

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ENTELEKTÜEL SERMAYE VE G.M.Y.O.' NDA ÖRNEK UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
CANSU ERSOY GAZEZOĞLU

DANIŞMAN
PROF.DR. RECEP ŞENER

ARALIK, 2013
MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

ENTELEKTÜEL SERMAYE VE G.M.Y.O.' NDA ÖRNEK UYGULAMA

Hazırlayan: Cansu ERSOY GAZEZOĞLU

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
“Yüksek Lisans”
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 23.12.2013
Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 18.12.2013

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Recep ŞENER
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Ozan BAHAR
Jüri Üyesi : Doç. Dr. Yavuz ÇİFTÇİ



Enstitü Müdürü:
Prof. Dr. Namık Kemal ÖZTÜRK

ARALIK, 2013
MUĞLA

TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 27.09.2013 tarih ve 605/7 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 24/b maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı Yüksek lisans öğrencisi Cansu ERSOY GAZEZOĞLU'nun "Entelektüel Sermaye ve G.M.Y.O.'nda Örnek Uygulama" adlı tezini incelemiş ve aday 18.12.2013 tarihinde saat 16.00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 60 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin Başarıyla (Kabul) olduğuna karar verildi.

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Recep ŞENER

Üye

Doç. Dr. Yavuz ÇİFTÇİ

Üye

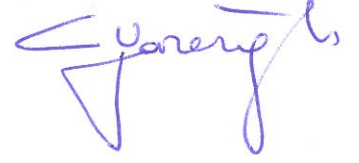
Prof. Dr. Ozan BAĞAR

YEMİN

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum "Entelektüel Sermaye ve G.M.Y.O.'nda Örnek Uygulama " adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça' da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

23/12/2013

Cansu ERSOY GAZEZOĞLU



YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.

Soyadı : ERSOY GAZEZOĞLU

Adı : CANSU

Kayıt No:

TEZİN ADI

Türkçe : ENTELEKTÜEL SERMEYE VE G.M.Y.O.'NDA ÖRNEK UYGULAMA

Y. Dil : INTELLECTUAL CAPITAL AND SAMPLE APPLICATION IN REITs

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ

Fakülte :

Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Diğer Kuruluşlar :

Tarih : 18.12.2013

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayımlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : ŞENER , Recep

Ünvanı : Prof. Dr.

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1. Entelektüel Sermaye
2. Entelektüel Sermaye Unsurları
3. Entelektüel Sermaye Ölçüm Yöntemleri

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER:

1. Entelektüel Sermaye
2. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi
3. Tobin Q Oranı Yöntemi
4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı İşletmeleri

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:

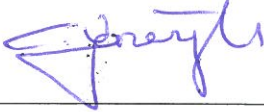
1. Intellectual Capital
2. Market Value / Book Value Ratio Method
3. Tobin Q Ratio Method
4. Real Estate Investment Trusts

1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum

2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir

3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir

Yazarın İmzası :



Tarih : 23.12.2013

ÖZET

Son yıllarda teknoloji alanında yaşanan gelişmeler, beraberinde işletme ve muhasebe alanında da bir takım anlayış değişikliklerine neden olmuştur. Özellikle bilişim teknolojilerinin gelişmesi ve işletmelere ait bilgilerin çok kısa sürede etkili bir şekilde analiz edilebilmesiyle birlikte, işletmelerin sermaye yapılarına karşı farklı bakış açıları gelişmiştir. Gelişen bu yapılar içindeki unsurlardan birisi de entelektüel sermayedir.

Entelektüel sermaye en genel tanımıyla bir işletmenin beşeri sermayesi, yapısal sermayesi ve ilişkisel sermayesinin birleşimidir. Entelektüel sermayeyi günümüzde önemli kılan unsur ise, gerek içerdiği sermaye bileşenleri gerekse bilgi toplumuna geçiş sürecindeki düşünce değişimidir. Daha önceki sistemlerde üretim ve verimlilik ön planda olurken, günümüzde işletmeler, bireylerin ön planda olduğu bir sisteme doğru yol almaktadır. Bu yönelişin basamaklarını ise entelektüel sermaye ile oluşturmanın olanaklı olduğu söylenebilir. Entelektüel sermaye bir işletmenin belli bir bölümünü değil, bütünü ele alan bir süreç üzerinden yürümektedir. Konuyla ilgili çalışmada, entelektüel sermaye kavramı incelenmiş ve bir örnek uygulamaya yer verilmiştir. Buradan hareketle, gayrimenkul sektöründe hizmet veren ve borsada endekslenen 29 firmanın 2012 yılı sonu entelektüel sermaye değerleri Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemi ve Tobin Q Oranı Yöntemi (bkz. anahtar kelimeler) ile ölçülmüştür.

Çalışmada ulaşılan sonuçlara göre, incelenen 29 firmadan sadece 8'i entelektüel sermaye ölçümüne uygun olduğu görülmüştür. Çalışmada ayrıca, PD/DD yönteminin Tobin Q Yöntemine göre daha yüksek değerler verdiği saptanmıştır.

ABSTRACT

The technological progress experienced in the recent decades has also caused certain shifts of understanding in the fields of management and accounting. Especially, the progress in information technologies allowed for prompt and effective analyses of business data, developing new perspectives towards capital structures of organizations. One of the elements of these progressive structures is the intellectual capital.

In the broadest definition of the term, intellectual capital is the combination of the human capital, the structural capital and the relational capital of a business. The factor which brings intellectual capital to the front is not only the capital components it includes, but also the change of paradigm in the process of transformation into an information society. While production and performance were in the forefront in previous systems, organizations of today have wended their ways to a system in which individual is in the forefront. It can be argued that, it is most possible to create the steps of this trend by intellectual capital. Intellectual capital works through a process which does not include only some parts of an organization, but instead addresses it as a whole. In this study, the concept of intellectual capital is examined and a case study was performed. From this starting point, intellectual capital values of 29 firms at the end of the year 2012 were evaluated by using Market Value/Book Value and Tobin's Q Ratio methods (see: keywords).

According to the results of this study, only 8 of the 29 firms examined were found out to be suitable for an intellectual capital evaluation. It is also determined in the study that MV/BV method gives higher values compared to Tobin's Q method.

ÖNSÖZ

Günümüz değişen toplum yapısında, bilgi giderek daha fazla ön plana çıkmakta ve hemen hemen her disiplinde olduğu gibi, muhasebe alanında da bilginin değeri diğer değerler arasından sıyrılmaktadır. Geçmişte elle tutulan muhasebede verilerin gerek düzenlenmesi gerekse denetlenmesi oldukça uzun zaman ve çaba gerektirirken, artık bilgisayar programları sayesinde çok kısa sürelerde bu işlemler başarılı bir şekilde yerine getirilebilmektedir. Bu aşamada, muhasebe görevini üstlenen uzmanların işlerinin daha kolaylaştığı gibi bir intiba söz konusudur. Öte yandan, yeni sistem ve işletmelerin kamuyla daha kısa sürelerde etkili iletişim kurabilme şansı, giderek finansal denetimde de birçok yeni kavramın gelişmesine neden olmakta, aslında yöntemler gelişse de, denetlenen de geliştiği için, iş yükü sadece farklı bir platforma taşınmaktadır.

İşletmelerin defter değeri dışındaki muhasebe değerini gösteren entelektüel sermaye ile ilgili yaptığım bu çalışmada, çalışmanın her aşamasında desteğini esirgemeyen danışman hocam *Sayın Prof. Dr. Recep ŞENER'e*, *Sayın Prof. Dr. Ozan BAHAR'a*, *Sayın Doç. Dr. Yavuz ÇİFTÇİ'ye*, eşime, aileme ve tüm emeği geçenlere sonsuz teşekkürü borç bilirim.

Cansu ERSOY GAZEZOĞLU

İÇİNDEKİLER

ÖZET	I
ABSTRACT	II
ÖNSÖZ	III
İÇİNDEKİLER	IV
KISALTMALAR LİSTESİ	VII
TABLolar LİSTESİ	VIII
ŞEKİLLER LİSTESİ	IX
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENTELEKTÜEL SERMAYENİN KAVRAMSAL ANALİZİ

1.1. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN GELİŞİMİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	3
1.1.1. Bilgi Toplumuna Geçiş.....	3
1.1.2. Rekabet Yapısının Değişmesi.....	5
1.1.3. Yeni Yaklaşımlar	6
1.2. ENTELEKTÜEL SERMAYE KAVRAMI ve TARİHSEL GELİŞİMİ.....	6
1.2.1. Entelektüel Sermayenin Tanımı	7
1.2.2. Entelektüel Sermaye Kavramının Tarihsel Gelişimi	8
1.3. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN UNSURLARI	9
1.3.1. İnsan Sermayesi.....	10
1.3.1.1. İnsan Sermayesinin Tanımı.....	10
1.3.1.2. İnsan Sermayesinin Önemi	11
1.3.1.3. İnsan Sermayesinin Bileşenleri.....	12
1.3.1.3.1. Teknik Bilgi ve Yetenek.....	13
1.3.1.3.2. Motivasyon	13

1.3.1.3.3. İnovasyon	16
1.3.2. Yapısal Sermaye	17
1.3.2.1. Yapısal Sermayenin Tanımı	17
1.3.2.2. Yapısal Sermayenin Önemi	19
1.3.2.3. Yapısal Sermayenin Bileşenleri	20
1.3.2.3.1. Örgüsel bileşenler	20
1.3.2.3.2. Bilgi Teknolojileri ve AR-GE	22
1.3.3. İlişkisel Sermaye	23
1.3.3.1. İlişkisel Sermayenin Tanımı	24
1.3.3.2. İlişkisel Sermayenin Önemi	25
1.3.3.3. İlişkisel Sermayenin Bileşenleri	25
1.3.3.3.1. Müşteri İlişkileri	26
1.3.3.3.2. Kamu İlişkileri	28
1.3.3.3.3. Yatırımcı İlişkileri	28

İKİNCİ BÖLÜM

ENTELEKTÜEL SERMAYENİN KURAMSAL ANALİZİ

2.1. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ÖLÇÜLMESİ	29
2.1.1. Entelektüel Sermayenin Ölçülmesinin Gerekliliği	30
2.1.2. Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçüm Yöntemleri	31
2.1.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemi	34
2.1.2.2. Tobin Q Oranı Yöntemi	36
2.1.2.3. Ekonomik Katma Değer Yöntemi	37
2.1.2.4. Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi	38
2.1.3. Entelektüel Sermayenin Unsurlar Bazında Ölçülmesi	39
2.1.3.1. Skandia Kılavuzu	40
2.1.3.2. Ante Pulic'in Entelektüel Katma Değer Katsayısı (VAIC) Yöntemi	40
2.1.3.3. Entelektüel Sermaye Endeksi	42
2.1.3.4. Teknoloji Anketi	42
2.1.3.5. Dengelenmiş Skor Kartı Yöntemi	43
2.1.3.6. Maddi Olmayan Varlıklar Cetveli Yöntemi	43

2.2. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ	44
2.2.1. Entelektüel Sermaye ile Muhasebe İlişkisi.....	45
2.2.2. Finansal Tablolarda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi.....	46
2.2.3. Bilanço ve Gelir Tablosunda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi	49
2.3. ENTELEKTÜEL SERMAYE BİLEŞENLERİNİN YÖNETİMİ	51
2.3.1. İnsan Sermayesinin Yönetimi	52
2.3.2. Yapısal Sermayenin Yönetimi	52
2.3.3. İlişkisel Sermayenin Yönetimi	54

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA ÖRNEK UYGULAMA

3.1. UYGULAMANIN KONUSU VE AMACI.....	56
3.2. UYGULAMADA KULLANILAN VERİLER.....	56
3.3. UYGULAMANIN KAPSAMI	57
3.4. UYGULAMANIN YÖNTEMSEL MODELİ	58
3.5. VERİLERİN ANALİZİ VE YORUMU	58
3.5.1. PD/DD Oranları	58
3.5.2. Tobin Q Oranı.....	63
SONUÇ.....	66
EKLER.....	71
KAYNAKÇA	116

KISALTMALAR LİSTESİ

GMYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
AOSM:	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
A.Ş.	: Anonim Şirket
BIST	: Borsa İstanbul
BSC	: Balance Scorecard (Dengelenmiş Sonuç Kartı)
CE	: Firmanın Net Varlıklarının Defter Değeri.
CCE	: Capital Employed Efficiency (Kullanılan Sermaye Etkinliği)
DD	: Defter Değeri
ES	: Entelektüel Sermaye
EVA	: Economic Value Added (Ekonomik Katma Değer)
HC	: Human Capital (İnsan Sermayesi)
HCE	: Human Capital Efficiency (İnsan Sermayesi Etkinliği)
IFRS	:International Financial Reporting Standards (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
PD	: Piyasa Değeri
SC	: Structural Capital (Yapısal Sermaye)
SCE	: Structural Capital Efficiency (Yapısal Sermaye Etkinliği)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
VAIC	:Value Added Intellectual Coefficient (Entelektüel Katma Değer Katsayısı)
YS	: Yatırılan Sermaye
YSG	: Yatırılan Sermaye Getirisi

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. 1. Yapısal Sermaye Konusunda Farklı Yaklaşımlar	18
Tablo 2. 1. Maddi Olmayan Duran Varlıklar Hesapları	47
Tablo 2. 2. Ödenmiş Sermaye Hesaplarında Entelektüel Sermaye	48
Tablo 3. 1. Araştırma Örnekleme	57
Tablo 3. 2. 2012 Sonu İtibariyle Şirketlerin BIST Performans Değerleri	59
Tablo 3. 3. Firmaların Günlük İşlem Değerleri	60
Tablo 3. 4. Seçilen Firmaların Piyasa Değerleri	61
Tablo 3. 5. Firmaların Defter Değerleri	62
Tablo 3. 6. Firmaların PD/DD Oranları	62
Tablo 3. 7. Tobin Q Hesaplamasında Kullanılan Değişkenler	64
Tablo 3. 8. Firmaların Tobin Q Değerleri	65

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. 1. Bilgi ve Entelektüel Sermaye Dönüşüm İlişkisi.....	4
Şekil 2. 1. Bilançoda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi	50
Şekil 2. 2. Gelir Tablosunda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi.....	51
Şekil 2. 3. Entelektüel Sermayenin Stratejik Uyumu.....	53

GİRİŞ

Sanayi devrimi sonrasında gelişen üretim teknikleri ve seri üretim alanındaki yükseliş, beraberinde artan üretimin pazarlanması problemini de getirmiştir. İlk aşamalarda, üretim miktarının kısıtlı ve tüketim miktarının daha fazla olduğu dönemlerde, işletmeler ve işletme yönetimi için ön planda olan en önemli sermaye bileşeni hammadde ve bundan elde edilen üretim ile verimlilik olmuştur. Daha sonraki süreçlerde, gerek üretimin artması ve gerekse üretim ile tüketim arasındaki farkın giderek üretim yönüne doğru kayması nedeniyle, pazarlamada etkili bir unsur olan birey kavramı ön plana çıkmıştır. Geçmişte işletme için en önemli unsur hammadde ve teknik ekipman olurken, daha sonra insan sermayesinin önem kazanmaya başladığı görülmektedir. Taylorculuk olarak da adlandırılan ilk dönem yaklaşımında verimlilik ve yapısal sermaye, insan sermayesine göre çok fazla öneme sahip olmuştur. Öte yandan insan akımları ve etkileşimcilik yaklaşımları sonrasında ise giderek gerek iç paydaşlar gerekse dış paydaşlar nezdinde beşeri sermayenin önemi artmıştır (Asunakutlu ve Coşkun, 2005:160).

Beşeri sermayenin artan bu önemine ilave olarak, dış paydaşlarla olan ilişkilerin, müşteri memnuniyeti, sosyal sorumluluk gibi bir takım kavramların da önem kazanmasıyla beraber, literatüre ilişkisel sermaye kavramı da girmiştir. İlişkisel sermayenin uygulamaları ise kalite yönetimi, müşteri memnuniyeti, sosyal sorumluluk algısı gibi çeşitli konularla ortaya konulmuştur (Eser ve Gökmen, 2009:52).

Gerek beşeri sermayenin, gerekse ilişkisel sermayenin önemini arttıran faktörlerin başında kuşkusuz, teknolojideki ilerleme gelmektedir. Günümüzde teknoloji bir yandan çok daha kısa sürelerde, çok daha az maliyetle etkili üretimin yollarını mümkün kılarken, aynı zamanda müşterilerin yapısını da değiştirerek, rekabette de koşulların farklılaşmasına ve işletmelerin gerek ilişkisel, gerekse beşeri sermayeye daha fazla önem vermelerine yardımcı olmuştur. Günümüzde işletmenin sağladığı ürün ya da hizmetler, müşteriler tarafından internet üzerinden benzerleri ile kıyaslanmakta ve tüketici davranışları buna göre şekillenmektedir. Bunun yanında, üretimde teknoloji yoğunluğunun artması da işletme içerisindeki nitelikli insan kaynağının önemini artmasına neden olmaktadır.

İşletmeler günümüze kadar sürekli olarak beşeri sermaye, yapısal sermaye ve ilişkisel sermaye arasında bir seçim yapmak zorunda kalmışlardır. Öte yandan günümüzde, entelektüel sermaye yaklaşımıyla beraber, bu üç sermaye unsurunun da bir arada değerlendirilmesi mümkün olmuştur. Aslında bu bir anlamda, sermaye bileşenlerinin alt alta yazılma alışkanlığının terk edilmesi ve yan yana yazılması anlamına da gelmektedir (Akpınar, 2003:72).

Entelektüel sermayenin gerek yapısal, gerek ilişkisel ve gerekse beşeri sermaye üzerinden muhasebe yönetimi ile doğrudan ilgisinin olduğu açıktır. Çünkü muhasebe, işletmenin tüm faaliyetlerinde kayıtların tutulduğu, aynı zamanda işletmenin ilişkisel sermayesinin de bir iletişim aracı gibi düşünülebilir. Bunun yanında muhasebe uygulamaları günümüzde teknolojik uygulamaların gelişmesiyle beraber, işletmeler için ciddi bir gösterge görevi de görmektedir. Bu bağlamda çalışmamızda, işletmelerde muhasebe yönetimi açısından entelektüel sermayenin incelenmesine yer verilmiştir.

Araştırmanın birinci bölümünde entelektüel sermaye ile ilgili kavramsal çerçeveye yer verilerek, entelektüel sermayenin tanımı, gelişimi, unsurları, entelektüel sermayeye yaklaşımlar gibi teorik konular bu bölümde incelenmiştir.

İkinci bölümde ise entelektüel sermayenin kuramsal boyutu ele alınmış ve entelektüel sermayenin uygulamaya yönelik olan teorisi incelenmiştir. Ayrıca entelektüel sermayenin ölçülmesi, ölçümde kullanılan yöntemler, sonuçların değerlendirilmesi ve entelektüel sermayenin diğer kavramlarla ilişkisine yer verilmiştir.

Son bölümde ise Borsa İstanbul' da (BİST) endekslenen gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GMYO) üzerinde Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Tobin Q yöntemleri kullanılarak, entelektüel sermayenin varlığı araştırılmıştır. Sonuç bölümünde, yapılan değerlendirmeler ışığında ortaya çıkartılan bulgular özetlenmeye çalışılarak önerilerde bulunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENTELEKTÜEL SERMAYENİN KAVRAMSAL ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde entelektüel sermayenin kavramsal analizine yer verilmiştir. Dolayısıyla entelektüel sermayenin tanımı, türleri, unsurları, diğer kavramlarla ilişkisi gibi konular üzerinde durularak, konunun kavramsal çerçevesinin aydınlatılması amaçlanmıştır.

1.1. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN GELİŞİMİNİ ETKİLEYEN ETMENLER

Entelektüel sermaye kavramına geçmeden önce, ilk olarak entelektüel sermaye kavramının gelişimine zemin hazırlayan etmenlere ve bu etmenlerin ne şekilde entelektüel sermaye yaklaşımı üzerinde etki gösterdiğine bakmakta yarar vardır. Böylece bu bölümde, entelektüel sermaye düşüncesinin gelişmesine zemin hazırlayan bilimsel değişimler ve düşünce değişimi üzerinden, bilgi toplumuna geçiş süreci kısaca incelenmiştir.

1.1.1. Bilgi Toplumuna Geçiş

Entelektüel sermaye düşüncesinin gelişmesine zemin hazırlayan etmenlerin başında, bilgi kavramının önem kazanması ve bilgi toplumuna geçiş gelmektedir. Verimliliğinin artması sanayi devrimine yol açmıştır. Sanayi devriminden İkinci Dünya Savaşı'nın sonuna kadar olan süreçte bilgi; işlere ve iş akışlarına uygulanmıştır (Güçlü ve Sotiropfski, 2006:72). Bunun sonucunda bilgi kavramı ön plana çıkmıştır. Bilgi kavramı şu özellikleri taşımaktadır (Erkan, 2004:56):

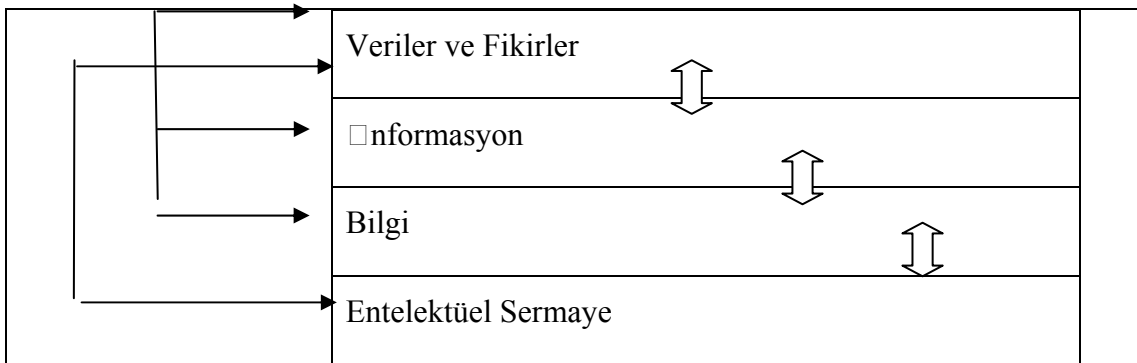
- Bilgi; kendi kendini sürekli kümülatif olarak yenileyen sınırsız bir üretim unsurudur.
- Bilgi; kıt bir kaynak değildir. Bu nedenle azalan verimler değil, artan verimler yasası geçerlidir.

- Bilgi; sermaye ve toprak gibi birbirini tamamlayan üretim faktörleri değil; aksine onların yerine ikame edilebilen bir üretim faktörüdür.
- Bilgi; sermaye ve toprağa göre çok daha akışkandır, yer değiştirebilir, taşınabilir.
- Bilgi; paylaşılabilir ve bölünebilir.
- Bilgi; toprak ve sermaye gibi özel mülkiyet konusu olup diğer insanları dışlamaz.

Bilgi ve Entelektüel sermaye dönüşüm ilişkisi Şekil 1.1.' de sunulmaktadır.

Şekil 1.1. de görüleceği gibi, entelektüel sermaye veriler ve fikirler üzerinden yürümekte olup, bilgi ve enformasyon da bu sürece destek vermektedir. Diğer bir deyişle bilgi, entelektüel sermayenin hammaddesi olarak ifade edilebilir.

Şekil 1. 1. Bilgi ve Entelektüel Sermaye Dönüşüm İlişkisi



Kaynak: Lynn, B. E. (2000). Intellectual Capital : Unearthing Hidden Value by Managing Intellectual. Assets. *Ivey Business Journal*, 48-50.

Örgütsel bilgi; çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, süreçler, güçlü ve zayıf yönler gibi işletmenin kendisi ve çevresi hakkında bilinenler olup, iç ve dış çevresinde olan olaylar ve durumlar üzerine elde edilen deneyim ve uzmanlıkların örgüt içinde paylaşılmasıyla elde edilir. Bu paylaşım daha çok informel bir şekilde gerçekleşir ve paylaşım arttıkça yeni farkındalıklar ile yeni bilginin gelişmesine imkân tanır (Kapu ve Aybas, 2008:54). Bilgi yönetimi çalışmalarını yoğunlaştıran gelişmeler şu şekilde sıralanabilir (Sağsan, 2009:63):

- Yeni ekonomi kavramının gündeme gelmesi,
- Örgütlerde somut varlıkların yanında soyut varlıkların da değer kazanmaya başlaması ve bilginin tasarım, ticari marka, telif hakkı, örgütün itibarı gibi soyut varlıklar arasında yer alması,
- Örgütte entelektüel faaliyetler sonucu oluşan sermayenin örgütün verimliliğinde etkin bir şekilde kullanılması,
- Bilginin stratejik bir kaynak olarak rakip örgütlere karşı üstünlük sağlaması,
- Çalışanların ne bildiklerinin giderek daha fazla önem kazanması,
- Tüm bu gelişmeler ışığında bilgi-yoğun örgütlerin oluşması olarak sıralanabilir.

Bilginin üretimi, paylaşımı ve kullanımı konularında araştırma yapan Von Krogh vd. (Geyik ve Barca,2004), bilgi üretiminin her aşamasında, bilgi üretimini destekleyici koşulların sağlanması gerektiğini ifade eder. Özellikle örtülü bilgiye vakıf olma, bunun açık bilgiye dönüştürülmesi ve bu bilginin paylaşılmasının sağlanması üzerinde duran Von Krogh, bunların yapılabilmesi için, organizasyon içinde, metaforlar aracılığıyla ortak bir dilin kullanılması gerektiğini ifade etmektedir (Geyik ve Barca, 2004: 411). Dolayısıyla bilgi üretimi ve paylaşımı, bilgi toplumuna geçiş sürecinin temel etmeni olarak değerlendirilebilir.

Yukarıdaki paragraftan anlaşılacağı üzere, bilgi toplumuna geçiş süreci ve bu süreçte değişen yeni anlayışlar, beraberinde gerek işletme, gerekse muhasebe alanında bir takım yeniliklerin de gelişmesine neden olmuştur. Aşağıdaki bölümde rekabet yapısının bu değişimden nasıl etkilendiği incelenmiştir.

1.1.2. Rekabet Yapısının Değişmesi

Entelektüel sermaye düşüncesine zemin hazırlayan etmenlerin bir diğeri ise, rekabet yapısının değişmesidir. Entelektüel sermaye yaklaşımında rekabet gücü; kurumun karşılıklı rekabet gücünü artıran bilgiye ve deneyime sahip olma ve bu anlamda profesyonel bilgi ve yetenekler ile kurum içi iyi ilişkiler kurma ve teknolojik birikime sahip olma olarak ifade edilmektedir (Kanıbir, 2004:81).

Organizasyondaki tüm süreçleri ve etkenleri dikkate alarak, bunları ana faktörler şeklinde sınıflandırıp analiz etmesi ve birbirleriyle ilişkilendirerek örgütsel işleyişi nicel ve nitel olarak bütüncül bir yaklaşımla değerlendiriyor olması, entelektüel sermaye yaklaşımının giderek daha fazla ilgi görmesinin başlıca nedenidir. Rekabet gücünün arttırılabilmesi için entelektüel varlıklar güçlendirilmelidir (Arıcan vd., 2011: 94). Bunun için ise işletmelerin bilgi sermayesi ve defter dışındaki sermaye bileşenlerine de önem vermesi gerekir.

1.1.3. Yeni Yaklaşımlar

Bilişim teknolojileri, yönetim kararları alınmasında temel veri kaynağıdır. Firma stratejilerini gerçekleştirme ve rekabet üstünlüğünü sağlamada en önemli araçtır. Bilişim teknolojilerinin düzeyi ve kullanabilme kapasitesi işletmelerin “başarı ya da başarısızlığını” belirler. Bilişim teknolojilerinin bütün işletme fonksiyonlarına değer katacak biçimde kullanılması firmaların performansını arttırmakta ve rekabet üstünlüğü sağlamaktadır (Geyik ve Barca, 2004:413). Bu nedenle de, yeni yaklaşımların geliştirilebilmesi için, işletmelerin bilgi teknolojilerine eskisinden daha fazla önem vermesi gerekir.

1.2. ENTELEKTÜEL SERMAYE KAVRAMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Entelektüel sermaye, bir anlamda işletmenin, halk nezdinde defter değeri olarak gösterilemeyen değeridir. Dolayısıyla aslında entelektüel sermaye, bir işletmenin soyut bir bileşeni olup, tanımı üzerine literatürde çeşitli yaklaşımlar yapılmıştır. Entelektüel sermayenin muhasebeleştirilmesinin iyi bir şekilde anlaşılması için, öncelikle entelektüel sermaye kavramının incelenmesi gerekir.

Çalışmanın bu bölümünde, entelektüel sermaye kavramının tanımına ve tarihi süreç içerisinde, entelektüel sermaye düşüncesine zemin hazırlayan etmenler çerçevesinde gelişim ve değerlendirilmesi ele alınmıştır.

1.2.1. Entelektüel Sermayenin Tanımı

Entelektüel sermaye, kara dönüştürülebilen bilgidir ve bu bilgi, işletmenin fikirlerinin, yeniliklerinin, teknolojilerinin, genel bilgilerinin, bilgisayar programlarının, veri kullanma yeteneklerinin, ilişkilerinin, süreçlerinin, yaratıcılıklarının ve yayınlarının bir bütünü olarak tanımlanabilir (Büyüközkan, 2002:45).

Brooking (1998), işletmeye maddi varlıklardan ve entelektüel sermayeden oluşan bir bütün olarak bakmaktadır. Brooking'e göre entelektüel sermaye, işletmeye fonksiyonellik kazandıran, işletmenin faaliyetini sürdürebilmesini sağlayan maddi olmayan varlıklarının tümüdür. Brooking, fikri mülkiyetin entelektüel sermaye ile aynı şekilde düşünülmesi gerektiğini ifade etmiştir. Entelektüel sermaye, bilişim sistemleri, kültür, fikri mülkiyet hakları ve stratejiyi içinde barındıran sistematik bir süreç geliştirmektedir.

Entelektüel sermaye, işletmelerde, kâra dönüştürülebilen fikirlerin, yeniliklerin, dizaynların, yönetim şekli, ilişkiler, süreçler, müşteriler, insan kaynakları ve yayınların oluşturduğu bir bütündür şeklinde tanımlanabilir (Özveren, 2008: 52).

Entelektüel sermaye, sınırlı sayıda parlak zekâya, bilgi ve beceriye sahip yöneticilerin varlığıyla işletmeleri geliştirmeye çalışmanın aksine, çalışanların tamamının bu yetilerle donatılmasının gerekli olduğunu öngören bir yaklaşımdır. Çalışanlar arasında ilişkilerin geliştirilmesi, yapılan çalışmaların formelleştirilmesi, yaratıcılığın, yenilikçiliğin geliştirilmesi ile organizasyonların değer yaratabileceğini savunan bir bakış açısıdır (Akdemir, 1999:50).

Bu tanımlardan da anlaşılacağı üzere entelektüel sermaye, en genel tanımıyla, işletmelerin defter değeri olarak gösterilemeyen değeridir. Bir diğer ifadeyle entelektüel sermaye, işletmelerin somut olmayan, ya da muhasebecilik terimiyle, hesaplanamayan maddi varlıklarıdır. Öte yandan hesaplanmış maddi varlıkların oranlarından, entelektüel sermayenin değeri ortaya konulabilmektedir.

1.2.2. Entelektüel Sermaye Kavramının Tarihsel Gelişimi

Entelektüel sermaye kavramı ilk kez, 1975 yılında Michael Kalecki'nin, ekonomist John Kenneth Galbraith'in kendisine 1969 yılında yazdığı mektuba atıf yapan makalesinde: "Acaba kaçımız şu geçen birkaç on yıllık dönemde elde ettiğimiz entelektüel sermayenin farkındayız" ifadesini kullanması ile literatüre girmiştir (Erkuş, 2006:16).

Muhasebe bakış açısı ile 1980'lerin başında şerefiye olarak ifade edilen entelektüel sermaye, 1980'lerin ortasında piyasa ve muhasebe değeri arasındaki fark dikkat çekmeye başlamaktadır. 1980'lerin sonunda, entelektüel sermayeyi ölçen hesap özetleri/raporları hazırlamak, firmaların üçüncü kişilere entelektüel sermayelerini sistematik olarak aktarma ihtiyaçları ve bu yönde ilk uygulamalar ortaya çıkmaktadır (Görmüş, 2009:34).

Entelektüel sermaye bugünkü anlamıyla ilk defa Thomas Stewart tarafından 1991 yılında kaleme alınan "Beyin Gücü (Brainpower)" başlıklı makale ile gündeme gelmiştir. Thomas Stewart "Beyin Gücü" adlı makalesinde entelektüel sermayenin keşfedilmesi gereken gizli bir hazine olduğunu ortaya atmış, entelektüel sermayeyi: "İşletmeye piyasada rekabet avantajı sağlayan, işletme çalışanlarının bildiği her şeyin toplamı" olarak tanımlamıştır (Stewart, 1991:120).

Akpınar 2003 yılında Türkiye'de, entelektüel sermaye ve işletme performansına etkileri üzerine çalışmıştır ve entelektüel sermayenin, işletmelerin performansları üzerine etkileri üzerine yapmış olduğu doktora çalışmasında, entelektüel sermayenin işletmenin sürdürülebilir kazanç elde etme potansiyeline katkısının büyük olacağını belirtmiştir. Entelektüel sermaye yönetiminin anlamlı olabilmesi için yapılaşdırılması gerekliliğine işaret etmiştir (Akpınar, 2003:79).

Yukarıdaki bilgilerden de anlaşılacağı üzere, entelektüel sermaye düşüncesinin gelişiminin temelinde, bilgi yapısındaki değişim ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler yatmaktadır. Değişen yapıda işletmeler, müşterilerin ve kamuoyunun gözündeki değerine daha çok önem vermektedir.

1.3. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN UNSURLARI

Edvinsson entelektüel sermayeyi “Bir şirketin pazar değeri ve defter değeri arasındaki farkı oluşturan gizli değerler” olarak düşünmüştür (Edvinsson ve Malone, 1997:59). Bu farkı oluşturan nedenleri çözmek için entelektüel sermayenin gizli değerlerinin sayımına başladığı zaman, ticari marka, müşteri veri tabanları, bilişim teknolojisi sistemleri, ayrıcalıklar ya da kilit iş görenler gibi 50 değerli kalemden daha fazlasından oluşan bir liste ortaya çıkmıştır. Daha sonra bu kalemleri iki grupta toplanmıştır. Dünyanın ilk entelektüel sermaye raporu olan Skandia'nın “Entelektüel Sermaye Değeri Şeması” ile Edvinsson entelektüel sermayeyi “insan sermayesi” ve “yapısal sermaye” olarak iki temel bileşene ayırmıştır. Yapısal sermaye de kendi içinde müşteri sermayesi ve organizasyonel sermaye; organizasyonel sermaye ise yenilik ve süreç sermayesi olmak üzere ikiye ayırmıştır (Edvinsson ve Malone, 1997:61).

