

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Esin YELGEN

İŞLETME BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNDE ŞİRKET DEĞERLEME  
YAKLAŞIMLARININ ETKİNLİĞİNİN KARŞILAŞTIRMALI İNCELENMESİ:  
KONAKLAMA SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı  
Doktora Tezi

Antalya, 2016

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Esin YELGEN

İŞLETME BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNDE ŞİRKET DEĞERLEME  
YAKLAŞIMLARININ ETKİNLİĞİNİN KARŞILAŞTIRMALI İNCELENMESİ:  
KONAKLAMA SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Danışman

Prof. Dr. Süleyman UYAR

Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2016

**T.C.**  
**Akdeniz Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,**

Esin YELGEN'in bu çalışması, jürimiz tarafından Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı Doktora Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan	: Prof. Dr. Nilüfer TETİK	(İmza)
Üye (Danışmanı)	: Prof. Dr. Süleyman UYAR	(İmza)
Üye	: Prof. Dr. Mehmet ERKAN	(İmza)
Üye	: Doç. Dr. Adnan DÖNMEZ	(İmza)
Üye	: Yrd. Doç. Dr. Ercüment OKUTMUŞ	(İmza)

Tez Başlığı: İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Değerleme Yaklaşımlarının Etkinliğinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Konaklama Sektöründe Bir Uygulama

Onay: Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 24/06/2016

Mezuniyet Tarihi : 28/07/2016

Prof. Dr. Zekeriya KARADAVUT

Müdür

## AKADEMİK BEYAN

Doktora Tezi olarak sunduğum “İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma İşlemlerinde Şirket Değerleme Yaklaşımlarının Etkinliğinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Konaklama Sektöründe Bir Uygulama” adlı bu çalışmanın, akademik kural ve etik değerlere uygun bir biçimde tarafımda yazıldığını, yararlandığım bütün eserlerin kaynakçada gösterildiğini ve çalışma içerisinde bu eserlere atıf yapıldığını belirtir; bunu Őerefimle doğrularım.

Esin YELGEN

imzası

## İÇİNDEKİLER

TABLolar LİSTESİ.....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ .....	viii
ÖZET.....	x
SUMMARY.....	xi
ÖNSÖZ.....	xii
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### ŞİRKET DEĞERLEME BOYUTUNDA YATIRIM KAVRAMI, BİRLEŞME VE SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN İNCELENMESİ

1.1. Yatırım Kavramı ve Genel Özellikleri .....	4
1.1.1. İşletmelerde Finansal Yapı .....	9
1.1.2. Yatırımların Finansmanı İçin Kullanılan Finansal Araçlar .....	10
1.2. Dünya’da Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi.....	13
1.2.1. Birinci Dalga (1890-1904) .....	14
1.2.2. İkinci Dalga (1916-1929) .....	14
1.2.3. Üçüncü Dalga (1950-1973) .....	15
1.2.4. Dördüncü Dalga (1980-1989).....	15
1.2.5. Beşinci Dalga (1993-).....	16
1.3. Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi.....	17
1.4. Rekabet Mevzuatı Açısından Birleşme ve Satın Almalarda Antitröst Yasaları.....	17
1.4.1. ABD’de Antitröst Yasaları .....	18
1.4.1.1. Sherman Yasası .....	18
1.4.1.2. Clayton Yasası.....	19
1.4.1.3. Federal Ticaret Komisyonu Yasası.....	19
1.4.1.4. Robinson-Patman Yasası.....	20
1.4.1.5. Hart-Scott-Rodino Yasası.....	20
1.4.2. Avrupa’da Antitröst Yasaları .....	20
1.4.3. Türkiye’de Antitröst Yasaları.....	22
1.5. Hukuksal Açıdan İşletme Birleşmeleri ve Satın Almalarının İncelenmesi .....	23
1.6. Stratejik Boyutta İşletme Birleşmelerinin İncelenmesi .....	25
1.6.1. İşletme Birleşmelerinin Türleri .....	25
1.6.1.1. Yatay Birleşme (Horizontal Mergers) .....	25

1.6.1.2. Dikey Birleşme (Vertical Mergers) .....	26
1.6.1.3. Dairesel (Türdeş) Birleşme (Congeneric Mergers) .....	26
1.6.1.4. Aykırı Birleşme (Conglomerate Mergers).....	27
1.7. Stratejik Boyutta İşletme Satın Almalarının İncelenmesi .....	27
1.7.1. Faaliyetleri Açısından Satın Alma Türleri .....	28
1.7.1.1. Yatay Satın Alma (Horizontal Acquisition) .....	28
1.7.1.2. Dikey Satın Alma (Vertical Acquisition) .....	28
1.7.1.3. Karma Satın Alma (Conglomerate Acquisition) .....	28
1.7.2. Yasal Süreçler Açısından Satın Alma Türleri .....	28
1.7.2.1. Varlıkları Satın Alma (Asset Acquisition) .....	29
1.7.2.2. Hisseleri Satın Alma (Stock Acquisition) .....	29
1.7.2.3. Birleşme ve Konsolidasyon (Mergers and Consolidation).....	29
1.8. Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Arasındaki Ayrım.....	30
1.9. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Nedenleri.....	30
1.9.1. Büyüme.....	30
1.9.2. Sinerji .....	31
1.9.3. Çeşitlendirme (Risk Azaltma) .....	32
1.9.4. Maliyetleri Düşürme.....	32
1.9.5. Rekabetin Şiddetini Sınırlama .....	32
1.9.6. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma .....	33
1.10. Dünya’da Yaşanan Birleşme ve Satın Almalar .....	33
1.11. Türkiye’de Yaşanan Birleşme ve Satın Almalar .....	35

## İKİNCİ BÖLÜM

### STRATEJİK BOYUTTA DEĞERLEME KAVRAMI VE ŞİRKET DEĞERLEMESİNİN İNCELENMESİ

2.1. Stratejik Konumlandırma ve Değerleme .....	37
2.1.1. Stratejik Yönetimde Maliyet Liderliği Yaklaşımı .....	38
2.1.2. Stratejik Yönetimde Farklılaşma Yaklaşımı .....	39
2.1.3. Stratejik Yönetimde Odaklanma Yaklaşımı .....	39
2.2. Şirket Değerlemesi .....	40
2.2.1. Değer Kavramı ve Temel Tanımlamalar .....	40
2.2.2. Değerleme Yapılmasının Nedenleri .....	42
2.2.2.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme.....	44

2.2.2.2. Finansal Yönetim ve Değerleme .....	45
2.2.2.3. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinde Değerleme .....	45
2.2.2.4. Özelleştirme ve Halka Arz İşlemlerinde Değerleme .....	46
2.2.2.5. Kredibilite Analizi ve Değerleme .....	47
2.2.2.6. Marka Değeri ve Franchising İşlemlerinde Değerleme .....	48
2.2.2.7. Tasfiye İşlemleri ve Değerleme .....	49
2.2.3. Değerlemede Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar .....	49
2.2.3.1. Ekonomi ile İlgili Unsurlar .....	49
2.2.3.1.1. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) .....	50
2.2.3.1.2. Para Arzı .....	50
2.2.3.1.3. Enflasyon Oranı .....	51
2.2.3.1.4. Faiz Oranları .....	52
2.2.3.1.5. İstihdam Düzeyi .....	52
2.2.3.2. Endüstri ile İlgili Unsurlar .....	53
2.2.3.2.1. Teknolojik Değişmeler .....	53
2.2.3.2.2. Hammaddeye Ulaşılabilirlik .....	53
2.2.3.2.3. Hükümet Politikalarındaki Değişmeler .....	54
2.2.3.2.4. Rekabet Koşulları .....	54
2.2.3.2.5. Satış Zorluğu .....	55
2.2.3.3. İşletme ile İlgili Unsurlar .....	55
2.2.3.3.1. Likidite Derecesinin Şirket Değeri Üzerine Etkisi .....	55
2.2.3.3.2. Çalışma Sermayesi ve Varlıkların Kullanım Etkinliğinin Şirket Değeri Üzerine Etkisi .....	55
2.2.3.3.3. İşletmenin Karlılık Durumunun Şirket Değeri Üzerine Etkisi .....	56
2.2.3.3.4. Sermaye Yapısının Şirket Değeri Üzerine Etkisi .....	56
2.2.3.3.5. İşletmenin Yönetim Yapısının Şirket Değerine Etkisi .....	58
2.2.3.3.6. Araştırma Geliştirme Giderlerinin Şirket Değerine Etkisi .....	59
2.2.3.3.7. Entelektüel Sermayenin Şirket Değerine Etkisi .....	59
2.2.3.3.8. Kar Payı Dağıtım Politikalarının Şirket Değerine Etkisi .....	60
2.2.4. Değerleme Konusunda Yapılan Hatalar .....	61
2.2.5. Değerleme Yapacak Kişi ve Kurumlar .....	62
2.2.6. Uluslararası Değerleme Standartları .....	64
2.2.7. Değerlemede Dikkat Edilmesi Gereken Risk Unsurları ve Beklenen Getiri Oranı ...	65
2.2.7.1. Sistemik Risk .....	65

2.2.7.1.1. Piyasa Riski .....	66
2.2.7.1.2. Politik Risk .....	66
2.2.7.1.3. Enflasyon Riski .....	66
2.2.7.1.4. Faiz Oranı Riski.....	67
2.2.7.1.5. Kur Riski .....	67
2.2.7.2. Sistemik Olmayan Risk .....	67
2.2.7.2.1. Finansal Risk .....	68
2.2.7.2.2. Endüstri Riski .....	68
2.2.7.2.3. Yönetim Riski.....	69
2.2.7.3. Beklenen Getiri Oranı.....	69

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ŞİRKET DEĞERLEMEDE KULLANILAN ANALİZLER, YAKLAŞIMLAR VE HESAPLAMA YÖNTEMLERİ

