinin gerçek değerini; firmanın varlıkları, sermaye yapısı, yatırım imkanları, karlılık durumu, temettü politikası, sektörel yapısı ve konjonktürel dalgalanmalar etkilemektedir (Ercan vd., 2003: 4). Bir varlığın değerinin piyasa değeri ile karşılaştırılabilmesi için söz konusu varlığın gerçek değerinin bilinmesi gerekmektedir. Teorik olarak etkin bir piyasada varlık için oluşan değer varlığın gerçek değeri olması beklenmektedir.

1.3.5. Artık Değer

Artık değer, firmanın belirgin tahmin döneminin ötesinde beklediği nakit akımlarının değerini ifade etmektedir. Firmanın yarattığı nakit akımları sonsuza kadar tahmin edilemeyeceği için belirli bir yıldan sonra nakit akımlarının tahmin edilmesi durdurulup, gelecek dönemlerdeki nakit akımlarını yansıtan bir sonsuz değer hesaplanmaktadır. En yaygın hesaplama şekli, firmanın olgunluk safhasına ulaştığı noktadaki dönemsel nakit akımlarının sonsuza kadar devam edeceği varsayımına

dayanmaktadır. Firmanın olgunluk safhası boyunca da büyümesi öngörülebilir. Bu durumda öngörülen büyümeninde artık değer hesaplanırken dikkate alınması gerekmektedir.(Chambers, a.g.e., s.103).

1.3.6. Ekspertiz Değeri

Ekspertiz değeri, belirli bir bilgi ve deneyime sahip uzmanlarca şirket varlıklarının rayiç değerlerinin tespit edilmesi sonucunda bulunan değerdir (Yalvaç, 1996: 52). Ekspertiz değeri, piyasadaki somut verilere dayanarak uzman bir ekip tarafından belirlenir. Piyasadaki somut gerçekler değer hesaplamasında kullanıldığı için, şirketin ürünleri ve yönetim kapasitesini de içeren, gelecekteki potansiyel değeri hakkında bir fikir sağlamaz. En genel kullanım alanı, şirket varlıklarının piyasa fiyatları ile satışdır (Alp ve Yılmaz, 2000: 201).

1.3.7. Tasfiye Değeri

İşletmenin varlıklarının bütünüyle ya da parçalar halinde belirli bir süre içerisinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerinden, firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi sonucunda bulunan değerdir. Şirket varlıklarının belirlenen süre içinde nakde çevrilme zorunluluğu dolayısıyla tasfiye işleminin hızlandırılması, varlıkların makul piyasa değerlerinin üzerinde bir indirgeme oranı ile iskontoya tabi tutulmasını zorunlu kılacaktır. (Damodaran,1996: 279).

1.3.8. İşleyen Tesebbüs Değeri

Bir firmanın çalışır durumdayken satılmasıyla elde edilen değeridir. İşletme değeri olarak da adlandırılan bu değer, maddi ve maddi olmayan tüm varlıkların toplam değerlerinden borçlar düşüldükten sonra elde edilmektedir. Tasfiye değeri ile arasındaki en önemli fark tasfiye değerinde varlıklar parça parça satılırken işleyen tesebbüs değerinde bir bütün olarak satılmaktadır (Gürbüz, 2004).

İşleyen tesebbüs değeri firmayı yalnızca somut veriler çerçevesinde değil, sahip olduğu örgüt yapısı, personeli, sosyal ilişkileri, hakları vb. ile inceler. İşleyen tesebbüs değeri, firma satın almayı veya yeni bir firma kurmayı planlayanlar için önemli ölçüde etkili olur. İşleyen tesebbüs değeri hesaplanırken örgüt değeri denen ölçülemeyen etkenlerin varlığı göz ardı edilmemelidir. İşleyen tesebbüs değerinde tüm varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınmaktadır (Yılmaz, 2002: 104).

1.3.9. Hurda Değer

Bir varlığın ekonomik ömrü sonunda net defter değerinin üzerinde bir bedelle satılması ile oluşan değerdir. Sermaye bütçelemesi kararlarında bir yatırıma ilişkin hurda değer tahmin edilmekte ise, bu değer yatırımın net bugünkü değerinin hesaplanmasında dikkate alınmalıdır (Ercan, 2003).

1.3.10. İhraç Değeri

İhraç değeri, özsermayeyi temsil eden hisse senetlerinin şirket tarafından çıkarım değerini ifade etmektedir. Hisse senetleri, genelde nominal değerleri ile satılmakla birlikte, organize ve tezgahüstü piyasalarda nominal değer üstünde ya da altında işlem gören hisse senedine sahip kuruluşlar, nominal değer üzerinde ihraç fiyatı belirleyebilmektedirler. Hisse senetlerinin ihraç fiyatı ile nominal değer arasındaki fark ihraç primi olarak adlandırılmaktadır. Hisse senetleri, nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilemez. (Gürbüz, 2008: 13.)

1.3.11. Aktif Değeri

Aktif değeri; bir firmanın varlıklarının bir başka ifadeyle aktiflerinin toplamı olarak tanımlanmaktadır. Firmanın aktif tutarının dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesi ile hisse başına aktif değerine ulaşılmaktadır.

1.3.12. Şerefiye Değeri

Şerefiye, bir şirketin bütün olarak değerinin, şirketin net varlıklarının toplam değerinden büyük olması halinde ortaya çıkmaktadır. Şerefiye, maddi olmayan duran varlıkların özel bir türüdür. Birleşme ve satınalma açısından bakıldığında, şerefiye değeri, elde edilen şirket için ödenen fiyat ile elde edilen varlıklardan yükümlülüklerin çıkarılmasıyla hesaplanan net makul değer arasındaki fark şeklinde hesaplanabilir (Miller, 1995: 7).

1.4. Değerleme Kavramı

Değerleme, “para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin parasal olarak belirlenmesidir (Seyidoğlu, 1992: 142). Firma açısından değerlendirme ise, işletmenin sahip olduğu varlık ve kaynakların belirli bir tarihteki cari değerlerinin herhangi bir para birimi ile ifadesidir. Firma değeri ve firma değerlemesi ile genelde ifade edilmek istenen ise, firmanın borç ve öz kaynaklarının cari tutarlarının (aktiflerin) toplam değeridir. Hissedarlar açısından ele alındığında ise firma değeri, firmanın varlıklarının

cari değerinden, borçlarının cari değerlerinin düşülmesi ile bulunan özsermayenin değeridir (Ercan vd., 2003: 1)

Firma yönetimi açısından değerlendirme faaliyetleri; gerçekçi bir fiyat politikasının belirlenmesinde ve firmanın mevcut değerinin saptanarak bu değer nasıl arttırılabileceği hususunda firma yöneticilerine yardımcı olur (Önal, 2005: 370).

Değerleme sürecinde genelde kantitatif modellemeler kullanılmasına rağmen modellemelere dayanak teşkil eden varsayımların subjektif özelliğinden dolayı kantitatif modellerin güvenilirliği, değerlemeyi gerçekleştiren değerlendirme uzmanının yetkinliğine bağlı olarak değişmektedir. Modellemenin kantitatif özelliğinin artmasına paralel olarak değerlemenin daha iyi sonuçlar vereceği önermesi, değerlendirme hakkında yapılan yanlış genellemelerden biridir. Değerlemenin daha iyi sonuçlar vermesi, direkt olarak modelde kullanılacak olan verilerin toplanması sırasında ve değerlendirilecek firmanın anlaşılmasında harcanacak zamana bağlı olmaktadır (Damodaran, 1994: 4).

1.5. Değerlemeyi Gerektiren Nedenler

Değerlemeyi gerektiren bir çok neden bulunmakla birlikte en önemli olanları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Mali yapının yeniden düzenlenmesi; mali yapısı bozulmuş olan şirketler mali yapılarını düzeltmek için varlıklarının bir kısmını satmak zorunda kalabilirler. Bu satış için ise, varlıkların değerinin bulunması gerekmektedir.
- Yeni yatırımların finansmanı; getirisi yüksek olabilecek bir alanda yeni yatırımların finansmanı için şirket/varlıklar elden çıkarılabilir. Şirket yeni yatırımlar için uygun kaynak bulamamışsa ve kendi varlıklarını satması daha uygun olacaksa, bu varlıklarını satarak yeni yatırımlarını finanse edebilir.
- İflas; firmaların iflas etmeleri halinde, şirketin tüm varlıkları tasfiye edilerek firmanın tasfiye değeri bulunacaktır.
- İpotek yapılması gerektiğinde, ipotek yapılacak firma veya varlığın değer tespitine ihtiyaç duyulacaktır.

- Firmaların büyüme istekleri, firmalar arası birleşme; son yıllarda firmalar diğer firmaları tamamen veya kısmen satın alarak büyümeyi tercih etmektedirler. Firmalar arası birleşme veya satın almaların nedeni; birleşme sonucu oluşacak yeni firmanın değerinin, firmaların tek tek değerlerinden daha büyük olacağına düşünülmesidir (sinerji etkisi).

- Ortaklıktan ayrılma veya yeni ortak olma durumu ile hisse senetlerinin halka arzında; böyle bir durumda da ortağın kendi payına düşen hisseyi alarak ortaklıktan ayrılması için veya hisse senetlerinin halka arzında hisse senedi fiyatının tespiti için şirket değerinin saptanmasına ihtiyaç duyulacaktır.

- Ortaklar arasında kâr dağıtım oranının değiştirilmesi gerektiğinde; ortaklar bilgi ve yeteneklerini ortaya koyarak firma kazancı ve şerefiyenin oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Ortakların bilgi, yetenek veya çalışmalarının değişikliğe uğraması ile kazanç ve şerefiye değerine katkıları değişebilecektir. Örneğin; ortaklardan birisinin, yaşlanması veya sağlık nedenleri ile tam olarak çalışmaması durumunda, firma faaliyetlerine katkısı azalabilir. Bunun sonucunda, yeni bir kâr dağıtım oranının saptanabilmesi için şirketin toplam değerinin ve şerefiye değerinin tespit edilmesi gerekecektir.

- Ödenecek emlak ve veraset vergilerinin belirlenmesi gerektiğinde şirket değerinin bilinmesine ihtiyaç duyulacaktır.

- Kamuya yararlı dernekler ve vakıflar ile hayır kurumlarına yardımlarda; firma hisse senetlerinin ya da varlıklarının belirli bir kısmının hayır kurumlarına bağışlanması ve bağışlanan varlıkların değerinin vergiden düşülmesine imkan tanınması durumunda, değerlendirme yapılması gerekecektir.

- Boşanma ve miras davalarında; varlıkların eşler ve murisler arasında paylaşılmasında varlıkların değerinin tespiti gerekecektir.

- Özelleştirme; devletin ekonomideki ağırlığını azaltmak, piyasa ekonomisinin etkin çalışmasını sağlamak, verimliliği artırmak gibi nedenlerle kamu kuruluşlarının özel sektöre devri yapılmaktadır. Bu devir işlemlerinde de firmanın değer tespitine ihtiyaç duyulmaktadır. (Yazıcı, 1997: 12).

1.6. Değerlemenin Kullanım Alanları

Firma değerlemesine; portföy yönetimi, birleşme, satın alma, franchising, özelleştirme, tasfiye ve firmanın kredi değerliliğinin belirlenmesi gibi pek çok farklı stratejik kararın alınmasında ve stratejik planlamada ihtiyaç duyulmaktadır. Değerlemenin işlevi farklı alanlar için değişmekle birlikte, önemi değişmemektedir.

Portföy Yönetimi ve Değerleme

Değerleme, yatırımcı felsefesinin oluşmasının yanı sıra, portföye alınacak hisse senetlerinin seçiminde de etkin rol oynamaktadır.

Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi kısa vadeli (aktif) ve uzun vadeli (pasif) yatırımcılara göre farklılık gösterebilmektedir. Uygulamada, indirgenmiş nakit akımları, göreceli değerlendirme ve ekonomik katma değer gibi yöntemler kullanılsa da, değerlemede esas olan indirgenmiş nakit akımları yöntemidir. Uzun vadeli yatırımcılar indirgenmiş nakit akımları yöntemini diğer yatırımcılara göre daha az sıklıkta kullanırken, gelecekteki değere odaklanmaktadır. Bu yöntemler kullanılarak bulunan firma değeri piyasada oluşan değerle karşılaştırılmakta ve düşük değerlendirilmiş hisse senetleri portföye dahil edilmektedir. Temel analizler firmanın beklenen büyüme oranı, risk profili ve nakit akımları gibi finansal özellikleri ile firmanın doğru olarak tespit edilmiş değeri arasında yakın ilişki olduğunu savunmaktadır. Gerçekçi varsayımlar altında tespit edilmiş bir firma değeri, hisse senetlerinin aşırı ya da düşük değerlendirildiğinin göstergesi olmaktadır (Damodaran, 2002: 8; Copeland, Koller ve Murrin, 2000: 77).

Finansal Yönetim ve Değerleme

Firmanın amacının “firmanın bugünkü değerini ortaklar açısından maksimum kılmak” olarak ortaya konulması, finansal yönetimin temel politikaları olan finanslama, yatırım ve temettü dağıtım politikalarının da firma amacı doğrultusunda uygulanmasını gerektirmektedir. Değerin ve değerlendirme artan önemine bağlı olarak finansal yönetim konuları da teoride ve uygulamada değer ve değerlendirme yaklaşımı ile birlikte ele alınmaktadır. Bu sebeple, yönetim danışmanlığı yapan kişi ya da kurumlar firma değerinin artırılması konusunda hizmet vermektedir. Firmanın nakit akımları ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyen faktörler firma değerini etkilemektedir. Dolayısıyla, finansal yönetim ve değerlendirme bir- birleriyle yakın ilişki içerisinde yer almaktadır.

Birleşme, Satın Alma ve Değerleme

20. yüzyılın sonlarında globalleşmenin ve bilgi ekonomisinin etkilerinin giderek daha fâzla hissedilmeye başlanması ile birleşmelerde ve satın almalarda önemli ar- üş gözlenmiştir. Firmalar, bu süreçte büyüme, sinerji yaratma, yatmm maliyederi- ni düşürme, daha büyük borçlanma kapasitesi yaratma, riski dağıtma, vergi avan- tajlanndan faydalanma, maliyet tasarrufu sağlama ve büyüklüğün sağladığı avantajlardan yararlanma amacıyla hareket etmektedir.

Birleşmeler ve satın almalar değerleme ihtiyacının yoğun olarak hissedildiği bir alan olarak karşımıza çıkmaktadır. Firmanın satın alınarak hisse senetlerinin değerinin maksimize edilmesi amacı, satın alma ile yaratılan ilave değer satın alma maliyetini aşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu sebeple, birleşecek ya da devralınacak firmaların değerlerinin belirlenmesi alınacak kararlarda belirleyici unsur olmaktadır.

Özelleştirme, Halka Açılma ve Değerleme

1980'li yılların ilk yansından itibaren Dünya'daki uygulamalara paralel olarak Türkiye'de de devletin ekonomideki payını azaltması, yerli ve yabancı yatmmcılann finansal piyasalara yönlendirilerek yeni kaynak yaratılması, piyasa ekonomisinin etkin çalışmasının sağlanması ve verimliliğin artırılması amacıyla kamu kurumları özel sektöre devredilmektedir. Özelleştirme işlemlerinde öncelikli konu, özelleştirilecek kurumun değerinin taraflarca doğru bir biçimde tespit edilmesidir. Alıcı ve saüıcı tarafından bakıldığında, başanlı ve spekülasyonlardan uzak bir özelleştirme işlemi ancak değerlendirme süreci sonunda doğru tespit edilmiş bir değer ile mümkün olabilmektedir.

Gerek kamu gerekse özel sektör firmalarının halka açılmasının ekonomiye önemli katkı sağladığı bilinmektedir. Firmalar finansman ihtiyaçlarını karşılamak, kamuoyunda tanınmak ve bir takım vergi avantajlanndan faydalanmak gibi amaçlarla halka açılmaktadır. Flalka açılma sermayenin tabana yayılmasını sağlamakta, tasarruf sahiplerini bu yolla firmalara ortak etmektedir. Böylece, firmalar küçük hacimli dağınık fonları uzun vadeli kullanabilme olanağı elde etmektedir. Bu tür fonları kullanabilmek için firmalar arasında rekabet ortamı oluşmakta ve bunun sonucunda daha yüksek getiri sağlama yönünde çabalar arttığından, firmaların bugünkü değerlerinin maksimum kılınması amacına katkı sağlanmaktadır (Aksöyek, 1996:

153). Firmanın gerçek değerinin belirlenmesi halka açılmada bilinmesi gereken en önemli konudur. Halka açılmada firma sahipleri hisse senelerini olabildiğince yüksek fiyattan satmayı, potansiyel yatırımcılar ise mümkün olduğunca düşük fiyattan almayı arzulamaktadır. Bu sebeple, ilk defa halka arz edilecek hisse senelerinin ihraç fiyatının olması gereken değerine yakın belirlenmesi, başarılı bir halka açılma operasyonunun başlangıcı olup, düşük ya da aşırı değerlemenin neden olacağı fiyat dalgalanmasının oluşmasını engelleyebilmektedir.

Firmanın Kredi Değerliliğinin Tespiti ve Değerleme

Kredi verenler, kredi kararlarını alırken firmanın değerini ve gelecekte yaratacağı nakit akımlarını göz önünde bulundurmaktadır. Genellikle, bu süreçte değerlendirme, kreditorler tarafından yapıldığı gibi kredi talep edenler tarafından da yapılabilmektedir. 2004 yılında yayınlanan, 2010 yılına kadar uygulamaya başlanması düşünülen Basel II kriterleri, kredi kullanacak (özellikle de KOBİ tanımlaması kapsamı dışındaki büyük ölçekli) firmaların kredi değerliliğinin tespitini bir zorunluluk haline getirmekte olup, derecelendirme (rating) sistemini de beraberinde getirmektedir.