Entelektüel sermayeyi meydana getiren unsurlar, insan sermayesi, yapısal sermaye, ilişki sermayesi, müşteri sermayesi, rekabetçi sermaye, tedarik kaynağı sermayesi, topluluk sermayesi, mevzuat sermayesi ve anlaşma sermayesi gibi çok farklı şekillerde ele alınabilmektedir. Bu çeşitliliğin temel nedeni, entelektüel sermayenin tanımlanmasında olduğu gibi, sınıflandırmayı yapan bireylerin bakış açılarının ve yönelimlerinin farklılıklar göstermesidir (Demirkol, 2006: 84).

Entelektüel sermaye içerikler bakımından benzer şeyleri ifade etmesine karşın, her modelin farklı unsurları öne çıkarmakta olduğu görülmektedir. Her işletmenin entelektüel sermaye modeli ve bu modelde yer alan bileşenleri farklılıklar gösterebilmektedir. Bunun nedeni; entelektüel sermayenin soyut, dinamik ve etkileşimli bir kavram olması nedeni ile; işletmenin sektörü, stratejileri, çalışan profili ve diğer özelliklerine bağlı olarak yine aynı nedenlerden dolayı, entelektüel sermaye modeli aynı bile olsa, modelin bileşen ve alt bileşenlerinin işletme ve/ya da departman için önem dereceleri değişebilir (Erkuş, 2006: 72).

Aşağıda insan sermayesinin unsurları ele alınmıştır. Bu amaçla, insan sermayesi, yapısal sermaye ve ilişki sermaye üzerinde durulmuş ve öncelikle her bir unsurun tanımı ve önemine değinilerek, bu unsurların bileşenlerine yer verilmiştir.

1.3.1. İnsan Sermayesi

İnsan sermayesi, bir işletmenin her biri yetenek, beceri, bilgi ve know how sahibi olan tek tek çalışanından oluşmaktadır. Bunların herhangi birinden fayda sağlayabilmek için, işgörenin bu beceri ve yetenek ya da bilgi her nerede kullanılacaksa fiziksel olarak orada konumlandırılması önemlidir. Çünkü her işgörende işletmenin faydalanmak için aradığı örtülü ya da herhangi bir sisteme bağlanmamış bilgi mevcuttur (Eren ve Akpınar, 2004:12). İnsan sisteminin temel yapısını da yine bilgi ve beceriler oluşturmaktadır. Aslında insan sermayesi, sadece işletmede çalışan bireyleri değil, aynı zamanda işletmede bulunan çalışanların bilgi ve becerilerini de içeren bir unsurdur. Aşağıda, insan sermayesinin tanımı, önemi, bileşenleri gibi konulara yer verilmiştir.

1.3.1.1. İnsan Sermayesinin Tanımı

İnsan sermayesi en basit ifadesiyle çalışanlar tarafından temsil edilen örgütün bireysel bilgi stoğudur. Bu çalışanların eğitim, yetenek ve gelecekle ilgili yatırımlarının biriken değeridir. İnsan sermayesi buluş ve stratejik yeniliğin bir kaynağı olduğu için önemlidir (Pablos, 2002:288).

İnsan sermayesini örgütün çalışanları oluşturmaktadır. İşletmeler çalışanlarına sahip olamazlar. Çalışanlar akşam olduğunda evine giderler. Dolayısıyla insan sermayesi işletmelerin malı değildir. İşletme ile bağının güçsüzleştiğinde, değer verilmezse, motive edilmediğinde, firmadan ayrılır (Stewart, 1997:84).

Akıllı işletmeler, küresel perspektifte stratejik öğrenme ve yenilikçi değer dönüşümü ile ifade edilirler. Bu dönüşüm, yapısal sermayenin desteğiyle artmaktadır. Entelektüel sermayenin temelini, işgörenlerin yeteneklerinin toplandığı bir havuz olarak görmek mümkündür. Ancak, birbirinden bağımsız, birbiri ile ilişki kurmayan, bilgi ve becerilerini paylaşmayan bireylerin bu kapasiteyi yaratabileceğini söylemek mümkün görünmemektedir (Arıkboğa, 2003:27).

İnsan sermayesi kavramı, işletmedeki bireyler tarafından sahip olunan bilgi, hüner ve yeteneklere işaret eder. Örgüt üyesi bireylerin bir parçasıdır. Şayet birey örgütten ayrılacak olursa sahip olduğu beşeri sermaye de onunla birlikte gitme

özelliğini taşır. İnsan sermayesi kazanılabilir ve tekrar yenilenebilir. Yenilik ve yaratıcılığın kaynağıdır. Bir işletmede çalışan insanlar o kurumun insan sermayesini oluştururlar. Bu sermaye kısaca kurum çalışanlarının bilgilerini işletme problemlerine uygulayabilme yeteneği olarak değerlendirilebilir. İnsan sermayesi bizzat insanın kendisi olup, işletmeler bu sermayeye sahip olamazlar sadece onu kiralayabilirler (Öge, 2002:185).

Tanımlardan da anlaşılacağı üzere insan sermayesi, ya da diğer ifadeyle beşeri sermaye, işletmede çalışan personeli ve bu personelin bilgi, görüş, düşünce gibi bileşenlerini içermektedir. Dolayısıyla entelektüel sermayenin bir işletmede iyi bir şekilde yönetilmesi için, öncelikle iyi bir şekilde incelenmesi, analiz edilmesi ve anlaşılması gerekir. Bu nedenle, işletme yönetimi entelektüel sermayeyi bileşenleri bazında değerlendirmelidir.

1.3.1.2. İnsan Sermayesinin Önemi

İnsan sermayesi bütün merdivenlerin başladığı yerdir, buluşçuluğun kaynağı ve kavrayışın pınarıdır. Leif Edvinsson'un metaforlarından biriyle entelektüel sermayenin bir ağaç olduğunu varsayarsak, insanlarda bunun yetişmesini sağlayan bitki özleridir. Para konuşur ama düşünemez, makineler çoğu zaman insanoğlunun yapabildiğinden daha iyi iş görür, ama icatta bulunamaz. Belli bir büyüklüğe sahip her şirkette yeni donanımın satın alınmasından önce yöneticiler tarafından doldurulan formlar vardır. Bu, yapılacak yatırımın getirisine ilişkin tahmini hesapları da içeren bir sermaye harcaması talebidir (Stewart, 1997:94).

Entelektüel varlık, insan sermayesi bilgi kırıntısının herhangi bir parçasını ya da teknik bilgisini (know how) kağıda ya da başka bir medya formuna geçirdiğinde yaratılmış olur. Bireysel bilgi entelektüel varlık değildir. Bilgi yazılı hale geldiğinde yani enformasyona dönüştüğünde artık bir sisteme bağlanmış ve tanımlanmıştır. Bu noktada işletme artık, bireyden ziyade entelektüel varlığını nereye istiyorsa oraya taşıyabilir. Planlar, prosedürler, kayıtlar, çizimler, projeler ve bilgisayar programları gibi örnekleri, daha da arttırabilecek dokümanlar entelektüel varlık örnekleridir. Entelektüel mülkiyet ise, bu listede yasal olarak koruma altına alınmış her husustur ve kanunlar tarafından koruma altına alınmış olan bu entelektüel varlıkların

sahipliğidir. Entelektüel mülkiyet, entelektüel sermayeye göre daha dar kapsamlı bir kavramdır ve patentler, tescil hakları, ticari sırlar, marka ve telif gibi değerleri kapsamaktadır. Entelektüel sermayenin içeriği ise, sadece patent, lisans gibi somut değerlerden ibaret değildir. Entelektüel sermaye aynı zamanda bilgi, ustalık, tecrübe, enformasyon ve örgütsel kültür gibi daha soyut değerleri de kapsamaktadır (Eren ve Akpınar, 2004:12).

Her ne kadar yeni ekonomi şirketleri denilen bilgiye dayalı şirketlerde entelektüel sermaye daha açık görülüyorsa da, yani Microsoft, IBM, Nokia, Hewlett-Packard gibi şirketler için entelektüel sermayenin önemi ortadaysa geleneksel işletmelerde de entelektüel sermaye önemli bir yer tutmaktadır. Örneğin, bir kantin işletmesinin çalışanlarının, her zamanki müşterilerinin çayı açık mı demli mi, kaç şekerli, büyük bardakla mı küçük bardakla mı istediğini tek tek bilmesi ve sormadan servis yapması o işletme için bir entelektüel sermaye teşkil etmektedir. Bu çalışanlar kantin işletmesinden ayrıldıkları takdirde işletme bir bilgi kaybına uğrayacak ve bu müşterilerle olan ilişkilerde düşük de olsa bir takım olumsuzluklara yol açabilecektir (Şamiloğlu, 2003: 36).

Kısaca özetlemek gerekirse, insan sermayesi, değişen toplum yapısı ve yeni müşteri portföyüne yanıt verebilmek için, günümüz modern işletmelerinde bir zorunluluk olarak görülmektedir.

1.3.1.3. İnsan Sermayesinin Bileşenleri

Bir işletmedeki nitelikli insan kaynakları, o işletmenin insan sermayesini meydana getirmektedir. Bu yönüyle insan sermayesi; çalışanların bilgi, beceri ve yeteneklerini kapsamaktadır. Bu duruma bağlı olarak insan sermayesi, çalışanların bilgilerini işletme problemlerine uygulayabilme yeteneği olarak da tanımlanmaktadır. Öte yandan, insan sermayesi esas itibarıyla insanın kendisi olduğu için, aslında örgütler insan sermayesine sahip olamamaktadırlar, ancak onu bir anlamda kiralayabilmektedirler. Daha açık bir ifadeyle, insan sermayesi, çalışanlar ayrıldıklarında bir bakıma işletmeden kopmaktadır. Bu nedenle, kuruluşların sahip olduğu insan kaynağını ne derece etkin kullanabildikleri sorusu entelektüel sermayenin en önemli konularından birisidir. İnsan kaynağının ne derece etkin

kullanıldığını gösteren faktörlerin başında ise yaratıcılık ve yenilik gelmektedir. Bu yüzden insan sermayesi araştırma geliştirmeden, müşteri ilişkilerine kadar geniş bir alanda bir işletmenin yaratıcılık kaynağı şeklinde görülmektedir. Şu halde işletmede çalışan insanlar, zamanlarını ve yeteneklerini yenilik getirici faaliyetlere yönettiklerinde insan sermayesi başarılı olarak yaratılmış ve kullanılmış olmaktadır (Pirtini, 2004: 29-30).

1.3.1.3.1. Teknik Bilgi ve Yetenek

Çağımızın bilgi şirketlerinin yapması gerekenler arasında öncelikle şirkete yüksek değer katan ve yerine konması zor olan gerçekten değerli olan bilgi işçilerini belirlemek, ikinci olarak insan sermayelerini nasıl geliştireceklerini planlamak ve üçüncü olarak da bu geliştirilen sermayeden nasıl yararlanacakları yer almaktadır. İnsan sermayesinin öncelikli amacının buluşçuluk olması nedeniyle bir işletmede çalışan bireyler zaman ve yeteneklerini büyük oranda yenilik yaratıcı işlere tahsis ettiğinde insan sermayesi hem yaratılmış hem de bizzat kullanılmış olacaktır. İnsan sermayesi iki şekilde gelişecektir: İşletmeler çalışanlarının bildikleri şeyleri daha fazla kullandığında ve işletme için daha fazla çalışan daha fazla faydalı şey öğrendiğinde. İnsan sermayesi kolayca ziyan olabilecek bir değer olması nedeniyle bir noktaya yığılması ve yoğunlaştırılmasında fayda vardır (Stewart, 1997:98). Bunun için ise teknik bilgi ve yeteneğe sahip olan insan sermayesine gerek vardır. Dolayısıyla teknik bilgi ve yetenek, insan sermayesinin önemli bir unsurudur.

1.3.1.3.2. Motivasyon

Motivasyon bir ihtiyacı gidermek için gerekli davranışları başlatan bir kuvvettir. Bu kuvvetin pozitif ya da negatif olmasında arasında motivasyon sağlama bakımından bir görev farklılığı yoktur. Bu kuvvet rahatlatan bir olay olabileceği gibi, hayal kırıklığı tattıran bir olay da olabilir. Motivasyon; "kişilerin belirli bir amacı gerçekleştirmek üzere kendi arzu ve istekleri ile davranmaları ve çaba göstermeleridir" (Koçel, 2005:633). Tanım incelendiğinde motivasyonun içeriğinin şöyle olduğu söylenebilir :

- Bireylerin beklenti ve ihtiyaçları
- Amaçları
- Davranışları
- Kendilerine performansları hakkında bilgi verilmesi ile ilgili olduğu gör÷lmektedir (Koçel, 2005:633).

Motivasyon bireylerin özel yaşamlarıyla birlikte iş yaşamlarında da iş verimi açısından çok önemlidir. Motivasyon kişilere yaşam doyumunu sağlar ve yaşam doyumunu iş doyumunu da içermektedir. İş yaşamında kaliteli bir gelişme için güdülenme önemlidir ve özellikle yöneticilere, çalışanları güdüleme konusunda önemli görevler düşmektedir. Yöneticinin en önemli görevi etkin bir örgüt yaratmaktır. Etkin bir örgüt ise, yüksek düzeyde motive olmuş işgörenlerle sağlanabilir. İşletmelerde çalışanların her biri kendisine verilen görevi yerine getirebilmek için çaba harcamaya istekli olmadıkça yönetsel etkinliklerden hiçbir sonuç alınmaz. Bireyler kendilerine verilen görevleri etkin bir biçimde yerine getirmeye istekli olmalıdırlar. Motivasyonun rolü bu isteği yaratmak, geliştirmek ve sürdürmektir. Çalışma hayatında motivasyon kavramı çok önemlidir. İşyerlerinde en çok karşılaşılan ve en önemli sorunlardan biri motivasyonsuzluktur. İşyerinde motivasyon ile performans yakından ilişkilidir. Bu bağlamda işyerinde motive olmayan bireylerden performans göstermesi beklenmemelidir. Çalışanlardan beklenen performansın elde edilmesi ve sürdürülebilmesi için belli stratejiler ve programlar geliştirilmesi gerekir. Bunun için de yöneticinin motivasyon konusunda belli bir birikimi olması gerekir. İşletmelerde personelin büyük bir bölümünün verimli olmamasının nedeni uygulanan yöntemlerin aksaklığından değil, güdülerin yanlış teşhis edilmesinden kaynaklanmaktadır. Motivasyon kişisel bir olaydır. Çalışanları motive eden faktörler kişiden kişiye değişir. Dolayısıyla motivasyon sürecini tam olarak kavrayabilmek için, kişilerin belirli biçimlerde davranmaya zorlayan nedenleri, kişinin hedeflerini, davranışların sürdürülme olanakları gibi konuların değerlendirilmesi ve bireylerin birbirine benzemediklerinin bilincinde olunması gerekir. Yönetici, motivasyon ve insan ihtiyaçlarını anlamının, organizasyonel hedeflerin ancak çalışanlarla beraber gerçekleştirilebileceği gerçeği açısından öneminin farkında olmalıdır (Ünlü, 2013:4).

Çalışanları kurum yararına hareket etmek için motive etmek ve onların uzun vadede işte tutmak zor bir iştir. Çalışanları verimli bir şekilde çalışmaya itecek, sorumluluk almalarını sağlayacak, problemleri çözmeleri için harekete geçirecek ve başarılarını ödüllendirecek bir ortamın yaratılması, yapılması gereken işlerin başında gelir. Her ne kadar insanları çalışmaya motive eden kurumlar değil kendileriye de, en iyi uygulamaların olduğu kurumlar, yaratıcı çözümler, çok çalışma ve organizasyona bağlılık için ilham veren bir atmosfer yaratırlar. Bu pozitif atmosfer, yetenekleri geliştirme ve yenilerini edinme fırsatını ve güven duygusunu da içeren birçok yarar sağlar. Çalışanların performansını en üst düzeyde tutmayı başaran kurumlar, üst düzey yönetimin desteğini sağlar, beklentileri düzenli olarak ve açık bir şekilde iletirler, otoriteyi organizasyonun tabanına yayarlar, çalışanları problemlere sahip çıkıp çözmeleri için teşvik eder ve başarılı olanları herkesin önünde ve sık sık kutlarlar. Bu kurumlar, ücretlerin tek başına çalışanların performansını arttırmadığını ancak destekleyici bir faktör olduğunu bilirler. Yüksek motivasyonun kaynağı, çalışanların işe yaptıkları katkının değerli olduğunu bilmeleri ve işlerini sevmeleridir. Kurumları ile iyi uyum sağlayan ve kurumun değerlerini destekleyen çalışanların, performansı yükselir, işe devamsızlık oranları düşük olur verimi ve iş ahlakını arttırmayı amaçlarlar (Öztürk ve Dündar, 2003:58).

Bireylerin davranışlarını yönlendiren motivasyonla ilgili değişik kuramlar ve modeller vardır. Kişinin kendini tanıması, yaşamı süresince kendini gerçekleştireceği hedefleri belirlemesi ve bu hedefleri gerçekleştirmek için davranışlarını nasıl güdümleneceğini bilmesi yaşam doyumuna ulaşması açısından önemlidir. Bununla birlikte iş hayatında, çalışanların örgüt içindeki ve dışındaki fizyolojik, psikolojik ve sosyal gereksinimlerini iyi bir biçimde algılayan bir yönetici, organizasyonun performansını artırabilir. Hem iş yaşamı hem özel yaşam için motivasyon kuramlarını tanımak son derece önemlidir. Motivasyon kuramları iki gruba ayrılır. Birinci grup Kapsam Kuramları olarak adlandırılır. Bu kuramlar içsel faktörlere ağırlık veren kuramlardır. İkinci kuram grubu ise Süreç Kuramlarıdır. Bu kuramlar ise dışsal faktörlere ağırlık verir (Ünlü, 2013:5). Görüldüğü gibi insan sermayesinde de, gerek motivasyonun kapsam unsuru, gerekse süreç unsurunun, sermayenin etkili kullanılmasında büyük önemi vardır.

1.3.1.3.3. İnovasyon

Entelektüel varlıkların korunmasına ilişkin sistemler henüz gelişmemiş olmakla birlikte her işletme kendi savunma stratejilerini oluşturmaya çalışmaktadır. Aşağıda entelektüel varlıkları koruma önlemlerine ilişkin bazı öneriler şunlardır (Doğan, 2004:22-23) :

- İşletmelerin entelektüel varlıklarını oluşturan yaşamsal bilgilerinin saklanmasından ve içsel bilgi ağı sisteminden emin olmak,
- İnternetin yanı sıra intranet ve extranet sistemlerinin güvenilirlik düzeylerinin artırılması,
- İtranet ortamına, çoklu kullanım amacıyla konulan bilgilerin denetiminin yapılması
- Elektronik ortamların güvenilirlik düzeylerinin artırılması,
- Kritik durumlar için entelektüel varlıkları koruma sistemi alternatifleri oluşturmak,
- Know How (bir işin nasıl yapıldığının bilgisi) yönetim sistemleri oluşturmak,
- Know How veri tabanı oluşturmak ve kurumsal yöneticiler tarafından saklanmasının sağlanması,
- Enformasyonun tek merkezde değil işletme içinde çeşitli noktalarda toplanmasının sağlanması,
- Çöp sepetlerine hangi bilgilerin gittiğinin belirlenmesi ve atıkların imha edilmesi,
- Ticari sırların elektronik ortamlarda ve internet üzerinde bulundurulmaması,
- İşletme yeniliklerinin stratejik patentleme süreci alternatifleriyle yasal koruma altına alınması,
- Kurumsal etik ve yasal bilgi kullanımının özendirilmesi ve yönlendirilmesi,
- Entelektüel varlıkların ve buluşların patent, telif hakkı vb., yasal düzenlemelerle haksız rekabete karşı yasal olarak koruma altına alınması,

- Veri dağıtımında hata yapılmasının en aza indirilmesi,
- Çalışanların motivasyon unsurlarının sağlanması ve beklentilerinin gerçekleştirilme oranının yükseltilmesi,
- İşletme içi ve dışı ilişkilerin yeniden değerlendirilmesi.

İnsan sermayesinde inovasyon, teknik bilgi, yetenek ve motivasyonun bir ürünü olup, günümüz modern işletmelerde motivasyon, işletmelere ciddi rekabet üstünlüğü sağlayan bir insan sermayesi bileşeni olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.3.2. Yapısal Sermaye

Yapısal sermaye, donanım, yazılım, veri tabanları, organizasyon yapısı, patent marka gibi üretkenliği arttıran strateji, yapı, sistem ve süreçlerin tümü olarak ifade edilebilir. Genel olarak bakıldığında yapısal sermaye, bir örgüt olarak işletmenin sahip olduğu yöntem ve politikalar biçiminde kurumsallaştırılmış bilgi teknolojilerinden veri tabanları, kayıtlar ve çeşitli biçimlerdeki belgelemeye, yönetim felsefesinden örgüt kültürüne, finansal ilişkilerden patentlere kadar bütün unsurların karışımını ifade etmektedir (Çıkrıkcı ve Daştan, 2002:20). Öte yandan işletmelerin farklılık göstermesi nedeniyle, işletmelere ait olan donanım, yazılım, veri tabanları, organizasyon yapısı, patent marka gibi üretkenliği arttıran strateji, yapı, sistem ve süreçler de değişiklik gösterebilmektedir. Bu bölümde, yapısal sermayenin tanımı ve özellikleri incelenmiştir.

1.3.2.1. Yapısal Sermayenin Tanımı

Bir işletmede büyüme ve gelişmenin kaynağı olarak kabul edilen yapısal sermaye, işletmenin piyasa gereklerini karşılmasını sağlayan örgütsel yeteneklerin bütünüdür. Böylece yapısal sermaye, işletmede oluşturulan bilgi birikimi ve bilgi düzeyi ile elde edilen verileri, bu verilerin oluşturulmasını, işlenmesini ve uygulanmasını kapsamaktadır. Bundan dolayı yapısal sermaye, işletmede faaliyetleri etkin ve verimli kılacak düzenlemelerin yapılması ve bunların üretim süreçlerine

aktarılması ile ortaya çıkmaktadır. Bu noktada yapısal sermaye işletmenin yenilik yapma gücünü, örgüt zekasını ve örgüt yapısının işletmeyi başarıya götürmedeki kapasitesini ifade etmektedir. Şu halde yapısal sermaye piyasa ve rekabet koşullarının getirdiği zorluk ve fırsatları karşılamak için geliştirilen örgüt kapasitesi olarak da görülebilecektir (Pirtini, 2004:33-34).

Yapısal sermaye ve onun alt unsurlarının tümünün, işletmenin performansı üzerinde önemli oranda etkisi vardır. Diğer entelektüel sermaye unsurlarının işletmeye olan bağı arttırır, tüm firma faaliyetlerini entegre eder, bilgi transferi ve örgütsel etkinliği arttırır. İşletme amaçlarına ulaşılmasını sağlar. İnsan sermayesi ve ilişki sermayesi yüksek olması halinde dahi, kötü bir yapısal durum söz konusu ise entelektüel sermaye değerlendirilemeyecektir. Her sektör için yapısal sermaye ve iş performansı arasındaki ilişki önemlidir. Yapısal sermaye tüm sektörler için işletme performansını arttırıcı etkiye sahiptir. Bu nedenle tüm kuruluşlar sürdürülebilir rekabet avantajına sahip olmak için yapısal sermayelerini geliştirmelidirler (Akpınar, 2002:49). Yapısal sermaye konusundaki farklı yaklaşımlar Tablo 1.1’de gösterilmiştir.

Tablo 1. 1. Yapısal Sermaye Konusunda Farklı Yaklaşımlar

Alama (2007)	Bir şirketin çalışma şeklini belirleyen maddi olmayan duran varlıklar.
Carson ve ark. (2004)	Çalışanların verimliliğini arttıran prosedürler ve süreçlerdir.
Ordoñez de Pablos (2004)	Firmanın örgütsel rutinlerine, süreçlerine, stratejilerine ve veritabanlarına entegre edilmiş, çalışanların evlerine döndüğünde organizasyonda kalan bilgidir.
Zornosa ve ark. (2000)	Organizasyonun süreç ya da çalışanlarında içselleştirmiş olduğu bilgilerdir.
Kogut ve Zander (1996)	Kuruluşa ait üstün özellikler ve değerler arasında uyum ve koordinasyon sağlayan yapılardır.
Euroforum (1998)	Açık hale gelmiş çoğaltılabilir ve paylaşılabilir bilgidir.
Bontis (1996)	Organizasyonel işleyişi sağlayan, teknoloji, metodolojileri ve süreçleri tanımlayan çalışma modu.

Kaynak: García-Álvarez, (2011), Teresa Rosa, Mariz-Pérez, Mercedes Teijero Álvarez, Structural Capital Management: A Guide For Indicators, *International Journal of Management & Information Systems* – Third Quarter, Volume 15, Number 3.

Tablo1.1.'den de görüleceği gibi, yapısal sermaye düşüncesi zaman içinde, belli bir düzenle ilerlemiş ve günümüz modern anlayışına evrilmiştir. Yapısal sermayeyi sadece işletmeye ait yapısal değerlerle sınırlamak doğru olmayacaktır. Yapısal sermaye aynı zamanda, iç ve dış paydaşlarla iletişim kurmanın da bir yolu olarak oldukça önemli bir entelektüel sermaye bileşenidir.

1.3.2.2. Yapısal Sermayenin Önemi

Yapısal sermaye, işletmenin dışsal ve içsel önceliklerini yansıtarak, gelecek için yenilenme ve gelişme gücünü artırır. Yapısal sermayesi güçlü olan işletmelerin sahip olduğu destekleyici kültür, çalışanların yeni uygulamaları denemesine, öğrenmesine ve başarısızlığına izin verir (Sullivan, 1998:170).

Marr (2008) yapısal sermayeyi örgüt kültürü, rutin faaliyetler ve entelektüel varlıkların oluşturduğu bir yapı olarak tanımlamaktadır. İşletmelerde yapısal sermaye, işletmenin sahip olduğu yöntemlerden, teknolojilerden ve süreçlerden oluşur. Yapısal sermayede işletme kültürü, risk belirleme metotları, personelin yönetilme yöntemi, müşteri ve pazara ilişkin bilgi veri tabanı, iletişim sistemleri gibi öğeler yer almaktadır. Bu öğeler temel olarak, işletmenin çalışma biçimini belirleyen unsurlarıdır. Alt yapı unsurları işletme için çok önemlidir. Çünkü bu varlıklar işletmeye güvenilirlik, doğruluk, kalite ve buna bağlı olarak ta sipariş getirmektedir. Ayrıca, yapısal sermaye varlıkları, işletme çalışanları için çalışma ve birbirleri ile iletişim ortamını ve koşullarını sağlamaktadır (Brooking, 1998:84).

Yapısal sermaye işletmeye aittir ve bu paylaşılabilir, yeniden üretilebilir. Yapısal sermayeyi yaratan unsurlara bakıldığında bunların bir kısmı patentler ve telif haklarıyla güvence altına alınabilecek olan teknolojiler, buluşlar veriler vb.dir. Yapısal sermayenin bir diğer bölümü ise strateji, kültür, yapı ve sistemler, örgütsel rutin ve prosedürlerden oluşur (Arıkboğa, 2003:94).

Yapısal sermaye, optimum entelektüel performans ve sonuçta genel işletme performansı için uğraşan çalışanları destekleyen örgüt yapıları ve mekanizmalarıdır. Örgütlerde bireyler yüksek seviyede bilgiye sahip olabilirler. Ancak, işgörenlerin faaliyetlerini izlemek için zayıf sistemler ve işlemlere sahip ise, işletme olarak entelektüel sermayesi en yüksek potansiyele ulaşamayabilecektir. Bununla beraber,

güçlü yapısal sermayesi olan işletmeler, işgörenlerin bazı şeyleri denemesi, yanılması, öğrenmesi ve tekrar denemesine izin veren destekleyici kültüre sahip olacaktır. Bu durum başarıyı maksimize ederken; eğer kültür, hataları cezalandırır bir durumdaysa, başarı minimum olacaktır. (Bontis, 1998:68). Dolayısıyla yapısal sermaye unsurunun etkili olarak kullanılması, işletmenin ciddi rekabet üstünlüğü kazanmasına yardımcı olacak bir unsurdur.

1.3.2.3. Yapısal Sermayenin Bileşenleri

Yapısal sermaye kapsadığı farklı bileşenlerden dolayı örgüt sermayesi, süreç sermayesi ve yenilik sermayesi olarak da gruplandırılabilir. Örgüt sermayesi, kurumun iş yapma becerisini arttıracak örgütsel felsefe ve sistemleri kapsar. Süreç sermayesi, mal ve hizmet dağıtımını sağlayan ve geliştiren teknikleri ve yöntemleri, yenilik sermayesi ise işletmenin tescil edilmiş entelektüel varlıkları ile tüm beceri, hüner ve yeteneklerini kapsamaktadır (Pablos, 2002:289).

Yapısal sermaye, örgüt seviyesinde entelektüel sermayenin ölçülmesine imkân sunan kritik hattır. Bu sermaye türü, yapısı itibarıyla işletme etkinliğinin bir göstergesi olup, diğer entelektüel sermaye unsurlarına oranla ölçülmesi daha kolaydır (Ercan vd., 2003:76).

Yapısal sermaye ve organizasyonel sermaye formları, literatürde organizasyondaki yapı ve süreçler arasındaki görünmeyen sınırların kolektif seviyede ifade edilmesinden dolayı bir bütün olarak ele alınmaktadır. Örneğin, yapısal sermaye literatürü sık sık örgütsel zekaya ve onun içerisine gömülü olan süreçlere vurgu yapmaktadır. Fakat bazılarına göre, örgütsel seviyelerde işlev gören süreçler ve teknolojiler organizasyonel sermaye olarak tanımlanmalıdır (Swart, 2006:149). Yapısal sermayenin pek çok bileşeni olmakla beraber, örgütsel bileşenler ve bilgi teknolojilerinin bu bileşenlerin başında geldiği ifade edilebilir.

1.3.2.3.1. Örgütsel bileşenler

1980'lerde Japon yönetim anlayışını analiz eden ABD iş dünyası ulusal kültür farklılıklarının performans farklılıklarını açıklayamadığını bunu daha iyi açıklamakta olan örgüt kültürü kavramı ile karşılaştı. Schein'e göre örgüt, bireylerin ihtiyaçlarını

yalnız olarak karşılayamamalarından ortaya çıkmıştır. Böylece ortak çıkar ve amaçları için bir araya gelen insanların oluşturduğu yapılardır (Schein, 1990:98).

Örgüt kültürü, örgütsel davranışın analizinde genel bir çerçeve oluşturmaktadır. Örgütsel kültürün temel öğeleri olarak değerler, normlar, inançlar, gelenekler, törenler ve semboller çalışanların örgüt içindeki davranışları ve ilişkilerini derinden etkilemektedir. Çünkü, hiçbir insan yaşadığı toplumun kültüründen bağımsız olarak davranmadığı gibi, hiçbir işgören de örgütsel kültürden bağımsız olarak davranamaz (Çelik, 2000:117).

Entelektüel varlıklar, beşeri sermayenin bir miktar bilgiyi ve teknik bilgiyi (know how)' u kağıda aktardığında ortaya çıkmaktadır. Bilgi bir kez yazıldığında artık tanımlanmış ve kanunlaşmıştır. Bu durumda işletme entelektüel varlığı istediği şekilde kullanabilir. Bunlar kayıt altına alınmış olan, bir kağıda kaydedilen adres, çalışma masasındaki bir rapor, planlar, prosedürler, kroki ve taslaklar, çizimler, projeler ve bilgisayar programları birer entelektüel varlıktır fakat entelektüel sermaye değildir. Özellikle yasal olarak korunan bazı kalemler de entelektüel mülkiyet (mallar) olarak isimlendirilir. Bunlar, patent, telif hakkı, marka ve ticari sırlardır. Ekonomik bir gözle bakıldığında bilgi işletmesinin mevcut sahip olduğu bilgiden güncel cari kazançlar çıkarması gerekecektir. Değer yaratma basitçe, işletmenin beşeri sermayesini kapsayan faaliyettir (Öge, 2002:183-191).

i) Kültür dar anlamda bireysel görüşlerin, paylaşılan düşüncelerin, değerlerin ve normların toplamını ifade eder. Kültür daha çok yapısal sermaye unsuru olarak görülmekle birlikte, bireylerin davranışlarını büyük oranda etkilediği için insan sermayesini de belirleyen bir unsurdur. Yardımlaşmayı, paylaşmayı ve empatik ilişkiler kurulmasını destekleyen, bunları ödüllendiren bir örgüt ya da işletme kültürü, bireyler arası ilişkilerin ve iletişimin artmasını ve doğal olarak bilgi paylaşımı ve ortak çalışmayı destekleyecektir (Arıkboğa, 2003:97).

ii) Kurum kimliği, kurumun kendini tanıtmak için kullandığı yöntemlerin toplamıdır. Yönetim felsefesi ve bunun doğurduğu kurumsal davranışları içerir. "Kurum kimliği", çalışanlar, çevre ve kamuoyunun kurum imajı algılarını biçimlendirmede etkilidir. Kurum imajı, davranışları, kurumun iletişim biçimi,

felsefesi ve yapıları aracılığı ile verilen mesajlara bağlı olarak oluşur. Kurumsal imajın tasarımı için kurumsal imajın yönetimi gereklidir (Çelik ve Perçin, 2000:115).

iii) Örgüt kültürü, bir grubun dışı uyum sağlama ve iç bütünleşme sorunlarını çözmek için oluşturduğu ve geliştirdiği belirli düzendeki temel varsayımlar olarak belirlenebilir. Ayrıca, örgüt kültürü, örgüt içinde çalışan grupların keşfettiği, geliştirdiği temel fikirler ve düşünceler olarak da tanımlanabilir. Bu tanımlardan hareketle bir işletmede örgütsel değişimde nasıl bir strateji izleneceği, örgütsel kültürden yola çıkılarak belirlenebilir. Örgütsel kültürün özelliklerinin belirlenmesi; öğrenme, ilerleme ve değişmeye dönük nasıl bir dinamik kültürün oluşturulması gerektiği konusunda okul yöneticilerine yardımcı olabilir. Çünkü yenilik ve yenileşme, örgütsel davranışın değiştirilmesiyle gerçekleşebilir. İleriye dönük olarak örgütsel davranışın yönlendirilmesi, özellikle dinamik bir kültürün varlığına ve yönetimine bağlıdır. Örgütsel kültür, hem örgütsel yapıya ve hem de davranışa yönelik olarak yapılacak yeniliklerde dikkat edilmesi gereken kritik bir faktördür (Çelik ve Perçin, 2000:116).