3.1. Değerlemede Kullanılan Analizler .....	70
3.1.1. Temel Analiz .....	70
3.1.2. Teknik Analiz .....	71
3.1.3. Mali Tablolar Analizi .....	71
3.1.4. Etkin Piyasa Kuramı.....	72
3.2. Değerleme Yaklaşımları ve Hesaplama Yöntemleri .....	73
3.2.1. Değerlemede Kullanılan Kavramlar/Unsurlar/İfadeler .....	73
3.2.1.1. Nominal Değer .....	74
3.2.1.2. Gerçeğe Uygun Değer .....	74
3.2.1.3. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	76
3.2.1.4. Hurda Değeri .....	76
3.2.1.5. Cari Maliyet.....	76
3.2.1.6. Net Gerçekleşebilir Değer .....	77
3.2.1.7. Kullanım Değeri .....	77
3.2.1.8. Tarihi Maliyet .....	77
3.2.1.9. Bugünkü Değer.....	78
3.2.1.10. Borsa Rayıcı .....	78
3.2.1.11. Emsal Bedeli ve Ücreti .....	79
3.2.1.12. Vergi Değeri .....	79
3.2.1.13. Yatırım Değeri.....	80



3.2.1.14. Sigortalanabilir Değer.....	80
3.2.1.15. Kurtarılabılır Değer .....	80
3.2.1.16. Özel Değer.....	80
3.2.1.17. İpotek Teminatlı Kredi Değeri .....	81
3.2.2. Değerlemede Maliyet Yaklaşımı .....	81
3.2.2.1. Defter Değeri .....	82
3.2.2.2. Tasfiye Değeri .....	82
3.2.2.3. Net Aktif Değer .....	83
3.2.2.4. Yerine Koyma Maliyeti .....	84
3.2.3. Değerlemede Gelir Yaklaşımı .....	84
3.2.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi .....	85
3.2.3.1.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti .....	88
3.2.3.1.2. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli.....	89
3.2.3.1.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli .....	91
3.2.3.2. Ekonomik Katma Değer .....	92
3.2.3.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi.....	94
3.2.4. Değerlemede Piyasa Yaklaşımı .....	95
3.2.4.1. Fiyat/Kazanç Oranı.....	95
3.2.4.2. Fiyat/Nakit Akım Oranı.....	97
3.2.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri.....	97
3.2.4.4. Tobin Q Oranı.....	98

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **INA VE EVA YÖNTEMLERİ İLE ÖRNEK BİR DEĞERLEME UYGULAMASI**

4.1. Araştırmanın Önemi ve Amacı.....	100
4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları .....	101
4.3. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Toplama Araçları .....	101
4.4. Modele Konu Olan İşletmelerin Tanıtılması .....	102
4.4.1. Satın Alma İşlemini Gerçekleştiren İşletmenin Tanıtılması (X İşletmesi).....	102
4.4.2. Satış İşlemini Gerçekleştiren İşletmenin Tanıtılması (Y İşletmesi).....	103
4.5. Uygulama ve Bulgularının Değerlendirilmesi.....	103
4.5.1. Ön Hazırlık .....	103
4.5.2. Geçmiş Yıllar Performans Oranlarının Hesaplanması .....	104
4.5.3. Gelecek Yıllardaki Faaliyetlerle İlgili Öngörüler.....	106

4.5.4. Tahmini Mali Tabloların Hazırlanması .....	109
4.5.5. Şirket Değerinin Tespitinde Kullanılacak Verilerin Hesaplanması .....	113
4.5.5.1. Yatırılan Sermayenin Getirisinin Hesaplanması .....	113
4.5.5.2. Net Faaliyet Karının Hesaplanması .....	115
4.5.5.3. Faaliyetler İçin Yatırılan Sermayenin Hesaplanması .....	117
4.5.5.4. Tahmini Net Nakit Akımlarının Bulunması .....	119
4.5.5.5. Tahmini Nakit Akımlarının Bugünkü Değerine İndirgenmesi.....	121
4.5.5.5.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması .....	121
4.5.5.5.2. Getiri Oranının Hesaplanması .....	125
4.5.5.5.3. Beta Katsayısının Hesaplanması .....	125
4.5.5.6. Yıllara Göre Tahmini Ekonomik Karların Bulunması .....	127
4.5.5.7. İşletmenin Devam Eden Değerinin Hesaplanması .....	129
4.5.6. FCFY Yöntemi ile Şirket Değerinin Hesaplanması .....	129
4.5.7. EVA Yöntemi ile Şirket Değerinin Hesaplanması .....	130
4.5.8. Özkaynakların Değerinin Hesaplanması .....	131
<b>SONUÇ .....</b>	<b>136</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>140</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>165</b>
<b>EK 1- Yılsonu İtibarı ile Bilanço ve Gelir Tabloları (2007-2013) .....</b>	<b>165</b>
<b>EK 2- Bilanço ve Gelir Tablolarının Enflasyon Katsayılarına Göre Düzeltilmesi (2007-2013).....</b>	<b>168</b>
<b>EK 3- Bilanço ve Gelir Tablolarının USD (\$) Olarak Hazırlanması (2007-2013).....</b>	<b>171</b>
<b>EK 4- Geçmiş Yıllar Net Faaliyet Karı (\$) (2007-2013).....</b>	<b>174</b>
<b>EK 5- Geçmiş Yıllar Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (\$) (2007-2013) .....</b>	<b>175</b>
<b>EK 6- İşletmelerin Beta Katsayıları ve Sektörün Ortalama Beta Katsayısı.....</b>	<b>176</b>
<b>EK 7- Tek-Art İşletmesinin Çeyrek Dönem Beta Katsayısı Hesaplama Örneği .....</b>	<b>177</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>178</b>

## TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. 2006-2014 Yılları Arasında Dünya’da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Hacmi ve Değerleri.....	33
Tablo 1.2. Yıllara Göre Dünya’da Gerçekleşen İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma Örnekleri .....	34
Tablo 1.3. 2006-2014 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Hacmi ve Değerleri.....	35
Tablo 1.4. Yıllara Göre Türkiye’de Gerçekleşen İşletme Birleşmeleri ve Satın Almaları Örnekleri.....	35
Tablo 3.1. Farklı Açılardan Kullanılan Değerleme Kavramları/Unsurları/İfadeleri .....	74
Tablo 4.1. Enflasyon Düzeltme Katsayıları.....	104
Tablo 4.2. Geçmiş Yıllar Performans Oranları.....	105
Tablo 4.3. Gelecek Yıllardaki Faaliyetlerle İlgili Öngörüler .....	107
Tablo 4.4. Tahmini Bilanço ve Gelir Tabloları (\$) (2014-2023).....	110
Tablo 4.5. 2014 Yılı ROIC Oranın Hesaplanması Örneği .....	113
Tablo 4.6. Yıllar İtibariyle Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC) (2014-2023) .....	114
Tablo 4.7. Tahmini Net Faaliyet Karı (\$) (2014-2024).....	116
Tablo 4.8. Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye .....	117
Tablo 4.9. Tahmini Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (\$) (2013-2023) .....	118
Tablo 4.10. Tahmini Net Nakit Akımı Tablosu (\$) (2014-2023).....	120
Tablo 4.11. 2014 Yılı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC).....	122
Tablo 4.12. Yıllar İtibariyle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) (2014-2023) ...	124
Tablo 4.13. İşletme ve Sektör Beta Katsayısı Ortalamaları .....	126
Tablo 4.14. Tahmini Ekonomik Karlar (\$) (2014-2024).....	128
Tablo 4.15. FCFF Yöntemine Göre İşletme Faaliyetlerinin Değeri.....	130
Tablo 4.16. Ekonomik Kara Göre İşletme Faaliyetlerinin Değeri .....	131
Tablo 4.17. İşletme Özkaynaklarının Değeri .....	131
Tablo 4.18. İşletme Değeri .....	133

**KISALTMALAR LİSTESİ**

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
APM	Arbitrage Pricing Model
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
A.Ş.	Anonim Şirket
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DED	Devam Eden Değer
EVA	Economic Value Added
FCFF	Free Cash Flows to Firm
FCFE	Free Cash Flows To Equity
F/K	Fiyat/Kazanç
F/NA	Fiyat/Nakit Akım
FVAÖK	Faiz Vergi, Amortisman Öncesi Kar
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
FYS	Faaliyetler için Yatırılan Sermaye
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
IFRS	International Financial Reporting Standards
INA	İndirgenmiş Nakit Akımları
IPO	Initial Public Offering
IVSC	International Valuation Standards Council
KVYK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
Md.	Madde
MDV	Maddi Duran Varlıklar
MODV	Maddi Olmayan Duran Varlıklar
NOPLAT	Net Operational Profit Less Adjusted Taxes
PD/DD	Piyasa Değer/Defter Değer
ROIC	Return of Investment Capital
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları

TL	Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	Türk Ticaret Kanunu
UDES	Uluslararası Değerleme Standartları
UDSK	Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
USD	United States Dollar
UVYK	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
VUK	Vergi Usul Kanunu
WACC	Weighted Average Cost of Capital



## ÖZET

Küreselleşme ile birlikte sınırların ortadan kalkması, ekonomik sistemleri ve işletmeleri derinden etkilemektedir. Yoğun rekabetin yaşandığı bu süreçte işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri neredeyse imkansız hale gelmektedir. Yeni ekonomik sistem, ülkemizde şirket evlilikleri olarak da bilinen birleşme ve satın alma işlemlerini gündeme getirmiştir. Hemen hemen tüm sektörlerde yoğun bir şekilde gerçekleşen bu işlemler, turizm sektöründe de görülmektedir. Turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde sabit yatırım maliyetlerinin yüksekliği, ilk kuruluş aşamasında ciddi bir sermaye gerektirmesi, sektör riskini azaltmak ve rekabet edebilirlik gibi faktörler yatırımcıları, birleşme ve satın alma işlemlerine yöneltmektedir.