Marka Değeri, Franchising ve Değerleme

Markanın ön plana çıkmasıyla, firma değeri içerisinde markanın yarattığı değer hesaplanması bir gereksinim olmaktadır. Özellikle birleşme ve devralmalarda, belirlenen değer önemli bir kısmının firmanın marka değerinden kaynaklanması, bu değer ölçülmesine yönelik çalışmalara hız kazandırmaktadır.

Franchise hakkı satın almak isteyen firmaların sayısı her geçen gün artmaktadır. Bunun nedeni, söz konusu firmaların franchise markasından, franchise veren firmanın desteğinden ve tutundurma faaliyetlerinden yararlanma isteğidir. Bu sebeple, franchise değerinin belirlenmesi taraflar açısından değer gerçek değer olup olmadığının belirlenmesi bakımından önem taşımaktadır.

Tasfiye ve Değerleme

Çeşitli sebeplerle faaliyetlerine son vermek durumunda kalan firmalar için tasfiye değerinin belirlenmesi bir zorunluluk olmaktadır. Bu durumda, firmanın bütün varlıklarının nakdi değeri tahmin edilmekte ve borçları ödendikten sonra kalan tutar hesaplanmaktadır.

Tasfiye edilen firmalara yönelik değerleme, genellikle indirgenmiş nakit akımları- nı esas alan geleceğe yönelik bir değerleme olmayıp, firmanın varlıklarının ve borçlarının cari değerinin ön plana çıktığı bir değerleme şeklindedir. Burada, özellikle firmanın varlıklarının likidasyon değerinin doğru tespit edilmesi, tasfiye işleminde tarafların haklarının korunması açısından önemlidir.

1.7. Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Firmanın değerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bunlar firmanın kendisinden kaynaklanabileceği gibi firma dışından da kaynaklanabilmektedir. Ayrıca değerlemeyi etkileyen faktörler değerleme yapan kişiye ve zamana göre değişiklik gösterebilmektedir. Bu bölümde firma değerine etki eden faktörler açıklanmaya çalışılacaktır.

1.7.1. Makro Ekonomik Faktörler

Herhangi bir firmanın değerinin belirlenebilmesi için, firmanın faaliyette bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumu değerlendirilmelidir. Mevcut durumun değerlendirilmesinden sonra, gelecek dönemlerdeki ekonomik konjonktürün ne olacağı üzerinde önemle durulmalıdır. Çünkü bu durum, değeri tespit edilmek istenen firmanın kârını, onun üretim ve satış performansı belirleyecektir. Ekonomik gelişmenin gelecekte olumlu bir seyir izleyeceğine ilişkin beklentiler, bireylerin harcama eğilimini yükseltmektedir. Bu da, firmanın satışlarını ve dolayısıyla kârını artırmaktadır. Bu yöndeki gelişme doğal olarak firmanın değerini yükseltmektedir (Meder, 2000: 41).

Genel olarak ekonomide meydana gelen değişiklikler birçok faktör tarafından etkilenmektedir. Bunlar sırasıyla:

- Enflasyon Oranı – Enflasyon, fiyatlar genel seviyesinin sürekli ve hızlı olarak yükselmesi olarak tanımlanmakta olup, milli paranın değerindeki sürekli bir düşmeyi de ifade etmektedir. Enflasyon, ekonominin ciddi bir sorunu olarak ortaya çıkmakta ve ekonominin bozulmasına neden olmaktadır.
- Milli Gelir – Bir ülkede üretilen mal ve hizmetlerin toplamının, üretim faktörleri vasıtasıyla bu üretime katılmalarına karşılık aldıkları payın toplam parasal değeri milli geliri meydana getirmektedir. Başka

bir ifadeyle belli bir ülkede ve belli bir zamanda emek, girişimci, sermaye ve doğal kaynaklardan alınan ücret, kâr, faiz ve rantın toplam parasal değeri olarak tanımlanabilir.

- Faiz Oranları – Faiz oranları firmaların yatırım kararlarında son derece önemli olmaktadır. İşletme, kısa süreli borçlarını yenilemek istediğinde ve faiz oranları yükseldiğinde yüksek maliyetle kaynak temin etmek durumunda kalacaktır. Ayrıca piyasa faiz oranlarının yükselmesi firma ortaklarının bekledikleri verimliliği başka bir ifadeyle özkaynak maliyetini arttıracaktır. Çünkü alternatif yatırım araçları daha fazla kazandırıyor olacaktır. Uzun süreli borçlarda ise bu etki daha geç ortaya çıkacaktır. Kaynak maliyetinin yükselmesi firma karını göreceli olarak düşürecek ve hisse senedi değerini olumsuz etkileyecektir (Aksöyek, 1994: 60-61.)

- Para Arzı – Para arzı, bir ekonomide dolaşımdaki mevcut olan para miktarı olup, ekonomik birimlerin kısa vadeli ödemelerini gerçekleştirmek için kullanabilecekleri toplam paranın miktarı olarak ifade edilebilir.

- İşsizlik Oranı – İstihdam, tam gün işi olan yetişkin işçilerin sayısını ifade etmektedir. İşsizlik ise işi olmayan ve fiilen iş arayan yetişkinlerin sayısını ifade etmektedir. İş gücünde işi olanlar ile iş arayanların toplamını ifade etmektedir. İşsizlik oranı, iş gücünün iş bulamayan yüzdesidir. İstihdam ve işsizlik ile ilgili bir diğer kavram tam istihdamdır. Tam istihdam hiç işsiz olmaması anlamına gelmeyip, çalışmak isteyen her bireye çalışabilecek boş bir pozisyon olması anlamına gelmektedir. Ama gerek iş değişiklikleri gerekse işe göre nitelikli çalışan bulunamaması nedeniyle her zaman çalış(a)mayan bireyler olacaktır (Lipsey vd., 1990: 20).

1.7.2. Sektörel Faktörler

Şirketin faaliyet gösterdiği sektörün özellikleri, büyüklüğü, gelişmişlik düzeyi, değişim hızı vb. unsurlar firma değerine etki etmektedir (Akgüç, 1998:3)

Sektörün doğası ve firmanın bu sektördeki geçmişi yine önem arz eden unsurlardır. Sektörün iç ve dış pazarlarda rahatça faaliyete geçebilmesi, satış zorluğu çekmemesi gibi etkenlerde sektörün ve sektöre dahil olan firmaların gelişmesine ve

firmaların piyasa değerlerinin yükselmesine katkıda bulunabilecektir (Belkayalı, 2004; 30-31.)

Sektörün durumu incelenirken göz önüne alınması gereken başlıca faktörleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Canbas, 2007: 355):

- Karlılık oranları,
- Kar dağıtım oranları,
- Üretim ve satış oranları,
- Büyüme oranları,
- Ekonomik dalgalanmalardan etkilenme oranları,
- Sektörler arası rekabetin boyutu,
- Sektör sendika ilişkileri,
- Sektörün hükümetlerin ekonomik plan ve programlarına uyumu,
- Hammadde kullanımında dışa bağımlılık derecesi,
- Sektördeki teknolojik gelişme,
- Sektördeki kapasite kullanım oranı,
- Sektörün çevre sorunlarıyla ilgisi.

1.7.3.Nitel Faktörler

Nitel faktörler daha çok sayısal anlamda ölçülemeyen, yönetsel anlamda etki eden unsurlar olarak tanımlanmaktadır. Nitel faktörler için aşağıdaki örnekleri sıralamak mümkündür (<http://www.okanacar.com/2012/09/işletme-değeri-kavram-ve-değeri.html>):

İşletmenin kuruluş yeri seçimindeki uygunluk: İşletmenin kuruluş yeri seçimi veya faaliyetini gerçekleştireceği alan seçimi işletme değerinde oldukça etkilidir. Kaynaklara uzaklık veya yakınlıkları işletme değerinde önemli bir yer teşkil etmektedir.

Üstün bir yönetici kadrosu ve işletme yönetiminin başarı derecesi: İşletme kaynaklarının yanında bu kaynakların ne derece etkili ve düzenli planlanacağına karar veren bir yönetici kadrosu bulunması son derece önemlidir.

Üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi ve başarılı bir satış örgütünün varlığı: Üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi, etkin bir organizasyon ve işleyen süreçler dizisinin bir sonucudur. Fakat bunun yanında üretilen mal ve hizmetlerin etkin şekilde müşterilere ulaştırılması gerekmektedir. Bu ise başarılı bir satış örgütü ile sağlanabilmektedir.

Maliyet ve satışların iyi organize edilmesi: İşletmeler sadece daha fazla fiyata odaklanıp, satış yapmayı değil, maliyetleri kontrol altına alarak, hatta aşağı çekecek önlemleri alarak ve bazen fiyatlarında indirim gidip satışlarını arttırmaya gayret etmektedirler. Bu durum her firma için geçerli olamamaktadır. Bunun en önemli nedeni ise, maliyetlerini azaltmak isteyen işletmelerde etkin bir sistemsel yapı ile bu konuda duyarlı insan kaynağının var olma zorunluluğudur. Ayrıca işletmeler müşteri portföylerini genişletip daha fazla üretmeye ve birim başına karlılığı azaltarak daha rekabetçi olmaya gayret etmektedirler. Bunları başarabilen işletmeler daha değerli hale gelmektedir.

Verimli çalışmayı mümkün kılan bütün imkanların mevcut olması: İşletmenin kaynaklarının yanı sıra bu kaynakların efektif bir şekilde bir araya getirilmesi de önem arz etmektedir. Ayrıca bu kaynakların doğru ve optimum şekilde planlanması, değer arttırıcı bir etkiye bulunacaktır. Bu hususların sağlanabilmesi için birçok yazılımlar geliştirilmiştir.

Monopol avantajları: Monopol piyasasında fiyatları tek başına etkileyemeyecek kadar çok sayıda alıcı ve bunların karşısında tek bir satıcı vardır. Bu durumda fiyatı belirleyen, tek firmanın arzı ile piyasa talebi ya da toplam taleptir. Monopolcü firmanın karını maksimize eden üretim ya da arz miktarı ile piyasa talebinin kesiştiği noktada, piyasa denge fiyatı oluşmaktadır. İşte bu durumda bulunan işletmelerin değeri oldukça yüksek olacaktır.

Müşterilerin işletmeye verdikleri değer: İşletmenin maddi veya maddi olmayan tüm varlıkları düşünüldüğünde ortaya çıkan değerden farklı olarak müşterilerin işletmede gördükleri subjektif bazı unsurlar olabilir ve bu işletmenin değerinin artmasına veya müşteriden müşteriye farklılaşmasına sebep olabilmektedir.

Üretim safhası sırlarının varlığı: Üretim veya ürün sırrı kavramı işletmenin temel yetenekleri ile yakından ilgilidir. Buna göre temel yetenek, bir işletmeyi başka işletmelerden ayıran, işletmenin vizyonunu gerçekleştirmesinde rol oynayan, rakipler tarafından kolayca taklit edilemeyen bilgi, beceri ve yeteneği ifade etmektedir. Bir faaliyetin işletmenin temel yeteneği olabilmesi için; işletmenin kısa ve uzun vadeli yaşamı için temel sayılmalı, rakipleri tarafından kolayca görülememeli, işletme vizyonunda vazgeçilmez olmalı, belirli bilgiler, kaynaklar ile süreçlerden oluşmalı ve ürünlerin meydana getirilmesinde etkili olmalıdır. Bu yetenekler işletmelere yeni ürünler veya süreçler geliştirmelerini sağlamakta ve böylece farklılaşmalarına imkan tanımaktadır. Bu da işletmenin değerini olumlu etkilemektedir.

Çalışanlara yüksek düzeyde özel çalışma programlarının uygulanması: Çalışanların kalitesinin yüksek olması işletmenin değerini olumlu etkileyecektir. Fakat çalışanların kalitesi sadece yeni işe alımlarda uygun eleman seçmekle değil, var olan personelin yetiştirilmesi ile de mümkün olabilecektir. O sebeple, eğitim ve geliştirme programlarına önem veren, bu konuda faaliyet göstermek amacıyla kurulmuş ayrı eğitim departmanları olan işletmelerin değeri daha yüksek olacaktır.

İşçi ve işveren ilişkilerinin uyumu: İşverenler, İş Kanunu'nun ilgili maddesi gereği çalışanlarına eşit davranmakla yükümlüdürler. Bu şekilde faaliyetlerine devam eden işverenlerin ne yargı ne de çalışanları ile bir sorunu olmayacaktır. Bu durumda çalışanların motivasyonu artacak ve daha üretken olacaklardır. Ayrıca çalışanların işletmeyi sadece para kazanılan bir yer olarak değil duygusal bağlarının da olduğu bir mekan olarak görmeleri işletme performansını olumlu etkileyecektir. Bu da işletmenin değerini olumlu etkileyecektir.

Uluslararası ilişkilerinin iyi olması: İşletmelerin ulusal itibarı yanında uluslararası saygınlığı ve tanınırlığı da işletme değerini olumlu etkileyecektir. Evvelce uluslararası bağlantılarını gerçekleştirmiş, yabancı piyasalarda belli seviyelerde tecrübe edinmiş olan işletmelerin hem karlılığı hem de satışları daha iyi olacaktır. Bu durum da işletmenin değerini artıracaktır.

İşletme dışı ilgi gruplarıyla iyi ilişkilerin olması ve söz konusu grupların subjektif değerlendirme kriterleri: İşletmenin değerini etkileyen sadece müşterileri, tedarikçileri veya yurtdışı bağlantıları olmamaktadır. Bunun yanında devletle olan

ilişkileri, bankalar ile olan bağlantıları, finansal kurumların işletmeye tahsis ettiği kredi limitleri vb. faktörler de oldukça önemli hale gelmektedir.

1.7.4.Hukuksal Faktörler

Şirketin şahıs şirketi ya da sermaye şirketi olmasından kaynaklanan değişiklikler, vergilendirmeler konusunda farklılık gösterecektir. Şirketin hukuksal yapısından kaynaklanan farklılıklar, yararlanılabilen teşvik, sübvansiyon v.b. gibi avantajlar şirketin değerini etkileyecektir (Cingöz, 2014: 29)

1.7.5. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, firmanın kaynak ihtiyacını karşılamak için katlandığı bir maliyet olarak tanımlanabilir. Firmaların genel anlamda öz kaynak ve yabancı kaynak olmak üzere iki tür kaynak ihtiyacı bulunmaktadır. Öz kaynaklar işletme ortaklarının hisse senedi satın almak yoluyla işletmeye sağlamış oldukları tutarlar, diğer bir ifadeyle ödenmiş sermaye ve dağıtılmamış kârlardan oluşmaktadır. Borçla ifade edilen kısım ise firmanın ihraç ettiği tahvillerden elde edilen kaynak ile banka kredilerinden oluşmaktadır.

1.7.5.1. Özsermaye Maliyeti

Özsermaye genel olarak şirket sahip ve/veya ortaklarının firmaya yapmış oldukları sermaye yatırımı olarak ifade edilmektedir. Ancak sermayenin sahip ve ortaklardan sağlanması bir maliyetinin olmadığı anlamına gelmemektedir. Burada bir yatırımcının bir firmaya yatırım yapmasındaki yegane faktör beklediği getiri oranı, diğer bir ifadeyle özsermaye maliyeti olmaktadır. Aşağıda özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan kar payı modeli ve sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli (CAPM) açıklanmaya çalışılmıştır.

1.7.5.1.1. Özsermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli ile Hesaplanması

Kar payı modeli Myron J.Gordon tarafından geliştirilmiş olup, hisse senedinin fiyatını, gelecekte elde edeceği kar paylarının bugünkü değeri olarak ifade etmektedir. Buradaki temel varsayım, kar paylarının sonsuza kadar eşit tutarlarda gerçekleşeceğidir. Ödenecek kar payları D_1 , D_2 , ... , D_∞ olarak ifade edilmekte ve bunların da birbirine eşit olduğu kabul edilecek olur ise, hisse senedinin bugünkü fiyatı (P_0) aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır (Ercan vd., 2006: 16-18).

$$P_0 = D_1 / (1 + k_e)^1 + D_2 / (1 + k_e)^2 + \dots + D_\infty / (1 + k_e)^\infty + P_\infty / (1 + k_e)^\infty$$

Burada; k_e hissedarların beklediği getiri oranını, diğer bir ifadeyle firma için özsermaye maliyetini ifade etmektedir. Firmanın kar paylarında artış olmaması ve hisse başına karın ödenen kar payına eşit olması, büyümenin olmayacağı anlamına gelmektedir. P_∞ 'un bugünkü değerinin sıfır olacağı kabul edilirse, hisse senedinin bugünkü fiyatını aşağıdaki gibi ifade edilmek mümkündür.

$$P_0 = D / k_e$$

Firmanın gelecekte sürekli olarak büyüyeceği ve kar paylarının her yıl sürekli olarak sabit g oranında artacağı kabul edilirse, hisse senedinin bugünkü fiyatı :

$$P_0 = D_0(1+g)^1 / (1+k_e)^1 + D_0(1+g)^2 / (1+k_e)^2 + \dots + D_0(1+g)^\infty / (1+k_e)^\infty + P_\infty / (1+k_e)^\infty$$

Olmaktadır.

Hisse senedinin sonsuzdaki fiyatının bugünkü değerinin sıfır olduğu kabul edilirse,

$$P_0 = D_0(1+g)^1 / (1+k_e)^1 + D_0(1+g)^2 / (1+k_e)^2 + \dots + D_0(1+g)^\infty / (1+k_e)^\infty + P_\infty / (1+k_e)^\infty$$

Hisse senedinin bugünkü fiyatı

$$P_0 = D_1 / (k_e - g) \text{ veya } P_0 = D_0(1+g) / (k_e - g) \text{ olup, buradan}$$

$$k_e = D_1 / P_0 + g$$

Sonucuna ulaşılabacaktır.

Yukarıdaki formüllerde yer alan D_1 ifade, ilk önce ödenecek temettü tutarını,

D_0 ,ödenmiş son kar payı tutarını ifade etmektedir.

Önemli olan bir nokta da, iskonto oranı (k_e)'nin, büyüme oranı (g)'den büyük ($k > g$) olması gerektiğidir. Büyüme oranının tahmininde, firmanın geçmiş yıllardaki finansal verilerinden, içinde bulunduğu sektör ortalamalarından ve sektörün öncü göstergelerinden, geleceğe yönelik ekonomik, politik ve konjonktürel beklentilerden faydalanılmaktadır.