Kısaca özetlemek gerekirse, yapısal sermayenin örgütsel bileşenleri, örgüte ilişkin hemen her şeydir denilebilir. Günümüzde örgütler yaşayan birer organizma gibi görülmektedir. Nasıl ki bir organizmanın her bir ögesi organizma için hayati öneme sahipse, örgütün bileşenlerinin de yapısal sermayede yaşamsal öneme sahip olduğu ifade edilebilir.

1.3.2.3.2. Bilgi Teknolojileri ve AR-GE

Bilgi teknolojileri, satış uygulamalarında bazı değişimleri tetiklemektedir. Bilgi teknolojileri haberleşme, iletişimi kolaylaştırması ile ticari faaliyetlerin yaygınlaşmasını, uzak mesafe işbirliklerini kolaylaştırmıştır. Bilgi teknolojileri günlük rutinleri kolaylaştırmakta, işletmenin iç ve dış ilişkilerine zaman ayırmalarını sağlaması, taleplere hızlı ve etkin bir şekilde cevap verilebilmesi ile ilişkisel pazarlama yöneliminin tetikleyici olmuştur. Bilgi teknolojileri; müşteri ilişkileri ve ilişkisel pazarlama yönetiminin geliştirilmesini destekler (Güçlü ve Sotirofski, 200:53).

Bilgi ekonomisinde bilgi tabanlı ürün ve hizmetlerin değeri, programlama hatalarının sayısı, laboratuvar deneylerinin sayısı ve yatırılan para miktarı gibi öğeler tarafından şekillenmemektedir. Çünkü burada değer, müşteri algısına bağlıdır. Bu yeni ekonominin temel faaliyeti üretim miktarının artırılması değil, değer oluşturulmasıdır (Türk ve Bengü, 2010:67).

İşletmelerin ellerindeki entelektüel varlıkları; patentler, telif hakları, teknoloji, ticari sırlar, lisanslar ve organizasyonel bilgi (veriler, müşteri dosyaları, software, organizasyonel yapı, örgüt kültürü) şeklinde sıralamak mümkündür. Entelektüel varlık hırsızlığı, işletmelerin gelir kaybından başlayarak, pazar payını kaybetmek ve hatta iflas gibi çok ağır sonuçlara neden olabilmektedir. Ekonomik ispiyon ya da sanayi hırsızlığı olarak da adlandırılan entelektüel varlık hırsızlığı, tüm sektörler arasında en çok otomotiv, ilaç ve bilgisayar alanlarında meydana gelmektedir (Doğan, 2004:21).

Entelektüel sermaye, inovasyonu içerisinde barındırmaktadır. Entelektüel sermayenin Ar-Ge ve yenilikçilik unsuruna bağımlıdır. Entelektüel sermaye unsurlarından yenilikçilik yeteneklerini inovasyon sürecinde etkin kullanabilen firmalar, sürdürülebilir rekabetçi özellik taşıyabileceklerdir (Sullivan, 1998:176).

Bilgi toplumuna geçiş sürecinin bir ürünü olan entelektüel sermayenin yapısal sermaye bileşeni, belki de en fazla teknoloji ve Ar-Ge faaliyetleri ile kendisini göstermektedir. Bu nedenle, yapısal sermayenin oluşumunda ve etkili kullanımında, teknolojinin oldukça önemli olduğu ifade edilebilir.

1.3.3. İlişkisel Sermaye

Entelektüel sermaye çalışmalarının yapıldığı işletmelerde, müşteriye olan yaklaşım geleneksel işletmelerden daha farklı bir görünüm kazanmıştır. Örneğin, Skandia'da müşteri geçici olarak ilişki kurulan kişi ya da kuruluşlar değil, karşılıklı ilişkilerle değer yaratılabilecek bir yatırım olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle müşteri ilişkileri işletmenin potansiyel kazançları, başarısı ve değerlendirilmesinde değer yaratıcı bir bölüm olarak görülmektedir (Arıkboğa, 2003:105).

İlişki sermayesi kamu kuruluşları, müşteriler, tedarik kaynakları ve lobiler gibi işletme dışında yer alan, ancak, işletme ile menfaat birliği içerisinde olan çıkar grupları ile kurulan ilişkilerden kaynaklanan sermayedir. Diğer bir deyişle ilişki sermaye, işletmenin çevresindeki farklı araçlar ile devam ettirdiği ilişkilerin değeri olarak tanımlanmaktadır (Marr, 2004:560). İlişki sermayesinin kapsamı, işletme ile işletme dışı her hangi bir örgüt, bir işletme ya da bir kişi arasında oluşan ilişkilerden meydana gelmektedir. İşletme dışı örgüt, işletme ya da kişiler; müşteriler, işgörenler, satıcılar, araçlar, anlaşma ortakları, düzenleyiciler, baskı grupları, kredi verenler, yatırımcılar ve halktan oluşmaktadır. Bu işletme ile işletme dışı ilişkiler ikiye ayrılabilir. Birincisi müşteriler, ortaklar ve satıcılarla yapılan anlaşma yükümlülükleri gibi resmi iken, bazıları gayri resmidir (Marr, 2004:561). Dolayısıyla işletmeler gerek iç paydaş, gerekse dış paydaş ilişkilerinde, ilişki sermayeye büyük önem vermektedir. Aşağıdaki bölümde, ilişki sermayesinin tanımı, önemi ve bileşenlerinin incelenmesi ayrı birer başlık altında ele alınmıştır.

1.3.3.1. İlişki Sermayesinin Tanımı

İlişki sermaye bir anlamda, sistematik bir ilişkiler bütünüdür. Entelektüel sermayesinden sistematik olarak değer elde eden çok az sayıda işletme var olmasına karşın birçoğu bu durumu arzulamaktadır. Onları bu amaca ulaşmaktan alıkoyan neden nerede ve nasıl başlayacaklarını bilmemeleridir. Entelektüel sermayelerini yönetme yeteneği geliştirmeyi arzulayan işletmeler bu bağlamda neyin yapılması gerektiği hakkında ya hiç ya da çok az bilgi sahibidirler. Bir işletmenin entelektüel sermayesi onun itici gücü, geleceğe dönük kendisini şahlandıran güçlü bir araç ve onun gizli değerini kullanma yeteneğini tanımlayan bir varlık olarak dikkate alınır. Burada yapılması gereken entelektüel sermaye unsurlarının görünür hale getirilmesi ve değer yaratacak şekilde yönetilmeleridir (Öge, 2002:191). Bunun için ise, işletme içindeki entelektüel sermaye bileşenleri ve örgütsel bileşenler arasındaki ilişkinin iyi bir şekilde yönetilmesi gerekir.

1.3.3.2. İlişkisel Sermayenin Önemi

Bilgi ekonomisinde işletmeler için, rekabet avantajı sağlayan en önemli faktör bilgi ve bilgiyi verimli kullanabilmektir. İnsan faktörü bilgiden değer üretebilmenin temelidir. Bilgi insanlar tarafından üretilir ve depolanır. Çalışanların bilgilerinin yeterliliği organizasyonun limitlerini belirler. Entelektüel sermayenin kapasite kaynağı, işletmenin deposu ve sınırlayıcı faktörüdür. Bilgi, insanlar aracılığı ile entelektüel varlıklara dönüşebilir. En iyi uygulamalar dahi insanlar tarafından analiz edilmedikçe ve uygulanmadıkça hiçbir işe yaramayacaktır (Ertuğrul, 2000:84).

Bilgi ekonomisi sürecinde, özellikle 1990'larda hız kazandığı kabul edilen yeni ekonomik düzen ile birlikte, işletmeciliğin pek çok alanında olduğu gibi değerlendirme alanında da değişikliklerin ortaya çıkması kaçınılmaz olmuştur. Piyasa değerleri ile defter değerleri arasındaki fark, büyük boyutlara ulaşan yeni ekonomi işletmelerinin değerinin, gelirler, fiyat/kazanç oranları ya da pazar payı gibi göstergelerle bulmak, artık mümkün olmamaktadır. Bu işletmelerin değerinin merkezinde, sahip oldukları entelektüel sermaye unsurları yer almaktadır (Ertuğrul, 2000:84). Bunların başında ilişkisel sermaye gelmektedir.

İlişkisel sermaye, işletme içerisindeki entelektüel sermaye unsurları arasındaki koordinasyonu sağlaması açısından büyük önem taşımaktadır. İlişkisel sermayenin iyi bir şekilde yönetilmesi, entelektüel sermaye unsurlarının daha etkili bir şekilde değerlendirilmesine olanak verir.

1.3.3.3. İlişkisel Sermayenin Bileşenleri

Fortune Dergisi her yıl, dünyanın en büyük 500 işletmesini çeşitli kriterlere göre sıralamaktadır. Fortune 500 listesinin satışlar, defter değeri ve aktif büyüklüğü gibi kriterlere göre hazırlanmış sıralamasında Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş., OMV Petrol Ofisi gibi eski ekonominin yüksek miktarda maddi varlıklara sahip işletmeleri, hala en üst sıralarda yer almaktadır (<http://www.fortuneturkey.com/fortune500-2012/default.asp>). Söz konusu araştırmanın piyasa değeri kriterine göre hazırlanmış listesinde ise yeni ekonomi işletmeleri, hakimiyeti tamamen ele geçirmiş durumdadır. Listenin ilk basamaklarına yazılım, bilgi teknolojileri, internet, farmakoloji gibi yoğun entelektüel sermayeye sahip sektörlerde faaliyet gösteren

işletmeler yerleşmiş durumdadır (Ertuğrul, 2000:85-86). İlişkisel sermayenin bileşenlerini de çeşitlendirmek mümkün olsa da, genel olarak müşteri, kamu ve yatırımcı ilişkileri şeklinde üç ana başlıkta incelemek mümkündür. Çalışmanın devam eden bölümünde, bu üç bileşenin incelenmesine yer verilmiştir.

1.3.3.3.1. Müşteri İlişkileri

İlişkisel sermayenin önemli bileşenlerinden biri de müşteri sermayesidir. Müşteri sermayesinin odak noktası pazarlama kanalları ve müşteri ilişkileridir. Müşterilerin beklentilerini, ürün ve hizmet olarak ne istediklerini daha iyi anlayan işletmeler önde olurken, diğerleri takipçileri olacaktır. Yapısal ve ilişkisel entelektüel sermaye unsurlarına göre müşteri sermayesini geliştirmek çok daha zordur. Çünkü müşteriler, işletme dışı öğelerdir. Müşteri sermayesinin özünü işletme dışı ile olan ilişkiler bağlamındaki bilgiler oluşturur. Müşteri sermayesi aynı zamanda uzun ömürlülüğün bir fonksiyonu olarak ölçülmektedir. Yine bu sermayenin işletme dışı olmasından dolayı, sistemleştirilmesi de oldukça zordur (Bontis, 1998:69).

Müşteri sermayesi ortaklar, tedarikçiler ve müşteriler ile ilişkiler ve işbirlikleri, organizasyonun imajı ve marka değerini kapsar. Müşteri sermayesi, entelektüel sermaye bileşenleri arasında en yakın zamanda dikkat çekmeye başlayan ve giderek en önemli olan bileşenidir. “Müşteri daima haklıdır”, “müşteri velinimetimizdir” sloganları her zaman söylenmiş, birçok şirkette göstermelik pazarlama departmanları kurulmuş; fakat müşteri odaklı zihniyet çok yavaş gelişmekte olup, müşteriye kulak vermek, onu dinlemek, en önemlisi de istediğini yapabilmek henüz pek az şirketin beceri alanı içine girmiştir. Geçmiş dönemlerde ucuz sermaye, hammadde ve işçinin peşinden giden küresel yatırımcılar, artık tüketicinin peşine gitmeye başlamışlardır. Price Waterhouse Coopers’ın yaptığı bir araştırmaya göre, dünyaca ünlü şirketlerin CEO’larının %71’i, önümüzdeki yıllarda yatırım yapacakları ülkelerin Brezilya, Rusya, Çin ve Hindistan olduğunu söylemiştir. Bunun nedenini de “*tüketickiye yakınlık*” olduğunu belirtmişlerdir (<http://www.pwc.com/>). Müşteri sermayesinin önemini yine ünlü yönetim vizyoneri Drucker 1950’lerde, daha dünya yığınsal üretim felsefesiyle uğraşırken fark etmiş ve her işin temel amacının müşteri yaratmak olduğunu söylemiştir. Günümüzde müşteri sermayesi giderek daha fazla fark edilmekte ve bir yandan var olan müşteri

ihtiyaçlarını fark edip diğer yandan proaktif pazarlama yöntemiyle yeni ihtiyaçlar yaratarak müşteriye üstün değer sunan ve bunu tedarikçileri, dağıtımçıları, iç müşterileri, şirketteki diğer departmanlar ve toplum ile bütünleşerek yapan, Kotler'in tanımıyla *bütünleşik pazarlama anlayışı* gündeme gelmiştir (Özbaşar, 2006:644).

Günümüz işletmeciliğinde temel amaç, kâr yüksekliğinden piyasa değerinin yüksekliğine dönüşmüş durumdadır. Yani, daha çok kâr eden ya da daha çok satış hasılatı elde eden işletmeler değil, piyasa fiyatını en yükseğe çıkaran işletmeler, bu amaca yaklaşmış olacaktır. Günümüz ekonomisinde piyasa en yüksek primi, entelektüel sermayeye vermektedir. Bu durumda entelektüel sermayeye sahip olmak ve onu ortaya çıkarmak, işletmelere önemli bir rekabet avantajı sağladığı gibi, işletmenin piyasa değerinin oluşmasına da katkı sağlamaktadır (Ertuğrul, 2000: 92).

Bir firmanın müşterileri ile olan ilişkileri, örgütsel sermayeye katkı sağlamaktadır ve hissedar değerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Bu nedenle ilişkisel sermayenin değeri dikkatli bir şekilde anlaşılmalı ve yönetilmelidir. Müşteri sermayesi, organizasyonun müşteri, tedarikçi ve toplumun geri kalan kesimleriyle ilişkilerinin değerini ortaya koyar ve söz konusu kişilerin organizasyona bağlılıklarını ifade eder. Entelektüel sermayenin üç genel unsuru (insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi) içerisinde değeri en belirgin olan müşterilerdir. Günümüzde işletmelerin temel amaçlarından biri olan kârı elde edebilmelerinin gerekli araçlarından birisi müşteri memnuniyetini sağlamaktır (Yörük ve Erdem, 2008:400).

Müşteri sermayesi; müşteriler, müşteri sadakati, işletme adı, markalar, dağıtım kanalları, lisans anlaşmaları, nitelikli sözleşmeler, işbirliği ve franchising (imtiyaz) anlaşmalarından oluşmaktadır. Bu öğelerin tamamı işletmenin müşteri, müşteri grupları ya da ilgili gruplarla olan ilişkilerinde değer yaratıcı bir etkiye sahiptir. Bundan hareketle ilişkisel sermaye, entelektüel sermaye varlıkları için önemli bir kaynağı teşkil etmektedir (Aşıkoğlu vd., 2008:73).

Günümüzde müşteriler, eskiye göre daha fazla değer görmektedir. Eskiden “işine geliyorsa al” gibi bir anlayış hakimken, günümüzde ise “müşteri her zaman haklıdır” anlayışı hakim olmuştur. Bunda müşterilerin rekabette değerlerinin anlaşılmasının da önemi olduğu ifade edilebilir.

1.3.3.3.2. Kamu İlişkileri

Enformasyonun ve taşıdığı ekonomik gücün mal ve hizmet akışı yönüne kaymasıyla firmaların müşteri ilişkilerini yeni bir anlayışla yönetmesi hayati bir önem kazanmıştır. Firmalar tıpkı elemanlarına ve yapılarına yaptıkları gibi, müşterilerine de yatırım yapmak zorundadır. Müşteri sermayesi, birçok bakımdan insan sermayesine benzer. İnsanlara sahip olamayacağınız gibi müşterilere de sahip olamazsınız. Ama tıpkı bir kuruluşun çalışanlarına sırf bireyler olarak değerlerini arttırmaları için değil, şirket adına bilgi varlıkları yaratmaları için de yatırım yapmasında olduğu gibi, bir şirket ve müşterileri de müşterek ve şahsi mülkiyetlerindeki entelektüel sermayeyi geliştirebilirler. Bunlar bir getiri beklentisiyle yapılmış gerçek yatırımlardır. Eğer akıllıca yatırımda bulunulursa, tıpkı insan sermayesine yapılan doğru yatırımların çalışanların yanı sıra hissedara da değer yaratmasında olduğu gibi bir getiri elde etmek mümkündür (Özbaşar, 2006:644-645). Bu nedenle işletmelerin kamuyla ilişkilerinin, ilişkisel sermayenin gelişmesinde büyük önem arz ettiği ifade edilebilir.

1.3.3.3.3. Yatırımcı İlişkileri

Pulic 'e göre işletmenin piyasa değeri, özellikle entelektüel sermayeden kaynaklanmaktadır. Adı geçen araştırmacı, işletme içerisindeki maddi ve maddi olmayan varlıkların değer yaratma etkinlikleri hakkında bilgi veren VAIC-EKDK (Value Added Intellectual Capital-Entelektüel Katma Değer Sermayesi) metodunu geliştirmiştir. Bu metot, işletmenin üç girdisinin etkinliğini ölçmektedir. Bu üç girdi; yatırılan (klasik) sermaye, insan sermayesi ve yapısal sermayeden oluşmaktadır. Bu üç girdinin etkinlik toplamı VAIC-EKDK değerini vermekte olup; bu değer yüksek olması işletmenin değer oluşturma potansiyelinin yüksek olduğunu göstermektedir. Özünde VAIC-EKDK, her bir kaynağa yapılan bir birimlik parasal yatırım başına, ne kadar yeni değer oluşturulduğunu ölçmektedir. Yüksek etkinlik katsayısı, işletme kaynaklarının kullanımı ile yüksek değer oluşturulduğunu göstermektedir (Özbaşar,2006:647). Yatırımcı ilişkileri, ilişkisel sermayenin önemli bir unsuru olup, işletmeye nakit akımı sağlayan ve işletmenin rekabette üstünlük elde etmesini sağlayan önemli bir bileşendir.

İKİNCİ BÖLÜM

ENTELEKTÜEL SERMAYENİN KURAMSAL ANALİZİ

Kavramsal olarak ele alınan entelektüel sermayenin, kuramsal olarak da ölçülmesi, raporlanması ve yönetilmesi gerekir. Zira bir işletmede, gerek finansal gerekse finansal olmayan performansın ölçümünde oldukça önem arz eden bir konu, işletmenin sermaye bileşenlerini ne derece yönetebildiğidir. Bu nedenle, entelektüel sermayenin iyi bir şekilde kuramsal analizinin yapılması, yapılan analizin sonuçlarına göre yönetim modellerinin geliştirilmesi gerekir. Çalışmanın bu bölümünde, entelektüel sermayenin kuramsal olarak ölçülmesi, muhasebeleştirilmesi ve yönetilmesi konularına değinilmiştir.

2.1. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ÖLÇÜLMESİ

Entelektüel sermayenin iyi bir şekilde yönetilmesi için, öncelikle ölçülmesi gerekir. Yalnızca entelektüel sermayenin yönetiminde değil, herhangi bir işletme sürecinde de, yönetimin başarılı olabilmesi için gerekli olan önemli koşulların başında, doğru analiz ve ölçüm yöntemleri gelmektedir. Bunu bir anlamda teşhis ve tedavi ilişkisine benzetmek mümkündür. Nasıl ki bir hekim, doğru tedavi ile başarılı bir işlem yapmak istediğinde, birinci şart hastalığı doğru teşhis etmekse, benzer şekilde entelektüel sermaye yönetiminde de öncelikle mevcut durumun iyi bir şekilde analiz edilmesi gerekir.

Her ne kadar literatürde entelektüel sermaye ve bileşenlerine ilişkin yapılan tanımlar ve genel özellikler benzerlik gösterse de, entelektüel sermayenin ölçümünde kullanılan yöntemler çeşitlilik gösterebilmektedir. Esasen bu yöntemlerin büyükçe bir bölümü aynı kavramı, farklı değişkenler kullanmak suretiyle tanımlasa da, literatürde ön plana çıkan bazı yöntemler çalışmanın devam eden bölümünde ele alınmıştır.

2.1.1. Entelektüel Sermayenin Ölçülmesinin Gerekliliği

Entelektüel sermayenin işletmeler açısından oldukça önemli bir rekabet unsuru olması, bununla beraber esnek ve karmaşık bir yapı sergilemesi, bu sermaye türünün ölçülmesini bir zorunluluk haline getirmiştir (Türk ve Bengü, 2010: 79).

Yöneticilerin çoğu, örgütün amaçları doğrultusunda kullanabilecekleri entelektüel sermayenin değerini tam olarak ölçemediklerinden, işletmelerin kaynak yapılarını yanlış algılayabilmektedirler. Bu nedenle, entelektüel varlıklar etkin olarak sürece katılamamakta ve değer yaratma süreci bundan zarar görmektedir. Entelektüel sermayeyi ölçmenin başlıca nedenleri şu şekilde sıralanabilir (Ercan vd., 2003:81) :

- Yöneticilerin işletmelerin değer yaratan unsurlarını anlamalarını kolaylaştırmak,
- İşletme performansının değerlendirilmesinde kullanılacak güvenilir bir değerlendirme aracı elde etmek,
- Finansal kaynak bulma süreci içerisinde, işletmelerin ödeme güçlerinin belirlenmesinde kullanılacak, güvenilir bir ölçüt elde etmektir.

Entelektüel sermayenin ölçülmesi konusu içerisinde bazı sorunları barındırmaktadır. Entelektüel sermayenin özünü bilgi ve bileşenleri teşkil etmektedir. Soyut varlıklar olması ve işletmeden işletmeye farklılık arz etmesi nedeniyle bilgi ve bileşenlerini ölçmek maddi varlıklara nazaran daha zor ve karmaşık bir hal almaktadır. Böyle olmakla birlikte işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermaye değerlerinin ölçülmesine yönelik doğrulukları endişeli olmakla birlikte çeşitli yaklaşım ve teknikler sunulmaktadır (Çıkrıkçı ve Daştan, 200: 23).

Entelektüel sermayenin ölçülmesinin bir ihtiyaç olmasının yanı sıra, bu ölçüm işletmelere birçok faydalar da sağlayacaktır. Bu faydalar şöyle sıralanabilir (Aşıkoğlu vd., 2008:82):

- Maddi olmayan varlıkları teşhis etme ve ayrıntılarıyla planlama,
- İşletme içinde bilgi akışı modellerini tanıma,
- Kritik bilgi meselelerini önceliklendirme,
- İşletme içinde öğrenme modellerini hızlandırma,

- En iyi uygulama için güçlü bir olurluk incelemesi sunarak, işletme içinde en iyi uygulamaları teşhis etme ve yayma,
- Aktif değerinin denetlenmesinde ve değer artırma yollarını aramada,
- Bilginin nasıl karşılıklı ilişkiler oluşturduğunu anlamada,
- Kurumsal sosyal ağlar anlayışı ve değişim temsilcilerini teşhis etme,
- Yenilikte (buluşta) artış,
- Ortak faaliyetleri artırmak ve bilgi yönetiminin yararlarını artan farkındalığı sonucu kültürü paylaşan bir bilgi,
- İşgörenin kurum algısının ve motivasyonunun artması,
- Performansa dayalı bir kültür oluşturma.

Belirtilen gerekçelerden de görüleceği gibi, entelektüel sermayenin ölçülmesi, hem işletmenin mevcut durumunu iyi bir şekilde analiz etmesi ve stratejik plan yapması, hem de geleceğini daha iyi bir şekilde planlamasında gereklidir. Bunun yanında, entelektüel sermayenin iyi bir şekilde yönetildiğinde elde edilecek avantajlardan yararlanabilmek, ya da iyi yönetilmediği zamanki dezavantajlardan kaçınmak için, entelektüel sermayenin ölçülmesi önem arz etmektedir. Devam eden bölümde, bu ölçümün nasıl yapılacağı incelenmiştir.

2.1.2. Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçüm Yöntemleri

Entelektüel sermayenin günümüzde öneminin artması ve stratejik değere sahip olması ölçülmesi ve raporlanmasını da önemli bir duruma getirmiştir. Örgütlerin ihtiyaç duydukları stratejik, işlemsel ve finansal bilgiyi zamanında elde edip kullanamamaları yeni ekonomik anlayışta büyük bir riski de beraberinde getirmekte ve örgütler için tehdit olarak değerlendirilmektedir. Ancak günümüzün ölçme ve raporlama sistemleri örgütlerin sahip oldukları maddi olmayan varlıkların değerini net olarak ortaya koyamamakta ve açıklayamamaktadır (Şimşek ve Kınır, 2006:83).

Daha önce de ifade edildiği gibi, entelektüel sermayenin ölçüm yöntemleri, kullandıkları değişkenler ve bu değişkenleri ifade etme şekillerine göre farklılık gösterebilmektedir. Ancak genel olarak değerlendirildiğinde, bu yöntemler, sadece aynı kavramı farklı oranlar ya da değerlerle ifade etmekten başka bir şey değildir. Literatürde en fazla kullanılan yöntemler, PD/DD oranı, Tobin Q oranı, Ekonomik Katma Değer Yöntemi ve Hesaplanmış Maddi Olmayan Değerler yöntemidir. Bunların dışında beşeri sermayeyi, yapısal ve ilişkisel sermayeyi ayrı ayrı ele alan, entelektüel sermayeyi unsur bazında da değerlendiren yöntemler bulunmaktadır. Entelektüel sermayenin ölçülmesinde görünür faydalara ulaşmadan önce, işletmelerin takip etmesi gereken bazı adımlar vardır. Bu adımlar şu şekilde sıralanabilir (Ertuğrul, 2000:95):

- Bilginin rolünü ve entelektüel sermayenin doğasını fark etmek ve anlamak,
- İşletmede yerleşmiş ortak bir dil oluşturmak. Örneğin insan sermayesi gibi terimlerin kullanımında tekdüzelik sağlamak,
- İşletme için entelektüel sermaye unsurlarını uygun bir şekilde tanımlamak,
- Bu unsurları tutarlı bir yapı içine yerleştiren bir ölçüm modeli geliştirmek,
- Yöneticilere rehberlik eden ve ödüllendiren, destekleyici yönetim süreçlerini de içeren ölçüm sistemleri sunmak,
- Ölçüm sürecinin anahtar yönlerinin sürekliliğini sağlamak için tarafsız danışmanlar ve araştırmalardan yararlanmaktır.

Geleneksel performans yönetim sisteminin temelini oluşturan sermaye getirisi ve hisse başına kâr gibi ölçütler, işletmelerin gerçek performanslarını göstermek konusunda yetersiz kalmaktadır. Bu muhasebe yönelimli yaklaşımlar, entelektüel sermayenin değer yaratma ve performans değerlendirme sistemi içerisindeki önemini vurgulamaktan uzaktırlar. İşletme yöneticilerinin çoğu, kullanabilecekleri entelektüel sermayenin değerini tam olarak ölçemedikleri için işletmelerin kaynak yapısını yanlış algılayabilmektedirler. Bu nedenle, entelektüel varlıklar etkin olarak yönetilememekte ve değer yaratma süreci bundan zarar görmektedir. Entelektüel sermayeyi ölçmenin başlıca nedenleri şunlardır (Ercan, vd, 2003: 122):

- Yöneticilerin işletmelerin değer yaratan unsurlarını anlamalarını kolaylaştırmak,
- İşletme performansının değerlendirilmesinde kullanılacak güvenilir bir değerlendirme aracı elde etmek,
- Finansal kaynak bulma süreci içerisinde, işletmelerin ödeme güçlerinin belirlenmesinde kullanılacak güvenilir bir ölçüt elde etmektir.

Entelektüel sermayenin ölçülmesi ve raporlanması işletmelere pek çok açıdan rekabet avantajı sağlamaktadır. Bu avantajlar şöyle sıralanabilir (Acar ve Dalğar, 2005:33) :

- İşletmelerin görünmeyen entelektüel varlıklarının görünür biçimde ortaya konulması, işletmenin fon bulma olanaklarını önemli ölçüde arttıracaktır. İşletmeler, kredi kuruluşlarına sahip oldukları entelektüel varlıkları teminat olarak gösterebilirler.
- Halka açık olan ya da açılmayı planlayan bir işletmenin entelektüel sermayesini ve bunun gelecekte yaratacağı muhtemel gelir potansiyelini göstermesi, işletmenin hisse senetlerinin piyasa performansını artırıcı etki yapacaktır.
- Yüksek piyasa değerine sahip işletmeler satın alma ve birleşme gibi özel finansal durumlarda bu yüksek değerlerinin kaynağını yatırımcılara gösterebilme olanağına sahip olabilmektedirler.
- Halka açık olmayan bir işletme herhangi bir amaçla değerlendirirken ölçülmüş entelektüel sermaye, satıcı işletme için pazarlık unsuru olacak ve işletmenin satış fiyatını artırıcı etki yapacaktır.
- Entelektüel sermayenin ölçülerek rakamlaştırılması, yeni ekonomi kurallarına uyum sağlamada, işletmenin rakip işletmeler karşısında durumunun analiz edilerek üstün ve zayıf yanlarının tespit edilmesini ve zayıf yanlarının geliştirilmesi çabalarının hız kazanmasına katkı sağlar.

Bu bilgilerden de görüleceği gibi, entelektüel sermayenin ölçümünde çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Literatürde kabul gören en fazla kullanılan yöntemler devam eden bölümde incelenmiştir.

2.1.2.1. Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemi

Bir işletmenin aktiflerini finanse etmek üzere kullandığı öz kaynaklarının hisse senedi başına düşen payı, o işletmenin hisse senetlerinin defter değerini göstermektedir. Bu değer, işletmenin tasfiyesi halinde, bir hisse senedinin alabileceği minimum değeri göstermektedir. Firmanın dolaşımdaki hisse senetlerinin, belli bir tarihte işlem gördüğü piyasa fiyatının, aynı tarihteki hisse senedi başına düşen sermaye payına bölünmesi Piyasa Değeri/Defter Değeri oranını vermektedir. (Çetin, 2005:364).

Uygulamada entelektüel sermaye bir işletmenin hisselerinin pazar değeri ile defter değeri arasındaki marj olarak nitelendirilmektedir. İşletmelerin hisse senedi fiyatları, yatırımcıların entelektüel sermayeye ayırdıkları değerleri de içermektedir (Uzay ve Savaş, 2003: 167).

Piyasa Değeri (PD) = Hisse Senedi Fiyatı x Toplam Hisse Senedi Sayısı

Defter Değeri (DD) = Aktif Toplamı – Borç Toplamı = Özkaynaklar

Entelektüel Sermaye = Piyasa Değeri – Defter Değeri

Entelektüel Sermaye Performansı= Piyasa Değeri / Defter değeri

PD/DD oranı sadece borsada hisse senetleri işlem gören işletmeler için uygulanabilmektedir. Hesaplanmasında kullanılacak verilerin kolay elde edilmesi, karşılaştırılması ve basitliği yöntemin avantajını oluşturmaktadır (Çıkrıkçı ve Daştan, 2002:24).

PD/DD oranı zaman içinde düşme eğiliminde ise, işletmenin maddi olmayan varlıklarının değeri de düşmektedir. Bu durumla karşı karşıya kalan bir işletmenin maddi olmayan varlıklarını iyi yönetemediğini söylemek mümkündür (Çelik ve Perçin, 2000:115).

Kolay ve anlaşılır bir metot olmasına rağmen sakıncalı tarafları bulunmaktadır. Özellikle sermaye piyasalarının işleyişi tam oturmamış ülkelerde, işletmelerin piyasa değerine etki eden işletme dışında gelişen faktörler mevcuttur.

Bunların belli başlıları, ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar, sektörel sorunlar, spekülatif hareketlerdir. Defter değerinin belirlenmesinde ise muhasebe standartlarının uygulanmasında, özellikle amortisman hesaplarında ortaya çıkan boşluklar sağlıklı bir entelektüel sermaye değeri belirlenmesinde engel teşkil etmektedir (Emrem, 2003:609).

İşletmenin piyasa değerinin işletme faaliyetlerinde bağımsız bir şekilde dış faktörlerden etkilenmesi, defter değerinin çoğu zaman amortisman ayırma ve değerlendirme yöntemlerindeki farklılıklar gibi nedenlerle daha düşük görünmesi gibi hususları dikkate almaması bu yöntemin sakıncalı yönlerini oluşturmaktadır (Aslanoğlu ve Zor, 2006:160).

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı zaman içinde rakiplerle ya da diğer sektörlerle karşılaştırıldığında gerekli iyileştirme ve koruma çabalarını harekete geçirecek bir uyarı işlevi görmektedir. Bununla birlikte, yasal düzenlemeler, arz koşulları, piyasanın genel durumu, yatırımcıların işletmenin kâr sağlama potansiyeli hakkındaki beklentileri, yabancı piyasalardaki sektörel politikalar, medya ve politik etkiler, söylentiler gibi işletmenin değerini etkileyen dış faktörler nedeniyle, işletmenin piyasa değeri faaliyetlerinden bağımsız olarak sık sık ve bazen de büyük boyutlarda değişebilmektedir. Ancak dış etkiler bağlı bu faktörlerin ya da hisse senedi borsasında genel olarak yükseliş ya da düşüş beklentilerinin, muhtemelen bir sektördeki işletmelerin hepsini aşağı yukarı eşit ölçüde etkilemesi nedeniyle, bu olumsuzluklar süzgeçten geçirilerek önemli ölçüde giderilebilmektedir (Çelikkol ve Yıldız, 2003:619-620).

Piyasa değerinin defter değerine oranı, literatürde en fazla kullanılan yöntemlerden birisidir. Bu yöntemin en büyük özelliği, diğer yöntemlere göre uygulamasının daha kolay ve daha fazla uygulanabilir olmasıdır. Çalışmada, Hesaplanmış Maddi Olmayan Varlıklar Yöntemi' nin gayrimenkul yatırım ortaklıklarına uygulamada veri sıkıntısı yaşanırken, PD/DD yöntemi en kolay

uygulanan yöntem olmuştur. Bir diğer sık kullanılan ve kolay yöntem ise Tobin Q yöntemidir. Bu yöntem, devam eden bölümde incelenmiştir.

2.1.2.2. Tobin Q Oranı Yöntemi

Tobin Q oranı gibi entelektüel sermayenin ölçülmesine ilişkin genel piyasa modelleri, itimada değer olarak kabul edilirken, henüz entelektüel sermayenin ölçülmesine dair genel kabul gören bir yöntem geliştirilememiştir. Ancak Arthur Andersson'un Entelektüel Varlıkları Değerleme 1992 özel raporunda, marka isimleri gibi, soyut varlıkları entelektüel varlık olarak ölçebilmeyi amaçlayan değerlendirme modelleri geliştirmeye yönelik çeşitli girişimler olmuştur (Bayazıtlı, 2000:123).