Birleşme ve satın alma işlemlerinde en önemli sorun taraflar açısından şirket değerinin gerçeğe uygun bir şekilde belirlenmesidir. Satıcı taraf işletmesini olabildiğince yüksek tutardan satmak isterken alıcı taraf da olabildiğince düşük tutardan satın alma işlemini gerçekleştirmek istemektedir. İşte bu noktada şirket değerinin en uygun (gerçeğe uygun) şekilde tespit edilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı, birleşme ve satın alma işlemi yapan halka açık olmayan bir konaklama işletmesinin değerinin tespit edilmesidir. Bu kapsamda çalışmada, Alanya'da faaliyet gösteren bir konaklama işletmesi örnek alınmış, birden fazla yöntem (indirgenmiş nakit akımları ve ekonomik katma değer) kullanılarak işletmenin satış değeri tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, şirket değerinin her iki yöntemde de aynı sonuçlar verdiğini ve işletmeye pozitif katma değer kazandırdığını göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Şirket Değerleme, Değerlemede Kullanılan Yöntemler, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, Ekonomik Katma Değer Yöntemi, Birleşme ve Satın Alma İşlemleri

**SUMMARY**  
**COMPARATIVE ANALYSIS OF FIRM VALUATION METHODS ACTIVITY IN**  
**MERGERS AND ACQUISITION TRANSACTIONS: A PRACTICE**  
**ACCOMMODATION**

Disappearance of borders with globalisation has deeply affected the economic systems and enterprises. In this process where fierce competition exists, for enterprises to continue their existence has almost become impossible. The new economic system has made coalitions and acquisitions, also known as mergers, a current issue. These transactions actualised intensively in almost every sector are also seen in the tourism sector. High fixed investment costs, notable capital requirement, sector risk mitigation and competitiveness in accommodation enterprises operating in tourism sector direct investors to merging and acquisition.

With regard to the parties, the most important problem in merging and acquisition is the realistic assessment of firm value. While the selling part wishes to sell its enterprise with premium price, the non-selling party wishes to acquire it with a rock bottom price. At this juncture, the most realistic assessment of the firm value looms large. The aim of this study is the value assessment of a non-public accommodation enterprise which merges and acquires. In this context, an accommodation enterprise operating in Alanya has been taken as an example and the disposal value has been assessed using more than one method such as discounted cash flow and economic value added. The data obtained indicates that the firm value gives the same results with either methods and add positive value to the enterprise.

**Keywords:** Firm Valuation, Valuation Methods, Discounted Cash Flow Method, Economic Value Added Method, Mergers and Acquisitions.

## ÖNSÖZ

“İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma İşlemlerinde Firma Değerleme Yöntemlerinin Etkinliğinin Karşılaştırmalı İncelenmesi: Konaklama Sektöründe Bir Uygulama” isimli bu çalışma, birleşme ve satın alma işlemlerinde işletme değerinin belirlenmesi konusunda meydana gelen gelişmeler, Dünya’ da ve Türkiye’de gerçekleşen uygulamalar, uygulamada yaşanan aksaklıklar hakkında bilgi vermeyi ve doğru değer tespiti için izlenecek adımları mümkün olduğunca basit bir şekilde açıklamayı amaçlamaktadır.

Bu amaç doğrultusunda lisansüstü eğitime başladığım günden itibaren danışmanlığımı yürüten sayın Prof. Dr. Süleyman UYAR’a, değerli tez izleme komitesi üyesi hocalarım Prof. Dr. Mehmet ERKAN’a ve Yrd. Doç. Dr. Ercüment OKUTMUŞ’a konu seçiminden literatürün hazırlanmasına, verilerin elde edilmesinden düzenlenmesine ve uygulamanın gerçekleştirilmesine kadar tezimin her aşamasında yanımda oldukları, desteklerini esirgemeyerek yapmış oldukları katkılardan dolayı sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca tüm hayatım boyunca göstermiş oldukları özen, ilgi, anlayış, sabır ve desteklerinden dolayı sevgili aileme ve adlarını tek tek saymadığım sevgili dostlarıma şükranlarımı sunarım.

**Esin YELGEN**  
**Antalya, 2016**



## GİRİŞ

Küreselleşme ile ülkeler, işletmeler ve toplumlar arasında sınırlar ortadan kalkarak global entegrasyon ile birlikte ilişkiler her boyutta artmaktadır. İşletmeler küreselleşmenin getirdiği değişen koşullara hızlı uyum sağlayarak ayakta kalabilmektedirler. Son yıllarda işletmeleri yoğun bir şekilde etkilemeye devam eden küreselleşmenin etkisi sadece ekonomik anlamda değil çevre, kültür, politik, sosyal ve hukuk başta olmak üzere daha birçok alanda kendini göstermektedir. Bu etkinin en fazla yaşandığı alanlardan birisi, uluslararası ticarettir. Günümüzde uluslararası ticarete, ulusal politikalar önemini kaybederken uluslararası stratejik ortaklıklar ve işbirliklerinin önemi artmıştır. Bunun sonucu olarak başta teknoloji olmak üzere yenilikler ve gelişmeler gelişmiş ülkelere doğru hareket etmiş ve işletmeler daha zorlu rekabet koşullarında faaliyet göstermek zorunda kalmışlardır. İşletmeler maliyetlerini düşürmek, tüketicilerin tercihleri paralelinde farklılık yaratmak, yenilik yapmak, uzmanlaşmış insan gücüne ve teknolojik yeniliklere yatırım yapmak gibi değişik stratejiler geliştirmektedirler.

Rekabet gücü bir ülkedeki bir sektörün başka bir ülkedeki aynı sektörden daha fazla kazanç elde etmesidir. İşletme düzeyinde rekabet gücü ise, bir ülkede belli bir sektörde faaliyet gösteren bir işletmenin ulusal veya uluslararası pazarda aynı sektörde faaliyet gösteren rakiplerinden daha fazla kazanç elde etmesidir. İşletmelerin rekabet gücü sektörde bulunan rakiplerine göre daha düşük veya aynı maliyetlerle üretimde bulduklarında, teknolojiyi takip ve kullanma düzeyleri birbirine eşit veya daha fazla olduğunda, mal ve hizmetlerin kalite ve farklılık düzeyleri hususunda yenilikler yaratabildiklerinde oluşmaktadır.

Rekabetin bir sonucu olarak işletmeler çeşitli amaçlarla farklı sektörlerde yatırım yapabilmektedirler. Bu yatırımlar, ulusal pazarlarda olabileceği gibi uluslararası pazarlarda da olabilmektedir. Ancak bu noktada işletmeler, yasal süreçler, pazardaki güçlükler, üretim süreçleri, sermaye yapısı, hükümet politikaları, istihdam politikaları gibi bilinmeyen bazı konularla yüzleşmek durumunda kalmaktadırlar. Hem bilinmeyen bir sürecin olumsuz etkilerinden korunmak hem de piyasada rekabet üstünlüğü kazanmak için işletmeler, yatırım yapmayı düşündükleri sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler ile stratejik ortaklıklar kurma, işbirliği, birleşme ve satın alma stratejileri uygulamaktadırlar. Bu stratejilerden biri olan birleşme ve satın almalar, iki veya daha fazla işletmenin bir araya gelmesiyle gerçekleşmektedir. Bu stratejiyi uygulayan işletmelerin başlıca amaçları; varlıklarını sürdürmek, büyümek, pazarda güçlü bir konuma gelmek, ölçek ekonomilerinden faydalanmak, maliyetleri düşürmek, sinerji etkisinden yararlanmak ve riski azaltmak olabilir.

1990'lı yıllardan sonra büyük bir ivme kazanan birleşme ve satın alma işlemlerinde 2008 yılında tüm Avrupa'ya yayılan ekonomik kriz ile birlikte önemli azalmalar meydana gelmiştir. Belirsizliğin hakim olduğu bu süreçte işletmeler, yatırım kararı almaktan uzak durmuşlardır. 2013 yılından sonra global ekonomideki toparlanmaya bağlı olarak bu işlemlerin sayılarında ve hacimlerinde önemli artışlar gözlenmektedir. Örneğin 2013 yılında Microsoft Nokia'yı satın alarak Nokia Lumia telefonlarda Windows 8 yazılımını kullanmaya başlamış, 2014 yılında sosyal paylaşım sitesi Facebook Whatsapp'ı bünyesine katmıştır. Türkiye'de en çok ses getiren satın alma işlemi ise 2015 yılında Ülker'in çatı şirketi Yıldız Holding'in İngiliz bisküvi şirketi United Biscuits'i satın alarak dünyanın en büyük üçüncü bisküvi üreticisi durumuna gelmesi olmuştur.

Birleşme ve satın alma işlemleri gıdadan teknolojiye, sağlıktan finansal hizmetlere, turizme kadar birçok sektörde gerçekleşmektedir. Sermaye hareketliliğinin oldukça yoğun bir şekilde görüldüğü turizm sektöründe gerçekleşen işlemlere bakılacak olursa işletme boyutlarının büyümesi ile beraber artan inşa maliyetleri çok sayıda yatay ve dikey birleşme ve satın alma işlemlerinin gerçekleşmesine neden olmaktadır. Son yıllarda yapılan karma birleşme ve satın alma işlemleri ile turizm dışı sermayesinde hızla sektöre girdiği görülmektedir. Türkiye'de turizm sektöründe gerçekleşen yatay satın alma işlemine 2013 yılında Barut Otellerinin Antalya Dedeman Otel'i alması örnek verilebilir.

İşletme birleşme ve satın alma işlemlerinde en önemli konu değerlemedir. Değerleme, işletme birleşme ve satın alma işlemlerinde şirketlerin değerinin doğru bir şekilde belirlenmesi sürecidir. Hesaplanan değer ödenecek tutara ne kadar yakın ise değerlemenin o kadar başarılı olduğu söylenebilir. Değerleme sürecinde kullanılan birçok yaklaşım ve bu yaklaşımların altında kullanılan birçok yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemden hangisinin veya hangilerinin seçileceği değerlemeyi gerçekleştirecek kişi veya kurumun amacına ve işletmenin halka açık bir işletme olup olmamasına göre değişebilmektedir. Değerleme sürecinde birden fazla yöntem kullanılarak değerlendirme işleminin optimizasyonu sağlanabilir.