Örnek: Özsermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli ile Hesaplanması

Bir firmanın en son ödediği kar payı 0.3 TL, sonsuza kadar sabit büyüme oranı %10 ve hisse senedinin piyasa fiyatı 3 TL ise, özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanabilir :

$$k_e = D_0(1+g) / P_0 + g$$

$$k_e = 0.3 (1 + 0.1) / 3 + 0.1$$

$$k_e = \%21 \text{ olacaktır.}$$

Yeni kurulan ve büyüme trendinde olan firmalar, kuruluşlarının ilk dönemlerinde kar paylarını dağıtmayıp hızlı bir büyüme trendine girebilmektedirler. Eğer büyümeye ait bu dönemler tahmin edilebiliyorsa ve bu dönem sonrası sonsuza kadar da sabit bir büyüme oranı bekleniyor ise, hisse senedinin bugünkü fiyatı aşağıdaki ki hesaplanabilmektedir :

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_t / (1+k_e)^t + [D_{n+1} / (k_e - g) \times 1 / (1+k_e)^n]$$

Burada, $D_{n+1} / (k_e - g)$ ifadesi P_n 'i göstermekte olup, bunun $1/(1+k_e)^n$ şimdiki değer faktörü ile çarpılması sonucunda P_n 'in bugünkü değeri bulunmaktadır.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_t / (1+k_e)^t + [P_n \times 1/(1+k_e)^n]$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_t / (1+k_e)^t + P_n / (1+k_e)^n$$

Yukarıdaki ifadenin ilk kısmı, hızlı büyüme dönemi olan n yılına kadarki kar paylarının bugünkü değerini göstermektedir. Bu iki tutarın toplamı, bu modele göre hisse senedinin olması gereken fiyatını göstermektedir.

1.7.5.1.2. Özsermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli ile Hesaplanması

William Sharpe, John Linter ve Jack Treynor tarafından geliştirilen sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, hisse senedinin fiyatının, özsermaye maliyetinin ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin belirlenmesinde kullanılan bir modeldir (Ercan vd., 2006: 19-20).

Modelde risksiz getiri oranı, pazarın risk primi ve hisse senedinin beta katsayısı kullanılarak özsermayenin maliyetini hesaplamak mümkündür:

$$k_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

Formülde :

k_e = Özsermaye maliyeti (Yatırımdan beklenen getiri)

k_{rf} = Risksiz faiz oranı

k_m = Pazarın beklenen getirisi

$(k_m - k_{rf})$ = Pazar risk primi

β = Hisse senedinin beta katsayısı

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli, teoride bir takım eleştirilere maruz kalmasına rağmen, kolay uygulanabilir olmasından dolayı kabul gören bir yöntemdir. Özellikle kar payı ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Bu modele göre, özsermaye maliyeti hesaplamalarında risksiz faiz oranı, pazar risk primi ve hisse senedinin betasının doğru olarak belirlenmesi gerekmektedir.

Risksiz faiz oranı olarak, kısa vade için mevcut durumda vadesi en uzun hazine bonusu faiz oranını, uzun vade için de kullanım amacına yönelik olarak 2 – 5 – 10 – 20 yıl ve üzeri vadeli devlet tahvili faiz oranlarını kabul etmek mümkündür.

Pazar risk primi, pazar portföyünün beklenen getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki fark olup, genellikle hisse senetlerinin geçmişteki ortalama getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri kullanılıp geçmişe dönük olarak hesaplanabilmektedir.

Örnek :

Bir firmanın beta katsayısı 1,2 ,pazarın getirisi %26, risksiz faiz oranı %17 ve enflasyon oranı %9 ise ,

$$\text{Reel Faiz} = (1 + \text{Faiz Oranı} / 1 + \text{Enflasyon Oranı}) - 1$$

$$\text{Reel Risksiz Faiz Oranı} = (1 + \%17 / 1 + \%9) - 1$$

$$\text{Risksiz faiz oranı} = \%7.3$$

Aynı formülden;

$$\text{Reel Pazar Getirisi} = (1 + \%26 / 1 + \%9) - 1$$

$$\text{Reel Pazar getirisi} = \%15.6 \text{ olmaktadır.}$$

1.7.6. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

Firma değerinin tespitinde en önemli unsurlardan birisi ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olmaktadır. Çünkü, firmanın tahmin edilen serbest nakit akımları,

WACC ile bugüne indirgenmektedir. Serbest nakit akımları hem borç verenlere hem de özsermaye sahiplerine kalan tutarı ifade ettiği için, WACC borçların ve özsermayenin piyasa değerlerine göre ağırlıklandırılarak hesaplanmaktadır. Bir firmanın faiz yükü taşıyan finansal bir borcu yoksa, başka bir deyişle tamamen özsermaye ile finanse edilmişse, özsermaye maliyeti aynı zamanda WACC olmaktadır (Ercan vd., 2000: 61)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın kullanmış olduğu kaynakların ortalama maliyeti olup aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 214):

$$k_a = k_e W_e + k_d (1 - T) W_d$$

Formülde :

k_a - Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC)

k_d – borcun maliyeti

k_e – özsermaye maliyeti

W_d – Borcun toplam içerisindeki oranı

T – Vergi Oranı

W_e – Özsermayenin toplam içerisindeki oranı

$W_d + W_e = 1$ dir

Örnek :

$k_d = \%14.27$

Borçların piyasa değeri = 1,603,380 TL

$K_e = \%15$

$P_0 = 182$ TL dir.Eğer firmanın vergi oranı %35 ve toplam 5,873 adet hisse senedi var ise firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti :

Özsermayenin piyasa değeri = Hisse senedi fiyatı x Toplam Hisse Senedi Sayısı

= 182 TL x 5,873 adet

Özsermayenin piyasa değeri = 1,068,886 TL

$$V = \text{Borç} + \text{Özsermaye}$$

$$V = 1,603,380 + 1,068,886$$

$V = 2,672,300$ toplam borç ve özsermaye tutaridir.

Buradan bu kaynakların toplam içerisindeki payları $\text{Borçlar} / \text{Toplam} = \%60$, $\text{Özsermaye} / \text{Toplam} = \%40$ olmaktadır. Değerler yerine konulduğunda:

$$k_a = (\%40 \times \%15) + \%60 \times \%14.27 (1 + \%35)$$

$k_a = \%11.56$ olarak bulunmektedir.

1.7.7. Sermaye Yapısı

Sermaye yapısının nasıl olması gerektiği yani bilançonun pasifinde ne kadar uzun vadeli yabancı kaynak ile ne kadar özsermaye kullanılması gerektiği firmaların finanslama politikası olarak vermesi gereken en önemli kararlardan bir tanesi olup, firma değeri üzerinde etkili olmaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 214).

Optimal sermaye yapısını oluşturan en önemli yaklaşımlar şunlardır :

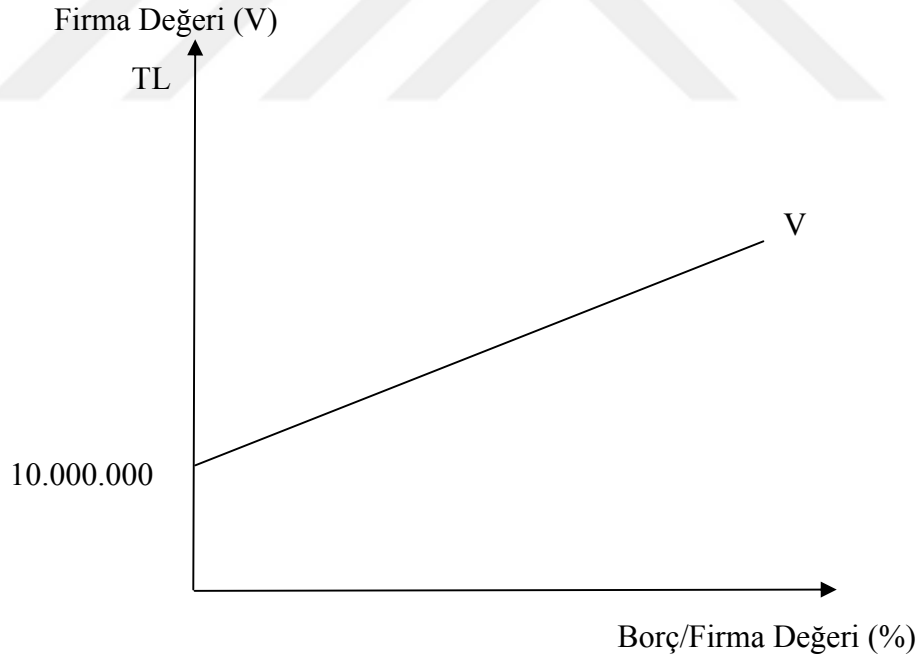
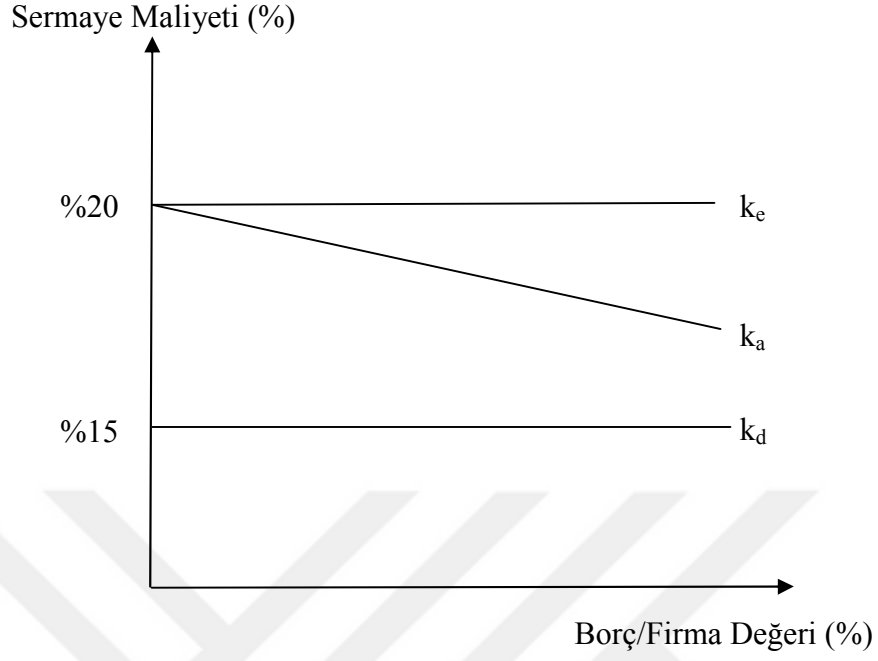
(Şenel ve Yanık, 2005: 53).

- Net Gelir Yaklaşımı
- Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- Geleneksel Yaklaşım
- Modigliani-Miller Yaklaşımı

1.7.7.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımında, firma değerinin, sermaye yapısı içerisinde borcun payının artmasına bağlı olarak artacağı öngörülmektedir. Borcun ve özsermayenin maliyetlerinin sermaye yapısından etkilenmediği ve sürekli sabit kaldığı kabul edilmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) ise, borç miktarının artmasına bağlı olarak azalmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sıfır borç düzeyinde özsermaye maliyeti olan k_e 'ye, borç düzeyinin $\%100$ olduğu durumda da borcun maliyeti k_d 'ye eşit olmaktadır.

Şekil 1.1.: Net Gelir Yaklaşımı



Bir firmanın borçlarının ortalama maliyeti $k_d=15\%$, özsermayeden beklenen getiri oranı $k_e=20\%$, firmanın faiz ve vergi öncesi karı 2,000,000 TL ve firma borcu da 3,000,000 TL ise;

FVÖK 2,000,000 TL

Faiz - 450,000 TL

VÖK 1,550,000 TL

Özsermaye Tutarı (S) = 1,550,000 / %20 = 7,750,000 TL`dir

Firmanın Değeri (V) = Toplam Borç (B) + Toplam Özsermaye (S)

V = 3,000,000 + 7,750,000

V = 10,750,000 TL`dir.

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir :

$K_a = FVÖK / V$

$K_a = 2,000,000 / 10,750,000 = \%18.6$

Firma 3,100,000 TL borçlanarak bu parayı sermaye azaltımında kullanacağı ve firmanın mevcut durumda 5,000 adet hisse senedi bulunduğu varsayıldığında, hisse senedinin piyasa değeri

= 7,750,000 / 5,000 adet

= 1,550 TL`dir.

Firma 3,100,000 TL ile 3,100,000 / 1,550 TL = 2,000 adet hisse senedi satın alabilecektir. Firmanın hisse senedi sayısı 3,000 adet kalacaktır.

FVÖK 2,000,000 TL

Faiz - 915,000 TL

VÖK 1,085,000 TL

Özsermayeden beklenen getiri %20 olduğundan ,

Özsermaye tutarı (S) = 1,085,000 / %20 = 5,425.000

Firma toplam değeri

V = 6,100,000 + 5,425,000

$V = 11,525,000$ TL olacaktır.

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_a) :

FVÖk 2,000,000 TL

Faiz - 915,000 TL

VÖK 1,085,000 TL

$K_a = FVÖK / V$

$K_a = 2,000,000 / 11,525,000 = \%17.3$

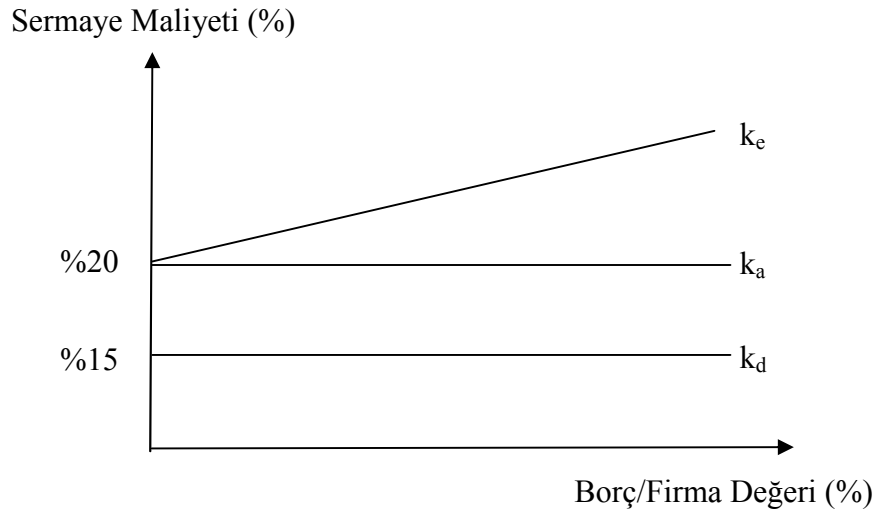
Görüldüğü gibi net gelir yaklaşımına göre bir firma sermaye yapısını değiştirerek, sermaye maliyetini azaltabilmekte ve piyasa değerini yükseltebilmektedir.

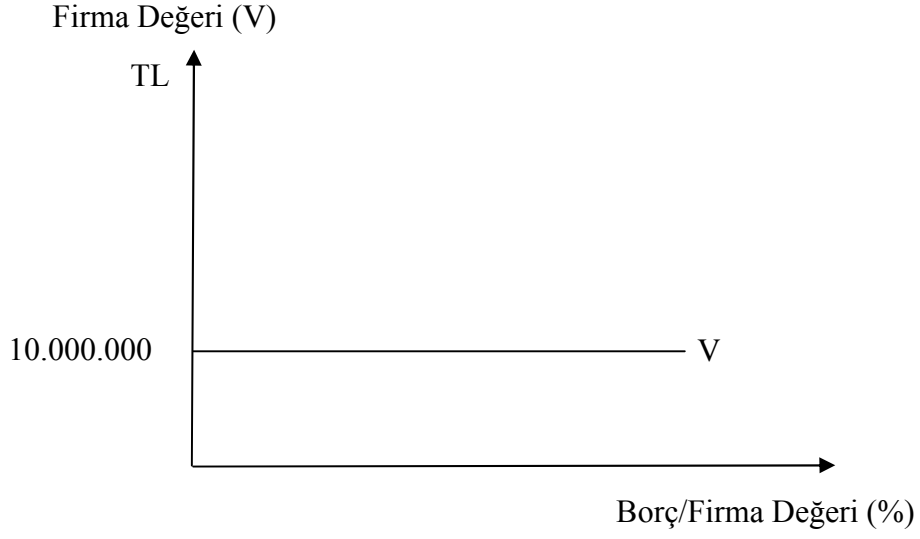
1.7.7.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, sermaye yapısı değiştirilerek firma değerinde herhangi bir değişiklik olmamakta ve sermaye bileşiminden bağımsız olarak firma değeri sabit kalmaktadır.

Net faaliyet geliri yaklaşımında borcun maliyeti (k_d)'nin ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (k_a)'nin değişmediği, sermaye yapısı içerisinde borcun artmasına bağlı olarak (k_e)'nin yükseldiği görülmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 232).

Şekil 1.2.: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı





Net gelir yaklaşımı bölümünde incelenen örneğe net faaliyet geliri yaklaşımı uygulanırsa, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %20 ve sabit olduğunda firmanın değeri de aşağıda görüldüğü gibi sürekli 10,000,000 TL olmaktadır.

$$k_a = FVÖK / V \text{ ifadesinde } 0.20 = 2,000,000 / V$$

Dolayısıyla bu formülden de $V = 2,000,000 \text{ TL} / 0.20 = 10,000,000 \text{ TL}$ olmaktadır.

Mevcut durumda firmanın 3,000,000 TL borçu olduğundan, firmanın özsermayesi :

$$V : 10,000,000 \text{ TL}$$

$$B : - 3,000,000 \text{ TL}$$

$$S : 7,000,000 \text{ TL`dir.}$$

Burada firmanın özsermayesinin maliyeti olan $k_e = 1,550,000 / 7,000,000 = \%22.10$ olmaktadır.