Tobin Q oranında, faiz oranlarından bağımsız olarak, işletmenin varlıklarının yerine koyma maliyetleri kullanılmaktadır. Bu yöntem Piyasa Değeri / Defter Değeri yöntemine çok benzemektedir. Ancak Tobin, hesaplamada defter değeri yerine, yerine koyma maliyetini kullanmıştır. Tobin Q oranı; işletmenin piyasa değerinin, işletmenin mevcut varlıklarının yerine koyma maliyetine oranıdır. Eğer işletmenin yerine koyma maliyeti, işletmenin piyasa değerinden düşük ise ya da diğer bir ifadeyle Q değeri 1'den büyük ise, işletme diğer benzer işletmelere göre daha fazla kâr sağlıyor demektir. Teknoloji ve insan sermayesi varlıkları ile bağlantılı olarak yüksek Q değerleri, işletmenin bu varlıklardan daha fazla edinebileceğini göstermektedir (Çetin, 2005:365).

Tobin Q oranı, bir varlığın piyasa değerini yerine koyma maliyeti ile karşılaştırır. Tobin bu oranı faiz hadleri gibi makroekonomi faktörlerinden bağımsız olarak şirket yatırım kararlarını öngörmenin bir aracı olarak geliştirmiştir (Çelik ve Perçin, 2000:115).

$$Q = \text{Piyasa Değeri} / \text{Sabit Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti}$$

Tobin Q oranı ile Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı yöntemi aynı sektörde faaliyette bulunan, aynı piyasalara hizmet sunan ve benzer türde maddi varlıklara sahip olan işletmelerin maddi olmayan varlıklarının karşılaştırılması ve işletmenin entelektüel sermayesinin değerinde yıllar itibarıyla gerçekleşen değişikliklerin karşılaştırılması için uygun yöntemlerdir. Ayrıca işletmenin borsada oluşan değerinin

spekülatif ataklar gibi dış koşullardan etkilenmesi yöntemin doğru sonuçlar vermesini olumsuz olarak etkilemektedir (Çıkrıkçı ve Daştan, 2002:25). Dolayısıyla Tobin Q yöntemi, spekülasyonlara daha fazla duyarlı olan bir yöntemdir.

Çalışmada, Tobin Q yöntemi, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında dağılımın daha homojen çıkmasına neden olmuştur. Öte yandan PD/DD yönteminde farklar çok daha fazladır. Ancak oranlar incelendiğinde, spekülatif değerlerin de sonuçlara yansıdığı yorumunu getirmek mümkündür.

2.1.2.3. Ekonomik Katma Değer Yöntemi

Değere dayalı yönetim, ilk başlarda işletme stratejisi ve hissedar değerinin fonksiyonel ve değer yaratan unsurlarını birleştiren kapsamlı bir performans ölçüm ve yönetim sistemi olarak, ekonomik katma değer çerçevesinde ortaya çıkmıştır. 2000’li yıllarda değere dayalı yönetim anlayışı büyük bir gelişme göstererek tek boyutlu bir finansal ölçüm aracı olmaktan çok, gerçek bir performans değerlendirme sistemi haline gelmiştir (Ercan vd., 2003:130). Ekonomik katma değer, (EVA) iki farklı yöntemle hesaplanabilmektedir. Bu yöntemlerle ilgili formüller ve açıklamalar aşağıdaki gibidir (Ercan vd., 200:130):

$$(1) \text{EKD} = (\text{FK} - \text{DV}) - (k_0 \times \text{YS})$$

$$= (\text{Faaliyet Kârı} - \text{Düzeltilmiş Vergiler}) - (\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} \times \text{Yatırılan Sermaye})$$

$$(2) \text{EKD} = (\text{YSG} - k_0) \times \text{YS}$$

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

Formülde yer alan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (k_0), her kaynağın toplam kaynaklara oranları ile kendi maliyetlerinin çarpımlarının toplamına eşittir (Usta, 2005:92). Öte yandan bu yöntemde, ortalama sermaye maliyetinin tayininde yaşanan güçlükler ve düzeltilmiş vergiler, sonuçlar üzerinde etkili olduğundan,

yöntem bazı güçlükler taşımaktadır. Bir diğer sık kullanılan yöntem, hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemidir.

2.1.2.4. Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi

İşletmelerin bankalardan kredi taleplerine, bankaların kredi limitlerinin ve şartlarının belirlenmesinde teminat olarak sahip olunan maddi varlıklara göre hareket etmeleri, bilgi yoğun işletmelerin maddi varlıklar yönünden istenen düzeyde olmamaları nedeniyle istedikleri krediyi almalarına engel oluyordu. Araştırma merkezlerince, bilgi yoğun işletmelerin maddi olmayan varlıklarının değerlerinin ortaya konması durumunda, kredi konusunda bu işletmelere daha ılımlı davranılacağı varsayımı ile bu yöntem geliştirilmiştir (Çıkrıkçı ve Daştan, 2002: 25).

Bu yöntem finansal tablolardan alınan değerler temel alınarak uygulanması, bilgilerin kolay elde edilmesi ve gerek sektör içinde gerekse sektörler arasında PD/DD ve Tobin Q oranına göre daha gerçekçi ve karşılaştırılabilir sonuçlar vermesi yöntemin olumlu yönlerini oluşturmaktadır. Yöntemin dezavantajı ise, diğerlerine nazaran karmaşık oluşu ve daha çok zaman alıcı olmasıdır (Çelik ve Perçin, 2000:117).

Bu yöntem, getiri fazlalığının ölçülmesinde kullanılan sektör ortalamasının uç değerlerden alınması nedeniyle oldukça yüksek ya da düşük değerlerin hesaplanmasına neden olabileceği ve maddi olmayan varlıkların net bugünkü değerinin sermaye maliyetince belirlenmesinin gerçeği yansıtmayacağı, bunun yerine uç değerler sakıncasını taşımakla birlikte, sektör ortalamasının alınmasının daha doğru olacağı belirtilerek eleştirilmiştir (Önce, 1999:41). Bu yönteme göre maddi olmayan varlıkların değerinin hesaplanması sürecinde uygulanan adımlar şu şekilde özetlenebilir (Stewart, 1997:105) :

1. Adım: İşletmenin üç yıl içindeki vergi öncesindeki kârının ortalaması hesaplanır.

2. Adım: Maddi varlık değerlerinin ortalaması dönem sonu bilançodan alınarak üç yılın ortalaması hesaplanır.

3. Adım: Kâr ortalaması maddi varlıkların ortalama değerine bölünerek maddi varlıkların getirisi bulunur.

4. Adım: Sektörün üç yıl için gerçekleşmiş maddi varlıklar getiri oranı hesaplanır. Eğer işletmenin maddi varlıklar getiri oranı sektör ortalamasının altında ise bu yöntem kullanılamayacaktır.

5. Adım: Eğer getiri oranı sektör ortalamasının üstünde ise getiri fazlası hesaplanır. Sektörün maddi varlıklar getiri oranıyla işletmenin maddi varlıklar getirisi çarpılır. Elde edilen değer, sektördeki ortalama bir işletmenin bu büyüklükteki maddi duran varlıklarından elde edeceği miktarları göstermektedir. Bu değer işletmenin ilk adımda ortaya çıkan vergi öncesi kârından çıkartılarak işletmenin ortalama bir işletmeden ne kadar fazla kâr ettiğini gösteren değer bulunur.

6. Adım: Üç yıl için ortalama vergi oranı hesaplanarak fazla elde edilen değerle çarpılır. Vergi sonrası büyüklüğe ulaşmak için getiri tutarından düşülür. Bu da maddi olmayan değerlere ait primdir.

7. Adım: İşletmenin sermaye maliyeti esas alınarak primin net bugünkü değeri hesaplanır. Bulunan değer işletmenin maddi olmayan varlıklarının hesaplanmamış değeridir ve bilançoda bulunmamaktadır.

Diğer yöntemlere göre bu yöntem, biraz daha uzun bir süreç almaktadır. Öte yandan, diğer yöntemlere göre daha fazla değişkeni içermesi bakımından, sonuçlarının daha kapsamlı olduğu ifade edilebilir. Bunun dışında, entelektüel sermayenin unsurlar bazında da ölçümü söz konusudur. Devam eden bölümde, entelektüel sermayenin unsurlar bazında ölçüm yöntemlerine yer verilmiştir.

2.1.3. Entelektüel Sermayenin Unsurlar Bazında Ölçülmesi

Entelektüel sermaye, işletme bazında ölçülebileceği gibi, unsurlar bazında da ölçülebilir. Bunlardan en sık kullanılan yöntemler şunlardır :

- Skandia Kılavuzu,
- Ante Pulic'in Entelektüel Katma Değer Katsayısı (VAIC) Yöntemi,
- Entelektüel Sermaye Endeksi,
- Teknoloji Anketi,
- Dengelenmiş Skor Kartı Yöntemi,

- Maddi Olmayan Varlıklar Cetveli Yöntemi.

2.1.3.1. Skandia Kılavuzu

İsveç merkezli bir sigorta ve finans şirketi olan Skandia, entelektüel sermayenin ölçülmesi ve raporlanması konusunda ilk çalışmalardan birini gerçekleştirmiştir. Skandia Kılavuzu modeli bu şirkette çalışan ve dünyada ilk entelektüel sermaye yöneticisi unvanlı kişi olan Leif Edvinsson tarafından ortaya atılmıştır. Yöntem ilk kez 1993 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Daha sonra birçok işletme tarafından uygulanmıştır (Yalama, 2005:84).

Entelektüel sermaye kılavuzunun zayıf yönlerine rağmen birçok araştırmacı Skandia'nın maddi olmayan varlıkları ölçmek için sınıflandırma konusunda diğerlerini cesaretlendirici rolünün büyük olduğunu ve örgütlerde neyin değer yarattığı konusunda geleneksel varsayımların ötesine geçtiğini kabul etmektedir. Petty ve Guthrie bu çalışmanın daha çok, süreçle ilgili olduğunu söylemektedir. Bir firmanın toplam piyasa değeri finansal sermayesinin ve entelektüel sermayesinin toplamına eşittir. Entelektüel sermayenin unsurları insan sermayesi ve yapısal sermayedir. Yapısal sermaye, örgütsel sermaye ve müşteri sermayesi olarak ayrılabilirken örgütsel sermaye de buluşçuluk sermayesi ve süreç sermayesi olarak ayrılmaktadır (Akmeşe, 2006:91). Bu yöntem, hem ölçüm yöntemleri arasında daha eski olması, hem de birçok çalışmada denenmesi nedeniyle, oldukça gelişmiş bir yöntem olarak ifade edilebilir.

2.1.3.2. Ante Pulic'in Entelektüel Katma Değer Katsayısı (VAIC) Yöntemi

Ante Public tarafından geliştirilen bu yöntem yeni ölçüm sistemleri arasında yer almaktadır. Modelin birebir Türkçe karşılığı "Katma Değer Entelektüel Katsayısı" olmakla birlikte Türkçe literatürde daha çok "Entelektüel Katma Değer Katsayısı" olarak kullanılmaktadır. VAIC aşağıda belirtilen üç göstergenin toplamıdır (Yalama, 2005:89):

Kullanılan Sermaye Etkinliği (Capital Employed Efficiency-CEE)

İnsan Sermayesi Etkinliği (Human Capital Efficiency-HCE)

Yapısal sermaye etkinliği (Structural Capital Efficiency-SCE)

VAIC şu formül ile ifade edilebilir;

$$VAIC_i = CEE_i + HCE_i + SCE_i$$

VAIC_i = i şişletmesinin entelektüel katma değer katsayısı,

CEE_i = VA / CE ; i şişletmesinin kullanılan sermayesinin etkinlik katsayısı,

HCE_i = VA / HC ; i şişletmesinin insan sermayesinin etkinlik katsayısı

SCE_i = SC / VA; i şişletmesinin yapısal sermaye etkinlik katsayısıdır.

CE = Firmanın net varlıklarının defter değeridir.

HC = Firmanın toplam personel gideridir.

SC = VA – HC; Firmanın yapısal sermayesidir.

Entelektüel sermaye etkinlik katsayılarının (CEE, HCE ve SCE) bulunabilmesi için öncelikle Katma Değerin (VA) hesaplanması gerekmektedir. VA ise, Faiz Giderleri (I), Amortisman Giderleri (DP), Temettüel (D), Kurumlar Vergisi (T), İştirak Gelirleri (M), Dağıtılmayan Kârlar (R) ve Personel Giderlerinin (WS) toplamına eşittir.

$$VA = I + DP + D + T + M + R + WS$$

VAIC katsayısının yüksek olması şirketin emrine tahsis edilen fiziksel, finansal ve entelektüel sermayenin yönetimce etkin ve verimli kullanıldığını gösterir. İşletmenin entelektüel katma değer katsayısı ne kadar büyük olursa, şişletmenin toplam kaynakları tarafından yaratılan katma değer de o kadar büyük olmaktadır. Bu nedenle, şişletmenin katma değer katsayısını oluşturan unsurlar ve bu unsurların, şişletmenin performans ölçütlerinden olan kârlılık, verimlilik, piyasa değer ve hisse senedi getirileri gibi unsurlara ne şekilde etki ettiği araştırılmalıdır(Yörük, 2008:402).

VAIC yöntemi her ne kadar eski ve çok kullanılan bir yöntem olsa da, hesaplamada önemli veriler içermektedir. Bu yöntemin başarısı için, bu unsurların da iyi bir şekilde bilinmesi gerekir. Bir diğer unsur bazında ölçüm yöntemi ise entelektüel sermaye endeksidir.

2.1.3.3. Entelektüel Sermaye Endeksi

Entelektüel sermaye endeksi, geleceğe yönelik bir ölçüm aracı olup, yöneticilerin işletmenin entelektüel sermayesinin artırılması için uygulanan stratejilerin etkilerini daha iyi anlamalarına ve stratejiler arasında tercih yapmalarına olanak vermektedir. Yöntemde entelektüel sermaye kavramı maddi varlıklardan kesin bir biçimde ayrılmakta ve entelektüel sermaye değeri, yalnızca işletmenin kontrolü altındaki maddi olmayan varlıklardan elde edilen değer olarak ele alınmaktadır. Ayrıca, işletmelere ilişkin entelektüel sermaye ölçütlerinden en belirgin olanları ele alındığı için gereksiz ölçümler yapılması engellenmekte ve daha hızlı bir şekilde sonuca varılmaktadır (Şamiloğlu, 2002:187).

Entelektüel sermaye endeksinin farklı türlerdeki parasal yatırımları nasıl nihayetinde ürünlere ve satışlara yönlendirdiğine dair iddialar bulunmaktadır. Örneğin; Apion şirketi farklı entelektüel sermaye yatırımları ve nakit akımları arasında güçlü bir korelasyon kurduklarını rapor etmiştir (Akmeşe, 2006:97). Entelektüel sermaye endeksi, geleceğe yönelik bir yaklaşım olduğundan, daha çok yatırımcılara hitap eden bir hesaplama türüdür. Burada, işletmelerin entelektüel sermayelerini sadece tespit etmeleri değil, aynı zamanda gelecekte de yükseltmeleri için önemli bir kaynak teşkil etmektedir. Bir diğer unsur bazında ölçüm yöntemi ise teknoloji anketidir.

2.1.3.4. Teknoloji Anketi

Teknoloji anketi yöntemi, entelektüel sermayenin parasal değerini hesaplamak üzere, 1996 yılında Annie Brooking tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem, Brooking'in entelektüel sermaye unsurlarına ilişkin yaptığı sınıflandırmayı temel almaktadır. Brooking'in sınıflandırması, aslında entelektüel sermaye

unsurlarından çok entelektüel varlıkların sınıflandırmasıdır. Daha önce de belirtildiği gibi Brooking, entelektüel sermaye kavramını, piyasa varlıkları, entelektüel mülkiyet varlıkları, insan merkezli varlıklar ve altyapı varlıkları olmak üzere dört grupta incelemektedir. Teknoloji brokeri yöntemi de bu dört entelektüel varlık grubuna ilişkin çok sayıda soru içeren ankete verilen cevapların incelenmesiyle işletmenin entelektüel sermayesinin değerini belirlemeye çalışmaktadır (Kerimov, 2011:79).

Teknoloji anketi yöntemi de diğer yöntemler gibi eskilere dayanan bir yöntem olsa da, burada da, işletmelerin entelektüel sermaye bileşenlerini etkili bir şekilde yönetmelerinin gerekli olduğu ifade edilebilir. Çünkü sorular, entelektüel sermayenin var olduğu işletmelere göre hazırlanmıştır. Bir diğer yöntem ise dengelenmiş skor kartı yöntemidir.

2.1.3.5. Dengelenmiş Skor Kartı Yöntemi

Dengeli puan tablosunda, her boyut arasında nedensel bir ilişki mevcuttur. Örneğin, finansal boyutta kârı artırmak bir sonuçtur, bu sonuca müşteri boyutundaki müşteri bağlılığı ile varılır; müşteri bağlılığı bir sonuçtur, bu sonuca içsel iş süreçleri boyutundaki işlem sürelerinin düşürülmesi ile varılır; işlem sürelerinin düşürülmesi bir sonuçtur, bu sonuca ise öğrenme ve gelişme boyutundaki çalışanların memnuniyeti ile varılır. Böylece, gerçekçi ve net bir şekilde hazırlanan bir puan tablosu, işletmenin tüm stratejik akışını gösterir (Erkuş, 2006:129). Yine burada da, işletmenin entelektüel sermayesinin varlığından haberdar olması gerekir. Bu yöntemde de, entelektüel sermayenin varlığından ziyade, boyutunun ölçülmesi hedeflenmektedir. Entelektüel sermayenin unsur bazında ölçümünde kullanılan bir diğer yaygın yöntem ise maddi olmayan varlıklar cetveli yöntemidir.

2.1.3.6. Maddi Olmayan Varlıklar Cetveli Yöntemi

Maddi olmayan varlıklar cetveli yöntemi, Sveiby tarafından geliştirilen ve ilk olarak 1995 yılında “Celemi” adındaki bir işletmede uygulanan entelektüel sermaye ölçme ve raporlama yöntemidir. Maddi olmayan varlıkların ölçülmesinde karşılaşılan zorlukların giderilebilmesi amacıyla geliştirilen bu yöntem, geçmişe yönelik

göstergelerin yer aldığı geleneksel finansal tabloların aksine, geleceğe yönelik bilgi temelli maddi olmayan varlıklar için yeni göstergelerin yer aldığı bir ölçme ve raporlama yöntemidir (Kerimov, 2011:73). Öte yandan maddi olmayan varlıklar cetveli yönteminin, farklı sektörlerdeki entelektüel sermaye farklılığını yeterince dikkate almadığı ifade edilebilir.

2.2. ENTELEKTÜEL SERMAYENİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Entelektüel sermayenin ortaya çıkarılması, ölçülmesi ve raporlanması, işletmelere pek çok açıdan rekabet avantajı sağlayabilir. Entelektüel sermaye ölçümünün işletmelere sağlayacağı belli başlı rekabet avantajları şu şekilde sıralanabilir (Ertuğrul, 2000:107):

- İşletmenin görünmeyen entelektüel varlıklarının görünür hale getirilmesi, işletmenin fon bulma imkanlarını önemli ölçüde artıracaktır. İşletmeler, kredi kurumlarına sahip oldukları entelektüel varlıkları bir teminat olarak gösterebilirler.
- Yüksek piyasa değerine sahip bir işletme, bu yüksek değerini kaynağını yatırımcılara entelektüel sermayeyle göstermiş olacaktır.
- Halka açık olan ya da açılmayı düşünen bir işletmenin entelektüel sermayesini ve bunun gelecekte oluşturacağı gelir potansiyelini göstermesi, işletmenin hisse senetlerinin fiyat performansını artırıcı etki yapacaktır.
- Halka açık olmayan bir işletme, her hangi bir amaçla değerlendirirken ölçülmüş ve raporlanmış entelektüel sermaye, satıcı işletme için pazarlık unsuru olacak ve satış fiyatını artırıcı bir etki yapacaktır.
- Yeni ekonomi kurallarına uyum sağlamada, işletmenin rakiplerine karşı ne durumda olduğunu analiz edilebilmesini, zayıf yönlerinin bulunarak geliştirici çabalara girişilebilmesini sağlayacaktır.

Dolayısıyla entelektüel sermayenin muhasebeleştirilmesi, en az entelektüel sermayenin yönetimi kadar önem arz eden bir konudur. Çünkü entelektüel

sermayenin iyi bir şekilde yönetilmesi için, öncelikle iyi bir şekilde tespit ve rapor edilmesi gerekir. Bu işlevi en başarılı bir şekilde yerine getirecek olan ise muhasebe ve muhasebe yönetimidir.

2.2.1. Entelektüel Sermaye ile Muhasebe İlişkisi

Geleneksel muhasebeye göre entelektüel sermayenin karşılığı şerefiyedir. Kuramsal olarak şerefiye, alıcının, edinilen işletmenin tüm maddi ve maddi olmayan varlıklarının, gerçeğe uygun değerlerinin üzerinde vermiş olduğu primdir. Uygulamada geleneksel muhasebe, maddi olmayan varlıkları nadiren değerler ve onun dışındaki her şey sadece alıcının kayıtlarında görünen şerefiye olarak adlandırılır. Muhasebe kuralları, hiç karşılığında bir şey ödemeye elvermez; bu nedenle defter değerini satış fiyatından çıkarır ve aradaki farkı şerefiye olarak adlandırır. Şerefiye kavramı, entelektüel sermayenin ağırlığını taşmaktan ve onu ifade etmekten çok uzaktır. Ayrıca, geleneksel muhasebedeki maddi olmayan varlıklar ve şerefiye amortismanına tabi olduklarından belirli bir zaman periyodu içerisinde değerlerini kaybederler (Ertuğrul, 2000:4).

Entelektüel sermaye son yıllarda işletmenin sahip olduğu maddi olmayan duran varlıkların tamamını kapsayan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, entelektüel sermayenin gerek ülke uygulamamızda gerekse uluslararası standartlarda finansal tablolarda tam olarak raporlanmasına ilişkin açık bir standart mevcut değildir. TMS 38 "Maddi Olmayan Duran Varlıklar" çerçevesinde yapılan tanımlamalar ise yeterli kalmamaktadır. Günümüz raporlama yapısı maddi duran varlıkların raporlaması yönündedir. Geleneksel muhasebe sistemi entelektüel sermayenin değerlemesi, muhasebeleştirilmesi ve raporlaması için yeterli değildir. Bununla birlikte konu ile ilgili bir standart, gerek ülkemizde gerekse uluslararası boyutta mevcut değildir. Gerek SPK gerekse mevzuatımız uluslararası uygulamada yaşanan gelişmeleri alması ve onları uygulamaya geçirmesi uzun zaman almaktadır. Entelektüel sermaye ölçülmesi, muhasebeleştirilmesi ve raporlanması ile ilgili gelişmeler iyi takip edilerek zamanında gerekli düzenlemeler yapılmalıdır. Muhasebe mesleği açısından zor olan, defter değeri ile bilanço değeri arasındaki farkı tespit edebilmek ve finansal tablolara yansıtılabilmektir. Gelecekte daha da

hissedilecek bu zorluk için şimdiden muhasebe ve finans eğitimlerini entelektüel sermayeyi ölçme ve raporlama teknikleri üzerinde yoğunlaştırmak gerekmektedir (Sipahi, 2004:146-149).

Geleneksel muhasebe anlayışına göre entelektüel sermayenin karşılığı şerefiye olarak görülebilir. Piyasa işletmeyi bir bütün olarak değerler, işletmenin alış fiyatı ile tüm varlıkların değeri arasındaki fark şerefiye olarak adlandırılır. Kuramsal olarak şerefiye, alıcının, edinilen işletmenin tüm varlıklarının gerçeğe uygun değerlerinin üzerinde vermiş olduğu primdir. Uygulamada geleneksel muhasebe, maddi olmayan varlıkları nadiren değerler. Genellikle maddi varlıkların gerçeğe uygun değerleri belirlenir ve onun dışındaki her şey şerefiye olarak nitelendirilir ve sadece alıcının kayıtlarında görünür (Önce, 1999:65).

2.2.2. Finansal Tablolarda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi

Entelektüel sermayenin, işletmelerin piyasa değerinin %80'inden fazlasını oluşturabilmesi, bilgi ve entelektüel sermayenin, birçok alanda olduğu gibi finans alanında da 1990'lardan itibaren ilgi çekici bir konu haline gelmesine neden olmuştur. Ancak mevcut finansal tabloların işletmelerin gerçek değerinin ölçülmesinde ve raporlanmasında son derece yetersiz durumda olduğunun ortaya çıkması; eleştirileri, araştırmaları ve arayışları da beraberinde getirmiştir (Şamiloğlu, 2002:9).

Buraya kadar yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere entelektüel sermayenin soyut bir kavram olduğu üzerinde sıklıkla durulmuştur. O halde entelektüel sermaye kayıt altına alınacaksa, 26.12.1992 tarih ve 21447 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği ya da daha sonra çıkarılmış bulunan tebliğler ile düzenlenen "Tek Düzen Hesap Planı"nda "2" numaralı hesap sınıfının "26" numaralı hesap grubu olan "Maddi Olmayan Duran Varlıklar" hesap grubunda yer alması gerekecektir. Bu hesap grubu herhangi bir fiziksel varlığı bulunmayan ve işletmenin belli bir şekilde yararlandığı veya yararlanmayı beklediği aktifleştirilen giderler ile belli koşullar altında hukuken himaye gören haklar ve şerefiyelerin izlendiği hesap grubudur (Aşıkoğlu vd., 2008).

Entelektüel sermaye, maddi olmayan duran varlıklarda, Tablo 2.1.'deki gibi gösterilmektedir:

Tablo 2. 1. Maddi Olmayan Duran Varlıklar Hesapları

260 HAKLAR
261 ŞEREFİYE
262 KURULUŞ VE ÖRGÜTLENME GİDERLERİ
263 ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME GİDERLERİ
264 ÖZEL MALİYETLER
265 ENTELEKTÜEL VARLIKLAR
267 DİĞER MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR
268 BİRİKMİŞ AMORTİSMANLAR (-)

Yukarıda yer alan Tablo 2.1.'den de görüldüğü üzere maddi olmayan duran varlıklar hesap grubunda serbest bırakılmış iki ana hesap vardır ki bunlar "265" ve "266" kodlu hesaplardır. O halde entelektüel sermayenin bu iki ana hesap kodundan birini alarak tanımlanması gerekmektedir. Tek Düzen Hesap Planı'nın genel yapısı incelendiğinde genelde aynı nitelikteki hesapların ardışık ve müteselsil olarak sıralandığı görülecektir. Bu halde entelektüel sermaye için uygun olan ana hesap kodu "265" olacaktır. Buna göre "265" kodlu hesap "265 ENTELEKTÜEL VARLIKLAR HESABI" olarak tanımlanabilir. (Aşıkoğlu vd.,2008:126).

Bilançoda aktif taraf için yapılan tespitin ardından benzer bir tespit in de bilançonun pasif tarafında yapılması gerekecektir. Buna göre entelektüel sermayenin; bilançonun pasifinde "5" numaralı özkaynaklar hesap sınıfı içerisinde, "50" numaralı ödenmiş sermaye hesap grubu altında bir ana hesaba atanması doğru olacaktır (Aşıkoğlu vd., 2008:126). Bu hesap grubu şirketlerde taahhüt edilen sermaye ile bu sermayeden henüz ödenmemiş kısmı gösteren iki hesabı kapsar. Sermaye hesabının alacak kalanı ile ödenmemiş sermaye hesabının borç kalanı arasındaki fark bilançoda "Ödenmiş Sermaye" kaleminin oluşturur (Akdoğan ve Sevilengül, 2007:533). Ödenmiş sermaye hesaplarında ise Tablo 2.2'deki gibi gösterilmektedir:

Tablo 2. 2. Ödenmiş Sermaye Hesaplarında Entelektüel Sermaye

500 SERMAYE
501 ÖDENMİŞ SERMAYE (-)
502 SERMAYE DÜZELTMESİ OLUMLU FARKLARI
503 SERMAYE DÜZELTMESİ OLUMSUZ FARKLARI (-)
504 ENTELEKTÜEL SERMAYE

Yukarıda yer alan Tablo 2.2. incelendiğinde ödenmiş sermaye hesap grubunda sadece dört ana hesap kodunun açık ve kullanımda olduğu görülecektir. Ana hesap kodlarından "500 SERMAYE HESABI" ve "501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE HESABI (-)" 26.12.1992 gün ve 21447 sayılı resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 1 sıra numaralı muhasebe sistemi uygulama genel tebliği ile ihdas edilmişken, "502 SERMAYE DÜZELTMESİ OLUMLU FARKLARI HESABI" ve "503 SERMAYE DÜZELTMESİ OLUMSUZ FARKLARI HESABI (-)" ise 05.05.2004 gün ve 25453 sayılı resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 12 sıra numaralı muhasebe sistemi uygulama genel tebliği ile ihdas edilmiştir. Buna göre entelektüel sermaye hesabının yukarıda da belirtilen ilkeler çerçevesinde serbest bulunan "504" kodlu hesaba atanması ve "504 ENTELEKTÜEL SERMAYE HESABI" adını alması uygun olacaktır (Aşikoğlu vd, 2008:127).

Tüm bu bilgiler ışığında entelektüel sermayenin artışı ve azalışı durumunda yapılacak olan muhasebe kayıtları sırasıyla şöyle olacaktır (Aşikoğlu vd.,2008:127):

Entelektüel sermayede artış:

----- 31.12.YYYY-----		
265 ENTELEKTÜEL VARLIKLAR HESABI		XX
	504 ENTELEKTÜEL SERMAYE HESABI	XX
-----	-----	

Entelektüel sermayede azalış:

----- 31.12.YYYY-----		
504 ENTELEKTÜEL SERMAYE HESABI		XX
	265 ENTELEKTÜEL VARLIKLAR HESABI	XX
-----	-----	

2.2.3. Bilanço ve Gelir Tablosunda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi

Sveiby, fiziksel olmayan varlıklara uygun muhasebe metotları geliştiren ilk araştırmacıdır. 1989 yılında yaptığı tüm çalışmaları Görünmeyen Bilanço adlı kitabında toplamış ve bilgi sermayesinin ölçülmesi açısından birçok İsveç firması tarafından uygulanan bir teori ileri sürmüştür. İsvec Hizmet Sektörü Konseyi 1993 yılında bu teorinin yıllık raporlarda bir standart haline getirilmesine karar vermiş ve söz konusu teori bu konuda uygulamaya konulan ilk standart olmuştur. Sveiby'nin fikirlerinden oldukça etkilenen entelektüel sermayenin bir diğer düşünürü, İsviçreli bir sigorta firması olan Skandia AFS'nin kurumsal entelektüel sermaye direktörü olan Leif Edvinsson, firmanın yıllık mali tablolarına destekleyici olarak bir entelektüel sermaye raporu ekleyerek, firmanın hisse senedi fiyatının, bu raporu izleyen yılda yaklaşık %40 oranında yükselmesini sağlamıştır. Leif Edvinsson, bu artışın %25'inin entelektüel sermaye raporu ile ilişkili olduğunu düşündüğünü belirtmiştir (Yıldız ve Tenekecioğlu, 2004:4).

İşletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayenin bilançoda nasıl gösterilmesi gerektiğine dair bir uygulama henüz mevcut değildir. Günümüz bilançoları işletmelerin gerçek değerini ortaya koymakta ve işletmelere önemli rekabet avantajı sağlayan entelektüel varlıkların değerini göstermekte çok yetersiz kalmaktadır. Söz konusu bu sorunun çözümü için Tek Düzen Hesap Planı'nın boş bırakılan hesaplar kullanılabilir. Daha önceki bölümlerde entelektüel sermayenin varlıklar ve kaynaklar içerisinde nasıl gösterileceği üzerinde durulmuştu. Entelektüel varlıklar maddi olmayan duran varlıklar içerisinde, entelektüel sermaye ise özkaynaklar içerisinde gösterilerek yevmiye kayıtlarına geçirilmişti. Burada yapılması gereken şey, entelektüel sermayenin işletme bilançolarında nasıl gösterileceğidir (Kaya,2008: 59). Yukarıda yapılan kayıtlar sonrası söz konusu değerler bilançoya Şekil 2.1. 'deki gibi aktarılabilir:

Aktif A.Ş.'nin 31/12/... Tarihli Bilançosu	Pasif
I. Dönen Varlıklar II. Duran Varlıklar E - Maddi Olmayan Duran Varlıklar 5 - Entelektüel Varlıklar	III. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar IV. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar V. Özkaynaklar A- Ödenmiş Sermaye 1- Sermaye 2- Ödenmemiş Sermaye (-) 3- Sermaye Düzeltmeleri 4- Entelektüel Sermaye	

Şekil 2. 1. Bilançoda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi

Entelektüel varlıklarla ilgili hesaplamaların, konsolide finansal tablo hazırlama mantalitesinde olduğu gibi, bilanço tarihinde veya ihtiyaç duyulduğu anda yapılarak kayıtlara alınması ve bilançoda gösterilmesi mümkündür. Olayın bu şekilde takip edilmesi, dönemler itibariyle entelektüel varlık değerlerindeki değişikliği de takibe imkan verecektir (Çıkrıkçı ve Daştan,2002: 29). İşletmeler sahip

oldukları entelektüel varlıkların hangi unsurlardan meydana geldiğini ve entelektüel varlıklarını hesaplarken hangi yöntemi kullandıklarını bilanço dipnotlarında gösterebilirler (Kaya,2008: 60). Bilançoda yer verilen bu bilgilerle entelektüel sermayenin işletme açısından ifade ettiği önem ortaya konulmuş olur.