Küresel rekabetin çok fazla yaşandığı turizm sektöründe uluslararası sermaye hareketliliğinin artması, konaklama işletmelerinin kuruluş aşamasında sabit yatırım maliyetlerinin fazla olması gibi nedenler sektörde büyümek isteyen ya da sektöre yeni girmek isteyen yatırımcıları birleşme ve satın almalara yönlendirmektedir. Bu süreçte işletme değerlerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi hem alıcı hem de satıcı taraflar açısından önem arz etmektedir. Yapılan literatür araştırmasından turizm sektöründe konaklama işletmelerinin birleşme ve satın alma işlemlerinde şirket değerinin belirlenmesi ile ilgili çok fazla çalışmanın olmadığı görülmüştür. Değerleme çalışmaları genelde uygulama kolaylığı açısından halka açık işletmeler

üzerinde gerçekleştirilmiş ve değerin tespitinde kullanılan yöntemlerin çoğu çeşitli varsayımlara dayandırılmıştır. Ayrıca her bir değerlendirme yönteminde kullanılacak formüllerin çeşitliliği de doğru değere ulaşma konusunda zorluklar yaşanmasına neden olmaktadır. Değerlemede kullanılacak bilgilere ulaşmanın nispeten daha zor olduğu halka açık olmayan işletmelerle ilgili olarak neredeyse hiç çalışma yapılmamıştır.

Yukarıdaki gerekçelerle bu tez çalışmasında turizm sektöründe faaliyet gösteren halka açık olmayan bir konaklama işletmesinin satın alınması sürecinde değerlendirme işlemleri yapılmıştır. Değerleme sürecinde birden fazla değerlendirme yöntemi kullanılarak şirketin değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Dört bölümden oluşturulan tezin birinci bölümü yatırım kavramı, birleşme ve satın alma işlemlerinin incelenmesi olarak adlandırılmıştır. Bu bölümde yatırım kavramı ve genel özellikleri, işletmelerde finansman için kullanılan finansal araçlar, işletme birleşme ve satın almalarının tarihsel gelişimi, bu işlemlerin olumsuz etkilerini önlemek amacıyla çıkarılan yasalar, birleşme ve satın alma türleri, birleşme ve satın alma nedenleri ve Dünya’da ve Türkiye’de yaşanan gelişmeler kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır.

Stratejik boyutta değerlendirme kavramı ve şirket değerlemesinin incelenmesi başlıklı ikinci bölümde, işletmeler açısından stratejik konumlandırma ve stratejik rekabet yaklaşımlarının önemine değinilmiştir. Daha sonra şirket değerlemesi konusunda temel tanımlamalar yapıldıktan sonra değerlemenin neden yapıldığı, değerlendirme sırasında hangi konulara dikkat edilmesi gerektiği, değerlendirme en çok hangi hataların yapıldığı ve değerlendirme işlemini kimlerin gerçekleştirdiği ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

Üçüncü bölümde şirket değerlemesinde kullanılan analizler, değerlendirme yaklaşımları ve bu yaklaşımların altında kullanılan değerlendirme yöntemleri ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde Alanya’da faaliyet gösteren beş yıldızlı iki konaklama işletmesinde uygulama yapılmıştır. Halka açık olan X işletmesinin halka açık olmayan Y işletmesini satın aldığı kabul edilmiş, birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak şirket değerinin tespit edildiği bir modelleme uygulaması yapılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ŞİRKET DEĞERLEME BOYUTUNDA YATIRIM KAVRAMI, BİRLEŞME ve SATIN ALMA İŞLEMLERİNİN İNCELENMESİ

#### 1.1. Yatırım Kavramı ve Genel Özellikleri

En genel ifade ile yatırım kavramı, tasarruf sahibi bireyler tarafından düzenlenen bir eylem olarak tanımlanabilir (<http://imsmo.weebly.com/>, 27.09.2014). Yatırım; ekonomik değerlerin kazanç sağlamak amacı ile farklı alanlarda kullanılmasıdır (Demireli ve Kurt, 2006: 120). Benzer şekilde yatırım; gelecek dönemlerde ekonomik anlamda sermaye kullanma ya da kar sağlamak amacıyla uzun vadeli kaynak ayırma işlemidir (Şenel, 2007: 5; Tezcan vd., 2007: 89). Bir başka açıdan yatırım; gelecekte beklenen faydalar için para ve diğer kaynakların belirli alanlara kaydırılması şeklinde ifade edilebilir (Bodie vd., 2013: 2; Zengin, 2010: 119). İşletmeler açısından yatırımlar, fonların yatırıldığı ve kullanıldığı varlıklar olarak kabul edilir. Bir ekonomist yatırımı, verimli ve dayanıklı sermaye mallarında meydana gelen bir artış olarak değerlendirmektedir. Bireysel tasarruf sahibi için ise yatırım, gelir sağlamak için tasarrufların kişi veya kurumlara verimli bir biçimde kullandırılmasıdır (Kahraman, 1997: 1). Shantha (2011) yatırımı; finansman anlamında kullanmış ve finansmanı gelecek kazançları yükseltmek için alınan risk olarak ifade etmiştir. Ona göre yatırım; özellikle sermaye yatırımları, getiri ve karlılık açısından planlama, tasarlama ve değerlendirme, uygulama ve son değerlendirme adımlarını izlemek zorunda olan karmaşık ve uzun bir süreçtir. Bu yatırımlara örnek olarak hisse, tahvil, gayrimenkul yatırımları verilebilir ([www.newagepublishers.com](http://www.newagepublishers.com), 16.11.2014). Benzer şekilde bina almak/yapmak, fabrika arazisi almak veya bir kişinin üniversiteye gitmesi de yatırıma örnek verilebilir ([www.newagepublishers.com](http://www.newagepublishers.com), 16.11.2014).

Sınırsız bir ömre sahip olduğu kabul edilen işletmeler, yaşamlarını devam ettirebilmek için kuruldukları günden itibaren yeni yatırım fırsatlarını takip etmek durumundadırlar. Günümüz rekabet ortamında piyasalarda yaşanan belirsizlikler ve beraberinde ortaya çıkan riskler yatırım kararlarının doğru bir şekilde alınmasını zorunlu hale getirmektedir (Demireli ve Kurt, 2006: 118). Yatırımlar, işletmelerin faaliyetlerini tatmin edici koşullar içinde yürütmesi, geliştirmesi, rekabet gücünü koruması amacıyla bir yıldan uzun vadede kullanılacak sermaye mallarının ve işletme sermayesi varlıklarının satın alınması şeklinde yapılabilir (Şenel, 2007: 6; Tezcan vd., 2007: 89; Çımat ve Bahar, 2003: 12). Bu varlıklar; sermaye ya da diğer kaynaklara bağlılık, kar ya da kazanç beklentisi veya risk gibi bazı özelliklere sahiptir. Bir yatırıma işletme, hisse senedi, tahvil, diğer borçlanma araçları ve

krediler, vadeli işlemler, opsiyonlar ve diğer türevler, anahtar teslimi inşaat, yönetim, üretim, imtiyaz, gelir paylaşımı, ve benzeri diğer sözleşmeler, entelektüel sermaye hakları, ruhsat, yetki, izin, diğer maddi veya maddi olmayan, taşınır veya taşınmaz mülkiyet gibi araçlar dahil edilmektedir (Heiskanen, 2010: 56).

İlgili literatürde yatırımlar; özel-kamu, reel-mali, üst yapı-alt yapı, yerli sermayeli-yabancı sermayeli yatırımlar şeklinde farklı açılardan sınıflandırılmaktadır. Kamu yatırımlarına; havaalanları, limanlar, otoyollar, tren yolları, elektrik santralleri, su ve kanalizasyon sistemleri örnek gösterilebilir. Özellikle turizm sektörü temelinde başlıca özel sektör yatırımları; otel, restoran, alışveriş merkezleri, eğlence merkezleri, rekreasyon faaliyetleri ve otopark yatırımlarıdır (Teker ve Teker, 2012: 8). Bilindiği gibi kamu yatırımları sosyal amaçlı yapılırken özel sektör yatırımlarının temel amacı kar etmektir. Ancak risklerin çok fazla olduğu büyük yatırımlarda özel sektör ve kamu sektörünün beraber çalıştıkları görülmektedir. Özel sektörün maliyetlerini ve risklerini azaltan bu tür ortaklıklarda kamu sektörü yatırım alanlarının iyileştirme sorumluluklarını da üstlenmektedir (Rosentraub ve Joo, 2009: 764).

Yatırımların risk, getiri (karlılık-kazanç), güvenlik, likidite, bölünebilirlik, pazarlanabilirlik, geri dönüşebilirlik, sermaye büyümesi, satın alma gücü, istikrar ve vergi avantajları gibi çeşitli özellikleri bulunmaktadır. Bu özellikler kısaca aşağıda açıklanmıştır ([www.newagepublishers.com](http://www.newagepublishers.com), 16.11.2014; [www.uniquesolutions.co.in](http://www.uniquesolutions.co.in), 27.09.2014; Karalar vd., 2008: 362; SPK, 2012: 7):

- Risk, yatırımın ana özelliklerinden biridir ve bir yatırımın anapara tutarının kaybı anlamına gelir. Birçok risk kaynağı bulunmaktadır. Yatırımlarda faiz oranlarındaki ve döviz kurlarındaki değişimler ve siyasi gelişmeler başta olmak üzere birçok risk kaynağını içinde barındırmaktadır.
- Getiri, bir yatırımdan beklenen getiri oranını ifade etmektedir.
- Güvenlik, beklenen getiri oranının ve anapara tutarının yatırımcıyı koruması anlamına gelmektedir.
- Likidite, işletmenin hemen nakde dönüştürebileceği hazır bir yatırım anlamına gelmektedir. Bir yatırımın değerinden kaybetmeden kısa sürede nakde çevrilmesi likiditesinin yüksek olduğunu göstermektedir.
- Bölünebilirlik, bir yatırımın ne kadar miktarda nakde çevrilebileceğini göstermektedir. Bir yatırım ne kadar fazla parçaya bölünürse yatırımcılar açısından o kadar fazla tercih edilmektedir.