Firmanın bu yaklaşıma göre her hisse senedinin piyasa değeri = $7,000,000 \text{ TL} / 5,000 \text{ adet} = 1,400 \text{ TL`dir.}$ Firma 3,100,000 TL borçla,

$$3,100,000 / 1,400 = 2,214 \text{ adet hisse senedini geri satın alabilecektir.}$$

Sermaye azaltımından sonra geriye $5,000 - 2,214 = 2,786$ adet hisse senedi kalmaktadır.

Firma 3,100,000 TL borç aldığından ,

FVÖK 2,000,000

Faiz - 915,000

VÖK 1,085,000 TL olmaktadır.

Firmanın yeni sermaye yapısında :

V = 10,000,000 TL

B = - 6,100,000 TL

S = 3,900,000 TL olmaktadır.

Firmanın özsermayesinin maliyet $k_e = 1,085,000 / 3,900,000 = \%27.80$ olmaktadır.

Firmanın yeni durumda hisse senedi fiyatı da değişmemekte,

3,900,000 TL / 2,786 adet = 1,400 TL olarak sabit kalacaktır.

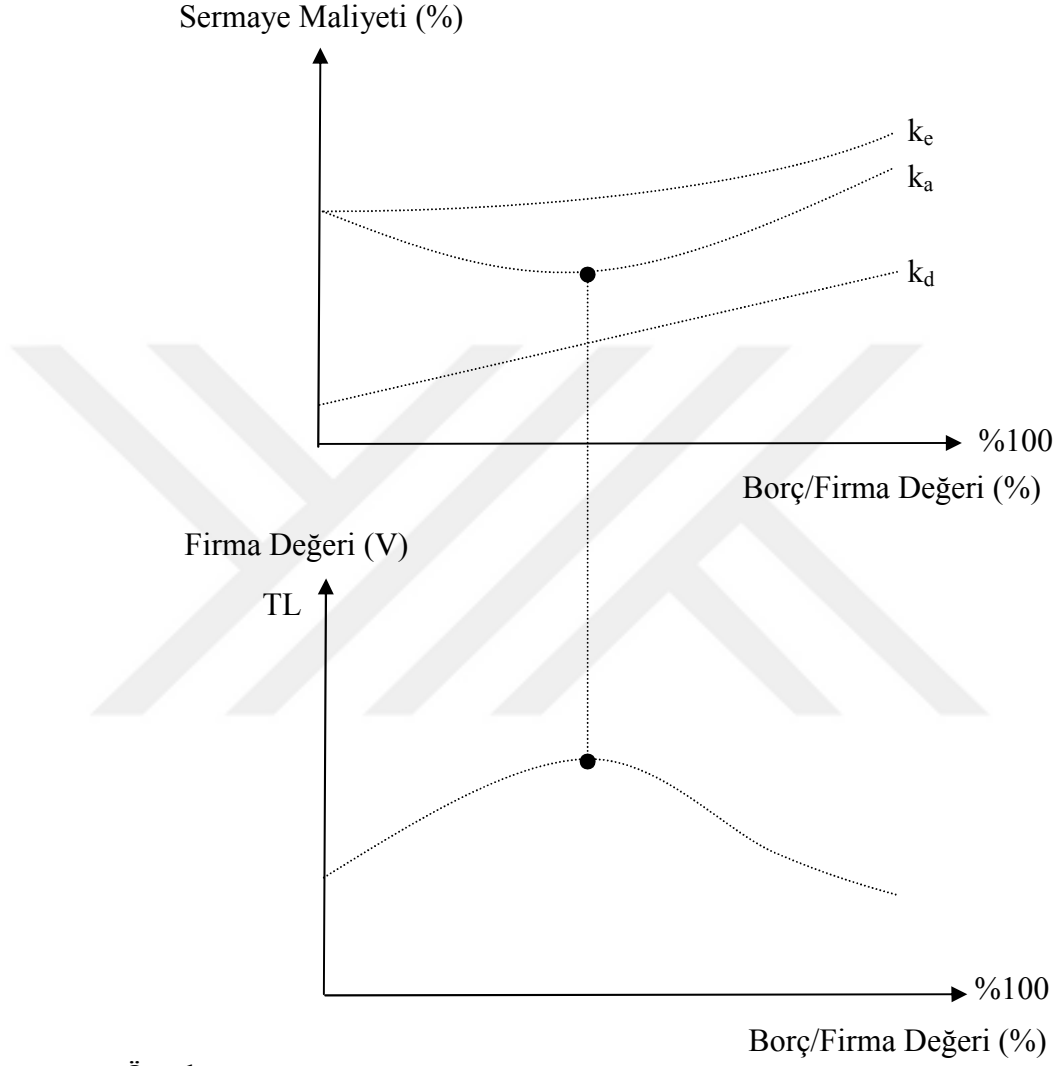
Net faaliyet geliri yaklaşımına göre firma değeri, sermaye yapısındaki değişikliklerden hiç etkilenmemektedir.

1.7.7.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşım; firmanın bir tek optimal sermaye yapısı olduğunu ve firmanın finansal kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebileceğini ve pazar değerini artırabileceğini kabul eder. Geleneksel yaklaşıma göre, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, borcun maliyeti hem vergiden düşülebildiği için hem de ortaklar yüksek risk derecesinde daha yüksek oranda getiri beklediklerinden, öz sermaye maliyeti borcun maliyetinden daha yüksektir. Bu sebeple firma daha çok yabancı kaynak kullanarak öz sermaye maliyetini (iskonto oranını) düşürebilir ve firmanın gelecekteki nakit akımları bu sermaye maliyeti ile iskontoya tutulacağı için firmanın piyasa değerinde artmış olacaktır. Optimal nokta aşıldıktan sonra, risklilik sebebiyle, hem alacak sahipleri hem de özsermaye sahipleri daha fazla getiri talep edecekleri için toplam sermaye maliyeti yükselecek ve firmanın piyasa değeri düşecektir (Okka, 2005: 373).

Aşağıdaki grafiklerde de görüleceği üzere, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti önce azalır sonra artmaktadır. Artıştaki neden, kreditorler ve özsermaye sahiplerinin firmadan olan beklentilerinin artmasıdır.

Şekil 1.3.: Geleneksel Yaklaşım



Örnek :

3,000,000 TL borç düzeyinde hissedarların beklentisi (özsermaye maliyeti) % 20, borç verenlerin beklentisi (faiz/borç maliyeti) %15 iken; 3,100,000 TL daha borç alındığında artan riskden dolayı, hissedarların beklentisi %24, borç verenlerin beklentisi ise %18'e yükselmektedir.

3,000,000 TL borç düzeyinde ,

FVÖK 2,000,000 TL

Faiz - 450,000 TL

VÖK 1,550,000 TL

Özsermaye tutari = $1,550,000 / \%20 = 7,750,000$

Firma değeri de ;

$V = 3,000,000 + 7,750,000$

$V = 10,750,000$ TL

$k_a = 2,000,000 / 10,750,000 = \%18.6$ iken,

Geleneksel yaklaşıma göre :

FVÖK 2,000,000 TL

Faiz - 1,098,000 TL

VÖK 902,000 TL

Özsermaye Tutari (S) = $902,000 / \%24 = 3,758,333$ TL

$V = 6,100,000 + 3,758,333$

$V = 9,858,333$ TL

Bu yaklaşımda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti :

$k_a = 2,000,000 / 9,858,333 = \%20,28$ olmaktadır.

Bu yaklaşımda hisse senetlerinin fiyatı:

$3,758,333$ TL / $3,000$ adet = $1,253$ TL olacaktır.

Geleneksel yaklaşıma göre bu tutarlar ışığında borç/firma değeri $\%27.9$ dan $\%61.87$ ye yükselecektir. Firmanın sermaye maliyeti artacak ve değeri de azalacaktır.

1.7.7.4. Modigliani – Miller Teorisi

M-M yaklaşımına göre; piyasaların etkin çalıştığı ve vergilerin olmadığı durumda, düşük faizle borçlanmanın olumlu etkisi, riskteki artışın kapitalizasyon

oranını artırması sonucu ortadan kalkmakta ve firma değerinin değişmeyeceği varsayılmaktadır. Bu teoriye göre aynı risk kategorisinde olan ve net faaliyet karları eşit olan firmaların değerleri, arbitraj imkanı nedeniyle eşit olacaktır. Arbitraj imkanı, karlılığı nispi olarak düşük olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının düşmesine, karlılığı yüksek olan firmaların hisse senetlerinin fiyatının ise artmasına neden olacak ve belli bir süre sonra piyasada hisse senetlerinin karlılığı eşit duruma gelecektir (Giesecke ve Goldberg, 2004)

M-M yaklaşımının temel varsayımları şunlardır:

- Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur,
- Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır,
- Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır,
- Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

Bu yaklaşıma göre (Baldemir ve Süslü, 2008; 259-268):

- (i) firmanın piyasa değeri, nakit girişlerinin, riski de dikkate alan bir iskonto oranıyla indirgenmiş net bugünkü değeridir,
- (ii) ucuz yabancı kaynak maliyeti öz sermaye maliyetinin artması ile ortadan kalkacaktır,
- (iii) yatırımların finanse edilme şeklinin yatırım kararlarına etkisi bulunmamaktadır.

M-M yaklaşımına göre, firma borçlarının maliyetinde borç yapısına bağlı olarak artış olmamaktadır. Baska bir ifadeyle, firmaya borç verenler, firmanın sermaye yapısının borcun lehine artması durumunda faiz oranlarını artırmayacaklardır.

V_u = Borç kullanmayan firmanın değeri (kaldıraç etkisiz)

V_l = Borç kullanan firmanın değeri

B = Firmanın borçları

S = Firmanın özsermayesi

T = Vergi oranı olarak ifade edildiğinde ,

Firmanın kaldıraç oranı,

$V_1 = V_u + T \times B$ olmaktadır.

M-M yaklaşımına göre kaldıraç etkili firmanın özsermaye malitini ise aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$k_{sl} = k_{su} + (k_{su} - k_d) \times (1 - T) \times (B / S)$$

Burada ;

K_{sl} = kaldıraç etkili firmanın özsermaye maliyeti

k_{su} = kaldıraç etkisiz firmanın özsermaye maliyeti

k_d = Borcun maliyeti

Kaynakların tamamını özsermayeden karşılayan bir firmada 4,000,000 TL FVÖK beklendiği varsayılırsa, büyüme hızı sıfır olan ve %40 vergiye tabi olan firma, gelirinin tamamını karpayı olarak dağıtıp, borç almak istediğinde de $k_d = \%8$ sabit faizle temin edebilmektedir. Firmanın borç kullanmak istememesi durumunda hissedarların beklediği getiri oranı (k_s) %12`dir.

Sıfır borç düzeyinde

$$V_u = FVÖK (1 - T) / k_{su}$$

$$V_u = 4,000,000 (1 - \%40) / \%12 = 20,000,000 \text{ TL}$$

Firma eğer 10,000,000 borçlanmayı seçmiş olsa idi,

$V_1 = V_u + T \times B$ formülünden hareketle ,

$$V_1 = 20,000,000 + (\%40 \times 10,000,000)$$

$$V_1 = 24,000,000 \text{ TL}$$

Borç kullanacak firmanın özsermaye değeri :

$$V = 24,000,000 \text{ TL}$$

$$B = 10,000,000 \text{ TL}$$

$$S = 14,000,000 \text{ TL}$$

Firmanın kaldıraç etkili özsermaye maliyeti ise;

$$ksl = ksu + (ksu - kd) \times (1 - T) \times (B / S) \text{ formülünden ,}$$

$$ksl = \%12 + (\%12 - \%8) \times (1 - \%40) \times (10,000,000 / 14,000,000)$$

$$ksl = \%13.71 \text{ olmaktadır.}$$

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de :

$$k_a = \%12 [1 - \%40 (10,000,000 / 24,000,000)]$$

$$k_a = \%10 \text{ olmaktadır.}$$

1.7.8.Şerefiye

Kuramsal olarak, bir işletmeyi satın alan tarafın gelecekte elde edeceği faydanın bugünkü değerinin bir ölçütü olarak ödemeye razı olduğu değere şerefiye denilmektedir. Şerefiyeyi ortaya çıkaran unsurlar; işletmenin pazar payı, müşteri bağımlılığı ve iş bağlantılarından oluşmaktadır. Bu unsurlar diğer varlıklar gibi satılamadığı, değiştirilemediği ve işletme ile birlikte bir bütün olarak tanımlandığı için muhasebe açısından özellik göstermektedir (Kurt, 2003: 92).

Şerefiye, işletmenin değerli varlıklarından meydana gelen önemli bir kalemidir. Şerefiye, bir işletmenin hisse senetlerinin itibari değeri ve işletmenin faaliyet değerini meydana getiren değer olarak ifade edilmektedir. Ayrıca, şerefiye varlıklardan beklenen kardan daha çok kazançların olması ya da aşırı kar olması sonucu ortaya çıkan know-how ve tecrübelerin parasal değeridir. Şerefiyenin ortaya çıkması ve varlıkların değerlendirilmesi, ortakların paylarını devrettiğinde ortaklık hesabında belirlenebilmektedir (Pizzey, 2001: 131).

1.7.9. Finansal Kaldıraç ve Faaliyet Kaldırıcı

Şirket değerinin kaldırıca göre farklı şekilde değiştiği ifade edilmektedir. Bu çerçevede, borcun vergi avantajının şirket değeri açısından olumlu kabul edildiği vurgulanmaktadır. Finansal yapı içerisinde borcun miktarındaki artışların ise şirket değeri açısından uygun olmadığı belirtilmektedir (Mathur ve Singh, 2011, 256).

Finansal kaldıraç derecesi= FVÖK - C formülü kullanılarak hesaplanmaktadır.

Formülde;

FVÖK, faiz ve vergi öncesi karı, C'nin ise yıllık ödenen faiz giderlerini ve varsa imtiyazlı pay sahiplerine ödenen kar paylarını temsil etmektedir (Akgüç, 2010: 141-142).



İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

Firma değerlemesine ilişkin uygulamalarda kullanılan yöntemlerin başında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) gelmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 340).

Bu yöntemde, firma değeri, şirketin gelecek yıllarda elde edeceği nakit akışlarının uygun bir indirgeme oranı ile bugüne indirgenmesi yoluyla bulunmaktadır. Burada iki önemli değişken karşımıza çıkmaktadır. İlki, şirketin gelecek yıllarda elde edeceği nakit akışları, ikincisi ise uygun indirgeme oranıdır. Bu iki değişkenden ilki, şirketin yaratıcılık gücü, kurumsallaşma düzeyi, geleceğe yönelik plan ve programları vb., gibi faktörlere göre, ikincisi ise şirketin sermaye yapısı ve şirketin risk düzeyine bağlı olarak belirlenmelidir (Ercan, vd., 2006: 27).

Yöntemin en önemli avantajı, firma değerini en iyi ölçen yöntem olmasının yanında nakit yaratma potansiyeline odaklanması olarak gösterilebilir.

Diğer değerlendirme modellerine göre daha fazla bilgiye ihtiyaç duyması, hesaplanmasının karmaşıklığı ve gelecekte çok fazla belirsizlik durumunun firma değerini etkileyebilmesi yöntemin en önemli dezavantajları olarak ifade edilebilir.

Bir firmanın piyasa değeri ile İNA arasında çok güçlü pozitif bir korelasyon bulunmaktadır. Copeland ve çalışma grubunun, 1999 yılında ABD`de yapmış olduğu bir araştırma, İNA`lara göre belirlenen değerle, firmaların piyasa değeri arasında kuvvetli bir bağlantıyı ortaya çıkarmıştır (Copeland vd., 2000: 77).

Gelişmekte olan ekonomilerde firmaların İNA`lara göre değerlemesinde, yüksek enflasyon oranları, siyasi anlamda istikrarsızlık, firmalar hakkında istenilen seviyede bilgiye sahip olunamaması, esnek muhasebe sistemleri gibi ek risklerin de nakit akımlarını tahmin etmede ve kullanılan iskonto oranının hesaplanmasında dikkate alınması gerekmektedir (Mimi ve Koller, 2005: 80).

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Yazıcı, 1997:25-27).

$$\text{İNA} = A_1 / (1+i)^1 + A_2 / (1+i)^2 + A_3 / (1+i)^3 + \dots + A_n / (1+i)^n = A_t / (1+i)^t$$

Formülde;

A: t yıldaki net nakit akımı (hurda değer son yıla gelir olarak eklenir)

n: Nakit akımı tahmininde kullanılan süre (yıl)

i: iskonto oranını ifade eder (yatırımından beklenen asgari karlılık oranı olabileceği gibi proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir).

Çesitli varsayımlara göre İNA aşağıdaki şekillerde de hesaplanabilmektedir (Yazıcı, 1997: 25-27).