İşletmelere önemli rekabet avantajı sağlayan ve işletmelerin pazar değerlerini önemli ölçüde arttıran entelektüel sermayenin gelir tablosunda da yer alması gerekmektedir. Entelektüel varlıkları yüksek olan işletmeler doğal olarak diğerlerine göre daha fazla kâr edeceklerdir. İşletmeler gelir tablolarında yer alan net kârlarının belirli bir oranında devlete vergi ödeyecekleri için entelektüel varlıklarının da vergisini ödemiş olurlar. Bunun sebebi ise, dönem kârlarının bir kısmının maddi varlıklar sayesinde bir kısmının ise entelektüel varlıklar sayesinde kazanılmış olmasıdır

İşletmelerin düzenledikleri gelir tablolarında da söz konusu hesaplamalar yardımıyla elde edilen kârın ne kadarının maddi varlıklardan ne kadarının entelektüel varlıklardan elde edildiği hesaplanarak gelir tablosunda aşağıdaki gibi gösterilebilir (Çıkrıkçı ve Daştan, 2002:29) :

Dönem Kârı veya Zararı	xx
Yasal Vergi Karşılıkları	(xx)
Net Kâr	xx
Maddi Varlıklardan oluşan	x
Entelektüel varlıklardan oluşan	x

Şekil 2. 2. Gelir Tablosunda Entelektüel Sermayenin Gösterilmesi

2.3. ENTELEKTÜEL SERMAYE BİLEŞENLERİNİN YÖNETİMİ

Entelektüel sermayenin harekete geçirilmesi ve sahip olunan bilginin çok etkin bir şekilde yönetilmesinin sağlanması amacı ile son zamanlarda entelektüel sermaye yönetimi modelleri geliştirilmektedir. Bu modellerin temel amacı, işletmenin entelektüel sermayesinin, müşteriler, üretilen ürünler ve sunulan servisler

ile ilgili bilgilerin, işletmenin rekabet gücünü artırması ve pazar payını sürekli ve kalıcı üstünlüğe dönüştürmektir. Entelektüel sermayenin yönetilmesi için geliştirilen modeller incelendiğinde her modelin bazı unsurlarını öne çıkardığı ve onlar üzerine odaklandığı görülmektedir. Bazı modeller teknoloji kullanımı ve bilgi üretimi gibi iki ilke üzerine yoğunlaşırken bazıları on ilkeye kadar entelektüel sermaye yönetimini genişletmektedir (Şanal, 2006:167). Dolayısıyla, entelektüel sermayenin yönetilmesi, entelektüel sermayenin yararlarından faydalanmak ve yönetilmediği takdirde ortaya çıkacak aksaklıklardan kaçınmak için büyük önem arz etmektedir.

Entelektüel sermayeyi yönetmenin en etkili yolu, entelektüel sermayenin bileşenlerini yönetmekle mümkündür. Bu amaçla insan sermayesinin, yapısal ve ilişki sermayenin yönetilmesi gerekir.

2.3.1. İnsan Sermayesinin Yönetimi

Entelektüel sermaye, yüksek katma değerli mal ve hizmet üretmek için üretime sokularak formalize edilen entelektüel materyaldir. İmalat sektöründe elde edilen katma değerın $\frac{3}{4}$ ünün bilgiden kaynaklandığı belirtilmektedir. A.B.D.'de lisans sonrası eğitim almış erkeklerin geliri, yüksekokul bitirmemişlerin gelirlerinin %130'udur. Bu iki grup arasındaki gelir farkı 1980 yılına göre iki katına çıkmıştır. Günümüzde öğrenme daha yüksek gelir düzeyine çıkma ile sonuçlanmaktadır. İşletmelerin entelektüel sermayelerinin genellikle defter değerlerinin üç veya dört katı olduğu tahmin edilmektedir (Şerbetçi, 2008:57).

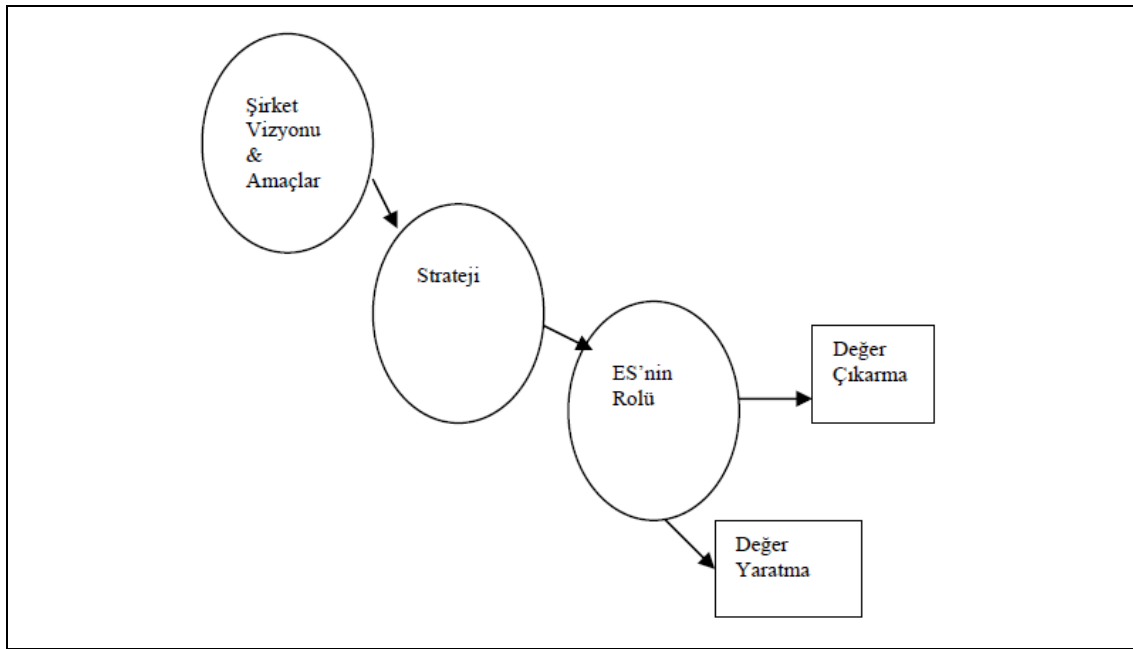
İnsan sermayesinden daha fazla yararlanmak için bazı stratejiler geliştirilmektedir. Bunlardan biri insan sermayesinde bulunan örtülü bilginin açık bilgiye dönüştürülmesini desteklemek suretiyle bu bilgilerin bir kısmı insan sermayesinden işletmenin yapısal sermayesine aktarılabilir. Böylece insan sermayesi işletmeden ayrılrsa bile değerli bilgilerin bir kısmı işletmede kalabilecektir (Görmüş, 2009:39). Bu sayede de entelektüel sermayenin etkili bir şekilde yönetilmesi mümkün olabilir.

2.3.2. Yapısal Sermayenin Yönetimi

Entelektüel sermayenin yönetilmesinden anlaşılması gereken şey, işletmelerin zenginlik kaynağının sadece entelektüel birikimler olmaması ve bu varlıkların organizasyonel gelişimi desteklemek amacıyla işletme stratejilerinin, misyon ve

vizyonunun belirlenmesi ve korunması yoluyla kullanılması gerektiğidir. Piyasada rekabet edebilme, işletmenin temel yeteneklerine zemin oluşturan bilgi alt yapısını geliştirme ve bundan stratejik değer oluşturacak yönetim felsefesini benimsetebilme başarısına bağlıdır. Bu nedenle bilgi odaklı olabilme, günümüz yöneticilerinin alışılmışın dışında bir anlayışla, entelektüel sermaye perspektifinden bakmasını ve entelektüel sermaye yönetiminin gereklerini yerine getirmelerini gerekli kılmaktadır (Bontis, 1998:63-64).

Entelektüel sermaye ve bilgi, son 10 yılda üzerinde düşünülen ve etkin kullanımı için yöntemler aranılan, yönetim yapıları geliştirilmeye çalışan konuları oluşturmaktadır. Entelektüel sermayenin yönetilmesi için uygun bir yapının kurulması son derece zor ve aynı zamanda farklı işletmeler için farklı özellikler içermektedir (Arıkboğa, 2003:108). Şekil 2.3'te entelektüel sermayenin stratejik uyumu gösterilmiştir.



Şekil 2. 3. Entelektüel Sermayenin Stratejik Uyumu

Kaynak: Sullivan, P., (1998), "Profiting from Intellectual Capital", *Journal of Knowledge Management*,3(2):168-216

Şekil 2.3.'de görüleceği gibi, şirketin vizyonu ve amaçları çerçevesinde strateji geliştirmek, entelektüel sermayenin değer yaratmasına yardım etmektedir. Dolayısıyla etkili bir yapısal sermaye için, stratejik bir yönetim planının çıkarılması gerekir.

2.3.3. İlişkisel Sermayenin Yönetimi

Enformasyonun ve taşıdığı ekonomik gücün mal ve hizmet akışı yönüne kaymasıyla firmaların müşteri ilişkilerini yeni bir anlayışla yönetmesi hayati bir önem kazanmıştır. Firmalar tıpkı elemanlarına ve yapılarına yaptıkları gibi, müşterilerine de yatırım yapmak zorundadır. Müşteri sermayesi, birçok bakımdan insan sermayesine benzemektedir. İnsanlara sahip olamayacağınız gibi müşterilere de sahip olamazsınız. Ama tıpkı bir kuruluşun çalışanlarına sırf bireyler olarak değerlerini arttırmaları için değil, şirket adına bilgi varlıkları yaratmaları için de yatırım yapmasında olduğu gibi, bir şirket ve müşterileri de müşterek ve şahsi mülkiyetlerindeki entelektüel sermayeyi geliştirebilirler. Bunlar bir getiri beklentisiyle yapılmış gerçek yatırımlardır. Eğer akıllıca yatırımda bulunursa, tıpkı insan sermayesine yapılan doğru yatırımların çalışanların yanı sıra hissedara da değer yaratmasında olduğu gibi bir getiri elde edilir. Buna göre müşteri sermayesine yatırım yapmanın yolları şu şekilde sınıflandırılabilir (Özbaşar, 2006:644-645):

- Müşterilerle birlikte yenilikler yaratma,
- Müşterilere yetki verme,
- Müşterileri bireyler olarak görme,
- Kazanımları müşterilerle paylaşma,
- Müşterilerin işini öğrenme ve ona kendi işini öğretme,
- Vazgeçilmez bir konum elde etme.

Müşteri ilişkileri, müşteriye verilen değer bir göstergesidir. Müşteri ilişkileri, sadece şirketin para kazanmasını isteyen hisse senedi sahiplerini değil, işletmenin yaptığı faaliyetlerden etkilenen bütün dış ve iç çevre ile ilgili işletme içindeki ve dışındaki bütün kişi ve kuruluşları da ilgilendirmektedir. Mükemmel Bankacılık kitabının yazarı yılların bankacısı, yöneticisi ve danışman Steven I.Davis, müşteri ilişkilerinin başarısında şu noktalara dikkat çekmiştir. Bugünün mükemmel bankalarının temel nitelikleri nelerdir? sorusunun önemli olduğunu ve açık bir kültür, paylaşılan güçlü değerler, bir değer olarak kâr performansı, müşteri ihtiyaçlarına yönelik yönetim, yeni ürünlere yatırım yapma istekliliği, güçlü ve tutarlı bir liderlik, en iyi elemanları istihdam etme, eğitim ve mesleki gelişmeye yatırım,

güçlü ve dengeli bir kredi sürecinin olduğunu ifade etmiştir (Taşkın, 2005:32). Bu nedenle, ilişkisel sermayenin yönetilmesi, entelektüel sermayenin yönetiminde önemli bir rol oynamaktadır sonucuna varılabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI ŞİRKETLERİ ÜZERİNDE UYGULAMA

3.1. UYGULAMANIN KONUSU VE AMACI

Entelektüel sermaye normalde işletmeler için hayati önemi bulunan bir kavram iken henüz bu önemi birçok işletme tarafından fark edilmediği ya da fazla göz önünde bulundurulmadığı gözlenmektedir. Çalışmamızda BİST' de gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe işlem gören işletmeler üzerinden uygulama yapılarak entelektüel sermayenin önemi ve farkı ortaya konulacaktır.

Bu uygulamanın amacı, son yıllarda yaygınlaşan entelektüel sermayenin işletmeler açısından ifade ettiği değeri ortaya koymak ve uygulamada işletmelerin entelektüel sermaye ölçümüne ilişkin temel ölçülerle örneklendirmektir.

Çalışmanın uygulama bölümünde, piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farkı veren entelektüel sermayenin, iki farklı yöntemle değerlendirilmesi ve teorik analiz bölümünde verilen bilgiler ışığında sonuçların yorumlanması amaçlanmıştır.

Çalışmanın analiz bölümünde, BIST tarafından endekslenen, Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı (GMYO) firmalarının entelektüel sermaye değerleri, PD/DD, Tobin Q yöntemi ile incelenmiştir. Literatürde sıklıkla kullanılan Hesaplanmış Maddi Olmayan Varlıklar ve Entelektüel Katma Değer Yöntemleri ise, ilgili sektördeki verilere ulaşmadaki güçlükler nedeniyle uygulanmamıştır.

Bu bağlamda, BIST tarafından endekslenen 29 GMYO firmasının finansal tabloları incelenmiş ve her bir yönteme uygun olarak şirketlerin entelektüel sermaye değerlerinin hesaplanması amaçlanmıştır.

3.2. UYGULAMADA KULLANILAN VERİLER

Çalışmada kullanılan veriler, BIST tarafından endekslenen 29 GMYO şirketi ve bu şirketlere ait finansal tablolardaki verilerden oluşmaktadır. Bu bağlamda, uygulamaya uygun olarak verilerine erişilebilen firmaların yıllık raporları

değerlendirilmiş ve bu tablolara göre şirketlerin entelektüel sermaye değerleri hesaplanmıştır. Çalışmada kullanılan verilere ulaşırken, KAP' ın resmi internet sitesinden ve borsa verileri BIST resmi web sitesinden alınmıştır. Yine GMYO alanındaki işletmeler de buradan bulunmuştur. Şirketlerin ilgili yıla ait bilanço ve finansal tabloları ise her şirketin resmi web sitesinden, bağımsız denetimden geçmiş yıllık raporlar şeklinde elde edilmiştir.

3.3. UYGULAMANIN KAPSAMI

Çalışmada, borsada işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve bu firmaların finansal tabloları kapsam dahilinde tutulmuştur. Çalışmaya konu olan şirketler ve BIST kodları Tablo 3.1.'de verilmiştir:

Tablo 3. 1. Araştırma Örneklemi

Şirketin BIST KODU	Şirket İsmi
AKFGY	Akfen
AKMGY	Akmerkez
AKSGY	Akiş
ALGYO	Alarko
ATAGY	Ata
AGYO	Atakule
AVGYO	Avrasya
DGGYO	Doğuş
EGYO	EGS
EKGYO	Emlak Konut
HLGYO	Halk
IDGYO	İdealist
ISGYO	İş
KLGYO	Kiler
MRGYO	Martı
NUGYO	Nurol
OZKGYO	Özak
OZGYO	Özderici
PAGYO	Panora
PEGYO	Pera
RYGYO	REYSAŞ
SAFGY	Saf
SRVGY	Servet
SNGYO	SİNPAŞ
TRGYO	Torunlar
TSGYO	TSKB
VKGYO	Vakıf
YKGYO	Yapı Kredi Koray
YGYO	Yeşil

Tablo 3.1.'den de görüleceği gibi, BIST' de GMYO altında toplam 29 şirket faaliyet göstermektedir. Uygulamada, firmaların 2012-2013 yılı bağımsız denetim raporları ve mali tabloları kullanılmıştır.¹

3.4. UYGULAMANIN YÖNTEMSSEL MODELİ

Uygulamada, PD/DD oranı ve Tobin Q yöntemi kullanılmıştır. Yöntemlere göre kullanılan değişkenler ve bu değişkenlere ilişkin bağlantılar şu şekilde verilmiştir.

PD/DD oranı yöntemi:

$$\text{Piyasa Değeri (PD)} = \text{Hisse Senedi Fiyatı} \times \text{Toplam Hisse Senedi Sayısı}$$

$$\text{Defter Değeri (DD)} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borç Toplamı}$$

$$\text{Entelektüel Sermaye} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Defter Değeri}$$

$$\text{Entelektüel Sermaye Performansı} = \text{Piyasa Değeri} / \text{Defter Değeri}$$

Tobin Q yöntemi:

$$Q = \text{Piyasa Değeri} / \text{Sabit Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti}$$

3.5. VERİLERİN ANALİZİ VE YORUMU

Verilerin analizinde, entelektüel sermayenin ölçülmesinde yaygın olarak kullanılan PD/DD oranı ve Tobin Q oranlarından yararlanılmıştır. Türkiye'de, firmaların hisse senedi sayılarıyla ilgili bu kısımda sırasıyla PD / DD oranı ve Tobin Q Oranı ayrı birer başlık altında ele alınmıştır.

3.5.1. PD/DD Oranları

Çalışmada, verilerin analizinde ilk olarak şirketlerin 2012 yılı itibariyle borsa performansları incelenmiştir. Bunun için şirketlerin 2012 yılı sonu kapanış fiyat ve hacim değerleri alınmıştır (Uzay ve Savaş, 2003).

¹ İlgili şirketlerin Mali Tabloları ve Bağımsız Denetim Raporları Ekler 'de sunulmuştur.

Piyasa Değeri (PD) = Hisse Senedi Fiyatı x Toplam Hisse Senedi Sayısı

Defter Değeri (DD) = Aktif Toplamı – Borç Toplamı

Piyasa değerinin hesaplanmasında, Şirketlerin hisse senedi son fiyatları ile Şirketlerin hisse senetlerinin toplam sayısının alınması gerekir. Sonuç itibariyle PD/DD bir oransal gösterim olduğundan, PD değerindeki değişikliklerin tüm örnekleme için aynı koŐullarda uygulanması, yapılan analiz ve kıyaslama sonucunu deęiŐtirmemektedir. Bu değerler, Tablo 3.2’de verilmiştir.

Tablo 3. 2. 2012 Sonu İtibariyle Şirketlerin BIST Performans Değerleri

Şirketin BIST KODU	Son Fiyat	En Küçük	En Yüksek	İŞlem Gören Hisse Senedi Adedi
AKFGY	1,66	1,61	1,66	552.006
AKMGY	20,98	20,84	21,36	232.973
AKSGY (13 Mayıs 2013)	3,17	3,17	3,22	60.251
ALGYO	22,57	21,68	22,77	2.558.956
ATAGY	1,31	1,29	1,32	61.481
AGYO	1,34	1,34	1,37	174.899
AVGYO	0,48	0,47	0,48	172.815
DGGYO	1,64	1,61	1,65	53.585
EKGYO	3,04	3,01	3,06	10.701.683
HLGYO (22 Şubat 2013)	1,33	1,29	1,36	89.713.044
IDGYO	2,46	2,43	2,53	92.299
ISGYO	1,38	1,38	1,41	2.335.779
KLGYO	1,78	1,78	1,80	358.799
MRGYO (12 Temmuz 2013)	0,48	0,47	0,48	124.665
NUGYO	7,74	7,72	7,84	757.351
OZKGYO (12 Temmuz 2013)	1,67	1,65	1,68	24.454
OZGYO (23 Mayıs 2013)	0,85	0,83	0,86	108.540
PAGYO	4,68	4,60	4,71	3.293.973
PEGYO	0,59	0,58	0,59	68.981
RYGYO	0,63	0,62	0,64	113.209
SAFGY	0,98	0,97	0,99	425.007
SRVGY (12 Nisan 2013)	2,72	2,72	2,79	629.591
SNGYO	1,38	1,36	1,40	4.289.214
TRGYO (12 Nisan 2013)	3,73	3,66	3,73	4.071.832
TSGYO	0,78	0,76	0,78	689.706
VKGYO	5,14	5,02	5,42	1.962.100
YKGYO	1,31	1,30	1,33	249.579
YGYO	0,67	0,67	0,68	83.550

Tablo 3.2’ den de görüleceği gibi, bazı firmaların işlem hacimleri çok büyük olurken, bazı firmaların işlem hacmi oldukça sınırlıdır. Buna karşın, bazı firmaların BIST’e yeni girdiği, bazılarının daha eski olduğu bilinmektedir. Entelektüel sermaye, defter değeri olarak kaydedilemeyen bir değer olduğundan, uzun dönem piyasada olan firmaların entelektüel sermaye değerlerinin, yeni firmalara göre daha yüksek olması beklenir. PD/DD oranı yönteminde, Piyasa Değeri ve Defter Değerlerinin bilinmesine gerek vardır. Buna göre firmaların işlem hacim değerleri Tablo 3.3’te verilmiştir.

Tablo 3. 3. Firmaların Günlük İşlem Değerleri

Şirketin BIST KODU	Son Fiyat	İşlem Gören Hisse Adedi	Günlük İşlem Değeri (TL)
AKFGY	1,66	552.006	916.329,96
AKMGY	20,98	232.973	4.887.773,54
AKSGY (13 Mayıs 2013)	3,17	60.251	190.995,67
ALGYO	22,57	2.558.956	57.755.636,92
ATAGY	1,31	61.481	80.540,11
AGYO	1,34	174.899	234.364,66
AVGYO	0,48	172.815	82.951,20
DGGYO	1,64	53.585	87.879,40
EKGYO	3,04	10.701.683	32.533.116,32
HLGYO (22 Şubat 2013)	1,33	89.713.044	119.318.348,52
IDGYO	2,46	92.299	227.057,63
ISGYO	1,38	2.335.779	3.223.375,02
KLGYO	1,78	358.799	638.662,45
MRGYO (12 Temmuz 2013)	0,48	124.665	59.839,20
NUGYO	7,74	757.351	5.861.896,74
OZKGYO (12 Temmuz 2013)	1,67	24.454	40.838,61
OZGYO (23 Mayıs 2013)	0,85	108.540	92.259,00
PAGYO	4,68	3.293.973	15.415.793,64
PEGYO	0,59	68.981	40.698,79
RYGYO	0,63	113.209	71.321,67
SAFGY	0,98	425.007	416.506,86
SRVGY (12 Nisan 2013)	2,72	629.591	1.712.487,52
SNGYO	1,38	4.289.214	5.919.115,32
TRGYO (12 Nisan 2013)	3,73	4.071.832	15.187.933,36
TSGYO	0,78	689.706	537.970,68
VKGYO	5,14	1.962.100	10.085.194,00
YKGYO	1,31	249.579	326.948,49
YGYO	0,67	83.550	55.978,50

Çalışmanın daha gerçekçi olabilmesi için, günlük işlem değeri 1.000.000 TL ve altında olan firmalar değerlendirmeye alınmamıştır. Bunun yanında, BIST verileri eski tarihe kadar uzanmayan işletmeler de değerlendirme dışında bırakılmıştır. Buna

göre çalışmada aşağıdaki firmalar için PD/DD oranları hesaplanmıştır. Seçilen firmaların piyasa değerleri Tablo 3.4' te verilmiştir.

Şirketlerin toplam hisse senedi sayısına ulaşmak için öncelikle hisse senetlerinin nominal değerlerinin bilinmesi gerekir. Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları şirketlerinin hisse senetlerinin nominal değerleri 1 TL' dir. Bu durumda toplam hisse senetleri sayısını bulmak için uygulanan formül şu şekildedir;

$$\text{Toplam Hisse Senedi Sayısı} = \text{Şirket Ödenmiş Sermayesi} / \text{Nominal Değer}$$

Şirket hisse senetlerinin nominal değeri 1 TL olduğundan, toplam hisse senedi sayısı şirketin ödenmiş sermayesine eşit olmaktadır. Bu durumda şirketin o yıla ait son kapanış fiyatıyla toplam hisse senedi sayısının çarpımı şirketin piyasa değerini verecektir.

Tablo 3. 4. Seçilen Firmaların Piyasa Değerleri

Şirketin BIST KODU	Son Fiyat	Hisse Senedi Sayısı	Piyasa Değeri (PD, TL)
AKMGY-Akmerkez GMYO	20,98	37.264.000	781.798.720
ALGYO-Alarko GMYO	22,57	10.650.794	240.388.421
EKGYO-Emlak Konut	3,04	2.500.000.000	7.600.000.000
ISGYO-İş GMYO	1,38	600.000.000	828.000.000
NUGYO-Nurol GMYO	7,74	40.000.000	309.600.000
SNGYO-SİNPAŞ GMYO	1,38	600.000.000	828.000.000
PAGYO-Panora GMYO	4,68	87.000.000	407.160.000
VKGY-Vakıfbank GMYO	5,14	105.000.000	539.700.000

Buna göre çalışmada, BIST tarafından indekslenen sekiz firmanın PD/DD oranları hesaplanarak, entelektüel sermaye durumları incelenmiştir. Piyasa değeri sonuçları da incelendiğinde, gerçekten de incelenen firmaların, Türkiye'de son dönemlerde ön plana çıkan büyük çaptaki gayrimenkul ortaklıkları olduğu görülmektedir. Firmaların defter değerleri hesaplanırken, aktif toplamından borç toplamı çıkarılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 3.5'te verilmiştir.

Tablo 3. 5. Firmaların Defter Değerleri

Şirketin BIST KODU	Aktif Toplamı (AT)*	Borç Toplamı (BT)**	DD AT-BT
AKMGY-Akmerkez GMYO	182.741.694	3.397.416	179.344.278
ALGYO-Alarko GMYO	308.888.850	4.134.411	304.754.439
EKGYO-Emlak Konut GMYO	8.394.287.000	4.186.562.000	4.207.725.000
ISGYO-İş GMYO	1.391.937.082	322.054.458	1.069.882.624
NUGYO-Nurol GMYO	508.112.048	438.301.425	69.810.623
SNGYO-SİNPAŞ GMYO	2.093.766.722	1.018.941.875	1.074.824.847
PAGYO-Panora GMYO	610.989.862	102.913.139	508.076.723
VKGY-Vakıfbank GMYO	195.348.868	2.313.417	193.035.451

* Toplam Varlıklar

** Kısa ve Uzun vadeli yükümlülük toplamı

Firmaların defter değerleri incelendiğinde, piyasa değerlerinden oldukça farklı sonuçlar elde edilmiştir. Örneğin defter değeri 179.344.278,00 TL olan Akmerkez GMYO'nun piyasa değeri, 781.798.720,00 TL olarak bulunmuştur. Burada, firmanın 2012 tarihli borsa performansının da etkisi vardır. Firmaların PD/DD oranları Tablo 3.6'da verilmiştir.

Tablo 3. 6. Firmaların PD/DD Oranları

Şirketin BIST KODU	PD	DD	PD/DD
AKMGY-Akmerkez GMYO	781.798.720	179.344.278	4,35
ALGYO-Alarko GMYO	240.388.421	304.754.439	0,79
EKGYO-Emlak Konut GMYO	7.600.000.000	4.207.725.000	1,81
ISGYO-İş GMYO	828.000.000	1.069.882.624	0,77
NUGYO-Nurol GMYO	309.600.000	69.810.623	4,43
SNGYO-SİNPAŞ GMYO	828.000.000	1.074.824.847	0,77
PAGYO-Panora GMYO	407.160.000	508.076.723	0,80
VKGY-Vakıfbank GMYO	539.700.000	193.035.451	2,78

Tablo 3.6'dan da görüleceği gibi, en yüksek entelektüel sermayeye sahip olan şirket, Akmerkez GMYO'dur. Bunu Emlak Konut GMYO, Nurol GMYO ve Vakıfbank GMYO izlemektedir. Türkiye'de son yıllarda, özellikle emlak alanında yükselen bir değer olan Akmerkez, gayrimenkul alanında da ciddi bir prestije sahiptir. Gerek işletmenin insan sermayesi gerek yapısal sermayesi gerekse müşteri sermayesinin iyi yönetilmesinden dolayı, entelektüel sermayesinin yüksek olması beklenen bir sonuçtur.

3.5.2. Tobin Q Oranı

"Tobin'in Q Oranı" ise, muhasebe ve finans literatüründen gelmektedir. Nobel ödülü alan James Tobin tarafından geliştirilmiştir. Bu oran, işletmenin piyasa değeri ile varlıkların yerine koyma maliyeti arasındaki ilişkiyi ortaya koyup ölçmektedir. Bu yöntemde varlıkların yerine koyma maliyetini hesaplamak, net bir rakam ortaya koyamama ve işletmeden işletmeye geçebilecek hesaplama şekilleri gibi nedenlerden ötürü zordur. Bu zorlukları ortadan kaldırmak için araştırmacılar farklı yöntemler geliştirmiştir. Uygulamamızda da Lindenberg ve Ross tarafından geliştirilen yöntem esas alınarak BİST' de işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıkları işletmelerinin Tobin Q oranları hesaplanmıştır.

Bu yöntem, borsada işlem gören işletmelere uygulanmasının kolay olması, formülünün basit olması ve formülde kullanılacak olan verilerin kolay bulunması gibi avantajlara sahiptir (Tetik ve Ören, 2010). Tobin'in Q değeri aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$\text{Tobin Q (L\&R)} = \frac{\text{PS} + \text{MVE} + \text{LTDEBT} + \text{STDEBT} - \text{ADJ}}{\text{TA} - \text{BKCAP} + \text{NETCAP}}$$

Burada;

- PS : İşletmenin tercihli hisse senetlerinin likidite değerini,
MVE : İşletmenin yılsonu hisse senedi fiyatının çıkarılmış hisse senedi adediyle çarpımını,
LTDEBT : İşletmenin vade yapısına göre ayarlanmış uzun dönemli borçlarını,
STDEBT : İşletmenin cari yükümlülüklerini,
ADJ : İşletmenin net kısa süreli varlıklarını,
TA : İşletmenin toplam varlıklarının defter değerini,
BKCAP : İşletmenin öz sermayesinin defter değerini,
NETCAP : İşletmenin enflasyona göre düzeltilmiş özsermayesini göstermektedir.

Tobin Q hesaplamasında kullanılan değişkenler Tablo 3.7.'de gösterilmektedir.

Tablo 3. 7. Tobin Q Hesaplamasında Kullanılan Değişkenler

VKGY	PAGYO	SNGYO	NUGYO	ISGYO	EKGYO	ALGYO	AKMGY	BIST KODU
105.000.000	87.000.000	600.000.000	40.000.000	600.000.000	2.500.000.000	10.650.794	37.264.000	PS
539.700.000	407.160.000	828.000.000	309.600.000	828.000.000	7.600.000.000	240.388.421	781.798.720	MVE
1.353.801	97.823.302	412.094.042	200.469.853	214.840.643	766.445.000	1.015.125	142.245	LTDEBT
959.616	5.089.837	606.847.833	237.831.572	107.213.815	3.420.117.000	3.119.286	3.255.171	STDEBT
-52.674.019	-11.944.474	-476.494.439	-207.124.946	-132.831.424	-79.124.000	-153.913.434	-41.501.332	ADJ
195.348.868	610.989.862	2.093.766.722	508.112.048	1.391.937.082	8.394.287.000	308.888.850	182.741.694	TA
-193.035.451	-508.076.723	-1.074.824.847	-69.810.623	-1.069.882.624	-4.207.725.000	-304.754.439	-179.344.278	BKCAP
126.599.008	87.003.031	600.000.000	49.745.353	840.146.090	2.500.000.000	65.363.372	65.009.263	NETCAP

Tobin Q yönteminde, hesaplamada kullanılan değişkenlerin elde edilmesinde, özellikle hisse senedi verilerinde büyük güçlük yaşanmaktadır. Bunda işletmelerin imtiyazlı ya da tercihli hisse senedi değerlerini tam olarak yansıtmaması, ya da finansal tabloların düzenlenmesindeki farklılıkların da rolü büyüktür. Değerlerin bulunup formülde yerlerine yerleştirilmelerinden sonra bulunan sonuçlar ; şirketlerin Tobin Q değerleri Tablo 3.8’de verilmiştir.

Tablo 3. 8. Firmaların Tobin Q Değerleri

Şirketin BIST KODU	Tobin Q
AKMGY-Akmerkez GMYO	4,20
ALGYO-Alarko GMYO	0,32
EKGYO-Emlak Konut GMYO	0,80
ISGYO-İş GMYO	0,94
NUGYO-Nuro1 GMYO	0,61
SNGYO-SİNPAS GMYO	0,63
PAGYO-Panora GMYO	0,82
VKGY-Vakıfbank GMYO	3,01

Tablo 3.8’ de de görüleceği gibi, burada da, Akmerkez GMYO’nun Tobin Q değeri yüksek olup, burada bir entelektüel sermayenin varlığından söz etmek mümkündür. Diğer firmalar için, PD/DD oranına benzer olarak, entelektüel sermayenin olmadığı ifade edilebilir. Tobin Q değeri 1’den yüksek olan işletmeler, yüksek gelir elde ederken, rakiplerinden yüksek olan değerler de, rakiplere göre daha fazla kar elde edildiğini göstermektedir.

Büktel (2000), Tobin Q değerinin nasıl yorumlanacağını şu şekilde ifade etmiştir “İlk bakışta bu oranın “bir”e eşit olması gerekir diye düşünülebilir, çünkü kesirin hem alt hem de üst tarafı şirket değerlerini gösteriyor. Eğer oran “bir”den fazla ise, bu iki anlama geliyor: ya şirket değerleri olması gereken değerinin üstünde, ya da şirket aktifleri aslında olması gereken değerlerinin altında satın alınabilecek durumda. Bu durumda ya şirketler yatırımlarını artırır, ucuz aktifleri satın alarak, ya da yatırımcılar hisselerini satar, ta ki rasyo “bir”e eşitlenene kadar”. Dolayısıyla Tobin Q oranı aslında, işletmenin yönetim ve yatırımlarını dengelemesinde de önemli bir ekipman olarak değerlendirilebilir.

SONUÇ

Yapılan bu çalışmada, defter değeri olarak kaydedilemeyen ve finansal tablolarda gösterilemeyen sermaye olarak tanımlanan entelektüel sermayenin, son yıllarda Türkiye’de büyüyen ve önemli bir sektör olan gayrimenkul sektöründeki durumu incelenmiştir. Çalışmaya, BİST’ de, ya da yeni ismiyle Borsa İstanbul’da endekslenen şirketler alınmıştır.

Çalışmada ilk olarak piyasa değeri ile defter değeri arasındaki oran incelenmiştir. Aslında pratikte, bir işletmenin piyasa değeri ile defter değerinin birbirine yakın olması gerekir. Öte yandan günümüzde, firmaların kurumsal itibar, kurumsal imaj gibi bileşenleri ve halk tarafından görüldüğü değerleri, defter değerinin çok daha üzerinde olabilmektedir. Örneğin franchising hizmeti veren McDonalds, Burger King gibi işletmeler, mevcut defter değerlerinin 8 ila 10 katı kadar fazla değer görebilmektedir. Burada bu değer artışında en önemli etken, işletmelerin hisselerinin borsada bir anlamda açık arttırmaya tabi gibi işlem görmesidir. Başarılı bir finansal tablo çizen ve istikrarını koruyan firmalar, daha fazla değer görmekte ve hisse senetlerinin değerleri yükselmektedir. Bu değer yükselişi, bazen defter değerinin kat kat üzerine çıkabilmektedir. Halkın ya da hisse sahiplerinin firmaya karşı verdikleri bu değer karşılığı ise güven ve bunun gibi soyut kavramlardır. Aslında entelektüel sermaye bir anlamda, işletmenin sahip olduğu soyut kavramlar olup, somut kavram ya da değerler üzerine inşa edildiği için entelektüel sermaye, aynı zamanda somut değerleri de içermektedir.