- Geri dönüşebilirlik, bir yatırımın alımından satımına kadar yatırımcısına olan maliyeti ne kadar düşük ise yatırımın geri dönüşebilirliği de o kadar yüksek olmaktadır.
- Pazarlanabilirlik, piyasada alıcı olduğu sürece menkul kıymetlerin alınıp satılabileceği anlamına gelmektedir. Bu konuda dikkat edilmesi gereken husus, menkul kıymetin alındığı fiyattan veya daha fazla bir fiyattan satılabilesidir.
- Sermaye büyümesi, yatırımın değer kazanması anlamına gelmektedir.
- Satın alma gücü, piyasada yatırımın satın alma yeteneğini ifade etmektedir.
- İstikrar, yatırımdan beklenen sabit getiridir.
- Vergi avantajları, yatırımcıya yükleyeceği vergisel sonuçlardır.

Çalışmanın konusu turizm sektörü ile ilgili olduğundan yatırım kavramı ve özelliklerine bu sektör açısından da bakmakta yarar vardır. Turizm sektöründe yatırımları genel olarak; altyapı yatırımları, üstyapı yatırımları ve diğer hizmet tesisi yatırımları olmak üzere üç ana grupta toplamak mümkündür (Zengin, 2010: 119; Şenel, 2007: 6).

**Altyapı Yatırımları:** Bir yerleşim bölgesinde, dış dünya ile yoğun iletişim içinde bulunan ve insan faaliyetleri için temel olarak gerekli yapılardır. Bu yapılara; yollar, park alanları, tren yolları, limanlar ve havayolları, su kaynağı, drenaj ve kanalizasyon, elektrik ve güç kaynağı, vb. örnek gösterilebilir (Bodlender ve Gerty, 1995: 4). Türkiye’de altyapı yatırımları devlet tarafından belirli bir plan ve program çerçevesinde yapılan kamu hizmeti niteliğindedir. Bu yatırımların temel amacı turizm sektörünü geliştirmek değil, öncelikle o bölge halkının ihtiyaçlarını karşılamaktır. Ancak altyapı yatırımlarının yapılması ve yeterliliği turizmin gelişmesini de olumlu yönde etkilemektedir (Zengin, 2010: 119-122; Şenel, 2007: 6). Ne var ki, özellikle az gelişmiş ülkelerde turizm sektörünün taşıdığı yüksek risk ve kaynak yetersizliği nedeniyle özel sektör bu tür yatırımları yapmaktan kaçınmaktadır. Bu yüzden birçok ülkede altyapı yatırımları devlet tarafından yapılmaktadır. Ayrıca Dünya Bankası gibi bazı uluslararası kuruluşlar da bu konuda gerekli olan finansal desteği sağlamaktadırlar (İçöz, 2005: 214).

**Üstyapı Yatırımları:** Turizm sektöründe üstyapı yatırımlarından kasıt sadece turizm adına yapılan ve söz konusu bölgede turizm var olduğu sürece mevcudiyetini sürdüreceği olan yatırımlardır (Zengin, 2010: 119-122). Bu yatırımlar turistleri barındırmak, eğlendirmek ve sürdürülebilirliği sağlamak için yapılmış yolcu ve araç trafiği terminalleri, oteller, alternatif konaklamalar (kamping, karavan alanları, tatil köyleri vb.), eğlence yerleri, kongre tesisleri, alışveriş merkezleri ve iç ulaştırma hizmetleri gibi tesislerdir (Bodlender ve Gerty, 1995: 4). Turizm üstyapı yatırımları içerisinde konaklama tesisi yatırımlarında kullanılan sabit sermaye tutarı diğer sektörlerden çok daha fazladır (Esen ve Uyar, 2011: 360; Elitaş, 2010: 15; Şenel,

2007: 6). Ayrıca turizm sektörünün mevsimsel özellikleri ve yatırımların geri dönüş süresinin uzun olması gibi nedenler bu sektörde yapılacak yatırımların teşvik edilmesine yönelik politikaları zorunlu kılmaktadır. Nitekim Türkiye’de 2634 sayılı Turizm Teşvik Kanunu ile yatırımları özendirici, teşvik edici bir takım düzenlemeler bulunmaktadır (Esen ve Uyar, 2011: 360; Şenel, 2007: 6).

**Diğer Hizmet Tesisleri Yatırımları:** Altyapı ve üstyapı yatırımlarının dışında kalan ve turistlerin gereksinimlerini karşılayabilmek için kurulan lokanta, gazino, kafeterya, çay bahçesi, yüzme havuzu, spor tesisleri, plaj, eğlence yerleri, dans ve oyun salonları gibi yatırımlardır. Bu tesisler, konaklama tesisleriyle bütünleşik olarak ya da onlardan bağımsız olarak kurulabilirler (Zengin, 2010: 119-122; Şenel, 2007: 7).

Turizm sektörü kendine has özellikleri ile diğer sektörlerden ayrılan bir alandır. Bu bağlamda bu sektöre yapılan yatırımlar da bazı özellikleri ile diğer sektör yatırımlarından farklılaşır. Turizm yatırımlarının temel özellikleri şunlardır (Esen ve Uyar, 2011: 360; Elitaş, 2010: 15; Şenel, 2007: 7; Tezcan vd., 2007: 83-85; Kahraman, 1997: 21):

- Turizm yatırımları içerisinde en büyük paya sahip olan konaklama tesisleri yatırımları diğer sektörlerle göre daha yüksek miktarda sabit sermaye yatırımı gerektirmektedir. Yeni yapılacak bir turizm işletmesinde; satın alınacak arsa, yaptırılacak bina ve bu binanın donanımı, alınacak makine ve teçhizat vb. unsurların maliyeti, bilançoda duran varlıkların % 85-90’ına ulaşmaktadır. Kuruluş giderlerinin bu kadar yüksek olması, turizm işletmeleri için daha başlangıçta ağır bir yük teşkil etmektedir.
- Turizm sektöründe üretim ile tüketim eş zamanlı gerçekleştiğinden, müşterilerin turizm işletmelerine fiilen gelmeleri gerekmektedir. Bu durum yapılacak turizm yatırımlarında dikkate alınması gereken bir zorluktur.
- Turizm sektöründe satışlar, mevsimsel koşullara, politik ve ekonomik konjonktüre karşı çok hassastır. Bu hassasiyet, değişen talebe karşılık arzın sabit kalması ve hızla değişen talebin takip edilememesinden kaynaklanmakta olup riski artırıcı bir unsurdur.
- Konaklama işletmelerinde, işletme aşamasında sabit giderler, toplam işletme giderlerinin % 60-70’ini oluşturmaktadır. Bu giderlerden özellikle enerji, bakım-onarım, personel, amortisman, faiz ve benzeri giderler, işletmenin doluluk oranından bağımsız olarak süreklilik göstermektedir. Sabit giderlerin yüksek oluşu kara geçiş noktasına ulaşmayı güçleştirmekte ve satış hasılatı ve kapasite kullanım oranı ilişkisini kritiklemektedir.

- Konaklama işletmeleri çok geniş arazi üzerinde inşa edilmektedir. Bu işletmelerin dış büyüklüğü vergi matrahını artırmakta ve işletmelere ağır külfetler getirmektedir. Bununla beraber konaklama işletmeleri satın aldığı bütün maddelerde genellikle son tüketici konumundadır. Bundan dolayı diğer sektörlerde satış fiyatına eklenen rüsum ve harçlar, tüketici özelliği gösteren konaklama işletmelerinin üzerine kalabilmektedir.
- Turizm işletmelerinde çok ciddi boyutlarda işletmecilik sorunu yaşanmaktadır. Bunun nedeni, turizmle ilgili olmayan kesimin aldıkları teşvikler ile turizm sektörüne önce yatırımcı sonra da işletmeci kimliği ile girmelerinden kaynaklanmaktadır. Bunun bir sonucu olarak işletmelerin etkinlik ve verimlilikleri birtakım yanlış uygulamalar neticesinde düşmektedir.
- Türkiye'ye gelen turistlerin profili incelendiğinde, genellikle bu kişilerin kendi ülkelerinde orta ve alt gelir düzeylerinde bulunduğu ve kitle turizmini tercih eden bir özelliğe sahip oldukları görülmektedir. Bu nedenle ülkemizde, bu profile yönelik olarak en fazla üç yıldıza kadar olan küçük ve orta büyüklükteki konaklama işletmelerinin faaliyet göstermesi uygun olmaktadır. Mevcut durumda yapılaşma ise bunun tam tersi olarak gerçekleşmiş, dört ve beş yıldızlı oteller iki ve üç yıldızlı otel müşterilerini düşük fiyatlarla konaklatmaktadırlar. Bu durumdan da düşük yıldızlı işletmeler zarar görmektedir. Ayrıca turizm talebini kalite ve kantite olarak arttırmadan, plansız olarak büyük konaklama işletmelerinin sayısının artması bu işletmelerin çok ucuza satılmasına da neden olmaktadır.
- Otel yatırımlarının önemli bir kısmının deniz-kum-güneş turizmine yönelik olduğu anlaşılmaktadır. Ancak deniz-kum-güneş turizmi yerine, dünyada daha fazla talep edilen ve daha fazla katma değer yaratan turizm türlerinin belirlenerek ülkemizde bu turizm türlerine yönelik olarak yatırımların teşvik edilmesi gerekmektedir. Böylelikle mevsimlik yoğunlaşmanın önüne geçilmiş olacak ve tur operatörlerine karşı daha güçlü olunarak verimliliği arttırmak mümkün olacaktır.
- Turizm sektörü ulaştırma ağlarıyla çok yakından ilgilidir. Ulaşım sektöründe yaşanan olumsuzluklar konaklama işletmelerinin satışlarını da olumsuz etkilemektedir.