1. Nakit akımlarının belli bir oranda büyüdüğü varsayıldığında;

$$\dot{INA} = \frac{A_0(1+g)^1}{(1+i)^1} + \frac{A_1(1+g)^2}{(1+i)^2} + \frac{A_2(1+g)^3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A_n(1+g)^n}{(1+i)^n} = \frac{A_0}{i-g}$$

A_0 : Başlangıç nakit akımı

g : Nakit akımları büyüme oranı

2. Nakit akımlarının belli bir oranı yeni yatırımlara aktarıldığında;

$$\dot{INA} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t(1-g/r)}{i-g}$$

r : Yeni yatırımların getiri oranı

3. Enflasyonist ortamlarda İNA yönteminde nakit akımları nominal olarak tahmin edildikten sonra, enflasyonu dikkate alan iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenir ve indirgenmiş nakit akımları şu şekilde hesaplanır:

$$\dot{INA} = \sum_{t=1}^n \frac{((G_t(1+ad)^t - I_t(1+bd)^t - C_t(1+cd)^t - D_{et}(1+ed)^t - F_t))(1-v) + (D_{et}(1+ed)^t)}{(1+i)^t + (1+d)^t}$$

G : Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık gelir

C : Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık giderler

I : Yatırım tutarı

D_e : Yıllık amortisman tutarı

- F : Yıllık faiz tutarı
- v: Vergi oranı
- n: Nakit akımları için kullanılan tahmin süresi
- i: Reel iskonto oranı
- d: Tahmin edilen enflasyon oranı
- a: Enflasyonun para girişlerine yansıma oranı
- b: Enflasyonun yatırımlara yansıma oranı
- c: Enflasyonun para çıkışlarına yansıma oranı
- e : Enflasyonun amortismanlara yansıma oranı

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin uygulanma süreci aşağıda tablo halinde sunulmaktadır (Kırlı, 2005: 159):

Geçmiş Verilerin ve Performansların Analiz Edilmesi
Gelecekteki Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi
Sermaye Maliyetinin Belirlenmesi
Devam Eden Değerin Belirlenmesi
Sonuçların Hesaplanması

İndirgenmiş nakit akımları genel olarak üç aşamadan geçerek hesaplanmaktadır. İlk aşama firmanın gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi, ikinci aşama iskonto oranının belirlenmesi ve son aşamada tahmin edilen nakit akımların belirlenen iskonto oranı vasıtasıyla bugünkü değere indirgenmektedir (Ercan vd., 2006: 28)

2.1.1. Nakit Akımlarının Tahmini

Firma için nakit akımları, nakit giriş ve çıkışları olarak ayrı ayrı değerlendirilmelidir. Nakit akımının unsurları faaliyet, yatırım ve finansman olarak sıralanabilir. Bu üç unsurun birbirleriyle etkili ve uyumlu olarak çalışması firma açısından önem taşımaktadır. Varlığını uzun süre devam ettirmek isteyen bir firmanın,

borç ve kar payı ödemeleri gibi gereksinim duyduğu nakitleri kendi faaliyetlerinden elde etmesi beklenmektedir (Chambers, 2005: 150).

Firma içi nakit akımlarının tahmin edilmesi bu modelin en önemli bölümünü oluşturmaktadır.

Firmanın gelecek dönemde yaratacağı nakit akımlarının belirlenmesinde geçmiş dönem verilerinin analiz edilmesi, firmanın içinde bulunduğu sektöre ait tahminlerin geliştirilmesi, şirkete ait sermaye harcamaları ve yatırım harcamalarının tahmin edilmesi, gelecek dönemde ödenecek vergi ve fonların tahmin edilmesi ve bütün bu süreçlerin sonunda firmanın gelecek dönem nakit akımlarının belirlenmesi yer almaktadır. Nakit akımlarının belirlenmesinde takip edilmesi gereken süreçler aşağıda ayrıntılı bir şekilde incelenmektedir (Akbulut, 1998: 28) :

Geçmiş Performansın Analizi

Firma değerlemesi ile ilgili tecrübeler her firmanın kendi gerçekleri ile değerlendirilmesi gerektiğini ve her yapılan değerlemenin diğerinden farklı olduğunu göstermektedir (Blackman, 1995:43).

Firma değerlemesinde yapılacakların başında firmanın geçmiş performansının analiz edilmesi gelmektedir. Buradan elde edilecek sonuçların gelecek dönemlerdeki performans tahminlerini önemli ölçüde etkileyeceğini göz önünde bulundurmak gerekmektedir.

Sektöre Ait Tahminlerin Analizi

Sektör analizinde firmanın gelecek dönemdeki tahmini gelirleri ve giderlerini belirlerken, sektörün nasıl bir yön izleyeceği, firmanın gelir ve giderlerinin belirlenmesinde önem arz etmektedir. Firmanın sektör içindeki konumu ile sektörün büyüme oranları, makro ekonomik faktörlerden ne şekilde etkilendiği önemlidir.

Firmanın içinde bulunduğu sektörün iyi tanımlanması ve geleceğe yönelik tahminlerinin iyi kurgulanması, iyi bir değerlemenin olmazsa olmazıdır.

Firma Analizi

Firma analizinde firmanın nitel ve nicel faktörleri incelenmektedir. Nitel faktörlere örnek olarak firmanın ürettiği mal ve hizmetlerin özellikleri, talep durumu, pazar payı ve firma yönetimi gibi konular sıralanabilir. Nicel faktörlere örnek olarak

da firmanın finansal tabloları ve raporları ile geçmiş yıllardaki finansal tablo ve raporları verilebilir.

Firmanın Vergi Ödemeleri Analizi

Vergilerin ödenme süresi ve oranları, vergi teşvikleri, vergi yükü ve rekabeti firmalar açısından son derece önemlidir. Firmanın vergi politikaları aynı zamanda finansman politikasını da etkileyebilmektedir.

Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin son aşamasında, net nakit akımlarının belirlenmesi bulunmaktadır. Şirketin gelecekte yaratacağı vergi öncesi nakit akışlarının vergi oranları üzerinden düzeltilmesi ile şirketin net nakit akışlarına ulaşılabilmektedir. Bu aşamadan sonra projeksiyon dönemi ve projeksiyon dönemi sonrasındaki nakit akışlarının şirket için belirlenmiş uygun bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenmesi ile şirket değeri bulunmaktadır. (Koller vd.,2005: 108)

Nakit akımlarının belirlenmesi sürecinde halka açık olmayan şirketler açısından hem nakit akımlarının belirlenmesi hem de büyüme oranlarının tahmin edilmesinde zorluklar yaşanmaktadır. Bugünkü nakit akımlarını hesaplarken, örneğin halka açık olmayan şirketlerde yönetimin ücretlendirilmesi ve sermaye karlılığı ayırımının yapılması oldukça zordur. Çünkü genellikle şirket sahipleri aynı zamanda yönetici pozisyonunda görev yapmaktadırlar. Dolayısıyla, yönetici olarak şirketten düşük ücret alan şirket sahibi, şirket halka açıldığında daha yüksek ücretlendirme talep edebilmektedir. Halka açık şirketler için uygulanan katı özel durum açıklamalarının olmaması, halka açık olmayan şirketlerin mali tablolarının daha az güvenilir bulunmasına neden olabilmektedir. Halka açık olan şirketlere göre halka açık olmayan şirketler için ilgili tahmin sayısı ya az ya da hiç yoktur. Dolayısıyla halka açık olmayan şirketler hakkında gelecekteki büyüme ile ilgili tahminler daha çok hata payı içermektedir. Halka açık olmayan şirketlerin nakit akımlarının tahmini ile ilgili sorunlara yönelik basit çözümler bulunmamaktadır. Öncelikle dikkate alınabilecek ve dikkate alınması gereken bazı çözüm yolları aşağıda açıklanmıştır (Gürbüz, 2004: 147):

- Yönetime verilen her türlü maddi kaynakların sermayenin getirisi karşılığında değil, yönetim hizmetlerinin karşılığı olarak verilmesine dikkat edilmesi gerekmektedir.

- Eğer halka açık olmayan bir Şirket halka açılma kararı verirse, vergi kanunları deęiŐebilir ve bu deęiŐmelerin nakit akımları üzerindeki etkisi kesinlikle dikkate alınmalıdır.

- Halka açık olmayan Şirket, halka açık bir Şirket haline geldiğinde bazı ek harcamalarla karŐılasabilir. Bu Şirketlerin, söz geliŐi hukuk ve muhasebe giderleri artabilecektir. Harcamalardaki bu artışlar gelecekteki nakit akımlarına ilişkin tahminlerin yapılmasında göz önünde bulundurulmalıdır.

- Geçmiş büyüme oranları ile ilgili olarak belirsizlik ve başka analistlerin tahminlerinin olmaması, halka açık olmayan Şirketler için temel finansal verilerden elde edilen büyüme oranlarının daha önemli hale gelmesine neden olmaktadır.

- Nakit akımlarının hesaplanması ve hangi muhasebe kalemlerinin bu hesaplanmaya katılması gerektiği ve farklı hesap teknikleri kullanılsada genel kabul gören mantık, firmanın yatırımdan elde edeceği nakit akımlarının kullanılması gerektiğidir. Başka bir ifadeyle firma kasasına giren nakit paranın ne kadar olacağının tahmin edilmesi olarak da ifade edilebilir.

Nakit akımları genel olarak muhasebenin aşağıdaki kalemlerinin düzenlenmesiyle hesaplanabilir:

Vergi ve faiz öncesi kâr (+)
Amortismanlar (+)
Vergi ödemesi (+)(-)
Temettü Ödemesi (-)
Orta/Uzun vadeli kredi itfası (-)
Nakit artışı (azalışı) (-)
Ticari alacaklar artışı (azalışı) (-)
Diğer alacaklar artışı (azalışı) (-)
Stoklar artışı (azalışı) (-)
Diğer cari aktif artışı (azalışı) (-)
Kısa vadeli kredi artışı (azalışı) (+)
Ticari borçlar artışı (azalışı) (+)
Diğer borçlar artışı (azalışı) (+)
Diğer cari pasif artışı (azalışı) (+)
İşletme sermayesi ihtiyacı (-)
Yatırımlar
Kapasite artırıcı yatırımlar (-)
İdame/yenileme yatırımları (-)
Orta/Uzun vadeli kredi (+)
Kıdem tazminatı karşılığı (+)
Nakit sermaye artırımı (+)
= NAKİT AKIMLARI

2.1.2. İskonto Oranının Belirlenmesi

İskonto oranı, senetlerin iskonto edilmesinde kullanılan faiz oranı, banka ve benzeri kuruluşların iskonto için kendilerine sunulan senetlerden, kalan vadelerine göre yapacakları indirimi hesaplarırken kullanılan oran olarak da tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2002: 297).

Bu oran yalnızca firma değerlemede şirket değerinin tespit edilmesinde veya ticari hayatta senet değerlemesinde değil aynı zamanda, sermaye bütçelemesinde, yatırım kararlarının alınmasında oldukça önemli bir kullanım alanına sahiptir. Sermaye bütçelemesinde, iskonto oranı, proje için kullanılan kaynakların sermaye maliyeti veya yatırımcının projeden beklediği getiri oranı olarak ifade edilmektedir (Sarıaslan, 2010: 136). Firma değerlendirme dışında tahvil değerlemelerinde de sıklıkla kullanılmaktadır.

Özsermayeye serbest nakit akımları için özsermaye maliyeti kullanılırken, firmaya serbest nakit akımları için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır. Firmaya serbest nakit akımları değerlendirilirken ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin esas alınmasının nedeni, özsermayeye göre hesaplanan nakit

akışlarıyla firmaya olan nakit akışlarının aynı tutarlarda olmasını sağlamaktır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, aynı zamanda yatırımcılar tarafından beklenen minimum getiri oranıdır (Fernandez,2002).

Nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, Firmaya Serbest Nakit Akımları yönteminde iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır.

2.1.2.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, firmanın yararlanmakta olduğu kaynakların ortalama maliyeti olarak ifade edilmektedir.

AOSM, benzer riskteki alternatif yatırım araçları kullanılarak belirli bir yatırım ya da varlık üzerinden ekonomik olarak elde edilmesi beklenen getiri oranıdır. Ağırlık ortalama sermaye maliyeti firmaya serbest nakit akımlarını indirgemedeki kullanılmaktadır. AOSM İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin en önemli aşamalarından olup, AOSM’de olacak küçük bir değişim firma değerinde büyük değişimlere yol açacaktır. AOSM’yi başarıyla uygulamak için, yöntemin uygulanmasındaki süre, risk gibi girdilerin dikkatli belirlenmesi gerekmektedir (Koller,2005:297).

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır:

$$k_a = k_e W_e + k_d (1 - T) W_d$$

Formülde,

k_a : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

k_d : Borcun maliyeti,

k_e : Özsermaye Maliyeti,

W_d : Borcun toplam içerisindeki oranı,

T : Vergi Oranı

W_e : Özsermayenin toplam içerisindeki oranı

$W_d + W_e = 1$ ’dir

2.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi ile firma değerlemesinde firma değeri genel olarak firmaya serbest nakit akımları (FSNA) ve özsermayeye serbest nakit akımları (ÖSNA) olmak üzere iki farklı yöntemle hesaplanmaktadır.

2.1.2.1. Firmaya Serbest Nakit Akımları Yöntemi

Firmaya serbest nakit akımları kavramı ile firmanın temel kaynak sağlayıcıları olan hissedarlara ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları ifade edilmektedir. Firmaya serbest nakit akımları yöntemi genellikle imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır.

Firmaya serbest nakit akımları yöntemi ile firma değerinin tespitinde firma bir bütün olarak değerlendirilmekte, sonsuza kadar özsermaye sahipleri ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları tahmin edilmekte, bunların bugünkü değeri ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmakta ve elde edilen değerden firmanın uzun vadeli borçlarının bugünkü değeri çıkartılarak özsermayesinin olması gereken değeri bulunmaktadır. Bu yöntemde firma değeri olarak hesaplanan tutar, borç sahiplerine olan nakit akımını da içermektedir (Ercan vd., 2006: 28-29).

Firmaya serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\begin{aligned} & \text{FVÖK} (1 - T) \\ & + \text{Amortismanlar} \\ & - \text{Sermaye Harcamaları} \\ & - \Delta \text{ İşletme Sermayesi} \end{aligned}$$

Formülde ,

FVÖK = Faiz ve Vergi Öncesi karı

T = Firmanın vergi oranı

Δ İşletme Sermayesi = Net işletme sermayesindeki değişimi ifade etmektedir.

Firmaya serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilen sabit büyüme oranına g ve firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine de k_{WACC} dersek, firmanın toplam değeri aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir (Ercan vd., 2006: 29).

$$\text{Firma Değeri} = \text{FSNA}_1 / (k_{WACC} - g)$$

Firmanın büyümesi n yılına kadar değişkenlik gösteriyor ve n yılından itibaren sonsuza kadar sabit büyüme gerçekleşiyor ise, bu durumda firmanın toplam değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilmektedir.

Firma Değeri =

$$\sum_{t=1}^n \text{FSNA}_t / (1 + k_{\text{WACC}_{hg}})^t + \dots + \text{FSNA}_{n+1} / (k_{\text{WACC}_{st}} - g_n) \times 1 / (1 + k_{\text{WACC}_{hg}})^n$$

Formülde ,

FSNA_t = n yılına kadar her bir t döneminde beklenen firmaya serbest nakit akımını,

g_n = n yılından itibaren sonsuza kadar olan sabit büyümeyi,

$k_{\text{WACC}_{hg}}$ = Yüksek büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,

$k_{\text{WACC}_{st}}$ = Sabit büyüme dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini,

göstermektedir.

Firmanın her bir dönem için özsermayeye serbest nakit akım tutarları (FCFE) bilinir ise, buradan hareketle her bir döneme ait firmaya serbest nakit akımlarında hesaplanabilmektedir.

FSNA
+ Faiz giderleri (1 - T)
+ Anapara Geri Ödemeleri
-Yeni Borçlar
+ İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payları

2.1.2.2. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Yöntemi

Özsermayeye serbest nakit akımlarından hareketle firmanın değeri bulunurken, firmaya serbest nakit akımları yönetimde olduğu gibi borç ve özsermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları değil, sadece özsermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları dikkate alınmaktadır. Bu yöntem

genellikle banka ve sigorta şirketleri ile diğer finansal hizmet kuruluşlarının değerlemesinde kullanılmaktadır (Ercan vd., 2006: 35-36)

Beklenen nakit akımları sadece özsermaye sahiplerine olduğundan, bu nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak firmanın özsermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir. Özsermayeye serbest nakit akımlarının iskonto edilmiş tutarlarının toplamı, firmanın özsermayesinin olması gereken değerini göstermektedir. Özsermaye toplamının firmanın hisse senedi sayısına bölünmesi ile her bir hisse senedinin bu yöntemle göre olması gereken fiyatı bulunmaktadır.

ÖSNA = Net Kar
+ Amortismanlar
-Sermaye Harcamaları
- Δ İşletme Sermayesi
- Anapara Geri Ödemeleri
+ Yeni Borçlar

Burada sermaye harcamalarının ve işletme sermayesindeki değişimin hedef borç rasyosuna (λ) göre finanse edildiği kabul edilmekte, böylece hedef sermaye yapısı bozulmamaktadır. Burada λ , uzun vadeli borç/(uzun vadeli borç + özsermaye) oranı olarak ifade edilmektedir. Bu hesaplamalarda borç anapara geri ödemelerinin de yeni borçlanmalarla yapılmakta olduğu varsayılmaktadır. Özsermayeye serbest nakit akımı hesaplanması ile ilgili yukarıdaki ifadenin λ 'yi de içerir biçimde yeniden düzenlenmiş hali aşağıdaki gibidir:

ÖSNA = Net Kar
- $(1 - \lambda) \times (\text{Sermaye Harcaması} - \text{Amortismanlar})$
- $(1 - \lambda) \times (\Delta \text{ İşletme Sermayesi})$

2.2. Göreceli Değerleme

Göreceli değerlemenin temeli, firma değerinin aynı özelliklere sahip karşılaştırılabilir firmalara ait veriler yardımıyla hesaplanmasına dayanmaktadır.

Göreceli değerlemede değeri tespit edilmek istenen firmanın değeri; defter değeri, kazançlar, nakit akımları ya da satışlara bağlı olarak, karşılaştırılabilir firma değerleri dikkate alınarak belirlenmektedir (Park ve Lee, 2003: 332).

Göreceli değerlendirme yöntemi genellikle halka açık olmayan firmaların değerinin tespitinde kullanılmaktadır. Değerlemesi yapılacak olan firmanın verileri benzer özellikler taşıyan firmalar veya sektör ile karşılaştırılmaktadır. Özellikleri itibarı ile benzer riske, büyüme oranına ve net nakit akımlarına sahip firmaların karşılaştırılmasının daha uygun gözükmemesinin yanında daha sağlıklı sonuçlar da alınabilmektedir.