Piyasa değeri hesaplamalarında, BİST’ de işlem gören 29 şirketin piyasa ve defter değerleri hesaplanmıştır. Ancak bu işletmelerden 8’inin entelektüel sermaye hesaplamasına uygun olduğu, bunlardan ise Akmerkez GMYO’ nun en yüksek entelektüel sermayeye sahip olduğu görülmüştür. PD/DD oranına bakıldığında bu değer, 4,35 gibi oldukça yüksek bir rakamdır. Diğer bir ifadeyle Akmerkez GMYO, defter değerinin 4,35 katı daha fazla bir piyasa değerine sahiptir. Gerçekten de, Türkiye’de emlak ve gayrimenkul üretimine ve sektörün yüküne bakıldığında, Akmerkez GMYO başarılı projeleriyle ve verdiği güvence ile oldukça ciddi bir kurumsal itibara sahiptir. Burada, entelektüel sermayenin ilişkisel ve yapısal sermayesinin ciddi önem taşıdığı ve sonuçlar üzerinde etkili olduğu düşünülebilir.

Akmerkez GMYO, son yıllarda entelektüel sermayenin ilişkisel sermaye unsurlarından müşteri ilişkilerine oldukça önem vermiş ve halk nezdinde bir güven oluşturmuştur. Diğer GMYO işletmelerine göre halk tarafından da Akmerkez GMYO' nun daha fazla bilinmesinin de temel nedenin bu olduğu düşünülebilir.

Akmerkez GMYO' nun entelektüel sermayesini arttıran bir diğer unsur olarak, son yıllarda gayrimenkul alanında yaşanan güvensizlikler de gösterilebilir. Alanda faaliyet gösteren Fi Yapı, İstanbul Esenyurt'ta 5000 bin adet konut yapıp satmış, ancak 5000'lik plana ters düştüğünden, aylarca konutlar sahiplerine teslim edilememiştir. Bunun aslında temel nedeni, şirketin Büyükşehir Belediye planlarına uygun hareket etse de, ilçe belediyesi ile yaşanan sorundur. Bunun gibi birçok örnek, gayrimenkul piyasasında bir güvensizliğin artmasına neden olmuştur. Sektörel anlamda işletmelerin entelektüel değerlerinin üç aşağı beş yukarı toplamının sabit olduğu düşünüldüğünde, Akmerkez GMYO'nun entelektüel sermayesi ya da piyasa değerindeki artış, diğer şirketlerin piyasa değerlerinde düşüşe neden olmuş olabilir. Diğer bir ifadeyle, sektöre yatırım yapan yatırımcıların bir şirket üzerinde yoğunlaşması, dengeyi o şirket tarafına kaydırmış olabilir.

Türkiye'deki firmaların Tobin Q değerlerinin hesaplanmasında, çalışma esnasında bazı güçlüklerle karşılaşmıştır. Büktel (2000), "...böyle bir oranın Türkiye için hesaplanabilmesi bile bir ütopya. İmtiyazlı şirketlerin aktiflerinden, isim hakları üzerindeki tartışmalara, yüksek enflasyonla ve değişik amortisman yöntemleriyle değerleri kağıt üzerinde eriyen duran varlıklara kadar şirket yöneticilerinin ya da deneyimli analistlerin bile değer biçmekte zorluk çektikleri aktifler nedeniyle böyle bir oran bizde hayal gibi..." ifadesiyle, Türkiye'deki firmalarda Tobin Q değerinin hesaplanmasındaki güçlükleri işaret etmektedir. Ayrıca çalışmada da, bu oranın hesaplanmasında, imtiyazlı hisse senedi adetlerinin, bunların satış rakamlarının ya da değerlerinin verilerinin elde edilmesinde ciddi sorunlarla karşılaşmaktadır. Öte yandan, tüm örnekleme şirketleri için aynı belirsizlik söz konusu olduğundan, her ne kadar değerlendirmeyi tarafsızlığa ve objektifliğe yaklaştırmasa da, bir anlamda mevcut şartlarda yapılan bir değerlendirme olarak gösterebilir. Diğer bir ifadeyle, şirketlerin Tobin Q oranlarına, lineer regresyon ya da belirsiz integral hesabında olduğu gibi, bir düzeltme

katsayısının getirilmesinin yararlı olacağı düşünülebilir. Ancak bu belirsizlik katsayısının hesaplanmasındaki sübjektiflikler dikkate alındığında, bu şekilde bir değerlendirmenin de çok kolay olmayacağı görülebilir.

Çalışmada Tobin Q yönteminde de Akmerkez en fazla entelektüel sermayeye sahip olan ortaklık olarak ön plandadır. Öte yandan, Tobin Q yönteminde, Akmerkez'in Q değeri, yaklaşık 4,20 olarak bulunmuştur. "PD / DD Oranı" yönteminde olduğu gibi "Tobin'in Q Oranı" yönteminde de hesaplanan değerlere göre belli olan entelektüel sermayeye sahip olup olmama durumu, diğer entelektüel sermaye ölçme yöntemleriyle paralellik göstermeyebilir. Bunun en önemli nedeni ise "Tobin'in Q Oranı" yönteminin işletmelerin sahip olduğu bazı entelektüel sermaye unsurlarını ölçememe riski ile karşı karşıya kalması olduğu düşünülebilir. Burada, her ne kadar hesaplanan göstergeler PD/DD ile farklı olsa da, şirketlerin entelektüel sermaye dağılımını göstermesi açısından Tobin Q değerinin daha duyarlı olduğu ifade edilebilir. Tobin Q Oranı yönteminin Çünkü her ne kadar Akmerkez piyasada çok daha fazla değere sahip görülse de, aradaki farkın Tobin Q yönteminde olduğu şekle daha uygun olduğu düşünülebilir. Burada, Akmerkez GMYO' nun entelektüel sermayesinin bu derece yüksek olmasında da, ilişki sermaye unsurunun rolünün büyük olduğu düşünülebilir.

Akmerkez GMYO' nun entelektüel sermayesinin diğer GMYO' larına göre yüksek çıkmasının temel nedenlerinden birisi de, entelektüel sermaye unsurlarını etkili bir şekilde kullanmasıdır. Akmerkez GMYO, müşteri ilişkileri ve güvene önem veren bir şekilde, çalışmalarını sürdürmektedir. Bu durum, şirketin entelektüel sermayesinin de yüksek çıkmasına neden olmuştur.

Aslında çalışma sonuçlarında, Akmerkez GMYO' nun entelektüel sermayesinin yüksek çıkması kadar üzerinde durulması gereken bir diğer nokta da, diğer GMYO şirketlerinin entelektüel sermayelerinin düşük çıkmasıdır. Bunun en temel nedenlerinden birisi, GMYO şirketlerinin AR-GE ve teknoloji çalışmalarına yeterince yer vermemeleridir. Entelektüel sermaye bileşenlerinden birisi olan yapısal sermaye ve insan sermayesinde, bilgili, teknolojik alt yapısı gelişmiş ve nitelikli işgücüne gereksinim vardır. Öte yandan ülkemizde üniversitelerde verilen eğitimler, alan uygulamalarıyla paralel gitmediğinden, ya da uygulamalarda teknolojiye yeterli

önem verilmediğinden, bu işletmelerin entelektüel sermayeleri de düşük çıkmıştır. Her ne kadar yeni inşaatlarda modern ekipmanlar ve malzemeler kullanılmakta olsa da, kullanılan malzemelerin nerdeyse tamamı yakınının yurtdışından getirilmiş olması, AR-GE çalışmalarına ve inovasyona yeterince önemin verilmediğini, dolayısıyla yapısal sermayenin düşük olması sonucunu doğurduğunu göstermektedir.

Genel olarak çalışma sonuçları değerlendirildiğinde, entelektüel sermaye ile ilgili değerlerin, her ne kadar nicelik açısından tam olarak gerçeği yansıttığı konusunda kuşklar olsa da, nitelik açısından, ya da diğer ifadeyle firmaların piyasadaki durumlarını göstermesi açısından, önemli bir tutarlıkta olduğu görülmektedir. Bunun yanında yine çalışma sonuçları, Tobin Q yönteminin gerçeğe en uygun yöntem olduğunu da göstermektedir.

Çalışma sonuçlarına göre aşağıdaki öneriler getirilebilir:

- Araştırma örnekleminin genişletilmesi, ileriki araştırmalar açısından önem arz edebilir.
- Çalışma sonuçlarının sosyal ve piyasa değerlerinin de dikkate alınarak geliştirilmesi, entelektüel sermayenin nitel ya da nicel yönünün ortaya konmasında yarar sağlayabilir.
- Şirketlerin defter değerleri, piyasa değerleri ve hisse senetlerine ilişkin bilgileri ve verileri daha tutarlı bir şekilde raporlamaları sağlanabilir.
- Her ne kadar bağımsız denetim raporları sayesinde, raporlama sisteminde bir bütünlük sağlansa da, bazı şirketlerin raporlarının sadece bilançodan ibaret olduğu görülmektedir. Bu nedenle, raporlama ve yayınlama konusunda da şeffaflığın ön plana çıkarılmasıyla beraber ilişkisel sermayesinin de üzerinde durulması gerekir. Neticede bu şirketler, kısmen de olsa, kamuya ait işletmeler gibi düşünülebilir.
- Çalışmada karşılaşılan bir diğer sorun da, şirketlerin finansal tablolarının entelektüel sermaye hesaplamalarına uygun değişkenler içermemesidir.

Finansal tablolarda bu gibi hesaplamalara uygun değişkenlerin de hesaplanması ve gösterilmesi fayda sağlayabilir.

- İnşaat alanında faaliyet gösteren GMYO'larının, insan sermayesi bağlamında, daha bilgili ve donanımlı personel istihdam etmeleri, firmaların insan sermayelerinin yükselmesine, dolayısıyla entelektüel sermayelerinin de yükselmesine yardım edebilir.
- Benzer şekilde, firmaların AR-GE çalışmalarına önem vermeleri, yapısal sermaye değerlerinin yükselmesine ve dolayısıyla entelektüel sermayelerinin de yükselmesine yardım edebilir.
- Yapılan bu çalışma, literatürde entelektüel sermayenin ölçülmesinde karşılaşılan güçlükleri de ortaya koymaktadır. Literatüre yapılan bu katkı, ileri çalışmalarla desteklenebilir.
- Çalışma sonuçlarına paralel olarak, ileri çalışmalarda farklı sektörlerde benzer çalışmalar yapılabilir, sektörler arası kıyaslama yapılabilir.

EKLER : Uygulamada İncelenen Şirketlere Ait Mali Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporları

AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**1 OCAK - 31 ARALIK 2012
HESAP DÖNEMİNE AİT FİNANSAL TABLOLAR VE
BAĞIMSIZ DENETİM RAPORU**

AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**31 ARALIK 2012 VE 2011 TARİHLERİNDE SONA EREN YILLARA AİT
BİLANÇOLAR**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot referansları	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
VARLIKLAR			
Dönen varlıklar		44.756.503	26.509.293
Nakit ve nakit benzerleri	3	44.185.898	25.689.014
Ticari alacaklar	4	557.985	813.643
Diğer dönen varlıklar	7	12.620	6.636
Duran varlıklar		137.985.191	139.998.478
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	5	135.512.851	139.271.229
Maddi duran varlıklar		167.366	1.452
Maddi olmayan duran varlıklar		6.640	4.620
Diğer duran varlıklar	7	2.298.334	721.177
Toplam varlıklar		182.741.694	166.507.771
KAYNAKLAR			
Kısa vadeli yükümlülükler		3.255.171	5.099.886
Ticari borçlar			
İlişkili taraflara borçlar	4	8.476	2.108
Ticari borçlar	4	160.885	144.400
Diğer borçlar	4	905.987	759.960
Borç karşılıkları	6	646.382	3.012.160
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	7	1.533.441	1.181.258
Uzun vadeli yükümlülükler		142.245	239.514
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	9	25.342	74.624
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	7	116.903	164.890
Özkaynaklar		179.344.278	161.168.371
Ödenmiş sermaye	8	37.264.000	37.264.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi	8	27.745.263	27.745.263
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	8	41.150.403	35.622.015
Geçmiş yıl karları	8	18.862.625	18.523.535
Net dönem karı	8	54.321.987	42.013.558
Toplam kaynaklar		182.741.694	166.507.771

31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemine ait finansal tablolar 15 Şubat 2013 tarihinde Yönetim Kurulu tarafından onaylanmış ve Genel Müdür Murat Kayman ve Mali İşler Müdürü Zeynep Yıldırım Gündoğdu tarafından imzalanmıştır. Söz konusu finansal tablolar Genel Kurul'da onaylanmaları sonucu kesinleşecektir.

Takip eden açıklama ve dipnotlar finansal tabloların tamamlayıcı parçasını oluştururlar.

AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 ARALIK 2012 VE 2011 TARİHLERİNDE SONA EREN YILLARA AİT
KAPSAMLI GELİR TABLOLARI

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot referansları	2012	2011
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER :			
ESAS FAALİYET GELİRİ			
Satış gelirleri (net)	10	73.558.271	62.753.678
Satışların maliyeti (-)	10	(23.907.352)	(21.936.225)
Brüt kar		49.650.919	40.817.453
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	11	(27.860)	(38.449)
Genel yönetim giderleri (-)	11	(3.568.424)	(3.529.406)
Diğer faaliyet gelirleri	13	5.007.579	4.971.443
Diğer faaliyet giderleri (-)	13	-	(570.833)
Faaliyet karı		51.062.214	41.650.208
Finansal gelirler	14	3.361.440	3.423.036
Finansal giderler (-)	14	(101.667)	(3.059.686)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı		54.321.987	42.013.558
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri		-	-
Sürdürülen faaliyetler dönem karı		54.321.987	42.013.558
Diğer kapsamlı gelir		-	-
Toplam kapsamlı gelir		54.321.987	42.013.558
Hisse başına kazanç	15	1,46	1,13

AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 ARALIK 2012 VE 2011 TARİHLERİNDE SONA EREN YILLARA AİT
ÖZKAYNAK DEĞİŞİM TABLOLARI

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot referansları	Ödenmiş sermaye	Sermaye düzeltmesi farkları	Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	Geçmiş yıllar karları	Net dönem karı	Özkaynak toplamı
1 Ocak 2011		13.700.000	27.745.263	33.334.115	15.139.347	29.236.088	119.154.813
Transferler		-	-	-	29.236.088	(29.236.088)	-
Sermaye arturumu		23.564.000	-	2.287.900	(25.851.900)	-	-
Net dönem karı		-	-	-	-	42.013.558	42.013.558
31 Aralık 2011	8	37.264.000	27.745.263	35.622.015	18.523.535	42.013.558	161.168.371
1 Ocak 2012		37.264.000	27.745.263	35.622.015	18.523.535	42.013.558	161.168.371
Transferler		-	-	5.528.388	36.485.170	(42.013.558)	-
Kar dağıtımı		-	-	-	(36.146.080)	-	(36.146.080)
Net dönem karı		-	-	-	-	54.321.987	54.321.987
31 Aralık 2012	8	37.264.000	27.745.263	41.150.403	18.862.625	54.321.987	179.344.278

Takip eden açıklama ve dipnotlar finansal tabloların tamamlayıcı parçasını oluştururlar.

AKMERKEZ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**31 ARALIK 2012 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT
FİNANSAL TABLOLARA AİT DİPNOTLAR**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

DİPNOT 8 - ÖZKAYNAKLAR

Şirket'in 31 Aralık 2012 ve 2011 tarihlerindeki hissedarları ve sermaye içindeki payları aşağıdaki gibidir:

Hissedarlar	31 Aralık 2012		31 Aralık 2011	
	Pay (%)	Tutar	Pay (%)	Tutar
Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş.	13,12	4.890.900	13,12	4.890.900
Tekfen Holding A.Ş.	10,79	4.019.839	10,79	4.019.839
Halka Açık kısım	50,27	18.734.104	50,04	18.646.906
Diğer (*)	25,82	9.619.157	26,05	9.706.355
Ödenmiş sermaye	100,00	37.264.000	100,00	37.264.000

(*) Sermayenin %10'undan daha azına sahip ortakların toplamını göstermektedir

3 Mayıs 2011 tarihinde yapılan 2010 hesap dönemine ait olağan Genel Kurul toplantısında, Şirket ortaklarına net dönem karından dağıtılmak üzere ayrılan I. Temettü ile II. Temettüden dağıtılacak toplam 23.564.000 TL tutarındaki kar payının tamamının hissedarların Şirket sermayesindeki payları oranında bedelsiz pay olarak dağıtılmasına, bedelsiz ihraç edilecek payların Sermaye Piyasası Kurul'u ("Kurul") nezdinde Kurul kaydına alınması için Kurul'un Seri: I, No: 40 sayılı 'Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nde belirtilen bilgi ve belgeler ile birlikte Kurul'a başvurulmasına karar verilmiştir. Kar paylarının bedelsiz pay olarak dağıtımını takiben sermaye 37.264.000 TL olarak gerçekleşmiştir ve 8 Temmuz 2011 tarihinde tescil edilmiştir.

31 Aralık 2012 ve 2011 tarihleri itibariyle, Şirket'in çıkarılmış ve tamamı ödenmiş 37.264.000 TL'lik sermayesi, beheri 1 Kuruş nominal bedelli 407.575.000 adet (A) grubu, 284.138.000 adet (B) grubu, 239.887.000 adet (C) grubu ve 2.794.800.000 adet (D) grubu olmak üzere toplam 3.726.400.000 adet hisse ile temsil edilmektedir.

Şirket Yönetim Kurulu, 4'ü (A) Grubu nama muharrer hisse sahiplerinin çoğunluğunun; 3'ü (B) Grubu nama muharrer hisse sahiplerinin çoğunluğunun; 2'si (C) Grubu nama muharrer hisse sahiplerinin çoğunluğunun ve 1'i de halka arz edilmiş ve genel kurul toplantısına katılmış (D) grubu hamiline yazılı hisse sahiplerinin çoğunlukla belirleyerek önereceği adaylar arasından Genel Kurul tarafından seçilecek on üyeden oluşur.

Şirket'in esas sözleşmesinin, SPK'nın Seri: IV, No:56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına ilişkin Tebliğ uyarınca belirlenen kurumsal yönetim ilkelerine uygun hale getirilmesi maksadıyla esas sözleşme tadili ve kayıtlı sermaye tavanının 27.400.000 TL'den 75.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Ana sözleşme tadili ve kayıtlı sermaye tavanındaki artış 6 Haziran 2012 tarihinde tescil edilerek 12 Haziran 2012 tarihinde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlanmıştır.

Şirket'in SPK'nın Seri: XI, No:29 sayılı tebliğine göre 31 Aralık 2012 ve 2011 tarihleri itibariyle özkaynak tablosu aşağıdaki gibidir:

	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
Ödenmiş sermaye	37.264.000	37.264.000
Sermaye düzeltmesi farkları	27.745.263	27.745.263
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler		
- Yasal yedekler	41.150.403	35.622.015
Geçmiş yıl karları	18.862.625	18.523.535
Net dönem karı	54.321.987	42.013.558
	179.344.278	161.168.371

ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**31 Aralık 2012 tarihinde sona eren
yıla ait Finansal Tablolar
ve Bağımsız Denetim Raporu**

ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
31 Aralık 2012 , 31 Aralık 2011, 31 Aralık 2010 tarihlerindeki
Finansal Durum Tabloları
(TL)

	<u>Dipnot</u>	<u>31 Aralık 2012</u>	<u>31 Aralık 2011</u>	<u>31 Aralık 2010</u>
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar		157.032.720	158.511.968	76.761.625
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,3	22.430.420	22.344.119	39.813.703
Finansal Yatırımlar	2,4	106.977.778	105.075.714	-
Ticari Alacaklar				
- Ticari Alacaklar	2,5	177.255	170.866	162.929
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	2,5	9.991.199	9.560.116	6.598.327
Stoklar	2,7	17.130.593	20.964.222	29.466.187
Diğer Dönen Varlıklar	13	325.475	396.931	720.479
Duran Varlıklar		151.856.130	140.693.151	194.781.319
Diğer Alacaklar	6	12.205	12.205	14.127
Finansal Yatırımlar	2,4	3.115.791	1.826.361	88.632.600
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (net)	2,8	148.709.000	138.815.000	106.125.000
Maddi Duran Varlıklar (net)	2,9	4.653	4.616	5.905
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (net)	2,10	14.481	34.969	3.687
TOPLAM VARLIKLAR		<u>308.888.850</u>	<u>299.205.119</u>	<u>271.542.944</u>

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 Aralık 2012 , 31 Aralık 2011, 31 Aralık 2010 tarihlerindeki
Finansal Durum Tabloları
(TL)

	Dipnot	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler		3.119.286	5.971.033	16.929.186
Ticari Borçlar				
- Ticari Borçlar	2,5	47.528	10.929	591.466
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	2,5	1.212.973	4.678	1.173.125
Diğer Borçlar	6	8.862	9.856	14.435
Borç Karşılıkları	2,11	918.045	805.506	771.714
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	13	931.878	5.140.064	14.378.446
Uzun Vadeli Yükümlülükler		1.015.125	951.086	521.713
Diğer Borçlar	6	254.039	248.792	381.833
Kıdem Tazminatı Karşılığı	2,12	120.456	106.386	107.652
Borç Karşılıkları	2,11	57.872	-	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	13	582.758	595.908	32.228
ÖZKAYNAKLAR		304.754.439	292.283.000	254.092.045
Ödenmiş Sermaye	1,14	10.650.794	10.650.794	10.650.794
Sermaye Düzeltme Farkları	14	54.712.578	54.712.578	54.712.578
Değer Artış Fonları	14	1.852.639	563.210	988.966
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	14	2.587.834	1.837.887	1.460.770
Geçmiş Yıllar Karı / (Zararları)	14	220.679.037	184.557.350	178.378.138
Net Dönem Karı / (Zararı)	22	14.271.557	39.961.181	7.900.799
TOPLAM KAYNAKLAR		308.888.850	299.205.119	271.542.944

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
31 Aralık 2012 , 31 Aralık 2011 tarihlerinde sona eren yıllara ait
Kapsamlı Gelir Tabloları
(TL)

	Dipnot	1 Ocak 2012 31 Aralık 2012	1 Ocak 2011 31 Aralık 2011
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Satış Gelirleri	15	15.310.975	19.704.608
Satışların Maliyeti (-)	15	(3.833.760)	(8.916.164)
BRÜT KAR / (ZARAR)		11.477.215	10.788.444
Genel Yönetim Giderleri (-)	16,17	(3.504.422)	(3.161.114)
Diğer Faaliyet Gelirleri	18	10.656.318	7.915.611
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	18	(1.371.930)	(2.107.356)
FAALİYET KARI / (ZARARI)		17.257.181	13.435.585
Finansal Gelirler	19	6.415.648	29.025.977
Finansal Giderler (-)	20	(9.401.272)	(2.500.381)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)		14.271.557	39.961.181
- Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	2,21	-	-
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	2,21	-	-
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)		-	-
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
DÖNEM KARI / (ZARARI)		14.271.557	39.961.181
DİĞER KAPSAMLI KAR / (ZARAR)			
Finansal yatırımlar değer artış fonundaki değişim	14	1.289.429	(425.756)
TOPLAM KAPSAMLI KAR / (ZARAR)		15.560.986	39.535.425
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
HİSSE BAŞINA KAZANÇ / (ZARAR)	2,22	1,340	3,752

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
31 Aralık 2012, 31 Aralık 2011 tarihlerinde sona eren yıllara ait
Özkaynak Değişim Tabloları
(TL)

Dipnot	Ödenmiş Sermaye	Sermaye Düzeltme Farkları	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Finansal Vartıklar Değer Artış Fonu	Geçmiş Yıllar Kar / (Zararları)	Net Dönem Karı / (Zararı)	Toplam
1 Ocak 2011 tarihi itibarıyla bakiye	10.650.794	54.712.578	1.460.770	988.966	178.378.138	7.900.799	254.092.045
Geçmiş yıllar kâr / (zararları) transfer	-	-	-	-	7.523.682	(7.523.682)	-
Diğer kapsamlı gelir	-	-	-	(425.756)	-	-	(425.756)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedeklere transfer	-	-	377.117	-	-	(377.117)	-
Ortaklara nakden dağıtılacak kâr payı	-	-	-	-	(1.344.470)	-	(1.344.470)
Net dönem karı	-	-	-	-	-	39.961.181	39.961.181
31 Aralık 2011 tarihi itibarıyla bakiye	10.650.794	54.712.578	1.837.887	563.210	184.557.350	39.961.181	292.283.000
Geçmiş yıllar kâr / (zararları) transfer	-	-	-	-	36.121.687	(36.121.687)	-
Diğer kapsamlı gelir	-	-	-	1.289.429	-	-	1.289.429
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedeklere transfer	-	-	749.947	-	-	(749.947)	-
Ortaklara nakden dağıtılacak kâr payı	-	-	-	-	-	(3.089.547)	(3.089.547)
Net dönem karı	-	-	-	-	-	14.271.557	14.271.557
31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla bakiye	10.650.794	54.712.578	2.587.834	1.852.639	220.679.037	14.271.557	304.754.439

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 Aralık 2012, 31 Aralık 2011 ve 31 Aralık 2010 tarihlerinde sona eren yıllara ait
Finansal Tablolara İlişkin Dipnotlar

1. Organizasyon ve Faaliyet Konusu

6 Haziran 1978 tarihinde kurulan Aletim Alarko Elektrik Tesisat ve İnşaat Malzemeleri Anonim Şirketi'nin unvanı 6 Ağustos 1996 tarihli, 4096 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlandığı üzere Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi (Şirket) olarak İstanbul'da tescil edilmiştir. Şirket, 31 Ekim 1996 tarihinde anonim ortaklıkların sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edecekleri hisse senetlerinin kayda alınmasına ilişkin belge için Sermaye Piyasası Kurulu'na (Kurul) başvuruda bulunmuş ve 13 Aralık 1996 ve GYO 1/1552 numaralı belge ile Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre Kurul kaydına alınmıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmektir. Bu kapsamda Şirket, gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi konularda iştigal etmektedir. Buna göre Şirket, faaliyet esasları, portföy yatırım politikaları ve yönetim sınırlamalarında Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine ve ilgili mevzuata uyar.

Şirket'in 31 Aralık 2012 ve 31 Aralık 2011 tarihlerindeki hissedarları ve sermaye içindeki payları tarihi değerlerle aşağıdaki gibidir:

Ortaklar	31 Aralık 2012		31 Aralık 2011	
	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)
Alarko Holding A.Ş.	16,42	1.748.258	16,42	1.748.258
Alsim Alarko Sanayi Tesisleri ve Tic. A.Ş.	34,78	3.704.641	34,78	3.704.641
Halka Arz	48,77	5.194.442	48,77	5.194.442
Diğer (*)	0,03	3.453	0,03	3.453
Toplam	100,00	10.650.794	100,00	10.650.794

* Sermayenin %10'undan daha azına sahip ortakların pay tutarı toplamını göstermektedir.

31 Aralık 2012 ve 31 Aralık 2011 tarihleri itibarıyla nominal sermayenin enflasyona göre düzeltilmesinden kaynaklanan fark 54.712.578 TL tutarındadır (Dipnot 14 (b)).

Şirket'in genel merkezinin adresi Muallim Naci Caddesi, No:69 P.K. 34347 Ortaköy - Beşiktaş/İstanbul 'dur.

Şirket'in çoğunluk hisseleri Alsim Alarko Sanayi Tesisleri ve Ticaret A.Ş.'ye ait olup, Şirket hisselerinin % 49'u, 1996 yılından itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmektedir.

31 Aralık 2012 ve 31 Aralık 2011 tarihleri itibarıyla Şirket'in yıl içinde çalışan personelinin ortalama sayısı sırasıyla 7 ve 7'dir.

EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**1 OCAK - 31 ARALIK 2012, 2011 ve 2010 HESAP DÖNEMLERİNE AİT
FİNANSAL TABLOLAR VE
BAĞIMSIZ DENETÇİ RAPORU**

EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 ARALIK 2012, 2011 VE 2010 TARİHLERİ İTİBARIYLA BİLANÇOLAR

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe bin Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot referansları	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
VARLIKLAR				
Dönen varlıklar		3.499.241	3.138.317	3.325.355
Nakit ve nakit benzerleri	3	1.146.520	773.831	1.733.442
Finansal yatırımlar	4	159.927	572.370	79.617
Ticari alacaklar	6	447.818	366.374	374.043
Diğer alacaklar	7	476.645	468.476	385.916
Arsa ve konut stokları	8	1.046.056	797.366	647.477
Diğer dönen varlıklar	14	222.275	159.900	104.860
Duran varlıklar		4.895.046	4.375.932	3.924.726
Ticari alacaklar	6	830.022	782.625	553.722
Diğer alacaklar	7	225	178	166
Arsa ve konut stokları	8	4.055.619	3.581.644	3.359.796
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	9	3.537	5.449	5.256
Maddi duran varlıklar	10	4.505	5.965	5.733
Maddi olmayan duran varlıklar	11	1.138	71	53
Toplam varlıklar		8.394.287	7.514.249	7.250.081

Takip eden açıklama ve dipnotlar finansal tabloların tamamlayıcı parçasını oluştururlar.

EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 ARALIK 2012, 2011 VE 2010 TARİHLERİ İTİBARIYLA BİLANÇOLAR

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe bin Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot referansları	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011	31 Aralık 2010
KAYNAKLAR				
Kısa vadeli yükümlülükler		3.420.117	2.782.854	2.417.422
Finansal borçlar	5	172.199	185.552	181.501
Ticari borçlar	6	527.444	316.320	636.933
Diğer borçlar	7	712.283	692.866	639.334
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	13	2.083	2.224	1.287
Borç karşılıkları	12	60.508	51.690	28.440
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	14	1.945.600	1.534.202	929.927
Uzun vadeli yükümlülükler		766.445	928.492	1.082.584
Finansal borçlar	5	754.000	914.000	1.074.000
Ticari borçlar	6	8.921	10.714	5.585
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	13	2.023	2.188	1.697
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	14	1.501	1.590	1.302
Özkaynaklar		4.207.725	3.802.903	3.750.075
Ödenmiş sermaye	15	2.500.000	2.500.000	2.500.000
Hisse senedi ihraç primleri	15	426.989	426.989	426.989
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler		171.440	149.199	113.882
Geçmiş yıllar karları		585.894	498.393	154.891
Net dönem karı		523.402	228.322	554.313
Toplam kaynaklar		8.394.287	7.514.249	7.250.081
Koşullu varlık ve yükümlülükler		27		

Takip eden açıklama ve dipnotlar finansal tabloların tamamlayıcı parçasını oluştururlar.

EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 ARALIK 2012, 2011 VE 2010 TARİHLERİNDE SONA EREN YILLARA AİT KAPSAMLI GELİR TABLOLARI

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe bin Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot referansları	1 Ocak - 31 Aralık 2012	1 Ocak - 31 Aralık 2011	1 Ocak - 31 Aralık 2010
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER:				
ESAS FAALİYET GELİRİ				
Satış gelirleri (net)	16	1.004.577	716.597	1.497.903
Satışların maliyeti (-)	16	(551.879)	(487.568)	(758.565)
Brüt kar		452.698	229.029	739.338
Genel yönetim giderleri (-)	17	(45.464)	(39.076)	(58.969)
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	17	(11.346)	(13.772)	(27.938)
Diğer faaliyet gelirleri	19	86.541	64.601	92.965
Diğer faaliyet giderleri (-)	19	(25.482)	(41.882)	(116.932)
Faaliyet karı		456.947	198.900	628.464
Finansal gelirler	20	147.128	170.638	47.461
Finansal giderler (-)	21	(80.673)	(141.216)	(121.612)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı		523.402	228.322	554.313
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	22	-	-	-
Sürdürülen faaliyetler dönem karı		523.402	228.322	554.313
Diğer kapsamlı gelir		-	-	-
Toplam kapsamlı gelir		523.402	228.322	554.313
Hisse başına kazanç (tam TL)	23	0,0021	0,0009	0,0029

Takip eden açıklama ve dipnotlar finansal tabloların tamamlayıcı parçasını oluştururlar.

EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 ARALIK 2012, 2011 VE 2010 TARİHLERİNDE SONA EREN YILLARA AIT ÖZKAYNAK DEĞİŞİM TABLOLARI

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe bin Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot referansları	Ödenmiş sermaye	Sermaye düzeltmesi farkları	Hisse senedi ihraç primleri	Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	Geçmiş yıllar karları	Net dönem karı	Özkaynak toplamı
1 Ocak 2010 itibarıyla bakiyeler		253.393	411.039	-	96.680	936.796	445.865	2.143.773
İç kaynaklardan sermaye artışı		1.621.607	(411.039)	-	-	(781.905)	(428.663)	-
Halka arz yoluyla sermaye artışı		625.000	-	426.989	-	-	-	1.051.989
Transferler		-	-	-	17.202	-	(17.202)	-
Toplam kapsamlı gelir		-	-	-	-	-	554.313	554.313
31 Aralık 2010 itibarıyla bakiyeler		2.500.000	-	426.989	113.882	154.891	554.313	3.750.075
1 Ocak 2011 itibarıyla bakiyeler		2.500.000	-	426.989	113.882	154.891	554.313	3.750.075
Transferler		-	-	-	35.317	518.996	(554.313)	-
Temettü ödemesi		-	-	-	-	(175.494)	-	(175.494)
Toplam kapsamlı gelir		-	-	-	-	-	228.322	228.322
31 Aralık 2011 itibarıyla bakiyeler		2.500.000	-	426.989	149.199	498.393	228.322	3.802.903
1 Ocak 2012 itibarıyla bakiyeler		2.500.000	-	426.989	149.199	498.393	228.322	3.802.903
Transferler		-	-	-	22.241	206.081	(228.322)	-
Temettü ödemesi		-	-	-	-	(118.580)	-	(118.580)
Toplam kapsamlı gelir		-	-	-	-	-	523.402	523.402
31 Aralık 2012 itibarıyla bakiyeler		2.500.000	-	426.989	171.440	585.894	523.402	4.207.725

Takip eden açıklama ve dipnotlar finansal tabloların tamamlayıcı parçasını oluşturmaktadır.

EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**31 ARALIK 2012 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT
FİNANSAL TABLOLARA İLİŞKİN AÇIKLAYICI DİPNOTLAR**
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe bin Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

NOT 15 - ÖZKAYNAKLAR

Şirket'in ödenmiş sermayesi 2.500.000 TL (31 Aralık 2011: 2.500.000 TL, 31 Aralık 2010: 2.500.000 TL) olup her biri 1 Kuruş nominal değerli 250.000.000.000 (31 Aralık 2011: 250.000.000.000, 31 Aralık 2010: 250.000.000.000) adet hisseye bölünmüştür.