### 1.1.1. İşletmelerde Finansal Yapı

Küreselleşme ve serbestleşme ile birlikte artan rekabet koşullarında işletmelerin temel amacı şirket değerini yükseltmek ve hissedar değerini arttırmaktır. Şirket değerini arttırarak hissedarların beklentilerini maksimize etme sürecinde finansal yapı oldukça önemli bir unsurdur (Ertuğrul, 2011: 3). Bu nedenle finansal yapı bir işletmenin iş stratejisinin merkezinde yer almakta ve işletmelerin alacakları kararlara önemli etkiler yapmaktadır (Sanyal ve Mann, 2010: 3). Bilindiği gibi finansal yapı, varlıklardan ve yükümlülüklerden meydana gelir ve işletme varlıklarının finanse edilme yolunu ifade eder (<http://shodhganga.inflibnet.ac.in>, 11.11.2014).

İşletmeler finansal yapılarını alternatiflerin maliyetine, yapısına ve kullanılabilirliğine göre belirlemektedirler. Küçük işletmelerde borç ve varlıkların düzeyi, büyük olasılıkla işletme ve yöneticilerin özelliklerinin bir fonksiyonu olarak belirlenecektir (Zoppa ve McMahon, 2002: 2). Buna ek olarak işletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörün yapısı da finansal düzey ile ilgili alınacak kararlarda en önemli belirleyicilerden biridir. Rekabetin fazla olduğu bir sektörde faaliyet gösteren bir işletmenin finansal kaldıracı sektördeki diğer işletmelerin faaliyetlerine bağlı olacaktır (MacKay ve Phillips, 2005: 1433).

Turizm sektörü yapısı gereği sermaye yoğun bir özellik göstermekte olup büyük sermaye yatırımı gerektirmektedir. Örneğin, bir konaklama işletmesinde aktiflerin % 85-90'ı duran varlıklardan, % 10-15'i de dönen varlıklardan oluşması bu işletmelerin kuruluş ve işletme aşamasında büyük sermayeye ihtiyaç duyduklarını net bir şekilde göstermektedir (Elitaş, 2010: 15; Çetiner, 2002: 13–14). Konaklama işletmelerinde finansman ihtiyacı; ilk yatırım aşamasında, var olan tesisleri genişletmekte ve giderlerini karşılama aşamasında doğmaktadır. Her aşamada farklı niteliklerde ve miktarlarda fonlara ihtiyaç duyulmaktadır. Sabit sermayeyi oluşturan varlık değerinin çok yüksek ve yatırım projelerinin geri dönüş sürelerinin uzun olması, yatırımlarda uzun vadeli finansman kaynaklarının tercih edilmesine yol açmaktadır (Küçükaltan ve Eskin, 2008: 161). Turizm sektöründe bir işletmenin olağan faaliyetlerini sürdürebilmesi için reel varlıklardan ve finansal varlıklardan oluşan sermayeye gereksinim duyulmaktadır. Reel varlıklar, maddi ve maddi olmayan varlıklardan meydana gelirken finansal varlıklar, hisselerden, finansal araçlardan, kiralama yükümlülüklerinden, bankalardan ya da finansal kurumlardan alınan kredilerden oluşmaktadır (Gautam, 2008: 3). Bu tür büyük yatırımlar için finansman mekanizmasının ve alternatif kaynakların bulunması kolay bir iş değildir.

### 1.1.2. Yatırımların Finansmanı İçin Kullanılan Finansal Araçlar

İşletmelerin hedeflerine ulaşma noktasında varlıklarının ve kaynaklarının temini için yapılan faaliyetlerin ve alınan kararların tümü işletme finansmanı olarak tanımlanmaktadır. İşletmelerin rekabet edebilirlikleri, performansları, karlılıkları ve daha da önemlisi devamlılıkları finansman kararlarının etkinliğine bağlıdır. Bu bağlamda işletmeler doğru kaynaklardan (finansal araç) uygun koşullarda finansman sağlamalıdır (Poyraz vd., 2006: 5; Küçükaltan ve Açıkgoz, 2011: 6).

Finansal araçlar, kurumsal birimler arasında yapılan farklı finansal sözleşmelerdir (CBA, 2014: 24; Grant Thornton, 2009: 4). Uluslararası finansal piyasaların dinamik doğası gereği işletmeler bono gibi geleneksel araçlardan swap gibi türev araçlara kadar birçok finansal araç kullanabilirler (IPSAS 15, 2001: 443). İşletmeler yatırımların finansmanında; leasing, factoring, forfaiting, risk sermayesi, opsiyon, forward, futures, swap, barter, melek finansman, sermaye piyasalarına açılma, satma ve geri kiralama, condominium, bütünleşme ve işbirlikleri, imtiyaz (franchising), kamu kredileri, teşvikler, yabancı sermaye yatırımları gibi değişik finansal araçları kullanabilirler. Bu finansal araçlar aşağıda kısaca açıklanmıştır. Bunlar;

**Leasing:** Leasing kavramı mal sahibinin yapılan sözleşme ile mülkiyet hakkı saklı kalmak kaydıyla bir varlığın menfaat karşılığında diğer bir kişiye devredilmesini ifade etmektedir (Poyraz vd., 2006: 6; Usta, 2005: 169). Leasing, özelleştirilmiş bir varlık finansmanı şekli olup bir sözleşmeye dayanan orta vadeli finansal bir araçtır. Bu sistemde borç veren (kiralayan) kişi, bir varlığa sahip olup sermaye ödeneklerini elinde tutmaktadır. Kiracı, varlık karşılığında kiralayana kira ödemesi yapmaktadır. Bu özelliğinden dolayı kiralama, birçok işletmeye cazip gelmektedir. Bankalar, sigorta şirketleri, kiralama şirketleri, banka dışında diğer finansal kurumlar, malzeme üreticileri ve tedarikçileri leasing kurumları arasındadır (Moir, 2000: 29; Izumi, 2006: 1-2).

**Factoring:** Factoring, bir banka (factor) tarafından ekonomik birimler arasında mal ve hizmet satışlarında oluşturulan ödeme belgeleri için alacak haklarının elde edilmesidir (CBA, 2014: 30). Factoring, işletmenin nakit akışlarını iyileştiren hızlı ve esnek bir yöntemdir. Factoring bir kredi değildir ve işletmenin bilançosu üzerinde ek bir yükümlülüğe yol açmaz (Klapper, 2005: 1; Izumi, 2006: 8).

**Forfaiting:** Forfaiting genellikle yükümlülüğün bir önceki sahiplerine başvurmaksızın gelecekteki bir tarihte yükümlülüklerin satın alınmasını ifade etmek için kullanılan ticari bir finansal araçtır. Bu araç, mal ve hizmet teslimlerinden -ihracat işlemlerinden kaynaklanmaktadır (Finanz Ag Zürich, 2014: 3). Daha basit bir şekilde ifade edilecek olursa, ihracat ve ithalatta genellikle yatırım malları için alacak ve borçların geri dönüşü olmaksızın

finans kuruluşlarına satılmasıdır. Böylece bir varlık ekonomik ömrü süresince taksitle ödenebilir ve ödeme için finans kuruluşu garanti vererek alacaklıya güvence vermiş olur (Küçükaltan ve Açıkgöz, 2011: 12; Akkuş, 2010: 201-202; Aydın vd., 2010: 161).

**Risk Sermayesi:** Risk sermayesi, özel yatırımcılar, ticari bankalar ve özelleştirilmiş risk sermayesi kurumları tarafından sağlanmaktadır. Risk sermayesi şirketleri eğer yatırım yapacakları işletmenin büyüyeceğini ve kar getireceğini hissediyorlarsa, o işletmeye doğrudan yatırım yapmaktadırlar (Jackson, 2005: 54).

**Opsiyonlar:** Opsiyonlar sahibine belirli bir varlığın, önceden belirlenen bir fiyattan, belirli bir süre içerisinde alım veya satım hakkını veren finansal sözleşmelerdir (ING, 2014: 15; Brealey vd., 2007: 357). Bu sözleşmelerin en önemli özelliği hem tezgah üstü hem de organize borsalarda işlem görebilmesi ve başlangıçta bir prim ödemesi içermesidir (Aypek ve Kayahan, 2010: 9). Opsiyonlar; sermaye, faiz oranları, döviz kurları ve emtia gibi geniş bir varlık aralığında özellikle riske karşı portföyü korumak, yatırım üzerinden ekstra getiri elde etmek ya da fiyat hareketlerini speküle etmek gibi amaçlarla kullanılabilir (Barclays, 2007: 21).

**Forward:** Forward, bir varlık üzerinde önceden belirlenmiş bir fiyattan ve önceden belirlenmiş tarihte satıcı ve alıcı arasında yapılan, belirlenen güne kadar para değişimi yapılmayan bir sözleşmedir. Bu sözleşmelerin temel amacı, alım satım işlemi gerçekleşen çeşitli kıymetlerin gelecekteki beklenmedik fiyat değişimlerinden kaynaklanabilecek riskleri en aza indirmektir (Shapiro, 2; Organ ve Bozdoğan, 2012: 51; Aypek ve Kayahan, 2010: 8; Brealey vd., 2007: 358; Usta, 2005: 262).

**Futures:** Futures piyasaları belli bir miktardaki mal, döviz, altın ve menkul kıymetin önceden belirlenen bir fiyattan, gelecekteki belirli bir tarihte teslim edileceğine ilişkin alım ve satım sözleşmelerinin yapıldığı ve bu sözleşmelerin el değiştirdiği, üyelik esasına göre çalışan organize borsalardır (Aypek ve Kayahan, 2010: 9; Brealey vd., 2007: 357-358; Poyraz vd., 2006: 8; Konuralp, 2005: 23; Usta, 2005: 265).