Karşılaştırılacak firmaların seçimi aşağıdaki aşamalara göre yapılmaktadır (Hitchner, 2003: 214):

- Farklı veri kaynaklarından toplanan bilgiler ışığında, değerlendirilecek firma ile aynı ya da benzer sektörde faaliyet gösteren firmaların listesinin hazırlanması,
- Bu firmaların detaylı iş tanımlarının yapılarak, faaliyet alanlarının farklı olduğu tespit edilen ve finansal özellikleri farklılık gösteren firmaların listeden çıkartılması,
- Potansiyel karşılaştırılabilir firmaların her birinin detaylı finansal verilerinin toplanması ve bu verilerin belirli bir formata bağlı kalınarak raporlanması,
- Karşılaştırılabilir firmalar ile değerlendirilecek firmaya ait verilerin eksik kalan yönlerinin olması halinde, bu eksikliklerin giderilmesi için düzenlemelerin yapılması.

Göreceli değerlendirme, diğer değerlendirme yöntemlerine göre daha kolay olmasının yanında anlaşılması da oldukça kolay bir yöntemdir. Bu yöntemde gerçek veriler kullanılıp, değerlendirme sürecinde, işletmenin maddi ve maddi olmayan varlıklarının tamamı dikkate alınmaktadır. Göreceli değerlendirme, piyasa değerlerine yakın değerlerin bulunması konusunda tarihi değerlere odaklanılarak yapılan değerlemeden daha sağlıklı sonuçlar vermekte olup, bu hususlar göreceli değerlemenin avantajlarını oluşturmaktadır.

Göreceli değerlemenin yukarıda bahsedilen avantajlarının yanı sıra, karşılaştırılabilir firmaların tespitinde bir takım sıkıntılar yaşanabilmesi, diğer yaklaşımlara göre esnek olmayışı ve adapte edilemeyişinden dolayı değer tahmininde tutarsız saptamalar olmasına neden olabilmesi gibi bir takım dezavantajlarıda bulunmaktadır.

Göreceli değerlendirme genel olarak üç aşamalıdır (Palepu vd., 2000: 7-11) :

- Birinci aşamada değerlemede kullanılacak uygun oranlar saptanmakta,
- İkinci aşamada karşılaştırılabilir firmalar seçilmekte ve
- Üçüncü ve son aşamada ise karşılaştırmalar yapılarak ilgili firmanın göreceli değeri hesaplanmaktadır.

Hesaplamalar aşağıdaki formül yardımıyla yapılmaktadır:

$$VDF = [(\text{Piyasa Fiyatı KF} / \text{Parametre KF}) \times \text{Parametre DF}]$$

Özsermayeye serbest nakit akımları bakış açısıyla ise ;

$$VDF = [(\text{Piyasa Fiyatı KF} / \text{Parametre KF}) \times \text{Parametre DF}] - \text{Borç DF}$$

Formülde ,

VDF : Değerlemeye esas alınacak değişkene bağlı değer,

KF : Karşılaştırılabilir firmalar

DF : Değerlemesi yapılacak firma

Parametre : net gelir, satışlar, defter değeri vb.

Göreceli değerlendirme kullanılan oranlar dört ana grupta açıklanabilmektedir (Ercan vd., 2006: 47) :

1. Kazanç oranları,
2. Piyasa değeri / Defter değeri oranları,
3. Satış oranları ve
4. Sektörel oranlardır.

2.2.1. Kazanç Oranları

Göreceli değerlemede en fazla kullanılan oran fiyat – kazanç oranı (P/E) dir. Bu oran ve diğer kazanç oranları genellikle subjektif bakış açısını yansıtmaktadır. Bu oranı etkileyen temel değişkenlerden en önemlileri beklenen büyüme oranı, beklenen nakit akımı ve firmaların riskliliğidir. Diğer değişkenlerin sabit kalması koşulu ile riski düşük, kar payı dağıtım oranı ve beklenen büyüme oranı yüksek firmaların kazanç oranları nispeten daha yüksek değerlerde seyretmektedir (Ercan vd., 2006: 48)

Fiyat – Kazanç oranı, hisse piyasa fiyatının hisse başına kazanç oranıdır.

$$P/E = P_0 / HBK_0 = (1 - b) \times (1 + gn) / r - gn$$

Formülde ,

P_0 : Hisse senedinin piyasa fiyatı,

HBK_0 : Hisse başına kazanç,

B : Alıkoyma oranı

$(1 - b)$: Kar payı dağıtım oranı,

r : İskonto oranı ve

g :Büyüme oranı`dır.

Kazanç oranları arasında kullanılan diğer oranlar şunlardır (Ercan vd., 2006: 57-62) :

- Göreceli Fiyat / KazançOranı

Bu oran firmanın cari fiyat / kazanç oranının piyasanın ortalama fiyat / kazanç oranına bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır.

$$\text{Göreceli P/E} = (\text{Cari P/E Oranı firma}) / (\text{Cari P/E Oranı piyasa})$$

- Fiyat / Gelecekteki Kazanç Oranı

Hisse başına kazancın negatif olduğu ve P/E oranının tahmin edilememesi durumunda P/E`nin türevleri kullanılmaktadır.

- Fiyat / Ar – Ge Kazanç Oranı

Ar-ge harcamalarının muhasebeleştirip, aktifleştirilmesi ya da gider yazılmasından kaynaklanan kazançlardaki değişimlerin farklı biçimlerdeki oranlarıdır.

- Değer / Borç Ödemeli Faaliyet Nakit Oranı (EBITDA)

Yüksek altyapı yatırımları gerektiren sektörlerde faaliyet gösteren firmaların karşılaştırılmalarında kullanılanmaktadır.

2.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Firmanın piyasa değeri ile defter değeri arasındaki ilişki oldukça karmaşık yönetim konularından biridir. Firmanın piyasa değeri / defter değeri oranı; firmanın beklenen kar payı dağıtım oranı, kazançlardaki büyüme oranı ve risklilik çerçevesinde şekillenmektedir. Ayrıca piyasa değeri / defter değerini etkileyen en temel faktör ise firmanın öz sermayesinin getirisidir. Öz sermayenin getirisi ne kadar yüksek olursa, firmanın piyasa değeri / defter değeri oranı da o kadar yüksek olacaktır. Öz sermayenin getirisinin düşük olması PD/DD oranını direkt olarak, beklenen büyüme ya da kar payı dağıtım oranını azaltarak da dolaylı biçimde etkilemektedir (Ercan vd., 2006: 66)

Piyasa değeri/defter değeri oranı, analistler tarafından yıllarca bankacılık sektöründe göreceli değer bir ölçüsü olarak kullanılmıştır. Birçok bankanın varlıkları bono ve ticari krediler gibi gerçek değerleri defter değerlerine eşit varlıklardan oluşmaktadır. Bu sebeple bir bankanın defter değeri genellikle gerçek değer bir göstergesi olarak düşünülebilir. (Sipahi vd., 2011: 106-107)

2.2.2.1. Tobin'in Q Oranı

Finans literatüründe önemli bir performans değerlendirme ölçütü olan Tobin'in "q" oranı, firmanın varlıklarının piyasa değerinin, bu varlıkların yenileme değerine bölünmesi ile hesaplanmaktadır (Lewellen ve Badrinath, 1997: 77).

Defter değerinin, firma değerlemesinde iyi bir ölçüt olamayacağını düşünenler için başka bir değerlendirme metodudur. Tobin'in Q teorisine göre yatırım, ek bir birim sermayenin firma değerine olumlu yansımadır. Sermayenin marjinal etkinliği yüksek ve şirkete finansal maliyeti düşük ise, Q değeri büyüyecektir.

2.2.3. Satış Oranları

Satış oranları, firmanın özsermayesinin değerinin ya da yarattığı gelirlere bağlı olarak firmanın toplam değerinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Diğer değişkenlerin sabit kalması koşulu ile, satış oranları nispeten düşük firmalar daha düşük değerli olarak gözükmektedir (Ercan vd., 2006: 68).

Değerlemede genel anlamda iki satış oranından yararlanılmaktadır. Bunlar:

- Fiyat/Satışlar Oranı

Firmanın özsermayesinin piyasa değeri ile satışların karşılaştırıldığı oran olarak ifade edilmektedir. Bu orana etki eden temel faktörleri; net kar marjı, büyüme dönemlerindeki kar payı dağıtım oranı, risklilik ve büyüme dönemlerindeki beklenen büyüme oranları olarak sıralamak mümkündür:

- Firma Değeri / Satışlar Oranı

Firmanın özsermayesinin ve uzun vadeli borçlarının cari değerinden nakitlerin çıkartılması ile bulunan değerdir. Bu orana etki eden temel faktörler; vergi sonrası faaliyet kar marjı, yeniden yatırım oranı ve sermaye maliyeti olmaktadır.

2.2.4. Sektörel Oranlar

Firma değerleri faaliyet gösterdikleri sektörlere has oranlar kullanılarak hesaplanabilmektedir.

Bu oranların kullanılmasının nedenlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:(Ercan vd., 2006: 74)

- Sektörel oranlar, firma değeri ile firmanın faaliyetlerine ilişkin detayları ve çıktıları ilişkilendirmektedir,
- Sektörel oranlar, genelde, finansal tablolara ya da ölçütlere bakılmaksızın hesaplanabilmektedir. Bu nedenle, oranlar finansal tablolarına ulaşılamayan, güvenilir ya da karşılaştırılabilir olmayan firmaların değerlerinin kıyaslanmasında kullanılmaktadır,
- Sektörel oranlar çoğu zaman karşılaştırılabilecek fazla oran bulunmadığında kullanılan oranlardır.

Sektörel oranların, sınırlı veriler kullanılarak hesaplanabilmesi modelin önemli dezavantajları arasında sayılabilir. Sadece belirli verilere odaklanmak,

karşılaştırılabilir firmaların belirlenmesinde hata yapılmasına yol açmaktadır. Diğer önemli dezavantaj ise, sektörel oranları etkileyen temel değişkenler arasındaki ilişkilerin karmaşık olmasından dolayı, firmaların yalnız bu oranlara bağlı olarak karşılaştırılmasının oldukça zor olması olarak ifade edilebilir. (Damodoran, 2002: 568)

Sektörel oranlarda en sık kullanılan oranlar:

Birim Ürün Başına Değer Oranı

Piyasa değerlerinin, sahip olunan rezervlerin değerine bölünmesi ile hesaplanmaktadır.

Abone Başına Değer Oranı

Basın-yayın gibi sektörlerde faaliyet gösteren ve ürünlerini abonelik sistemiyle pazarlayan firmaların içinde bulunduğu sektörlerde özel oranlardır. Piyasa değerlerinin, abone sayılarına bölünmesi yolu ile hesaplanmaktadır.

Müşteri Başına Değer Oranı

Yukarıda açıklanan değerlerin tespit edilmesinde kullanılan ölçeklerin homojen olmaması durumunu ifade etmektedir. İnternet üzerinden perakendecilik yapan firmalara ait sektörel oranların hesaplanmasında kullanılan ve müşterileri sayılarının dikkate alınması ile yapılan hesaplamadır.

2.3. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Artık gelir kavramına dayalı bir performans değerlendirme yöntemi olan EVA, Stern&Stewart Co.'nın kurucuları tarafından hissedar değeri yaratabilen projelerin kabul edilmesi düşüncesi üzerine kurulu bir performans değerlendirme yöntemidir. Ekonomik katma değer oldukça popüler bir performans değerlendirme yöntemi olup, Coca-Cola, United States Postal Service ve Briggs Stratton gibi birçok firma tarafından kullanılmaktadır (Ray, 2001: 66).

Ekonomik katma değer, firmanın faaliyet sonrası net faaliyet karının, bu karı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırıldıktan sonra ulaşılan değer olarak tanımlanabilir. EVA, firma hedeflerinin belirlenmesinden stratejik planlamaya, bütçelemeden fiyatlamaya, ödül sisteminin oluşturulmasından insan kaynaklarına kadar uzanan finansal bir sistemdir (Chambers, 2009:28).

EVA, firmanın değer yaratan ve yaratmayan unsurlarının tespit edilmesini kolaylaştırmakta ve yöneticilerin değere dayalı yönetim anlayışını ifade etmektedir.

EVA, bütünsel işletme performansının değerlendirilmesinin yanı sıra, işletme bölümlerinin ve birimlerinin performansının değerlendirilmesinde de kullanılabilir. Bu şekilde, işletme kaynaklarının işletmenin alt birimlerindeki kullanım etkinliğinin saptanmasına, birimler, bölümler ve ürün hatları düzeyinde stratejik planların geliştirilmesine, yöneticilerin değerlendirilmesine, ücretlerin ve teşvik ödemelerinin belirlenmesine katkıda bulunur (Yılıgör, 2005:227).

EVA aşağıda belirtilen su üç özelliği nedeniyle önemli bir tekniktir: (Chambers, 2005: 27)

- EVA genel muhasebe ilkeleri tarafından sınırlandırılmış değildir. Kullanıcıları ekonomik değeri artırmak için gerekli düzenlemeleri yapmaya isteklidir.
- EVA hisse senedi sahiplerinin hisse değerini artırmak için üzerine düşen görevleri yerine getirmede yalnızca üst düzey yöneticileri değil, örgütün alt düzeyindekiler de dahil olmak üzere bütün çalışanları dikkate almaları açısından firmaları yönlendirir.
- EVA diğer finansal ölçüm sistemlerinin bir araya getiremediği bir durumu gerçekleştirir. Önceden sermaye piyasası için pay başına getiri, sermaye bütçelemesi için net bugünkü değeri ve yöneticiler için varlıkların getirisini kullanan bir firma, şimdi bu üç unsur için yalnızca EVA'yı kullanabilir. Finansal yönetim tarihinde ilk kez yöneticiler EVA ile ortak bir dile sahip olmuşlardır.

Bu yöntemin önemli avantajları aşağıdaki gibi açıklanmaktadır (Jackson, 1996: 104) :

Beklenen ekonomik getiriyi bütün yatırımlar açısından hesaplar ve yatırımcıların sermayesi açısından çok iyi bir yönetsel sorumluluk sağlar. Hesaplanması kolaydır ve üst yöneticilere daha çok kontrol imkanı veren bir ölçüt olduğu için sorumluluk yüklemektedir.

Dezavantajları ise; yöntemin ticari bir özellik taşıdığı; kullanılan bazı varsayımların öznel olarak oluşturulduğu, bunun da hesaplamaların güvenilirliğini

azalttığı; firmanın gelecekteki temettü politikasını ve devletin uyguladığı vergi politikalarının sabit olarak kabul edilmesi; tek başına firmanın piyasa değerini belirlemede eksik kaldığı yönünde olarak ifade edilmektedir. (Fernandez, 2001:4-5)

2.3.1. Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması

Ekonomik katma değer aşağıdaki formüller yardımıyla hesaplanabilmektedir (Ercan vd., 2006: 83) :

$$EVA = (\text{Yatırılan Sermayenin Getirisi} - \text{Sermaye Maliyeti}) \times (\text{Yatırılan Sermaye})$$

Formül daha detaylı olarak aşağıdaki gibi de ifade edilebilir (Young ve O'Byrne, 2001:35):

Net Satışlar
Satışların Maliyeti (-)
Faaliyet Giderleri (-)
Faaliyet Karı (Faiz ve Vergi Öncesi Kar)(EBIT)
Vergiler (-)
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı (NOPAT)
Sermaye Giderleri (Toplam Sermaye × Sermaye Maliyeti)(-)
Ekonomik Katma Değer (EVA)

EVA'nın hesaplanmasında üç değişkene ihtiyaç duyulmaktadır. Bunlar, yatırılan sermayenin getirisi, sermaye maliyeti ve yatırılan sermayedir. Uygulamada karşılaşılabilecek zorlukları engelleyebilmek için bu üç kavramın da detaylı olarak incelenmesi faydalı olacaktır.

2.3.2. Yatırılan Sermaye

EVA'nın hesaplanmasında kullanılan ana değişkenlerden biri olan yatırılan sermaye miktarı olarak firmanın piyasa değerini kullanmak bir çözüm olabilmektedir, ancak firmanın piyasa değerinin yalnızca mevcut varlıklara yatırılan sermayenin

değerini göstermemekte, aynı zamanda gelecek dönemlerde beklenen büyümeye bağlı olarak varlıkların değerini de kapsamaktadır. Bu nedenle bu yaklaşımı kullanmak yanlış yorumlara neden olabilecektir. Mevcut varlıkların piyasa değerinin tahmin edilmesinin zorluğu göz önünde bulundurulduğunda, sermayenin defter değerinin, mevcut varlıklara yatırılan sermayenin piyasa değeri yerine kullanılabilir bir ölçüt olarak ele alınması uygun olacaktır. Buna karşın, defter değerinin yalnızca cari dönem içerisindeki muhasebe uygulamalarından değil, aynı zamanda da belirli bir dönemde varlıkların amortismanına, stokların değerlemesine ve satın alımlara ilişkin kararlardan etkilenen bir değişken olduğu da göz ardı edilmemeli ve belli başlı bazı düzeltmelerin yapılması gerekmektedir. Bu ana düzeltmeler, faaliyetlerden kaynaklanan kira ödemelerinin borca dönüştürülmesi, araştırma-geliştirme harcamalarının aktifleştirilmesi ve bir defaya mahsus yükümlülüklerin etkilerinin ortadan kaldırılmasıdır. Bu temel düzeltmeler neticesinde sermayenin defter değeri, yatırılan sermaye miktarı olarak dikkate alınabilecektir (Ercan vd.,2006: 83).

2.3.3. Yatırılan Sermaye Getirisi

Burada, firmanın yatırımlarından kaynaklanan vergi sonrası faaliyet karının tahmin edilmesi ve faaliyetlerden kaynaklanan kira ödemelerine, Ar-Ge harcamalarına ve bir defaya mahsus yükümlülüklerle yönelik düzeltmelerin yapılması gerekmektedir (Ercan vd.,2006: 84).

2.3.4. Sermaye Maliyeti

Firmalar kaynak ihtiyaçlarını öz kaynaklardan ve yabancı kaynaklardan karşılamaktadır. Firmalar, öz kaynakların ve yabancı kaynakların toplam içerisindeki ağırlıklarını dikkate alarak sermaye maliyetlerini hesaplamaktadırlar. Sermaye maliyeti, diğer bir ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesap edilirken, yalnızca uzun vadeli yabancı kaynakların ve öz kaynakların toplam içerisindeki ağırlıkları bunların piyasa değerlerine göre bulunmakta ve vergi etkisi de dikkate alınarak hesaplanmaktadır (Öztürk, 2003: 357).