Şirket'in 31 Aralık 2012, 2011 ve 2010 tarihlerindeki hissedarları ve sermaye içindeki payları aşağıdaki gibidir:

Hissedarlar	31 Aralık 2012		31 Aralık 2011		31 Aralık 2010	
	Pay %	TL	Pay %	TL	Pay %	TL
T.C. Başbakanlık						
Toplu Konut İdaresi Başkanlığı	74,99	1.874.831	74,99	1.874.831	74,99	1.874.831
Halka arz edilen kısım	25,00	625.000	25,00	625.000	25,00	625.000
KEY Hak Sahipleri	0,01	167	0,01	167	0,01	167
Diğer	0,00	2	0,00	2	0,00	2
Ödenmiş sermaye toplamı	100,00	2.500.000	100,00	2.500.000	100,00	2.500.000

Konut Edindirme Yardımları Hak Sahipleri Temsilcisi T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nın 395.730 TL olan Sermayedeki pay tutarı, 30 Mayıs 2007 tarih ve 26537 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 5664 sayılı Konut Edindirme Yardımı Hak Sahiplerine Ödeme Yapılmasına Dair Kanun ve 14 Ağustos 2007 tarih 26613 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan KEY Hak Sahiplerine Ödeme Yapılmasına Dair Yönetmelik çerçevesinde, KEY Hak Sahiplerine ödenmek üzere, borç hesaplarına alınmıştır. KEY hak sahiplerinin Şirket hisse senedi yahut nakit olarak haklarını alma kararlarını 8 Nisan 2010 tarihine kadar almaları gerekmektedir. 8 Nisan 2010 tarihine kadar Şirket'in sermaye hesaplarında KEY hak sahiplerinin hisse senedi ve nakit arasında yaptıkları tercihler sebebi ile azalışlar ve artışlar görülmektedir. Bu tarih itibarıyla KEY hak sahiplerini temsil eden 39.573.016.172 adet hisseden, 39.570.764.123 adedi nakdi ödeme tercih edilerek sermayeden düşülmüştür. 31 Aralık 2009 ve 2008 tarihleri itibarıyla Şirket sermayesi olarak yazılan 253.393 TL, 8 Nisan 2010 tarihi itibarıyla nihai ulaşılan sermaye rakamı dikkate alınarak düzeltilerek ulaşılmıştır. 5664 sayılı Konut Edindirme Yardımı Hak Sahiplerine Ödeme Yapılmasına Dair Kanun'un yayınlandığı 30 Mayıs 2007 tarihinde 31 Aralık 2007 tarihli sermaye hariç diğer özkaynak kalemlerinden kanunda zikredilen %60,97 oranında KEY hak sahibi payı düşülerek 1.177.597 TL KEY hak sahiplerine borçlar hesabına alınmıştır. Bu tutar Şirket'in KEY hak sahiplerine olan finansal yükümlüğünü ifade etmektedir ve talep edildiğinde ödenecek niteliktedir. Belirlenen tutarlardaki geri ödemelerin sonuçlanmasına kadar, kapsamlı gelir tablosundan KEY hak sahiplerine ödenebilir pay toplam yükümlülüğe eklenmiştir. 2007 yılı için kapsamlı gelir tablosundan yükümlülüğe ilave edilen tutar 574.704 TL'dir. KEY hak sahiplerinin 28 Şubat 2008 tarihinden itibaren kar dağıtımına hak kazanamayacağıın ilanına kadar geçen sürede ilave 32.956 TL tutar tahakkuk etmiş ve kapsamlı gelir tablosundan düşülmüştür. Böylece KEY sahiplerine olan borçlar hesabında 2000 ve 2001 yıllarında kar dağıtımından kaynaklanan borçlarla beraber 31 Aralık 2007 tarihi itibarıyla 1.781.329 TL rakamına ulaşılmıştır.

Şirket yönetim kurulunun 26 Temmuz 2010 tarihli ve 37 numaralı kararı ile sermayesini 1.875.000 TL'ye çıkarmaya karar vermiştir. Artışın 8 TL lik kısmı KEY hak sahipleri adına Hazine tarafından ödenmesi ile geri kalan kısmının da Şirket iç kaynaklarından karşılanarak hissedarların payları oranında bedelsiz olarak dağıtılmıştır.

**İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Anonim Şirketi**

31 Aralık 2012 Tarihinde
Sona Eren Yıla Ait
Finansal Tablolar ve
Bağımsız Denetim Raporu

Akis Bağımsız Denetim ve Serbest
Muhasebeci Mali Müşavirlik
Anonim Şirketi

22 Şubat 2013

*Bu rapor, 2 sayfa bağımsız denetim raporu ve
67 sayfa finansal tablolar ve tamamlayıcı
dipnotlarından oluşmaktadır.*

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
31 Aralık 2012 Tarihi İtibarıyla Finansal Durum Tablosu
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	<i>Notlar</i>	<i>Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2012</i>	<i>Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2011</i>
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar		240.045.239	134.570.092
Nakit ve nakit benzerleri	5	85.194.100	106.690.380
Finansal yatırımlar	6	8.515.936	6.524.603
Ticari alacaklar	8	17.567.381	3.184.092
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	26	11.298	4.232
<i>Diğer ticari alacaklar</i>	8	17.556.083	3.179.860
Stoklar	11	62.214.847	-
Diğer alacaklar	9	139.731	154.323
Diğer dönen varlıklar	16	66.413.244	18.016.694
Duran Varlıklar		1.151.891.843	1.026.451.690
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	10	1.105.763.367	992.276.289
Stoklar	11	17.298.517	31.991.939
Maddi duran varlıklar	12	1.252.023	1.049.810
Maddi olmayan duran varlıklar	13	274.406	396.574
Finansal yatırımlar	6	179.764	707.099
Ticari alacaklar	8	27.068.514	-
Diğer duran varlıklar	16	31.433	23.000
Ertelenmiş vergi varlığı	24	23.819	6.979
TOPLAM VARLIKLAR		1.391.937.082	1.161.021.782

İlişikteki notlar bu finansal tabloların ayrılmaz bir parçasıdır.

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
31 Aralık 2012 Tarihi İtibarıyla Finansal Durum Tablosu
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	<i>Notlar</i>	<i>Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2012</i>	<i>Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2011</i>
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler		107.213.815	16.608.411
Finansal borçlar	7	6.523.222	5.926.215
<i>İlişkili taraflara finansal borçlar</i>	26	6.203.197	5.926.215
<i>Diğer finansal borçlar</i>		320.025	-
Ticari borçlar	8	5.482.029	2.932.872
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	26	1.151.114	1.091.605
<i>Diğer ticari borçlar</i>	8	4.330.915	1.841.267
Diğer borçlar	9	90.077.873	3.060.096
Dönem karı vergi yükümlülüğü	24	27.889	46.835
Borç karşılıkları	14	145.830	50.620
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	15	231.968	187.327
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	16	4.725.004	4.404.446
<i>İlişkili taraflara kısa vadeli yükümlülükler</i>	26	632.870	448.738
<i>Diğer kısa vadeli yükümlülükler</i>	16	4.092.134	3.955.708
Uzun Vadeli Yükümlülükler		214.840.643	109.941.019
Finansal borçlar	7	129.050.108	47.409.720
<i>İlişkili taraflara finansal borçlar</i>	26	39.920.108	47.409.720
<i>Diğer finansal borçlar</i>		89.130.000	-
Diğer borçlar	9	81.817.556	58.495.296
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	15	768.781	461.945
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	16	3.204.198	3.574.058
ÖZKAYNAKLAR		1.069.882.624	1.034.472.352
Ödenmiş sermaye	17	600.000.000	600.000.000
Sermaye düzeltme farkları		240.146.090	240.146.090
Hisse senedi ihraç primleri		423.981	423.981
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	17	16.520.757	13.554.165
Yabancı para çevrim farkları		(278)	(2.152)
Geçmiş yıllar karları	17	147.383.676	113.396.737
Net dönem karı		65.408.398	66.953.531
TOPLAM KAYNAKLAR		1.391.937.082	1.161.021.782

İlişikteki notlar bu finansal tabloların ayrılmaz bir parçasıdır.

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
31 Aralık 2012 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait Gelir Tablosu
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	<i>Notlar</i>	<i>Bağımsız Denetimden Geçmiş 1 Ocak – 31 Aralık 2012</i>	<i>Bağımsız Denetimden Geçmiş 1 Ocak – 31 Aralık 2011</i>
Sürdürülen Faaliyetler			
Satış gelirleri (net)	18	131.927.996	123.492.212
Satışların maliyeti (-)	18	(57.826.762)	(45.316.639)
Brüt Kar		74.101.234	78.175.573
Genel yönetim giderleri (-)	19	(9.983.739)	(9.533.953)
Diğer faaliyet gelirleri	21	241.893	418.817
Diğer faaliyet giderleri (-)	21	(65.482)	(39.830)
Faaliyet Karı		64.293.906	69.020.607
Finansal gelirler	22	23.947.968	31.873.353
Finansal giderler (-)	23	(22.718.908)	(33.809.743)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı		65.522.966	67.084.217
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	24	(114.568)	(130.686)
- Dönem vergi gideri		(131.408)	(133.072)
- Ertelenmiş vergi geliri		16.840	2.386
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı		65.408.398	66.953.531
Durdurulan Faaliyetler			
Durdurulan faaliyetler vergi sonrası dönem karı		-	-
Net Dönem Karı		65.408.398	66.953.531
Net Dönem Karının Dağılımı			
Kontrol gücü olmayan paylar		-	-
Ana ortaklık payları		65.408.398	66.953.531
Sürdürülen faaliyetlerden			
hisse başına kazanç			
(1 TL nominal hisseye karşılık)	25	0,1090	0,1116
Sürdürülen faaliyetlerden			
seyreltilmiş hisse başına kazanç			
(1 TL nominal hisseye karşılık)	25	0,1090	0,1116

İlişikteki notlar bu finansal tabloların ayrılmaz bir parçasıdır.

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

31 Aralık 2012 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait

Özkaynak Değişim Tablosu

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

Not	Ödenmiş sermaye	Sermaye düzeltme farkları	Hisse senedi ihraç primleri	Kardan ayrılan kullanılmış yedekler	Yabancı para çevrim farkları	Net dönem karı	Geçmiş yıllar karları	Toplam
1 Ocak 2011 tarihi itibarıyla bakiyeler	450.000.000	240.146.090	423.981	11.015.848	-	60.918.265	227.516.789	990.020.973
Toplam kapsamlı gelir								
Net dönem karı	-	-	-	-	-	66.953.531	-	66.953.531
Yabancı para çevrim farkları	-	-	-	-	(2.152)	-	-	(2.152)
Kapsamlı gelir toplamı	-	-	-	-	(2.152)	66.953.531	-	66.951.379
Sermaye artırım	150.000.000	-	-	-	-	-	(150.000.000)	-
Geçmiş yıllar karlarına transfer	17	-	-	-	-	(60.918.265)	60.918.265	-
Yedeklere aktarılan tutarlar	17	-	-	2.538.317	-	-	(2.538.317)	-
Temettü ödemesi	17	-	-	-	-	-	(22.500.000)	(22.500.000)
31 Aralık 2011 tarihi itibarıyla bakiyeler	600.000.000	240.146.090	423.981	13.554.165	(2.152)	66.953.531	113.396.737	1.034.472.352
1 Ocak 2012 tarihi itibarıyla bakiyeler	600.000.000	240.146.090	423.981	13.554.165	(2.152)	66.953.531	113.396.737	1.034.472.352
Toplam kapsamlı gelir								
Net dönem karı	-	-	-	-	-	65.408.398	-	65.408.398
Yabancı para çevrim farkları	-	-	-	-	1.874	-	-	1.874
Kapsamlı gelir toplamı	-	-	-	-	1.874	65.408.398	-	65.410.272
Sermaye artırım	-	-	-	-	-	-	-	-
Geçmiş yıllar karlarına transfer	17	-	-	-	-	(66.953.531)	66.953.531	-
Yedeklere aktarılan tutarlar	17	-	-	2.966.592	-	-	(2.966.592)	-
Temettü ödemesi	17	-	-	-	-	-	(30.000.000)	(30.000.000)
31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla bakiyeler	600.000.000	240.146.090	423.981	16.520.757	(278)	65.408.398	147.383.676	1.069.882.624

İlişikteki notlar bu finansal tabloların ayrılmaz bir parçasıdır.

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi
31 Aralık 2012 Tarihinde Sona Eren Yıla Ait
Finansal Tablolara İlişkin Dipnotlar

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

17. Özkaynaklar

Ödenmiş Sermaye

31 Aralık 2012 ve 31 Aralık 2011 tarihleri itibarıyla, ödenmiş sermaye yapısı aşağıdaki gibidir:

İş Gayrimenkul Yat. Ort. A.Ş.	31 Aralık 2012		31 Aralık 2011	
	(%)		(%)	
İş Bankası	42,23	253.409.693	42,23	253.409.693
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	7,11	42.650.356	7,11	42.650.356
Anadolu Anonim Türk Sigorta A.Ş.	4,77	28.636.488	4,77	28.636.488
İş Net Elektronik Hizm. A.Ş.	1,33	7.953.899	1,33	7.953.899
Diğer	2,60	15.579.792	2,60	15.579.794
Halka Açık Kısım	41,96	251.769.772	41,96	251.769.770
Tarihi değerle sermaye	100,00	600.000.000	100,00	600.000.000
Kanyon				
Şirket	50,00	50.000	50,00	50.000
Eczacıbaşı Holding	50,00	50.000	50,00	50.000
Tarihi değerle sermaye	100,00	100.000	100,00	100.000
Nest in Globe				
Şirket	50,00	20.761	50,00	20.761
Kayı Holding	50,00	20.761	50,00	20.761
Tarihi değerle sermaye	100,00	41.522	100,00	41.522

Şirket, 11 Nisan 2011 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile sermayesini geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere 150 milyon TL artırarak 600 milyon TL'ye çıkartmıştır. Şirket'in sermayesi her biri 1 TL itibari değerinde 600.000.000 adet hisseden oluşmaktadır. Hisselerin tamamı nama yazılı 857.142,85 TL'lik bölümü A grubu ve 599.142.857,15 TL'lik bölümü B grubudur. A grubu payların tamamına İş Bankası sahiptir. A grubu payların sadece Yönetim Kurulu üyelerinin seçiminde aday göstermede imtiyazları bulunmaktadır. Yönetim Kurulu üyelerinin biri B grubu, diğerlerinin tamamı A grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından seçilir. Bunun dışında başka bir imtiyaz söz konusu değildir.

Kanyon'un sermayesi her biri 1 TL itibari değerinde 100.000 adet hisseden oluşmaktadır. Hisselerin 50.000 adedi Eczacıbaşı Holding'e ait olan A grubu ve 50.000 adedi Şirket'e ait olan B grubudur. Altı kişiden oluşan Müdürler Kurulu'nu oluşturacak üyelerden üç adedi A grubu, üç adedi B grubu hissedarların göstereceği adaylar arasından seçilir. Kanyon'daki Şirket'e ait 50.000 Türk Lirası tutarındaki sermaye konsolidasyon muhasebesi işlemleri gereği karşılıklı iştirak sermaye eliminasyonu sırasında ekli finansal tablolarda elimine edilmiştir.

Nest in Globe'un sermayesi her biri 1 Avro itibari değerinde 90.000 adet hisseden oluşmakta olup, Nest in Globe'un ödenmiş sermayesi 18.000 Avro tutarındadır. Hisselerin 45.000 adedi Kayı Holding A.Ş.'ye ait olan A grubu ve 45.000 adedi Şirket'e ait olan B grubudur. Nest in Globe'daki Şirket'e ait 9.000 Avro (20.761 TL) tutarındaki sermaye konsolidasyon muhasebesi işlemleri gereği karşılıklı iştirak sermaye eliminasyonu sırasında ekli finansal tablolarda elimine edilmiştir. Ayrıca rapor tarihi itibarıyla Şirket tarafından Nest in Globe'a 80.000 Avro (194.192 TL) tutarında sermaye avansı verilmiştir.

NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 MART 2013 TARİHLİ BİLANÇO

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	Dipnot	Cari Dönem (Bağımsız İncelemeden Geçmemiş) 31 Mar 2013	Geçmiş Dönem (Bağımsız Denetimden Geçmiş) 31 Aralık 2012
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar		476.691.888	444.956.518
Nakit ve nakit benzerleri	3	616.242	473.937
Ticari alacaklar	5	404.473	261.607
<i>İlişkili Taraflardan ticari alacaklar</i>	17	6.501	6.970
<i>Diğer ticari alacaklar</i>		397.972	254.637
Diğer alacaklar		12.067	9.372
<i>Diğer alacaklar</i>		12.067	9.372
Stoklar	6	455.643.126	425.204.165
Diğer kısa vadeli varlıklar	11	20.015.980	19.007.437
Duran Varlıklar		65.112.301	63.155.530
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	7	51.540.201	51.540.201
Maddi duran varlıklar		1.553.375	1.484.467
Diğer duran varlıklar	12	12.018.725	10.130.862
Toplam Duran Varlıklar			
TOPLAM VARLIKLAR		541.804.189	508.112.048

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 MART 2013 TARİHLİ BİLANÇO

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	Dipnot	Cari Dönem (Bağımsız İncelemeden Geçmemiş) 31 Mart 2013	Geçmiş Dönem (Bağımsız Denetimden Geçmiş) 31 Aralık 2012
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler		295.813.423	237.831.572
Finansal borçlar	4	192.753.427	143.896.290
Ticari borçlar	5	80.035.748	81.198.484
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	17	5.108.093	7.106.031
<i>Diğer ticari borçlar</i>		74.927.655	74.092.453
Diğer borçlar		28.479	7.390
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>		28.479	7.390
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar		80.821	46.938
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	11	22.914.947	12.682.470
Uzun Vadeli Yükümlülükler		167.305.574	200.469.853
Finansal borçlar	4	124.057.291	139.783.494
Ticari borçlar	5	43.121.361	60.565.652
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar		126.922	120.707
ÖZKAYNAKLAR		78.685.192	69.810.623
Ödenmiş sermaye	13	40.000.000	40.000.000
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler		2.046.429	2.046.429
Geçmiş yıllar karları		27.764.194	20.597.886
Net dönem karı/(zararı)		8.874.569	7.166.308
TOPLAM KAYNAKLAR		541.804.189	508.112.048

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 MART 2013 TARİHİNDE SONA EREN ARA HESAP DÖNEMİNE AİT KAPSAMLI GELİR TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	Dipnot	Cari Dönem (Bağımsız İncelemeden Geçmemiş) 1 Ocak – 31 Mart 2013	Geçmiş Dönem (Bağımsız İncelemeden Geçmemiş) 1 Ocak – 31 Mart 2012
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Satış gelirleri (net)	14a	1.064.562	1.298.321
Satışların maliyeti (-)	14b	(221.193)	(508.808)
BRÜT KAR		843.369	789.513
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	15a	(1.089.225)	(201.249)
Genel yönetim giderleri (-)	15b	(957.287)	(703.260)
Diğer faaliyet gelirleri		648.968	1.188
Diğer faaliyet giderleri (-)		(226.028)	(93.656)
FAALİYET KARI		(780.203)	(207.464)
Finansal gelirler		10.654.360	11.526.196
Finansal giderler (-)		(999.588)	(419.022)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KAR/(ZARAR)		8.874.569	10.899.710
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri		-	-
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)		8.874.569	10.899.710
DÖNEM KARI/(ZARARI)		8.874.569	10.899.710
Diğer kapsamlı gelir			
Finansal varlıklar değer artış fonundaki değişim		-	-
DİĞER KAPSAMLI GELİR (VERGİ SONRASI)		-	-
TOPLAM KAPSAMLI GELİR/(GİDER) (VERGİ SONRASI)		8.874.569	10.899.710
Hisse başına kazanç/(kayıp) (TL)	36	0,2219	1,0900

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

BAĞIMSIZ İNCELEMEDEN GEÇMEMİŞ 31 MART 2013 TARİHİNDE SONA EREN DÖNEME AİT ÖZKAYNAK DEĞİŞİM TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	Ödenmiş sermaye	Sermaye düzeltme farkları	Finansal varlıklar değer artışı fonu	Kardan ayrılan kurtulanmış yedekler	Geçmiş yıllar kar / zararları	Net dönem karı	Toplam
1 Ocak 2012 itibarıyla bakiyeler	10.000.000	9.745.353	-	1.817.129	39.875.057	1.206.776	62.644.315
Geçmiş yıl karlarına transfer	-	-	-	-	1.206.776	(1.206.776)	-
Yedeklere aktarılan tutarlar	-	-	-	-	-	-	-
Toplam kapsamlı gelir	-	-	-	-	-	10.889.710	10.889.710
31 Mart 2012 itibarıyla bakiyeler	10.000.000	9.745.353	-	1.817.129	41.081.833	10.889.710	73.534.025
1 Ocak 2013 itibarıyla bakiyeler	40.000.000	-	-	2.046.429	20.597.886	7.166.308	69.810.623
Geçmiş yıl karlarına transfer	-	-	-	-	7.166.308	(7.166.308)	-
Sermaye arturumu	-	-	-	-	-	-	-
Yedeklere aktarılan tutarlar	-	-	-	-	-	-	-
Toplam kapsamlı gelir	-	-	-	-	-	8.874.569	8.874.569
31 Mart 2013 itibarıyla bakiyeler	40.000.000	-	-	2.046.429	27.764.194	8.874.569	78.685.192

İlişikteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

31 MART 2013 TARİHİNDE SONA EREN DÖNEME AİT FİNANSAL TABLOLARA İLİŞKİN DİPNOTLAR

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

31 Mart 2013 tarihi itibarıyla, Şirket'in sermayesi, ihraç edilmiş ve her biri 1 TL nominal değerde 40.000.000 adet (31 Aralık 2012: her biri 1 TL nominal değerde 40.000.000 adet) hisseden meydana gelmiştir.

31 Mart 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihleri itibarıyla sermaye yapısı aşağıdaki gibidir:

	%	31 Mart 2013	%	31 Aralık 2012
Nurol İnşaat ve Ticaret A.Ş.	31,97	12.787.760	31,97	12.787.760
Nurol Yatırım Bankası A.Ş.	15,97	6.387.900	15,97	6.387.900
Halka açık kısım	52,03	20.812.100	52,03	20.812.100
Diğer	0,03	12.240	0,03	12.240
Toplam ödenmiş sermaye	100	40.000.000	100	40.000.000
Sermaye enflasyon düzeltmesi farkı		-		-
Toplam sermaye		40.000.000		40.000.000

Şirket cari dönemde herhangi bir kar dağıtımını gerçekleştirilmemiştir.

Şirket'in bilanço tarihi itibarıyla yasal kayıtlarında bulunan net dönem karı 8.874.569 TL'dir (31 Mart 2012: 10.899.710 TL net dönem karı).

**PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM
ORTAKLIĞI A.Ş.
VE BAĞLI ORTAKLIĞI**

30 Haziran 2013 Tarihinde Sona Eren
Altı Aylık Ara Döneme Ait
Özet Konsolide Finansal Tablolar ve
Bağımsız İnceleme Raporu

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIĞI

30 HAZİRAN 2013 TARİHLİ ÖZET KONSOLİDE FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tüm tutarlar, Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

	Not	Bağımsız İncelemeden Geçmiş Cari Dönem 30 Haziran 2013	Bağımsız Denetimden Geçmiş Dönem 31 Aralık 2012
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve Nakit benzerleri	3	3.855.057	13.052.382
Ticari Alacaklar	4	2.322.894	3.484.690
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		-	424
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		2.322.894	3.484.266
Diğer Alacaklar		4.172	3.799
Peşin Ödenmiş Giderler	5	699.125	227.419
Diğer Dönen Varlıklar		201.313	266.021
DURAN VARLIKLAR			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6	593.623.035	591.988.325
Maddi Duran Varlıklar	7	574.919	439.041
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		39.956	14.177
Peşin Ödenmiş Giderler	5	1.367.886	1.472.794
Ertelenmiş Vergi Aktifi	11	29.759	-
Diğer Duran Varlıklar		17.224	41.214
TOPLAM VARLIKLAR		602.735.340	610.989.862

İlişikteki dipnotlar bu özet konsolide finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIĞI

30 HAZİRAN 2013 TARİHLİ ÖZET KONSOLİDE FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tüm tutarlar, Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

	Not	Bağımsız İncelemeden Geçmiş Cari Dönem 30 Haziran 2013	Bağımsız Denetimden Geçmiş Geçmiş Dönem 31 Aralık 2012
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		6.052.905	5.089.837
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar		-	9.223
Ticari Borçlar	4	3.469.272	1.691.837
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>		2.572	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>		3.466.700	1.691.837
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar		195.024	52.972
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	11	-	1.040.209
Kısa Vadeli Karşılıklar		199.972	202.475
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>		53.472	55.975
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>		146.500	146.500
Ertelenmiş Gelirler	5	1.432.775	108.919
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		755.862	1.984.202
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>		735.862	1.984.202
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>		20.000	-
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		373.292	97.823.302
Uzun Vadeli Karşılıklar		187.743	177.395
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>		187.743	177.395
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	11	-	97.418.887
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		185.549	227.020
ÖZKAYNAKLAR		596.309.143	508.076.723
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		596.309.143	508.062.033
Ödenmiş Sermaye	9	87.000.000	87.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	9	3.031	3.031
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	9	7.357.940	3.763.611
Geçmiş Yıl Karları		484.859.100	393.157.149
Net Dönem Karı		17.089.072	24.138.242
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	14.690
TOPLAM KAYNAKLAR		602.735.340	610.989.862

İlişikteki dipnotlar bu özet konsolide finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIĞI

30 HAZİRAN 2013 TARİHİNDE SONA EREN ALTI AYLIK ARA DÖNEME AİT
ÖZET KONSOLİDE KAR VEYA ZARAR TABLOSU

(Tüm tutarlar, Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

	Not	Bağımsız İncelemeden Geçmiş Cari Dönem 1 Ocak- 30 Haziran 2013	Bağımsız İncelemeden Geçmemiş Cari Dönem 1 Nisan- 30 Haziran 2013	Bağımsız İncelemeden Geçmiş Cari Dönem 1 Ocak- 30 Haziran 2012	Bağımsız İncelemeden Geçmemiş Cari Dönem 1 Nisan- 30 Haziran 2012
KAR VEYA ZARAR KISMI					
Hasılat	10	25.207.529	12.677.831	24.100.644	12.022.529
Satışların Maliyeti (-)	10	(5.961.617)	(3.211.241)	(7.804.105)	(4.089.195)
BRÜT KAR		19.245.912	9.466.590	16.296.539	7.933.334
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)		(1.547.422)	(1.198.972)	(902.846)	(742.386)
Genel Yönetim Giderleri (-)		(1.981.918)	(1.834.783)	(307.378)	(175.041)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler		517.199	96.458	679.066	394.961
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)		(57.504)	312.012	(168.982)	(65.004)
ESAS FAALİYET KARI		16.176.267	6.841.305	15.596.399	7.345.864
Finansal Giderler (-)		(4.927)	(2.289)	(144.711)	(234.434)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KAR		16.171.340	6.839.016	15.451.688	7.111.430
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri					
Dönem Vergi Gideri	11	(1.672.343)	(38.129)	(467.776)	(467.776)
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	11	2.590.075	2.830.264	(2.437.806)	(796.525)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI		17.089.072	9.631.151	12.546.106	5.847.129
Dönem Karının Dağılımı					
Ana Ortaklık Payları		17.089.072	9.631.151	12.541.911	5.916.363
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	-	4.195	(69.234)
		17.089.072	9.631.151	12.546.106	5.847.129
1 adet hisse başına kazanç (TL)	12	0,196	0,111	0,144	0,068

İlişikteki dipnotlar bu özet konsolide finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIĞI

30 HAZİRAN 2013 TARİHİNDE SONA EREN ALTI AYLIK ARA DÖNEME AİT ÖZET KONSOLİDE ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TABLOSU

(Tüm tutarlar Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

	Ödenmiş Sermaye	Sermaye Düzeltilme Farkları	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Geçmiş Yıllar Karları	Net Dönem Karı	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	Kontrol Gücü Olmayan Paylar	Toplam
1 Ocak 2012 itibarıyla bakiye	87.000.000	3.031	868.109	20.864.116	18.661.354	127.396.610	(84.206)	127.312.404
Transförlər	-	-	2.895.502	15.765.852	(18.661.354)	-	-	-
Toplam kapsamlı gelir	-	-	-	-	12.541.911	12.541.911	4.195	12.546.106
Tenettü	-	-	-	(22.907.101)	-	(22.907.101)	-	(22.907.101)
30 Haziran 2012 itibarıyla bakiye	87.000.000	3.031	3.763.611	13.722.867	12.541.911	117.031.420	(80.011)	116.951.409
1 Ocak 2013 itibarıyla bakiye	87.000.000	3.031	3.763.611	393.157.149	24.138.242	508.062.033	14.690	508.076.723
GYO dönüşümünün ertelenmiş vergi üzerindeki etkisi (Not 11)	-	-	-	94.858.571	-	94.858.571	-	94.858.571
Transförlər	-	-	3.594.329	20.543.913	(24.138.242)	-	-	-
Toplam kapsamlı gelir	-	-	-	-	17.089.072	17.089.072	-	17.089.072
Konsolidasyon yapısındaki değişiklik (*)	-	-	-	(5.310)	-	(5.310)	(14.690)	(20.000)
Tenettü	-	-	-	(23.695.223)	-	(23.695.223)	-	(23.695.223)
30 Haziran 2013 itibarıyla bakiye	87.000.000	3.031	7.357.940	484.859.100	17.089.072	596.309.143	-	596.309.143

(*) Şirket'in, 30 Haziran 2013 tarihi itibarıyla Panora İşletmecilik ve Ticaret A.Ş.'deki ortaklık payı %100'e çıkmıştır.

İlişikteki dipnotlar bu özet konsolide finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

PANORA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIĞI

**30 HAZİRAN 2013 TARİHİ İTİBARIYLA ÖZET KONSOLİDE
FİNANSAL TABLOLARA İLİŞKİN DİPNOTLAR**

(Tüm tutarlar Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir)

9. ÖZKAYNAKLAR

Sermaye

<u>Ortaklar</u>	<u>Pay (%)</u>	<u>30 Haziran 2013</u>	<u>Pay (%)</u>	<u>31 Aralık 2012</u>
Salih Bezci	11,44	9.950.625	15,25	13.267.500
Mustafa Rifat Hisarcıkhoğlu	8,67	7.546.200	8,67	7.546.200
Sinan Aydın Aygün	8,63	7.503.750	11,50	10.005.000
Bekir Akar	4,13	3.588.750	5,50	4.785.000
Osman Tokur	3,00	2.610.000	4,00	3.480.000
Haldun Hakçı	2,25	1.957.500	3,00	2.610.000
İsmet Kılıç	2,00	1.740.000	3,00	2.610.000
Ahmet Ünsal	1,88	1.631.250	2,50	2.175.000
Mustafa Ünsal	1,88	1.631.250	2,50	2.175.000
Mehmet Sacit Güran	1,69	1.468.125	2,38	2.066.250
Fikret Eskiyanan	1,50	1.305.000	2,00	1.740.000
Hasan Coşkun	1,50	1.305.000	2,00	1.740.000
Burhan Akkoç	1,50	1.305.000	2,00	1.740.000
Yaşar Kunar	1,50	1.305.000	2,00	1.740.000
Ali Teoman Akış	1,13	978.750	2,00	1.740.000
Yahya Doğruer	1,13	978.750	1,50	1.305.000
Ayşe Kattan	1,00	870.000	1,00	870.000
Zekeriya Fındıkoğlu	0,70	610.750	4,45	3.873.250
Şirketin Halka Arz Edilen Sermayesi	25,00	21.750.000	-	-
Diğer (*)	19,47	16.964.300	24,75	21.531.800
	100,00	87.000.000	100,00	87.000.000
Enflasyon düzeltmesi		3.031		3.031
Enflasyona göre düzeltilmiş sermaye		87.003.031		87.003.031

(*) Her biri %2'den küçük 35 ortağın paylarından oluşmaktadır (2012:35 ortak).

Şirket'in Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre kayıtlı sermaye tavanı 90.000.000 TL, çıkarılmış sermayesi 87.000.000 TL olup, her biri 1 TL itibari değerinde 87.000.000 adet paya bölünmüştür. Çıkarılmış sermayenin 15.000 adedi A Grubu hamiline yazılı paylardan, kalan 86.985.000 adedi ise B grubu hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır. A Grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Buna göre Yönetim Kurulu üyelerinin yarısı A Grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından Şirket Genel Kurul'u tarafından seçilmek zorundadır.

Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu ve Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın dönüşüm izni sonrasında 31 Mart 2013 Genel Kurul toplantısında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşüm kararı almıştır. Bu karar tescil edilip, 5 Nisan 2013 tarihinde Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ilan edilmiş ve Şirket Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı statüsü kazanmıştır.

Şirket ortaklarına ait hisselerin %25'inin halka arzı sonucu, Şirket hisseleri 23 Mayıs 2013 tarihi itibari ile Borsa İstanbul'da 4,70 TL'den işlem görmeye başlamıştır. 23 Mayıs 2013 tarihinden itibaren 90 gün süre ile hisselerini elinde tutan yatırımcılara 4,76 TL'den hisseleri geri alım garantisi verilmiş olup 21-22-23 Ağustos 2013 tarihlerinde halka arzdan aldıkları hisseleri 4,76 TL'den geri satmak isteyen tüm yatırımcıların ilgili aracı kuruluşlara yazılı olarak müracaat etmeleri gerekmektedir.

**SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
VE BAĞLI ORTAKLIKLARI**

**31 ARALIK 2012 TARİHİ İTİBARIYLA
HAZIRLANAN KONSOLİDE FİNANSAL TABLOLAR**

SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2012
TARİHLİ KONSOLİDE BİLANÇO

(Tüm tutarlar, Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

	Dipnot Referansları	Cari Dönem 31 Aralık 2012	Geçmiş Dönem 31 Aralık 2011
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar		1.083.342.272	937.755.365
Nakit ve Nakit Benzerleri	3	51.071.329	27.861.145
Finansal Yatırımlar	4	-	17.687.850
Ticari Alacaklar	6	238.225.609	153.170.794
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	26	480.628	10.952.625
-Ticari Alacaklar	6	237.744.981	142.218.169
Diğer Alacaklar	7	19.994.420	11.191.522
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	26	-	6.351.104
-Diğer Alacaklar	7	19.994.420	4.840.418
Stoklar	8	540.556.082	557.722.725
Diğer Dönen Varlıklar	15	233.494.832	170.121.329
-İlişkili Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar	26	-	13.910.164
-Diğer Dönen Varlıklar	15	233.494.832	156.211.165
Duran Varlıklar		1.010.424.450	1.055.761.045
Ticari Alacaklar	6	151.408.760	128.858.267
Stoklar	8	600.374.941	691.749.790
Finansal Yatırımlar	4	60.212.666	81.717.189
Özkaynak Yönetimiyle			
Değerlenen Yatırımlar	9	16.133.947	15.750.868
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	10	6.676.660	6.520.000
Maddi Duran Varlıklar	11	24.535.821	13.826.937
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	688.727	776.371
Diğer Duran Varlıklar	15	150.392.928	116.561.623
TOPLAM VARLIKLAR		2.093.766.722	1.993.516.410

Ekteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2012
TARİHLİ KONSOLİDE BİLANÇO

(Tüm tutarlar, Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

	Dipnot Referansları	Cari Dönem	Geçmiş Dönem
		31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler		606.847.833	558.760.770
Finansal Borçlar	5	188.556.153	95.975.790
Ticari Borçlar	6	130.437.625	111.249.571
- İlişkili Taraflara Borçlar	26	8.029.678	14.013.991
- Diğer Ticari Borçlar	6	122.407.947	97.235.580
Alman Avanslar	16	264.252.415	327.605.713
Diğer Borçlar	7	22.012.773	22.918.959
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	14	1.588.867	1.010.737
Uzun Vadeli Yükümlülükler		412.094.042	384.212.502
Finansal Borçlar	5	221.415.708	186.342.810
Ticari Borçlar	6	3.391.397	37.660
Alman Avanslar	16	186.894.904	197.647.612
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	14	392.033	184.420
ÖZKAYNAKLAR		1.074.824.847	1.050.543.138
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		1.074.824.847	1.050.543.138
Ödenmiş Sermaye	17	600.000.000	600.000.000
Sermaye Rezervleri	17	212.888.864	212.888.864
Geri Satın Alınan Şirket Hisseleri	17	(5.664.156)	(5.664.156)
Hisse Senetleri İhraç Primleri	17	62.419.923	62.419.923
Değer Artış Fonları	17	589.544	22.094.067
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	17	20.419.369	9.673.982
Geçmiş Yıllar Karı	17	108.385.071	9.119.540
Net Dönem Karı		75.786.232	140.010.918
TOPLAM KAYNAKLAR		2.093.766.722	1.993.516.410

Ekteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2012 TARİHİNDE
SONA EREN YILA AİT KONSOLİDE KAPSAMLI GELİR TABLOSU**
(Tüm tutarlar, Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

	Dipnot Referansları	Cari Dönem 1 Ocak- 31 Aralık 2012	Geçmiş Dönem 1 Ocak- 31 Aralık 2011
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Satış gelirleri	18	603.909.733	655.372.231
Satışların maliyeti (-)	18	(484.547.984)	(448.176.660)
BRÜT KAR		119.361.749	207.195.571
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	19	(47.119.020)	(51.176.034)
Genel yönetim giderleri (-)	19	(33.138.274)	(18.573.648)
Diğer faaliyet gelirleri / (giderleri), net	21	9.179.707	9.301.379
FAALİYET KARI		48.284.162	146.747.268
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarındaki / (zararlarındaki) paylar	9	383.079	(11.141.132)
(Esas faaliyet dışı) finansal gelirler	22	96.529.330	65.889.135
(Esas faaliyet dışı) finansal giderler (-)	23	(69.410.339)	(61.484.353)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI		75.786.232	140.010.918
DÖNEM KARI		75.786.232	140.010.918
Diğer Kapsamlı Gelirler:			
Satılmaya hazır finansal yatırımların değer (azalışı) / artışı	4 - 17	(21.504.523)	3.190.945
Diğer Kapsamlı Gelir		(21.504.523)	3.190.945
TOPLAM KAPSAMLI GELİR		54.281.709	143.201.863
HİSSE BAŞINA KAR	25	0,126	0,269

Ekteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

SINPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2012 TARİHİNDE
SONA EREN YILA AİT KONSOLİDE ÖZKAYNAK DEĞİŞİM TABLOSU
(Tüm tutarlar Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

Dipnot Referanslar	Ödenmiş Sermaye	Sermaye Rezervleri	Hisse Senetleri İhraç Primleri	Alınan Şirket Hisseleri	Değer Artış Fonları	Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Net Donem Karı	Geçmiş Yıllar Karı / Zararı	Özkeynak Toplamı
1 Ocak 2011 itibarıyla bakiye	500.000.000	300.388.864	74.919.923	(5.664.156)	18.903.122	3.935.637	61.014.128	(16.156.243)	937.341.275
Geçmiş yıllar karının transferi	-	-	-	-	-	5.738.345	(61.014.128)	55.275.783	-
Sermaye yedeklerinden sermayeye transferler	100.000.000	(87.500.000)	(12.500.000)	-	-	-	-	-	-
Ödenen temettümler	-	-	-	-	-	-	-	(30.000.000)	(30.000.000)
Toplam kapsamlı gelir	-	-	-	-	3.190.945	-	140.010.918	-	143.201.863
1 Ocak 2012 itibarıyla bakiye	600.000.000	212.888.864	62.419.923	(5.664.156)	22.094.067	9.673.982	140.010.918	9.119.540	1.050.543.138
Geçmiş yıllar karının transferi	-	-	-	-	-	-	(140.010.918)	140.010.918	-
Geçmiş yıllar karından yedeklere transfer	-	-	-	-	-	10.745.387	-	(10.745.387)	-
Ödenen temettümler	-	-	-	-	-	-	-	(30.000.000)	(30.000.000)
Toplam kapsamlı gelir	-	-	-	-	(21.504.523)	-	75.786.232	-	54.281.709
31 Aralık 2012 itibarıyla bakiye	600.000.000	212.888.864	62.419.923	(5.664.156)	589.544	20.419.369	75.786.232	108.385.071	1.074.824.847

Ekteki dipnotlar bu finansal tabloların tamamlayıcı bir parçasıdır.

SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2012 TARİHİ İTİBARIYLA
KONSOLİDE FİNANSAL TABLOLARA İLİŞKİN DİPNOTLAR**

(Tüm tutarlar Türk Lirası (TL) olarak gösterilmiştir.)

17. ÖZKAYNAKLAR

a) Sermaye

Grup'un 31 Aralık 2012 ve 2011 tarihlerindeki ödenmiş sermaye yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortaklar	%	31 Aralık		31 Aralık	
		2012	%	2011	%
Servet GYO A.Ş.	-	-	30,8%	185.070.930	
Sinpaş Yapı End. Tic. A.Ş.	30,8%	185.070.930	0%	-	
Avni Çelik	16,9%	101.217.372	16,9%	101.217.372	
Ömer Faruk Çelik	1,6%	9.855.849	1,6%	9.855.849	
Ahmet Çelik	1,6%	9.855.849	1,6%	9.855.849	
Halka açık kısım (*)	49,0%	294.000.000	49,0%	294.000.000	
Nominal sermaye	100,0%	600.000.000	100,0%	600.000.000	

(*) %49 halka açık kısım içerisinde yer alan ve ödenmiş sermayenin % 7,7 oranına tekabül eden 46.331.248 TL Sinpaş Yapı'ya, % 0,1 oranına tekabül eden 306.324 TL Avni Çelik'e, % 0,01 oranına tekabül eden 78.847 TL Ahmet Çelik'e, % 0,7 oranına tekabül eden 3.960.000 TL Sinpaş GYO'ya ve geriye kalan % 40,6 oranına tekabül eden 243.323.581 TL diğer halka açık kısma aittir.

Tedavüldeki hisseler A Grubu, B Grubu ve C Grubu olmak üzere her biri 1 TL nominal değerli paylara bölünmüştür. A ve B Grubu hisseler nama yazılı C grubu hisseler ise hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır. Grup ana sözleşmesi yönetim kurulunun altı kişiden oluştuğunu belirtir. Yönetim kurulu üyelerinin 4 adedi A Grubu pay sahiplerinin çoğunlukla gösterdiği adaylar arasından olmak üzere, genel kurul tarafından seçilir. Yönetim kurulu üyelerinin 2 adedi Sermaye Piyasası mevzuatının öngördüğü bağımsızlıkla ilgili esaslara uyulması kaydıyla B Grubu pay sahiplerinin çoğunlukla gösterdiği adaylar arasından olmak üzere, genel kurul tarafından seçilir. C Grubu payların imtiyazı yoktur.

Sermaye Katılımları: Grup hissedarlarından Sinpaş Yapı, İnpa ve Avni Çelik, Grup'a aynı sermaye olarak arsa koymuşlardır. Arsa değerleri, Ticaret Mahkemesi'nin atadığı bilirkişi raporuna göre; Sinpaş Yapı ve İnpa için yasal defter değerleri dikkate alınarak, Avni Çelik için ise bilirkişinin belirlediği piyasa fiyatına göre değerlendirilmiştir. Mahkeme Grup'un aynı sermaye olarak koyulmuş arsaların toplam değerini 64.746.093 TL olarak belirlemiştir. Bunlar ile birlikte 22 Aralık 2006 ve 14 Mart 2007 tarihlerinde sırası ile 5.000 TL ve 5.105.907 TL nakit olarak ödenmiştir.

27 Aralık 2006 tarihinde Grup'un kuruluş sermayesi Ticaret Mahkemesi tarafından 69.857.000 TL olarak belirlenmiştir.

13 Temmuz 2009 tarihinde Şirket'in 2007 yılı karından SPK'nın Seri: IV No:27 Tebliği'nin 5. maddesi uyarınca özel yedeğe ayrılmış olan 12.709.829 TL'nin tamamının 2008 yılı içinde gerçekleştirilmiş olması nedeniyle 12.709.829 TL'si özel yedeklerden ve 315.661 TL'si olağanüstü yedeklerden karşılanmak suretiyle, toplam 13.025.490 TL (pay başına % 9,5 oranında bedelsiz) artırılarak Grup'un 136.974.510 TL olan çıkarılmış sermayesi 150.000.000 TL'ye çıkarılmış; 27 Ekim 2009 tarihinde Grup'un 150.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı hisse senedi ihraç primlerinden karşılanmak üzere 250.000.000 TL (pay başına % 166,67 oranında bedelsiz) artırılarak 400.000.000 TL'ye çıkarılmıştır.

VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ

31 ARALIK 2012 TARİHİ İTİBARIYLA FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

VARLIKLAR	<i>Dipnotlar</i>	Bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2012	Bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2011
DÖNEN VARLIKLAR		53,633,635	48,590,590
Nakit ve nakit benzerleri	3	19,340,577	18,672,488
Finansal yatırımlar	4	33,971,608	29,552,497
Diğer alacaklar	7	678	460
Diğer dönen varlıklar	13	320,772	365,145
DURAN VARLIKLAR		141,715,233	140,606,427
Diğer alacaklar	7	1,306	1,306
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	8	141,468,972	140,354,394
Maddi duran varlıklar	9	234,428	245,872
Maddi olmayan duran varlıklar	10	10,527	4,855
TOPLAM VARLIKLAR		195,348,868	189,197,017
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		959,616	543,191
Ticari borçlar	6	39,001	20,221
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	21	12,114	6,976
<i>Diğer ticari borçlar</i>	6	26,887	13,245
Finansal borçlar	5	517,755	473,877
<i>İlişkili taraflara finansal borçlar</i>	21	517,755	473,877
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	12	64,713	21,206
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	13	338,147	27,887
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		1,353,801	1,836,337
Finansal borçlar	5	1,279,401	1,786,620
<i>İlişkili taraflara finansal borçlar</i>	21	1,279,401	1,786,620
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	12	74,400	49,717
ÖZKAYNAKLAR	14	193,035,451	186,817,489
Ödenmiş sermaye	14	105,000,000	100,000,000
Sermaye düzeltme farkları	14	21,599,008	21,599,008
Hisse senedi ihraç primleri	14	9,759,034	9,759,034
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	14	3,144,458	1,841,959
Geçmiş yıllar karları	14	47,314,989	27,826,771
Net dönem karı		6,217,962	25,790,717
TOPLAM KAYNAKLAR		195,348,868	189,197,017

İlişikteki notlar, bu finansal tabloların tamamlayıcı parçalarıdır.

VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ

31 ARALIK 2012 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT

KAPSAMLI GELİR TABLOSU*(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)*

	<i>Dipnotlar</i>	Bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2012	Bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2011
Satış gelirleri	15	3,568,832	29,464,403
Satışların maliyeti (-)	15	(375,235)	(3,326,229)
Brüt kar		3,193,597	26,138,174
Genel yönetim giderleri (-)	16	(1,748,045)	(1,872,807)
Diğer faaliyet gelirleri	17	4,768	12,675
Faaliyet karı		1,450,320	24,278,042
Finansal gelirler	18	5,031,186	1,765,903
Finansal giderler (-)	18	(263,544)	(253,228)
Vergi öncesi net dönem karı		6,217,962	25,790,717
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri / (gideri)	19	-	-
NET DÖNEM KARI		6,217,962	25,790,717
Diğer kapsamlı gelir/(gider)		-	-
TOPLAM KAPSAMLI GELİR		6,217,962	25,790,717
Hisse başına kazanç	20	0.0592	0.7699

İlişikteki notlar, bu finansal tabloların tamamlayıcı parçalarıdır.

VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ
31 ARALIK 2012 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT
ÖZSERMAYE DEĞİŞİM TABLOSU
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

	Dipnotlar	Ödenmiş sermaye	Sermaye düzeltme farkları	Hisse senedi ihraç primi	Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	Geçmiş yıllar Karları	Net dönem karı	Toplam
1 Ocak 2011 tarihi itibarıyla bakiyeler		20,800,000	21,599,008	9,385,838	1,593,673	24,314,795	4,960,262	82,653,576
<i>Toplam kapsamlı gelir</i>		-	-	-	-	-	25,790,717	25,790,717
Net dönem karı		-	-	-	-	-	25,790,717	25,790,717
Kapsamlı gelir toplamı		-	-	-	-	-	25,790,717	25,790,717
Özkaynaklarda muhasebeleştirilen ortaklarla gerçekleştirilen işlemler		79,200,000	-	373,196	-	-	(1,200,000)	78,373,196
Sermaye artırım		-	-	-	248,286	3,511,976	(3,760,262)	-
Transferler		79,200,000	-	373,196	248,286	3,511,976	(4,960,262)	78,373,196
Ortaklarla yapılan işlemler toplamı		100,000,000	21,599,008	9,759,034	1,841,959	27,826,771	25,790,717	186,817,489
31 Aralık 2011 tarihi itibarıyla bakiyeler		100,000,000	21,599,008	9,759,034	1,841,959	27,826,771	25,790,717	186,817,489
1 Ocak 2012 tarihi itibarıyla bakiyeler		100,000,000	21,599,008	9,759,034	1,841,959	27,826,771	25,790,717	186,817,489
<i>Toplam kapsamlı gelir</i>		-	-	-	-	-	6,217,962	6,217,962
Net dönem karı		-	-	-	-	-	6,217,962	6,217,962
Kapsamlı gelir toplamı		-	-	-	-	-	6,217,962	6,217,962
Özkaynaklarda muhasebeleştirilen ortaklarla gerçekleştirilen işlemler		5,000,000	-	-	-	(5,000,000)	-	-
Sermaye artırım	14	-	-	-	1,302,499	24,488,218	(25,790,717)	-
Transferler		5,000,000	-	-	1,302,499	19,488,218	(25,790,717)	-
Ortaklarla yapılan işlemler toplamı		10,000,000	21,599,008	9,759,034	3,144,458	47,314,989	6,217,962	193,035,451
31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla bakiyeler	14	105,000,000	21,599,008	9,759,034	3,144,458	47,314,989	6,217,962	193,035,451

İlişkitedeki notlar, bu finansal tabloların tamamlayıcı parçalarıdır.

VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI ANONİM ŞİRKETİ

31 ARALIK 2012 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT
FİNANSAL TABLOLARA İLİŞKİN DİPNOTLAR

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiştir.)

1 ŞİRKET'İN ORGANİZASYONU VE FAALİYET KONUSU

Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ ("Şirket"), Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çerçevesinde 12 Ocak 1996 tarihinde kurulmuştur. Şirket'in temel amaç ve faaliyet konusu gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul projeleri ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak gibi Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularda iştirak etmektir. Şirket'in faaliyet esasları, portföy yatırım politikaları ve yönetim sınırlamalarında, SPK'nın düzenlemelerine ve ilgili mevzuata uyulması esas alınmaktadır.

Şirket'in merkez adresi Halaskargazi Caddesi Yasan İş Merkezi No:243/6 Osmanbey-Şişli / İstanbul'dur.

31 Aralık 2012 ve 2011 tarihleri itibarıyla Şirket'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

	31 Aralık 2012		31 Aralık 2011	
	Pay oranı %	Pay tutarı	Pay oranı %	Pay tutarı
T.Vakıflar Bankası Türk Anonim Ortaklığı ("Vakıfbank")	27.63	29,013,340	27.63	27,631,752
T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Bşk. ("TOKİ")	14.00	14,699,998	14.00	13,999,998
Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güv. Hiz.Vakfı ("Vakıf")	6.67	6,999,999	6.67	6,666,666
Halka açık hisseler	45.03	47,286,663	45.03	45,034,918
Diğer	6.67	7,000,000	6.67	6,666,666
Toplam	100.00	105,000,000	100.00	100,000,000

Şirket'in hisse senetleri, nama yazılı olan A grubu ve hamiline yazılı olan B grubu olarak iki türdedir. Yönetim Kurulu üyelerinin seçiminde A grubu payların her biri 100.000 (yüz bin) oy hakkına, B grubu payların her biri 1 (bir) oy hakkına sahiptir.

31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla, Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 300,000,000 TL'dir (31 Aralık 2011: 100,000,000 TL).

31 Aralık 2012 tarihi itibarıyla Şirket'in çalışan sayısı 9 kişidir (31 Aralık 2011: 8 kişi).

KAYNAKÇA

- ACAR, Durmuş ve DALĞAR, Hüseyin, (2005), "Entelektüel Sermayenin Ölçülmesinde Muhasebe Bilgi Sisteminin Katkısı", *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, S.14, Ocak. : 21-64
- AKDEMİR, Ali, (1998), "Entelektüel Sermaye Konseptinin İşletmecilik Anlayışındaki Dönüşümleri ", *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, S.3.: 43-98
- AKDOĞAN, Nalan ve SEVİLENGÜL, Orhan, (2007), *Tekdüzen Muhasebe Sistemi Uygulaması*, 12.Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- AKMEŞE, Halil, (2006), "Entelektüel Sermayenin Firma Piyasa Değeri Üzerine Etkisi ve İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerinde Bir Araştırma", Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- AKPINAR, Selma, (2006), "Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Performansı Üzerindeki Etkileri" , T.C. Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- AKPINAR, Selma, (2002), "Entelektüel Sermaye Yönetimi ve Bir Boya İşletmesi. Üzerine Etkileri", I. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi, Kocaeli Üniversitesi, Kocaeli.
- ARICAN, Erişah, TANINMIŞ YÜCEMEMİŞ, Başak, ERDİLEK KARABAY, Melisa, ve IŞIL, Gökhan, (2011), *Türk Bankacılık Sektöründe Ölçek Ekonomileri, Pazar Hakimiyeti ve Rekabet Gücü, Maliyet Etkinliği Ve Ölçek Ekonomilerine İlişkin Ekonometrik Bir Uygulama*, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- ARIKBOĞA, Şebnem, (2003), *Entelektüel Sermaye*, Derin Yayınevi, Yayın No: 30, İstanbul.

- ASLANOĞLU, Suphi ve ZOR, İsrail, (2006), “Bilgi Varlıklarının Değerlemesi: Entelektüel Sermaye Ölçüm ve Değerleme Modelleri; Karşılaştırmalı Bir Analiz”, *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S. 29 : 152-165.
- ASUNAKUTLU, Tuncer ve COŞKUN, Bayram, (2005), “Frederick Winslow Taylor ve Fizyolojik Örgüt Kuramı”, SÜ, İİBF, *Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, S.15 : 157-174
- AŞIKOĞLU, Rıza ve Diğerleri, (2008), *Entelektüel Sermaye: Teori, Uygulama ve Yeni Perspektifler*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- BAYAZITLI, Ercan (Çev.), (2000), "Entelektüel Sermaye Gelecek Binyılın Katma-Değer Başarısında Anahtar", *Muhasebe ve Denetim Bakış*, S.2, Ekim, http://212.98.248.2/EKutuphane/Dokuman_Detay.aspx?belge=529 (Erişim Tarihi : 03.08.2012).
- BONTIS, Nick, (2001), "Assessing Knowledge Assets: A review of The Models Used to Measure Intellectual Capital ", *International Journal of Management Reviews*, Vol.3 No:1. : 41-60.
- BONTIS, Nick, (1998), "Intellectual Capital: An Exploratory Study That Develops Measures and Models", *Management Decision*, Vol.36 No.2 : 63-76.
- BROOKING, Annie, (1998), “Intellectual Capital, Core Asset For The Third Millennium Enterprise”, London: International Thomson Business Press.
- BÜYÜKÖZKAN, Gülçin, (2002), “Entelektüel Sermaye Yönetimi”, *Kal-Der Forum Dergisi*, No.6 : 38-134.
- CARROLL ,Robert, ve TANSEY, Richard, (2000), “Intellectual Capital in The New Internet Economy- Its Meaning, Measurement and Menagement For Enhanching Quality”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.1 .No.4 :296-311.
- CHEN, Min, CHENG, Siu-Wing ve HUANG , Hung-Yi, (2005), “An Empirical Investigation Of The Relationship Between Intellectual Capital and Firms

Market Value and Financial Performance”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.6.No.2: 140-280.

ÇELİK EKREN, Arzum ve PERÇİN, Selçuk, (2000), "Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi", *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, Ekim-2000, Cilt:1, Sayı:2 :111-118.

ÇELİKKOL, Hakan ve YILDIZ, Feyyaz, (2003), “Piyasa Değerinin Oluşumunda Entelektüel Sermayenin Sektörel Açından Karşılaştırılması ve İMKB Uygulaması”, 17-18 Mayıs 2003 II. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildirileri, Kocaeli Üniversitesi, İ.İ.B.F.

ÇETİN, Ayten, (2005) , "Entelektüel Sermaye ve Ölçülmesi", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt No: 20, S. 1, http://iibf.marmara.edu.tr/dosya/fakulte/iibfdergi_2005/2005_20_cetin.pdf (Erişim Tarihi: 29.07.2012).

ÇIKRIKCI, Mustafa ve DAŞTAN Abdülkerim, (2002), "Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması", *Bankacılar Dergisi*, S.43, :18-32.

DEMİRKOL, İsmet, (2006), “Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB’de Sektörel Uygulamalar”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

DOĞAN, Selen, (2004), “Bilgi Çağında Açık Yönetim Anlayışını Benimsemenin İşletmeler Açısından Önemi”, *Standart Dergisi*, Sayı.482, Beta Yayınları.

EDVİNSSON, Leif ve MALONE Michael S., (1997), “Intellectual Capital: The Proven Way to Establish Your Company’s Real Value by Measuring Its Hidden Brainpower”, Harper Business, Londra.

EMREM, Erdinç, (2003), “Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Değerlendirme Yöntemleri” , II. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildiriler Kitabı, 17-18 Mayıs, Kocaeli Üniversitesi, İ.İ.B.F. İzmit.

- ERCAN, Metin Kamil, KARTAL Demirgüneş, ve ÖZTÜRK, Başaran, (2003), *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ERKAL, Zekeriya E., (2006), *Entelektüel Sermaye Ölçülmesi ve Raporlanması*, Derin Yayınları, Yayın No: 86, İstanbul.
- EREN, Erol ve AKPINAR, Selma., (2004), “Yapısal Sermayenin İşletme Performansı Üzerindeki Etkilerinin Araştırılması” , *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hakemli Dergisi-Öneri*, Cilt.6, S.22, : 9-17.
- ERKAN, Hüsni, (2004), “Bilgi Toplumu ve Ekonomik Gelişme”, İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, İnsan ve Toplum Bilimleri 1992 Büyük Ödülü, 4.Baskı, Ankara.
- ERKUŞ, Ahmet, (2006), “Entelektüel Sermaye : Bir Uygulama” , Atatürk Üniversitesi, SBE, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erzurum.
- ERTUĞRUL, Murat, (2000), ”Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Raporlanması”, <http://www.bilgiyonetimi.org> , (Erişim Tarihi : 14.03.2013)
- ERTUĞRUL, Murat, (2000), “Entelektüel Sermayenin İşletme Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama” , Anadolu Üniversitesi, SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.
- ESER, Kadir, EKİZ, Çisel, (2009), “Beşeri Sermayenin Ekonomik Gelişme Üzerindeki Etkileri: Dünya Deneyimi ve Türkiye Üzerine Gözlemler”, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*,1,(2): 41-56.
- GARCIA-Álvarez, Teresa Rosa, MARÍZ-Pérez, Mercedes Teijero Álvarez, (2011), Structural Capital Management: A Guide For Indicators, *International Journal of Management & Information Systems* – Third Quarter 2011 Volume 15, Number 3.
- GEYİK, Mahmut, ve BARCA, Mehmet, (2004) , “Etkin Bilgi Üretimi İçin Örgütler Nasıl Tasarlanmalıdır?”, *III. Ulusal Bilgi, Ekonomi Ve Yönetim Kongresi*, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İİBF, Eskişehir, : 409-418.

- GHOSH, Dipankar ve Wu, Anne, (2007),” Intellectual Capital and Capital Markets: Addional Evidence”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.8,Iss: 2, : 216-235.
- GOH, Chen, (2005), “Intellectual Capital Performance of Commercial Banks in Malaysia”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.6. No.3, : 385-480.
- GÖRMÜŞ, Ahmet, (2009), “Entelektüel Sermaye ve İnsan Kaynakları Yönetiminin Artan Önemi”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 11(1), : 30-49.
- GÜÇLÜ, Nezahat ve SOTIROFSKI, Kseanela, (2006), "Bilgi Yönetimi", *Türk Eğitim Bilimleri Dergisi*, Cilt No: 4, S.4.: 40-82.
- KANIBİR, Hüseyin, (2004), "Yeni Bir Rekabet Gücü Kaynağı Olarak Entelektüel Sermaye ve Organizasyonel Performansa Yansımaları", *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, Cilt No: 1, S. 3, Ocak, www.hho.edu.tr/hutendergi/2004Ocak/12.pdf (Erişim Tarihi : 30.01.2013).
- KAPLAN, Robert ve NORTON, David, (1999), “Balanced Score Card: Şirket Stratejisini Eyleme Dönüştürmek”, (Çev: Serra Egeli), Sistem Yayıncılık. İstanbul.
- KAPU, Hüsnü ve Aybas, Meryem, , “Bilgi Ve Öğrenme Üzerinde Tartışmalar Ve Kapsayıcı Bir Kavram Olarak Örgütsel Öğrenme Yönetimi”, *KMU, İİBF Dergisi*, 2008.
- KAYA, Hatice Pınar, (2008), “Entelektüel Sermayenin Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması Sorunu ve Çözüm Önerileri ” , Sakarya Üniversitesi, SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya.
- KERİMOV, Ruslan, (2011), “Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi, Raporlanması ve İşletme Performansına Etkisi: Örnek Bir Uygulama”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.

- KOÇEL, Tamer, (2005), *İşletme Yöneticiliği, Yönetim ve Organizasyonlarda Davranış Klasik-Modern-Çağdaş ve Güncel Yaklaşımlar*, 10. Bası, Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, İstanbul.
- KROGH, Von Georg, SPAETH SEBASTIAN ve LAKHANI Karim, (2003), “Community, joining, and specialization in open source software innovation: A Case Study”, *Speech at the HBS-MIT conference on Open Source Software Research*, Harvard Business School, June 19-20.
- LYNN, Bernadette, (2000), “Intellectual Capital: Unearthing Hidden Value by Managing Intellectual Assets”. *Ivey Business Journal*, Vol.2 No:2, :48-52.
- MARR, Bernard, (2004), “Measuring and Benchmarking Intellectual Capital”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.11, No.6, :559-570.
- ÖGE, Serdar, (2002), “Entelektüel Sermaye: İşletmeler İçin Yeni Bir Değer”, *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 16, sayı 5-6, :175-200.
- ÖNCE, Saime, *Muhasebe Bakış Açısı İle Entelektüel Sermaye*, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1100.
- ÖZTÜRK, Zekai ve DÜNDAR, Hakan, (2003),” Örgütsel Motivasyon Ve Kamu Çalışanlarını Motive Eden Faktörler”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt.4, Sayı 2, : 57-67.
- ÖZBAŞAR, Şule, (2006), “Aile Şirketlerinde Entelektüel Sermayenin Yönetimi”, 2. *Aile İşletmeleri Kongresi*, 14-15 Nisan, İstanbul.
- ÖZEVREN, Mina, *İşletmelerde Değer Yönetimi*, Beta Yayınları, İstanbul, 2008.
- PABLOS, Ordóñez, (2002), “Evidence of Intellectual Capital Measurement From Asia, Europe and Middle East”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.3. No.3, :287-302.
- PİRTİNİ, Serdar, (2004), *Pazarlama Yönetimi Açısından Entelektüel Sermaye*, Türkmen Kitabevi; İstanbul.

- RODOV, Irena ve LELIAERT Philippe, (2002), "Financial Method of Intangible Assets Measurement", *Journal of Intellectual Capital*, Vol.3. No.3, :323-336.
- SAGSAN, Mustafa, (2009), "Örgütsel Öğrenemezliğe Karşı Bilginin Yönetilebilirliği", Nejat BASIM, A.Kadir VAROĞLU (Düz.), *Örgütsel Değişim ve Öğrenme*, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- SCHEIN, Edgar, (1990), "Organizational Culture", *American Psychologist*, Vol. 45.
- SİPAHİ, Barış, (2004), "Entelektüel Sermayenin Finansal Tablolarda Raporlanmasına İlişkin Yaklaşımlar", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S.24, http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TPRJ%2CTTAR%2CTTIP%2CTMUH%2CTSOS%2CTHUK&ano=44277_8b9bf7c533ab146bd274cbad6e3ae1f (Erişim Tarihi : 21.08.2012).
- SULLIVAN, Patrick , (1998), "Profiting From Intellectual Capital", *Journal of Knowledge Management*, Vol.3, No: 2,:168-216.
- SWART, Juani, (2006), "Intellectual Capital: Disentangling an Enigmatic Concept", *Journal of Intellectual Capital*, Vol.7(2), :136-159.
- STEWART, Thomas ,(1997), *Entelektüel Sermaye Kuruluşların Yeni Zenginliği*, (Çev.Nurettin ELHÜSEYNİ), Kontent Kitap, İstanbul.
- STEWART, Thomas, (1991), "Intellectual Capital, Brainpower", Vol.123, Issue 11, June.
- ŞAMILOĞLU, Famil, (2002), *Entelektüel Sermaye*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ŞAMILOĞLU, Famil, (2003), "Entelektüel Sermayenin Muhasebe ve Finansman Alanlarında Yarattığı Yeniden Yapılanma İhtiyacı", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı.19, :29-97.
- ŞANAL, Musa, (2006), "Entelektüel Sermaye Yönetimi ve Türkiye'deki Sanayi İşletmelerinde Uygulanması Üzerine Bir Araştırma", Yayımlanmamış

Yüksek Lisans Tezi, Mustafa Kemal Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hatay.

ŞERBETÇİ, Derya, (2008), “21. YY İşletmelerinin Gerçek Zenginlik Kaynağı: İnsan Sermayesi”, <http://sbe.dumlupinar.edu.tr/8/155.pdf> (Erişim Tarihi: 25.09.2012)

ŞİMŞEK, Şerif ve KINGİR, Said, (2006), *Çağdaş Yönetim Araçlarından Seçmeler*, Ankara: Nobel Yayınları.

TAŞKIN, Erdal, (2005), *Müşteri İlişkileri Eğitimi*, 2.Baskı, Papatya Yayınları, İstanbul.

TÜRK, Zeynep ve BENGÜ, Haluk, (2010), *Entelektüel Sermaye Ölçümü, Muhasebesi, Raporlanması ve Yönetimi*, Nobel Kitabevi, Niğde.

USTA, Öcal, (2005), *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara.

UZAY, Şaban ve SAVAŞ, Orhan, (2003), "Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi: Mobilya Sektöründe Karşılaştırmalı Bir Uygulama Örneği", *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, S. 20, Ocak-Haziran 2003, <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi20/uzay.pdf> (Erişim Tarihi : 05.05.2013).

ÜNLÜ, Sezen, (2013), “İş Yaşamında Motivasyon”, *Anadolu Üniversitesi Yayını*, No: 3022, :2-100.

YALAMA, Abdullah, (2006), “Entelektüel Sermayenin Entelektüel Katma Değer Katsayısı (VAIC) İle Ölçülmesi ve Veri Zarflama Analizi (DEA) Yöntemi Kullanılarak Karlılığa Etkisinin Sınanması: İMKB'ye Kote Bankalarda Uygulanması” , Anadolu Üniversitesi, SBE, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.

YILDIZ, Birol ve TENKEKİOĞLU, Berrin, (2004), “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi ve İMKB 100 İşletmelerinde Görgül Bir Çalışma”, 3. Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi 25–26 Kasım 2004, Eskişehir.

YILMAZ, Yücel, (2006), “Entelektüel Sermaye Yönetiminde Yeni Bir Sistem: Bilgi Bilançosu”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt.21, Sayı.1, :513-526.

YÖRÜK, Nevin ve ERDEM, Meziyet Sema, (2008), "Entelektüel Sermaye ve Unsurlarının, İMKB'de İşlem Gören Otomotiv Sektörü Firmalarının Finansal Performansı Üzerine Etkisi ", *Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt No:22, S.2.

YÜKSEL, Hilmi, (2003), “İşletmelerin Performans Ölçüm Sistemlerinde Karşılaştıkları Sorunların Ampirik Bir Çalışma İle Değerlendirilmesi”, *Journal of Faculty of Business*, Vol.4. No.2, :2-135.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Cansu ERSOY GAZEZOĞLU

Doğum Yeri : Lüleburgaz

Doğum Yılı : 06.07.1987

Medeni Hali : Evli

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER,

Lise (2001-2005) : Lüleburgaz Atatürk Süper Lisesi (Yabancı Dil Ağırlıklı)

Lisans (2006-2010) : Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü

Yabancı Dil : İngilizce, Almanca

MESLEKİ BİLGİLER

2010-2012 : Uzarlar Dış Ticaret Ltd. Şti Muhasebe Bölümü

2012 : SMMM Bilal KARAHAN Bürosunda SMMM Stajyeri

2012-2013 Devam Ediyor : SMMM Sadi KAYA Bürosunda SMMM Stajyeri