**Swap:** Swap sözleşmeleri finansal türevler olarak kabul edilir. Bu sözleşmeler, bazı açılardan repo sözleşmelerine yakındırlar (CBA, 2014: 29). Swaplar, borçlanma ya da yatırım araçları değildir. Varolan borçların ve yatırımların nakit akış karakterlerini değiştiren finansal araçlardır (Aypek ve Kayahan, 2010: 9; Poyraz vd., 2006: 8). Kısaca swap gelecekte farklı koşullara sahip bir dizi ödemeyi takas etmek için iki işletme arasında yapılan sözleşmelerdir (Brealey vd., 2007: 358).

**Barter:** Barter, işletmelerin biraraya gelerek oluşturdukları ortak bir pazar olup iki varlığın para kullanılmadan el değiştirmesini ifade etmektedir. Barter sisteminde faaliyet gösteren bir

işletme, sistemden almış olduğu mal ve hizmetlerin bedelini kendi ürettiği mal ve hizmetlerle ödeyebilir (Poyraz vd., 2006: 9; Uçma ve Köroğlu, 2006: 2).

**Melek Finansman:** İşletme melekleri gelecekteki performansının çok parlak olacağını düşündükleri küçük işletmelere kendi paralarıyla doğrudan yatırım yapan bireysel yatırımcılardır. İlk zamanlarda melekler, girişimci risklerinde yatırım ve değerlendirme yapmak amacıyla oluşturulmuş gruplardı. Bu yatırımcılar genellikle başarılı bir kariyere sahiptirler ve bu yatırımcılar ile söz konusu işletmeler arasında bir bağın (ailevi) olmaması gerekmektedir (Küçükaltan ve Açıkgöz, 2011: 11; OECD, 2011: 29; Ramadani, 2012: 308).

**Sermaye Piyasalarına Açılma:** İşletmeler sermaye artırımını amacıyla ulusal ve uluslararası piyasalara açılmak isteyebilirler. Hisse senedi ihracı yoluyla borsaya kote olan ve hisseleri bu piyasalarda işlem gören işletmelerin kredi değerliliği artmakta ve piyasada saygınlık kazanmaktadır (Küçükaltan ve Açıkgöz, 2011: 12).

**Satma ve Geri Kiralama:** Satma ve geri kiralama işlemleri, bir yatırımcının kullanmak üzere yeni sahibi olduğu bir varlığı satması ve sattığı kişiden bunu geri kiralamasıdır. Bu yöntemde yüksek getiri oranına sahip işletmelerde yatırım yapmak için sermaye yükseltilmiş olmaktadır. Cari yılın geliri artarken aynı döneme ait borçlarda bir azalma görülmektedir. Bunun bir sonucu olarak alıcı tarafından sermaye iyileştirmeleri yapılabilmektedir (Duport, 2010: 3; Gallagher, 2).

**Condominium:** Bu sistemde konaklama işletmeleri odalarını birim değerler üzerinden müşterilere satmaktadırlar. Alıcılar da sistemde belli bir paya sahip olarak düzenli gelirden pay alma hakkına sahip olmakta ve her yıl belli dönemlerde bu odalarda konaklayabilmektedirler (Küçükaltan ve Açıkgöz, 2011: 9).

**Bütünleşme ve İşbirlikleri:** İşletmeler karlılık arttırma, büyüme, rekabeti azaltma gibi amaçlarla farklı işletmeler ile bütünleşme ve işbirliği içine girebilirler. Bütünleşme ve işbirlikleri, tam birleşme, holding ve stratejik işbirlikleri yoluyla yapılabilir. Bu yöntem küçük işletmeler tarafından büyük rakiplerine karşı koymak amacıyla; büyük işletmeler tarafından ise daha da büyümek amacıyla kullanılmaktadır (Ceylan ve Anbar, 2014: 152, Küçükaltan ve Açıkgöz, 2011: 12).

**İmtiyaz (Franchising):** Franchising, bir işletmenin, başka bir işletmeye ya da kişiye yapılan sözleşme sonucunda başka hiçbir işletmeye verilmeyen ürünlerin üretim ve satış hakkını vermesidir (Akkuş, 2010: 231; Usta, 2005: 214). İmtiyaz veren işletme sahip olduğu ürünün isim, hizmet, marka, bilgi, standart ve pazarlama tekniklerini karşı tarafa vermektedir (Küçükaltan ve Açıkgöz, 2011: 9). Bu yöntem sayesinde yatırımcılar düşük sermaye maliyetleri ile hızlı bir şekilde piyasaya girmekte ve reklamlar ve promosyonlar tarafından müşteriler etkili

bir şekilde yönlendirilmektedir. Bu yolla özel bir dağıtım ağı kullanılarak servis ve ürünlerin satışı gerçekleşmekte, personelin yönetimi ve eğitimini de sağlamaktadır. Franchising aynı zamanda ölçek ekonomileri ve işletme sürecine etkililik kazandırmaktadır (Dimitar, 2013: 323).

**Kamu Kredileri ve Teşvikler:** Bu alanda yatırımcılara finansal destek vermek amacıyla kısa/orta/uzun vadeli düşük faizli kredi kullandırma, arazi tahsisi, altyapı ve üstyapı yatırımları ile ilgili kolaylıklar, hibeler, vergi indirimleri veya muafiyeti, haberleşme ve enerji giderlerinde indirim, yurtdışından ithal edilen mallar için sağlanan gümrük muafiyeti gibi teşvikler sağlanmaktadır (İçöz, 2005: 220).

**Yabancı Sermaye Yatırımları:** Gelişmekte olan ülkelerde, iç tasarruf açığını kapatmak ve sermaye boşluğunu gidermek amacıyla yabancı sermaye yatırımlarından yararlanılmaktadır. Yabancı sermaye yatırımı; bir işletmenin özellikle yurtdışında faaliyet gösteren başka bir işletmeden karşılığını gelecekteki bir tarihte ödemek üzere ihtiyaç duyduğu finansal veya teknolojik varlıkları temin etmesidir (Bahar ve Kozak, 2006: 150; Erdoğan, 1995: 303).

## 1.2. Dünya’da Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi

Birleşme ve satın alma işlemlerinin tarihsel gelişiminin 1800’lü yılların sonunda başladığı kabul edilmektedir. Tarihsel gelişim süreci ilgili literatürde dalga olarak ifade edilen dönemlere ayrılmıştır. Her bir dalga farklı özelliklere sahiptir ve olayların farklı kombinasyonlarından meydana gelmektedir (Robert vd., 2012: 40). Tez kapsamında ilgili dalga dönemleri; 1890-1904 birinci dalga, 1916-1929 ikinci dalga, 1950–1973 üçüncü dalga, 1981–1989 dördüncü dalga ve 1993– beşinci dalga dönemleri olarak ele alınmıştır. İlk dalga dönemi aynı zamanda demiryolları dalgası olarak ikinci dalga ise otomobil dalgası olarak isimlendirilmiştir. Üçüncü dalga karma dalga, dördüncü dalga mega birleşmeler dalgası ve sonuncu dalga ise küreselleşme olarak da bilinmektedir (Robert vd., 2012: 40).

Her dalga dönemi yapılan işlemler çerçevesinde kendine özgü bazı özellikler göstermektedir. Örneğin bir dalgada yoğun olarak yatay birleşme ve satın almalara gidilirken bu işleme karşı alınan antitröst önlemleri sonucunda diğer bir dalgada dikey, başka bir dalga döneminde ise karma birleşme ve satın almaların ağırlıklı olduğu görülmektedir (Çakır ve Gürcan, 2012: 80). İlk dönemlerdeki birleşme hareketleri sadece Kuzey Amerika ve Büyük Britanya ile sınırlandırılırken, son dalga dünya genelindeki tüm endüstriyel ülkeleri etkisi altına almıştır. Bu durum küresel ekonominin bir sonucu olarak sınır ötesi satın almaların giderek daha da arttığını göstermektedir (Gugler vd., 2003: 626). Her bir dalganın bitişi genel olarak bir kriz ya da duraklama ile olmuştur. Bu kapsamda özellikle 19. yüzyılın sonundan beri yaşanan birleşme ve satın alma işlemlerine bakıldığında bu işlemlerin, olumlu ya da olumsuz

endüstriyel ve teknolojik gelişmeler, düzenleme değişiklikleri ve krediye erişebilirlik gibi üç ana unsurdan etkilendiği görülmektedir (Petitt ve Ferris, 2013: 3; Akdoğu, 2011: 142; Larsson ve Wallenberg, 2002: 1).

### **1.2.1. Birinci Dalga (1890-1904)**

Birinci dalga, sanayi devrimi ile birlikte işletmelerde yaşanan yeniliklerin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu dönem, ağır sanayinin ortaya çıkışı ve buharlı makinelerin kullanımdan kalkması ile beraber yüksek ölçekli ekonomileri etkinleştiren sanayi devriminin özelliklerini yansıtmaktadır. Ağır sanayide yaşanan bu gelişmeler, eski ekonomilere sahip Amerika veya başka ülkelerde sıklıkla görülen büyük sanayi ortaklıklarının kurulmasına yol açmıştır (Kleinert ve Klodt, 2002: 3). Bu birleşmelerin amacı ölçek ekonomilerinden faydalanarak rekabeti sınırlamaktır (Ceylan ve Anbar, 2014: 157). 1866'da Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde Vandebilt Demiryolu işletmesinin Erie Demiryolu işletmesini satın almasıyla birinci birleşme dalgası başlamıştır. Özellikle 1898 ve 1902 yılları arasında yatay birleşme ve satın alma işlemlerinin hacmi oldukça yükselmiştir. Farklı sektörlerden yoğunlaşmamış şekle sahip küçük işletmeler birleşerek monopole yakın bir yapıya sahip olmuşlardır. Birleşmeler özellikle petrol, çelik, madencilik ve tütün endüstrilerinde olmuştur. Günümüze kadar varlığını sürdüren Du Pont, Standard Oil, General Elektrik, Eastman Kodak ve American Tobacco gibi birçok işletmenin doğuşu bu dalga döneminde olmuştur (Kaya vd., 2013: 52; Şahin ve Yılmaz, 2010: 64; Sarıca, 2008: 55; Çolak, 2006: 26).