2.3.5. Ekonomik Katma Değer ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Ekonomik katma değer yaklaşımı ile değerlendirme yapan, yöneticilerinin finansal ve yönetsel performanslarını ekonomik katma değer ile değerlendiren firmalar bir takım sorunlar ile karşılaşmaktadırlar. Bunlar, yatırılan sermaye ve mevcut varlıklar

ile gelecekteki projeler tarafından yaratılacak EVA dikkate alınarak hesaplanan firma değeri formülü ile açıklanabilmektedir (Ercan vd.,2006: 90-92):

$$V = YS_{M \text{ Var}} + \sum_{t=1}^{\infty} EVA_{t, M \text{ Var}} / (1 + k_{WACC})^t + \sum_{t=1}^{\infty} EVA_{t, GP} / (1 + k_{WACC})^t$$

Yukarıdaki denklemde ilk iki unsur olan yatırılan sermaye ve bu yatırımlardan kaynaklanan ekonomik katma değerin bugünkü değeri, yatırılan sermaye hesaplamalarına karşı oldukça duyarlıdır. Faaliyet karının sabit tutularak, yatırılan sermayenin azaltılması halinde, denklemdeki ilk terimin değeri azalırken, ekonomik katma değerin bugünkü değeri oransal olarak artacaktır.

Yapılacak hesaplamalar sonucunda, değerin değişmediği görülecektir. Ancak, firma değerinin EVA hesaplanmasında kullanılan bileşenlere yeniden dağılmış olacağı görülecektir. Bunun sonucunda, yöneticilerin performanslarının değerlendirilmesinde EVA yaklaşımını kullanan firmalarda, yatırılan sermaye miktarının azaltılmasına bağlı olarak teşviklerin artma eğilimi göstereceği muhtemeldir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KOSOVA'DA BİR ŞİRKETİN FİNANSAL ORANLARININ HESAPLANMASI VE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (İNA) YÖNTEMİ İLE DEĞERLEMESİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntem

Yapılacak araştırmanın amacı, Kosova Cumhuriyeti'nin önemli firmalarından birisi olan ABI LTD. ŞTİ.'nin değerinin indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak tespit edilmesidir. Ülkenin en köklü şirketlerinden biri olan ve eski Yugoslavya Sosyalist Cumhuriyetinde kurulan ABI LTD. ŞTİ. günümüzde Avrupa'nın en genç ülkesinin kalkınmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

ABI LTD ŞTİ.'nin firma değerinin hesaplanmasında 2016 ve 2017 yılına finansal tablolar kullanılmıştır.

3.2. ABI LTD ŞTİ. Hakkında Bilgiler

ABI LTD ŞTİ., 1988 yılında Kosova'da kurulmuş olup günümüzde faaliyetlerini ülkenin güney bölgesinde bulunan Prizren kentinde sürdürmektedir. Ülkenin en büyük ikinci şehri konumunda bulunan Prizren, Türk nüfusunun en yoğun yaşadığı bölgedir.. Yugoslavya döneminde özel teşebüsün neredeyse hiç olmadığı yıllarda faaliyetlerine başlayan firma günümüzde ülkenin en büyük şirketleri arasında yerini almıştır.

Şirketin faaliyette bulunduğu sektörler aşağıda sunulmuştur:

- “ABI Center” AVM (Alış-Veriş Merkezi) – Market, tekstil, elektrik – elektronik, restaurant, kozmetik ve çocuk oyun alanları ile günlük ortalama 20 bin ziyaretçiye hizmet vermektedir.
- Süt ve Süt Ürünleri Fabrikası “ABI Qumështore” – Günlük ortalama 30 bin litre süt işlenerek 50'nin üzerinde ürün elde edilmektedir.
- Turşu, konserve, dondurulmuş sebze, reçel, ketçap ve mayonez fabrikası “ABI Progres” – Yıllık 10 bin ton sebze ve meyvenin işlenerek 70'in üzerinde ürün elde edilmektedir. Ülkenin az olan ihracat kalemleri arasında yer bulan şirket ürünleri genelde Kosovalı gurbetçilerin yoğun olarak yaşadığı Orta Avrupa'ya ihraç edilmektedir. Ayrıca ülkenin

yeni yeni gelişmekte olan tarım sektörüne de önemli bir katkılar sağlamaktadır.

- Kosova`da üretimi olmayan ya da üretilen ürünlerin istenilen seviyelerde olmaması sebebiyle özellikle Türkiye`den ithal edilen gıda ürünleri toptan deposu – “**ABI Depo**”

- Ev aletleri, elektrik & elektronik toptan deposu – “**ABI Teknika**”

- Unlu mamuller fabrikası – “**ABI Fura**”

- Temizlik ve Hijyen ürünleri fabrikası – “**ER – ABI**”

- 36 odası bulunan üç yıldızlı – “**ABI Hotel**”

- Market zincirleri – “**ABI Plus**” ve “**ABI Store**”

- Çocuk rekreasyon alanı – “**ABI Kids Zone**”

- Fast food restoranı – “**ABI Diamond Restaurant**”

- Ev aletleri dükkanı – “**ABI Esse**”

- Balkanların ilk açık hava AVM’si, 120 işyeri bulunan ve ülkenin bu sektörde en önemli yatırımı olan – “**ABI Çarshia**”

3.3.ABI'nin Finansal Yapısı

Tablo 3.1.: ABI LTD ŞTİ'nin 2016 ve 2017 Yıllarına Ait Bilançoları

		Tutarlar EUR olarak verilmiştir	
		2016	2017
	Varlıklar		
A	Duran Varlıklar (1+2+3+4)	11,189,316.49	14,673,597.04
1	Arsa	2,229,300.00	2,294,300.00
2	Bina	1,805,442.74	1,889,477.28
3	Makina ve Ekipmanlar	1,472,998.73	1,386,281.22
4	Devam Etmekte Olan Yatırımlar	5,681,575.02	9,103,538.54
B	Dönen Varlıklar (I+II+III+IV)	8,067,595.87	7,626,123.07
I	Stok(1+2+3)	3,029,041.68	2,611,924.82
1.	Hammadde ve Ambalaj	602,343.19	669,847.46
2.	Hazır Ürünler	16,694.21	95,535.77
3.	Ticari Mallar	2,410,004.28	1,846,541.59
II	Alacak Hesabı(1+2+3)	3,684,804.99	3,344,222.04
1.	Ticari Alacaklar	3,665,045.90	3,344,222.04
2.	Kamudan Alacaklar	19,176.84	-
3.	Diğer Alacaklar	582.25	-
III	Mali Dönen Varlıklar	13,982.99	36,298.45
1.	Gelecek Dönem Harcamaları	13,982.99	36,298.45
IV	Nakit Para	1,339,766.21	1,633,677.76
E	Toplam Aktifler (A+B+C+D+E)	19,256,912.36	22,299,720.11
A	Öz Kaynaklar(I+II+III)	9,884,086.05	12,088,585.16
I	Başlangıç Sermayesi	3,000.00	3,000.00
II	Sermaye	9,016,477.71	9,976,506.66
III	Dönem Kazancı	864,608.34	2,109,078.50
B	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar (1)	1,639,191.45	3,875,568.10
1	Banka Borçları	1,639,191.45	3,875,568.10
C	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar (1+2+3)	7,733,634.86	6,335,566.85
1	Ticari Borçlar	7,578,618.17	6,120,441.92
2	Maaş Ödemeleri	85,494.20	84,666.80
3	Vergi Borçları	69,522.49	130,458.13
D	Toplam Pasifler (A+B+C)	19,256,912.36	22,299,720.11

Tablo 3.2.: ABI LTD ŞTİ'nin 2016 ve 2017 Yıllarına Ait Gelir Tabloları

		Tutarlar EUR olarak verilmiştir	
		2016	2017
I	Satışlar (1+2)	34,171,524.16	36,712,905.76
1	Ticari Satışlar	33,618,140.99	36,248,996.25
2	Diğer Ticari Gelirler	553,383.17	463,909.51
II	Harcamalar (1+2+3+4+5)	33,210,848.23	34,394,627.26
1	Satılan Malların Maliyeti	30,204,686.17	30,965,102.62
2	Maaş Ödemeleri	1,607,598.01	1,738,585.76
3	İşçi Primleri	80,380.22	87,848.69
4	Amortisman	272,733.73	307,740.35
5	Diğer Ticari Harcamalar	1,045,450.10	1,295,349.84
III	Topam Gelirler (I)	34,171,524.16	36,712,905.76
IV	Toplam Harcamalar (II)	33,210,848.23	34,394,627.26
V	Vergi Öncesi Kar (III-IV)	960,675.93	2,318,278.50
VI	Gelir Vergisi	96,067.60	209,200.00
VII	Vergi Sonrası Gelir (V-VI)	864,608.33	2,109,078.50

Tablo 3.3.: ABI LTD ŞTİ'nin Mali Yapısındaki Değişim

ABI	2016	2017	Artış Oranı
<i>Aktif Toplam</i>	5.480.964	5.624.345	2,60%
<i>Özsermaye</i>	1.195.707	1.262.076	5,50%
<i>Net Satışlar</i>	5.753.112	6.482.402	12,60%
<i>Satışların Maliyeti</i>	4.258.622	4.777.067	12,10%
<i>Brüt Kar</i>	1.494.490	1.705.335	14%
<i>Faaliyet Karı</i>	232.412	247.923	6,60%

3.4. ABI'nin Finansal Oranları (2017)

3.4.1. Likidite Oranları

a) Cari Oran: Dönen Varlıklar / KVK = 7,626,123 / 6,335,566 = 1.20

Cari oran işletmenin genel olarak kısa vadeli borç ödeme gücünü gösteren bir orandır. Kabaca işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü göstermektedir. Cari Oranın literatürde standardının 2 olması gerektiği belirtilmekle birlikte, sektörün ve ekonominin durumuna göre bu değer altında veya üstünde bir oran yeterli olabilmektedir. ABI'nin cari oranı 1.24 olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan bu oran şirketin kısa vadeli yabancı kaynak ödeme gücünün pek iyi durumda olmadığını göstermektedir.

b) Asit Test Oranı: (Dönen V. - Stoklar) / KVK = (7,626,123 - 2,611,924) / 6,120,441 = 0.82

Literatürde ideal oran 1 olarak görülmekle birlikte tahsil ve tediye süreleri arasındaki fark kısa olan ve stok devir hızı yüksek olan işletmelerin nakit ihtiyacı daha alt seviyede olacağından 1'in altında olması da normal karşılanabilmektedir. Duran varlıklardan stoklar çıkartılarak hesaplandığı için cari orana göre daha hassas bir orandır. Bu oran şirketin kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeme konusunda çok iyi durumda olmadığını göstermektedir.

c) Nakit Oran: Hazır Değerler / KVK = 1,633,677 / 6,120,441 = 0.26

Bu oran, işletmenin satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi durumunda kısa vadeli borç ödeme gücünü göstermektedir. En hassas likidite oranıdır. İdeal değeri 0.20'dir. Nakit Oranı ne kadar yüksek olursa para ve benzeri değerlerin Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları karşılayabilme gücü o düzeyde artış gösterecektir. ABI'nin bu oranı 0.26 olarak hesaplanmıştır. Bu oranda cari oran ve asit test oranından farklı olarak şirketin kısa vadeli yabancı kaynak ödeme konusunda iyi durumda olduğunu göstermektedir.

3.4.2. Faaliyet Oranları:

a) Stok Devir Hızı Oranı: Satılan Mamul Maliyeti / Mamul Stoku = 30,965,102 / 2,611,924 = 11.85

Bu oran bir işletmenin elindeki stokları ne kadarlık bir süre içinde nakde dönüştürebildiğini gösteren orandır. Stok devir hızının yüksek olması genellikle firmanın stok yönetiminin etkin olduğunu gösterir. ABI'nin stok devir hızı 11.85 olarak hesaplanmış olup, stok devir süresinin yaklaşık 31 gün olduğu anlamına gelmektedir.

b) Alacak Devir Hızı Oranı : Net Satışlar / Ticari Alacaklar=
 $36,712,905 / 3,344,222 = 10.97$

Oranın yüksek olması şirketin alacak tahsilatının etkin olduğunu ortaya koymakta ve şirketin cari ve likidite oranları düşük olsa bile, borçları geri ödemede daha rahat olmasına neden olmaktadır. Oranın zamanla yükselme eğiliminde olması ise, şirketin faaliyetlerini yürütürken zaman içerisinde daha az işletme sermayesine gereksinim duyacağını göstermektedir. ABI'nin alacak devir hızı yüksek çıktığı için şirketin alacaklarını tahsil konusunda etkin olduğunu görmekteyiz.

c) Özkaynaklar Devir Hızı Oranı : Net Satışlar / Özsermaye=
 $36,712,905 / 12,088,586 = 3.03$

Özsermaye devir hızını incelerken dikkat edilmesi gereken bazı hususlar bulunmaktadır: Örneğin, oranın yüksek olmasının sebebi özsermayenin etkin bir biçimde kullanımından kaynaklanabileceği gibi, özsermayenin yetersiz oluşundan da kaynaklanabilmektedir. ABI özsermayeyi etkin kullandığı için bu oran yüksek çıkmıştır.

d) Toplam Varlıkların Devir Hızı Oranı: Net Satışlar / Toplam Varlıklar =
 $36,712,905 / 22,299,720 = 1.64$

Bu oran firmanın tüm varlıklarının verimliliğini ölçmede kullanılan bir oran olmaktadır. Bu oranın yüksek çıkması ABI'nin toplam varlıklarını etkin kullandığını göstermektedir.

3.4.3. Finansal Yapı Oranları:

a) Borçlanma Katsayısı Oranı: Yabancı Kaynaklar / Özkaynaklar =
 $10,211,134 / 12,088,586 = 0.84$

Yabancı kaynak ve özkaynak dengesini gösteren bu oranın normal şartlarda 1 olması arzulanandır. Buda toplam kaynakların yarısının yabancı kaynaklardan, yarısının da özkaynaklardan sağlandığını gösterir. Bu oranın 1'in üzerinde olması,

toplam yabancı kaynakların öz kaynaklardan daha fazla olduğunu, 1'in altına düşmesi ise toplam kaynaklar içerisinde özkaynakların daha fazla olduğunu gösterir. ABI'nin bu oranı 0,84 olarak hesaplanmıştır. Bu oran şirketin toplam varlıklarının yarısından fazlasının özkaynaklardan karşılandığını göstermekte olup, şirket için olumlu olarak değerlendirilmektedir.

b) Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı: Duran Varlıklar / Özkaynaklar = $14,673,597 / 12,088,586 = 1.21$

Bu oranın 1'den küçük olması, duran varlıkların özkaynaklarla karşılanabildiğini göstermektedir. 1'in üzerinde olması ise duran varlıkların finansmanında yabancı kaynaklardan yararlandığını göstermektedir. Bu oranın kısmen yüksek çıkması ABI'nin duran varlıklarının finansmanında yabancı kaynaklardan da yararlandığını göstermektedir.

c) Borçlanma Oranı: Yabancı Kaynaklar / Aktif Toplamı = $10,211,134 / 22,299,720 = 0.45$

Bu oran işletmenin varlıklarının ne kadarlık kısmının borçlardan oluştuğu konusunda bilgi vermektedir. Bu oranın yüksek çıkması işletme üzerindeki finansman gideri yükünü artırmaktadır. ABI'nin borçlanma oranı 0.45 olarak hesaplanmıştır. Bu şirket açısından olumlu bir gösterge olmaktadır.

d) KVYK'ın Toplam Kaynaklara Oranı: KVYK / Pasif Toplamı = $6,120,441 / 22,299,720 = 0.27$

Bu oran şirketin toplam pasifleri içerisinde kısa vadeli yabancı kaynakların oranını göstermektedir. Bu oranın artması, kısa vadeli yükümlülüklerin artacağı anlamına gelmekte olup, zaman içerisinde ödeme güçlüğüne düşeceğinin bir göstergesi olmaktadır. ABI'nin kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam pasifleri içerisindeki oranı oldukça düşüktür. Bu durum şirketin finansman giderlerinin düşük olduğunu göstermektedir.

e) UVYK'ın Toplam Kaynaklara Oranı: UVYK / Pasif Toplamı = $3,875,568 / 22,299,720 = 0.17$

Bu oran şirketin toplam pasifleri içerisinde uzun vadeli yabancı kaynakların oranını göstermektedir. Uzun vadeli yabancı kaynaklar vadesi uzun olduğu için kısa vadeli yabancı kaynaklara göre daha çok tercih edilen bir kaynaktır. ABI'nin

bu oranı kısa vadeli yabancı kaynaklara göre daha düşük çıkmıştır. ABI'nin pasif toplamalarının 0,17'lik kısmı uzun vadeli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır.

3.4.4. Kârlılık Oranları:

a) Özkaynak Kârlılık Oranı: Net Kâr / Özkaynak Toplamı =
 $2,109,078 / 12,088,586 = 0.17$

İşletme sahibi veya ortaklarının işletmeye sağlamış oldukları kaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığının belirlenmesinde kullanılmakta olup, işletme sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını göstermektedir.

b) Ekonomik Kârlılık Oranı: (VÖK + Faiz Gid.) / Top. Kaynaklar =
 $(2,318,278 + 99,243) / 22,299,720 = 0.11$

Bu oran işletmenin toplam kaynaklarının ne kadar verimli kullanıldığını ve işletmeye yatırılan fonların getirisini ölçmede kullanılmaktadır. Hesaplanan oran ABI'nin değer yaratıp kaynaklarını verimli kullandığının bir göstergesi olmaktadır.

c) Faizleri Karşılama Oranı: (VÖK + Faiz Gid.) / Faiz Giderleri =
 $(2,318,278 + 99,243) / 99,243 = 24.36$

Bu oran işletmenin ödemek zorunda olduğu faiz giderlerini bir dönemde kaç defa kazandığını göstermektedir. Bu oranın genel kabul görmüş seviyesi 3-4 olarak ifade edilmektedir. Bulunan oran ABI'nin faiz giderlerini kolayca ödeyebildiğini/ödeyebileceğini göstermektedir.

d) Net Kâr Marjı: Net Kâr / Net Satışlar = $2,109,078 / 5,747,803 = 0.37$

Şirketin net karının net satışları içerisindeki payını göstermektedir. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunun göstergesi olup, %20'nin üzerinde olması arzulanan durumdur. ABI'de bu oran arzulanan durumun yaklaşık iki katı olarak hesaplanmıştır.

3.5. ABI'nin İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi ile Değerinin Tespiti

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin uygulanmasındaki ilk aşama mevcut durumun incelenmesi ve bu doğrultuda geçmişe ait verilerin analiz edilmesidir. Buna göre ABI Ltd Şti'nin 2016 ve 2017 yıllarına ait mali tabloları incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

- 2017 yılında aktif ve pasif toplamı 2016 yılına göre %15.80 artış göstermiştir.

$$(22,299,720 / 19,256,912 - 1 = \%15.80)$$

- Özsermayesi ise %22.30 artmıştır.

$$(12,088,585 / 9,884,086 - 1 = \%22.30)$$

- Satışları 2017 yılında bir önceki yıla göre %7.44 artmıştır.

$$(36,712,905 / 34,171,524 - 1 = \%7.44)$$

- ABI'in kârlılığı ise %254,13 gibi oldukça yüksek oranda bir artış göstermiştir.

$$2,109,078 / 864,608 - 1 = \%243.93$$

ABI'nin rekabet gücünü geliştirmek amacıyla yeni yönetim stratejileri geliştirilmesi, tedarik sürecinde merkezi alımlar yanında etkili politikalar ve profesyonelleşen kadro ile büyümeye devam etmesi oranlardaki artışın temel sebepleri arasında yer almaktadır.

ABI'nin faaliyetlerine ilişkin finansal oranları

	2016	2017
Net Kâr Marjı	0.22	0.37
Cari Oran	1.04	1.20

ABI'nin kâr marjı, satışlarındaki artışa bağlı olarak artış göstermiştir. Brüt kâr marjı 2016 yılında %10,8 iken 2017 yılında %20,5 'e, net kâr marjı ise %21.80'den %36.69'a yükselmiştir. Bununla birlikte firmanın cari oranı 2016 yılında 1,04 iken 2017 de 1,20'ye yükselmiştir. Bu da her iki yılda da ABI'nin likiditesinin yeterli seviyede olduğunu göstermektedir.

ABI'nin 2016 ve 2017 yılına ait nakit akım tablosu aşağıdaki gibidir :

Tablo 3.4.: ABI LTD ŞTİ'nin 2016 ve 2017 Yıllarına Ait Nakit Akım Tablosu

		Tutarlar EUR olarak verilmiştir	
		2016	2017
Operasyonel Nakit Akışı			
1	Alicılardan Tahsil Edilen Tutar	42,005,359.26	46,314,021.05
I	Toplam Operasyonel Tahsilleri(1+2+3+4)	42,005,359.26	46,314,021.05
1	Satıcılara Yapılan Ödemeler	35,843,077.78	37,941,413.48
2	Maaş ve Prim Ödemeleri	1,450,457.18	1,585,331.95
3	Faiz Ödemeleri	101,221.22	99,243.50
4	Vergi Ödemeleri	1,664,619.95	1,987,182.08
II	Toplam Operasyonel Ödemeleri (1+2+3+4)	39,059,376.13	41,613,171.01
A	Yatırımlardan Kaynaklı Nakit Akışı (I-II)	2,945,983.13	4,700,850.04
I	Yatırımlardan Tahsil Edilen Ödeme	20,000.00	-
1.	Arsa Ödemeleri	2,000,000.00	65,000.00
2.	Diğer Yatırım Ödemeleri	1,454,144.53	3,643,315.14
II	Toplam Yatırım Ödemeleri (1+2)	3,454,144.53	3,643,315.14
B	Yatırım Aktivitelerin Net Nakit Akışı (I-II)	(3,434,144.53)	(3,643,315.14)
Mali Aktiviteler Nakit Akışı			
1.	Hibelerden Tahsil Edilen Ödemeler	87,364.43	-
2.	Kredi Anapara Ödemeleri	764,473.13	763,623.35
C	Mali Aktivitelerin Net Nakit Akışı (1-2)	(677,108.70)	(763,623.35)
D	Net Nakit Akışı (A+B+C)	(1,165,270.10)	293,911.55
E	Dönem Başı Tutar	2,505,036.31	1,339,766.21
F	Dönem Sonu Tutar (D+E)	1,339,766.21	1,633,677.76

ABI'nin 2018 yılında 2017 yılına göre %9, sonraki yıllarda ise sırasıyla %7 ve %5 büyüyeceği, getiri oranının ise %11 civarında bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir.

ABI'nin esas faaliyet kârı ve amortisman tutarı ise şöyledir:

	2016	2017
Net Esas Faaliyet Kârı (bin EUR)	864	2109
Amortisman (bin EUR)	272	307
İşletme Sermayesindeki Değişim (bin EUR)	333	1290
Sermaye Harcamaları	2000	65
Serbest Nakit Akımı (bin EUR)	-1,197	1,061

ABI'nin herhangi bir yatırım kararının olmadığı varsayılmakta ve sırasıyla 2018'de %9, 2019'de %7, 2020 ve sonrasında sabit oranda %5, büyüyeceği, getiri oranı ise %11 olarak tahmin edilmektedir. Bu veriler ışığında ABI'nin 2018 itibariyle yaratacağı nakit akımları (bin EUR) aşağıdaki gibidir:

$$2018 \text{ yılsonu nakit akımı: } 1.061 \times (1 + 0.09) = 1.107$$

$$2019 \text{ yılsonu nakit akımı: } 1.107 \times (1 + 0.07) = 1.184$$

$$2020 \text{ yılsonu nakit akımı: } 1.184 \times (1 + 0.05) = 1.208$$

2021 yılından itibaren sonsuz sayıda nakit akımı geçerli olacağından sonsuza dek sürecek nakit akımı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$1.208 / (0.11 - 0.05) = 47,250$$

$$= 20,133,000 \text{ EUR}$$

Bulunan bu değer nakit akım toplamlarının şimdiki değere indirgenmiş halidir.

Bu tutardan firmanın 2017 yılındaki kısa ve uzun vadeli finansal borçları düşülerek piyasa değerine ulaşılabacaktır. Buna göre ABI'nin piyasa değeri:

$$20,133,000 - 10,211,000 = 9,922,000 \text{ Euro olarak hesaplanmaktadır.}$$

SONUÇ

Günümüzde ekonomik çevrede oluşan değişimler ve özellikle sermaye piyasalarının gelişerek firmalar açısından öneminin artması sonucunda, firmaların amaçlarında değişiklikler meydana gelmiş ve firma yöneticileri hissedarlarının refahını maksimize etmeye odaklanmışlardır. Firmalar, "piyasa değerinin maksimize edilmesi" amacını hayata geçirmek için çaba göstermek zorundalar. Bunun bir sonucu olarak da hissedar değerini ön plana alan "Değere Dayalı Yönetim" anlayışı önem kazanmıştır. Değere dayalı yönetim, hissedarların servetini meydana getiren unsurlar üzerinde yönetimin etkin kararlar almasına odaklanarak, firma değerini maksimize etmeyi amaçlayan analitik tekniklerden, yönetim sürecinden ve firmanın genel amaçlarından oluşan bir yönetim yaklaşımıdır.

Değer ve değerlendirme kavramı, firmalara yol gösterici olmaktadır. Değerleme kavramı sadece firmalar için değil, farklı kurum ve kuruluşlar ile mevcut ve potansiyel yatırımcılar için de önem taşımaktadır.

Firma değerinin saptanması finans literatüründe sürekli olarak tartışılan konulardan birisidir. Özellikle gerçek (olması gereken) değer gerçeğe en yakın şekilde belirlenmesi oldukça önemlidir. Firma değerinin tespitinde kullanılan farklı yöntemler farklı varsayımlara dayanmakta olup, bu durum, elde edilen değerlendirme sonuçlarını farklılaştırabilmektedir.

Değerleme yapılırken söz konusu yöntemlerden hangi yöntemin tercih edileceğinin belirlenmesinde de makro ekonomik faktörler, firmanın özellikleri ile değerlemenin hangi amaçla yapılacağı önem arz etmektedir. Bunun yanında finansal piyasalardaki gelişmeler ve muhasebe uygulamalarının da dikkate alınması gerekmektedir. Ayrıca değerlemede hukuki mevzuat, özellikle de vergi ve ticaret hukuku uygulamaları dikkate alınmalıdır.

Firma değerlendirme yöntemleri arasında indirgenmiş nakit akımları yönteminin ön plana çıktığı görülmektedir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, varlıkların değerini, nakit akımlarını tahmin ederek belirlemeye çalışmaktadır. Paranın zaman değerini dikkate alması nedeniyle, bu yöntemde varlıkların gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının şimdiki değerleri esas alınmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, paranın zaman değerindeki yansımaları yok etmektedir. Söz konusu yöntemde, "nakit akımı" kavramı esas unsur olarak

dikkate alınmaktadır. Paranın zaman değerinin dikkate alınması ve nakit akımlarının kullanımı bu yöntemin finansal alanda gücünün artmasına yol açmıştır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde firma değeri belirlenirken, öncelikli olarak firmanın geçmiş performans verileri incelenerek, geleceğe ilişkin muhtemel nakit akışları tahmin edilmektedir. Nakit akımları belirlendikten sonra değerlemenin sonucunu etkileyen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugünkü değere indirgenmektedir.

Çalışmada firma değerlemede en sık kullanılan yöntem olan "indirgenmiş nakit akımları yöntemi"nin alt kollarından birisi olan "firmaya serbest nakit akımları yöntemi" kullanılmıştır. Örnek uygulamada gerçek veriler kullanılarak ve gerçekçi tahminler yapılarak firma değeri hesaplanmaya çalışılmıştır.

Firmanın Kosova Cumhuriyeti'nde faaliyet gösteriyor olması, hukuki düzenleme farklılıkları, hisse senetlerinin işlem gördüğü ikincil piyasanın bulunmaması ve firmanın yasal statüsünün limited şirket olması çalışmanın kısıtlarını oluşturmaktadır. Ayrıca finansal tablolardaki verilerin ne ölçüde gerçeği yansıttığıda tartışmalı bir konudur.

Bütün bu şartlar altında yapılan değerleme işleminde firmanın değeri 9,922,000 Euro olarak tespit edilmiştir. Kosova Cumhuriyeti'nde menkul kıymetler borsası bulunmadığından bulunan değerin ikincil piyasada oluşan piyasa değeri ile kıyaslanması mümkün olmamıştır. Bundan dolayı da firmanın eksik ya da aşırı değerlendiği hakkında bir yorumda bulunulamamıştır. Bütün bu kısıtlara karşın hesaplanan değer, paydaşların bir çoğu tarafından yol gösterici bir enstrüman olarak dikkate alınabilecektir.

KAYNAKÇA

- <http://www.okanacar.com/2012/09/işletme-değeri-kavram-ve-değeri.html> 10.10.2017
- Akbulut, Saltuk Buğra (1998). An Overview of Company Valuation Techniques with Implementation to Major Turkish Companies. Boğaziçi Üniversitesi, Endüstri Mühendisliği Yüksek Lisans Programı, İstanbul.
- Akgüç, Ö. (2010). Finansal Yönetim. 7. Baskıdan Tıpkı Basım, 8.Baskı. İstanbul. Avcıol Basım Yayın
- Akgüç, Öztin (1998). Finansal Yönetim. İstanbul: Avcı Yol Basım Yayın, 7.Baskı.
- Aksöyek, Ismet (1994). Halka Açılan İşletmelerde Firma Değerinin Belirlenmesine Yönelik Yaklaşımların Mukayeseli Olarak İncelenmesi. Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Alp, Ali ve Yılmaz, M. Ufuk (2000). Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Baldemir, E., & Süslü, B. (2008). Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani-Miller Teoremi. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 23(2)
- Belkayalı, Nur (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi Ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Blackman, Irving L. (1995). Valuing Your Privately Held Business. The Art & Science of Establishing Your Company's Worth. Irwin Professional Pub.
- Canbaş, Serpil; Doğanlı, Hatice (2007). Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri. Karahan Kitabevi, İstanbul.
- Chambers, N. (2009). Firma Değerlemesi. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Chambers, N. (2009). Firma Değerlemesi. İstanbul: Beta Yayınları.
- Chambers, Nurgül (2005). Firma Değerlemesi. Avcıol Basım Yayın, 1. Baskı, İstanbul.
- Chambers, Nurgül (2007). Türev Piyasalar. Beta Basım Yayın, 2. Baskı, İstanbul.

- Cingöz, Ahmet (2014). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe bir Uygulama. Yayımlanmış Doktora Tezi, Selcuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2014
- Copeland, Tom, T.Koller ve J.Murrin (2000). Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies. 3th Edition, John Wiley&Sons, Inc., New York
- Damodaran, Aswath (1994). Damodaran on Valuation – Security Analysis For Investment And Corporate Finance. John Wiley&Sons Inc, New York.
- Damodaran, Aswath (1996). Investment Valuation. John Wiley&Sons Inc.,New York.
- Damodaran, Aswath (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset. John Wiley & Sons Inc., New York.
- Diyarbakırlıoğlu, Nursel Z. (1996). Şirket Birleşmelerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve Bir Uygulama. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı.
- Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi (2008) Cilt:23 Sayı:2.
- Ercan, M. K. ve Öztürk, M. Başaran, vd. (2006). Firma Değerlemesi “Banka Uygulaması. 1.Baskı, Literatur Yayınları.
- Ercan, M.K.; Öztürk, M. Başaran; vd. (2006). Firma Değerlemesi “Banka Uygulaması”. 1.Basım
- Ercan, M.K.; Üreten, Aykan (2000). Firma Değerinin Tespiti ve Yonetimi. 1.Baskı 2000 Gazi Kitabevi
- Ercan, Metin Kamil, Öztürk, M. Başaran ve Demirgüneş, Kartal (2003). Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal (2014). Finansal Yönetim. 8.Baskı
- Ercan, Metin Kamil; Öztürk, M. Başaran (2006). Firma Değerlemesi , Banka Uygulaması. 1. Basım, Literatür Yayıncılık.
- Ertuğrul, M. (2008). “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış” Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi. (3): 143-154.

- Fernandez, Pablo (2001). EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation. IESE Business School Publishing, Madrid, Spain.
- Fernandez,Pablo (2013). Valuation and Common Sense. (<http://papers.ssrn.com>) 22.12.2017
- Giesecke K. ve Goldber, L. (2004). In Search of Modigliani-Miller Economy. Journal of Investment Management
- Gücenme, Ü. (2000). Mali Tablolar Analizi. Bursa: Marmara Kitabevi.
- Gürbüz, A.Osman, Ergincan Yakup (2004). Şirket Değerlemesi: Klasik Ve Modern Yaklaşımlar. Literatür Yayıncılık, İstanbul 2004
- Gürbüz, A.Osman, Ergincan, Yakup (2008). Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar (2.Basım). İstanbul: Literatür Yayınları:119.
- Gürbüz, Gökçen (2004). Ekonomik Katma Değer. MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, sayı:24.
- Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Cilt:60, Sayı:1.
- Hitchner, James (2003). Financial Valuation. New Jersey: John Wiley & Sons. International Valuation Standards. International Valuation Standards Committee.United Kingdom:Sixth Edition
- Jackson, Alfred (1996). The How and Why Of EVA At Cs First Boston. Bank of America. Journal of Applied Corporate Finance, Spring Vol. 9, No. 1.
- Kırlı, Mustafa (2005). Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değerin Belirlenmesi. Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt:12, Sayı:2.
- Koç, İ. Özlem (1998). Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu. Yayın No:118
- Koller, Tim, Goedhart, Marc, Wessels, David, McKinsey & Company Inc. (2005) Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons Inc., New Jersey, Fourth Edition.

- Kurt, Ganite., (2003), “Şerefiye’nın Uluslararası ve Türkiye Muhasebe Uygulamaları Açısından İncelenmesi”, MÖDAV Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi Cilt: 5, Sayı: 1, Mart 2003.
- Lee, Darrell E. and Tompkins, James G. (1999). A Modified Version of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin's Q. Financial Management, Vol. 28, Iss. 1.
- Lipsey, Richard ve diğerleri (1990). İktisat 2, Çev.: Çakmak, Ahmet; Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Mathur, I ve M. Singh. (2011). Corporate Political Strategies. Accounting and Finance. Volume: 51, Issue 1.
- Meder, Hafize (2000). Firma Değeri Ve Denizli’de İki Firma Üzerinde Uygulama. Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Miller, W.D. (1995) Commercial Bank Valuation, John Wiley & Sons, New York,

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Ferdi SALLA

Doğum Yeri ve Tarihi : Prizren, Kosova / 23.10.1983

Medeni Hali: Evli ve iki çocuk sahibi

İletişim Bilgileri : ferdisala@gmail.com

0531 329 3182 (TR)

+383 44 564 404 (KS)

EĞİTİM

1998-2002 Gjon Buzuku Lisesi (Prizren – Kosova)

2002-2003 Ankara Üniversitesi - TÖMER

2003-2004 Gazi Üniversitesi - İngilizce Hazırlık

2004-2008 Gazi Üniversitesi - İktisat

2014-2018 Anadolu Üniversitesi – Dış Ticaret

2015-2018 Instituti për Kontabilitet, Auditim dhe Financa (IKAF)

(Priştina – Kosova) – Yeminli Mali Müşavir.

İŞ DENEYİMİ

2006-2006 San Diego Zoo (CA – A.B.D.) - Rehber

2011-2014 ABI Ltd Şti – Ekonomist

2014- ... ABI Ltd Şti – Muhasebe &Finans Müdürü

YABANCI DİL

Türkçe

İngilizce

Arnavutça

Sırpça