Bu dalga döneminde tröstleşen işletmeler pazarın rekabet yapısını bozarak rakip işletmeleri çok büyük zararlara uğratmışlardır. Bu işlemler sonucunda pazar ve ekonomi çok zarar görmüş ve böylece birinci dalga sona ermiştir (Şahin ve Yılmaz, 2010: 65). Birinci dalganın politik bir sonucu olarak, yatay birleşmelerin yol açtığı aşırı piyasa gücünü engellemek amacıyla Sherman yasası kabul edilmiştir (DePamphilis, 2011: 24; Kleinert ve Klodt, 2002: 3).

### **1.2.2. İkinci Dalga (1916-1929)**

İkinci birleşme dalgası 1916 yılında başlayıp 1929 yılında yaşanan ekonomik bunalıma kadar devam etmiştir (Çolak, 2006: 28; Marks, 3). Bu dalgadaki amaç işletmelerin üretim ve satış sürecini kontrol altına almak istemeleridir (Ceylan ve Anbar, 2014: 158). Yatay birleşmelerin hükümet kontrolü altına girmesi ile birlikte bu dönemde dikey ve karma birleşmeler baskın olarak görülmüştür. Ölçek ekonomilerinden yararlanmak için yeni fırsatlar açan demiryolları ve yardımcı birimlerde yeni sektörel kümelenmeler ortaya çıkmıştır (Kleinert ve Klodt, 2002: 3). Birinci birleşme dalgasında yoğun olarak görülen monopolcü yapı bu

dönemde oligopolcü endüstri yapısına dönüşmüştür (Kaya vd., 2013: 52; Sarıca, 2008: 55; Çolak, 2006: 28). İkinci dalganın politik bir sonucu olarak Clayton yasası kabul edilmiştir (DePamphilis, 2011: 25; Kleinert ve Klodt, 2002: 3). Bu dönemde yürürlüğe konan antitröst yasası birinci dalgadakinden çok daha katıdır (Çolak, 2006: 28).

### **1.2.3. Üçüncü Dalga (1950-1973)**

Bu dönemde diğer piyasalardan işletmeler satın alarak tüketim malları sektörlerinde endüstriyel seri üretim, ürünlerin çeşitlendirilmesi ve ölçek ekonomileri için mücadele konuları egemen olmuştur (Kleinert ve Klodt, 2002: 4). Bir işletmenin başka bir işletme tarafından varlıklarının bir kısmının ya da tamamının satın alınması şeklinde gerçekleşen birleşmelerin önüne geçmeye çalışan Clayton yasası bu dönemde değiştirilmiştir (Marks, 3). Bununla beraber Almanya ve Amerika'da Hart-Scott-Rodino iyileştirme yasası ile birleşmeler sıkı bir kontrol altına alınmıştır (Kleinert ve Klodt, 2002: 4). Bu yasa sonucunda yatay ve dikey birleşmelerin durdurulması çok sayıda karma birleşmelerin yaşanmasına yol açmıştır (Kaya vd., 2013: 52; Sarıca, 2008: 55; Çolak, 2006: 28). Karma birleşmeler işletmelere, büyüme, karlılıkları arttırma ve yeni faaliyet alanlarında çalışmak gibi birçok yarar sağlamıştır. Karma birleşmelerin başarılı olabilmeleri için detaylı bir şekilde bütçe hazırlamaları ve finansal kontrolleri arttırmaları gerekmektedir. Bu dönem birleşmelerine General Elektrik'in iletişim sektöründe faaliyet gösteren RCA ve NBS işletmelerini ve yatırım bankası Kidder Readybody'yi satın alması örnek olarak verilebilir (Çolak, 2006: 29). Üçüncü dalga dönemi, 1973 yılında yaşanan petrol krizi ve akabinde ortaya çıkan ekonomik durgunluk ile birlikte sona ermiştir (Şahin ve Yılmaz, 2010: 66).

### **1.2.4. Dördüncü Dalga (1980-1989)**

Dördüncü dalgayı ortaya çıkaran birçok neden bulunmaktadır. Bunlar; fazla kapasite, talebin azalması, vergi ve antitröst yasalarındaki değişiklikler ve daha fazla kar bekleyişidir (Çolak, 2006: 29). Bu dönemde Avrupa'da Amerika'ya oranla işletmeler daha fazla uluslararası boyutta ya da en azından Avrupa içinde ulusal liderlere dönüşerek tek pazarın oluşmasını gerçekleştirmek için çalışmıştır. Özellikle Avrupa'da yoğunlaşan birleşmeler antitröst politikasının bir sonucu olarak Avrupa Birliği (AB) direktifi ile kontrol altına alınmıştır. Bu birleşme dalgasının anahtar kelimesi ilgili teknolojilerle üretim faaliyetlerinin yürütülmesinden ortaya çıkacak sinerjidir. Buna karşılık sektörel kümelenmeler teknoloji yoğun endüstrilerde yaşanmıştır (Kleinert ve Klodt, 2002: 4). Bu dönemde oldukça yüksek yeteneklere sahip yatırım bankası yöneticileri, avukatlar, değerlendirme uzmanları ve hatta çevreciler alış ve satış

işlemlerinde yeni teknikler geliştirmiştir. Paydaşların motivasyonu da bu süreci hızlandıran bir etki yaratmıştır. “Takeover” olarak ifade edilen düşmanca satın almalar 1980’li yılların sonuna doğru tekrar ortaya çıkmıştır. Bu işlemler anonim şirketler tarafından yüksek kar beklentisiyle spekülasyon amaçlı gerçekleştirilen kısa süreli satın almalar (Çolak, 2006: 29). Bu dönemde milyar dolarlık devasa birleşmeler yaşanmıştır. 1986 yılındaki British Petroleum ile Ohio'daki Standart Oil şirketinin birleşmesi, Kraft'ın Philip Morris'i, Sterling İlaç'ın Kodak'ı ve Federal Dairesi Mağazaları'nın Campeau'yu satın alması, bu dönemdeki birleşme ve satın alma işlemlerine örnek olarak verilebilir. Bu dalga dönemi 1987 Ekim ayında borsanın çöküşü ve merkez bankalarının reel ekonomi üzerindeki güçlü olumsuz etkilerini önlemek için likiditenin azaltılması gibi sorunlar nedeniyle sona ermiştir (Kaya vd., 2013: 52; Marks, 3).

### **1.2.5. Beşinci Dalga (1993-)**

Günümüze kadar devam eden bu dönemin anahtar kelimeleri küreselleşme ve serbestleşmedir. Bu dönemde antitröst politikasının bir sonucu olarak küresel rekabet kuralları hakkında yoğun tartışmalar yaşanmıştır. Bu dalga dönemindeki birleşmelerde ilk grupta yeniden yapılandırılan sanayiler (hava ulaşımı, demiryolu ulaşımı, bankacılık, telekomünikasyon) yer alırken ikinci grupta ise küreselleşen endüstriler (kimya, ilaç, otomobil, elektriksiz ve elektrikli makine üretimi) yer almaktadır (Sarica, 2008: 55; Kleinert ve Klodt, 2002: 5).

Beşinci dalga döneminde yaşanan birleşmelerde önemli olan husus değer yaratmaktır (Çolak, 2006: 29). Bu doğrultuda başarıya giden yolda işletmeler, başarı için finansal sermayelerinin yanı sıra beşeri sermayeye de önem vermeye başlamışlardır. Çünkü bilgi, işletme değerini artıran başlıca faktörlerden biri haline gelmiştir. Bu nedenle işletmeler, başarılarını gördükleri yönetici ve personelden faydalanmak için birleşme yoluna gitmiştir (Çolak, 2006: 30).

Bu dönemde kıta Avrupa’ında çok sayıda işletmenin birleştiği görülmektedir (Kaya vd., 2013: 52; Şahin ve Yılmaz, 2010: 66). Diğer taraftan ABD’de yoğun ilgi gören hisse senedi piyasası birleşmeleri çok büyük boyutlara ulaşmıştır. ABD’de işletme birleşmelerinde görülen artışın bir diğer nedeni de Avrupa ve Japon işletmelerinin birleşmeleri sonucunda dünya pazarlarında daha etkili konuma gelmeleridir. Bu durum Amerikan işletmelerini yabancı ve yerli ortaklarla birleşerek rekabet güçlerini ve pazar paylarını koruma yönünde harekete geçirmiştir. Diğer yandan ABD’li işletmeler, Avrupa Tek Pazarının oluşturulması ile birlikte bu pazarda etkin bir yer edinebilmek amacıyla Avrupalı işletmeler ile birleşme ya da satın alma stratejilerine yönelmişlerdir (Sarica, 2008: 54-55).



### 1.3. Türkiye’de Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi

Türkiye’de birleşme ve satın almaların bilinen ilk örneği 1874 yılında Avusturya sermayeli Avusturya-Osmanlı Bankası ile Fransız-İngiliz sermayeli Bank-ı Osman-i Şahane’nin birleşmesidir (Köse, 2010: 20; Sayarı, 2008: 33). Türkiye’de birleşme ve satın alma işlemleri cumhuriyetin ilanından sonra ve özellikle 1950’li yıllardan itibaren, finansal hizmetler sektöründe yoğun olarak görülmeye başlanmıştır. Bu işlemler genel olarak zor durumda bulunan bankalar arasında gerçekleşmiş ya da zor durumda olan bir banka güçlü bir bankaya devredilmiştir (Köse, 2010, s. 20). Dolayısıyla bu tür zorunlu birleşmeler sinerjik etki meydana getirmemiş ve birleşmelerin avantajlarından yararlanılamamıştır (Sayarı, 2008: 34).

1980 sonrası başlayan serbestleşme ile birlikte birleşme ve satın alma işlemleri daha fazla gündeme gelmiş ve hemen her sektörde hızla yayılmıştır (Kaya vd., 2013: 52; Köse, 2010: 20). Yaşanan ekonomik krizlerin piyasalara ve dolayısıyla ülke ekonomisine olan olumsuz etkileri, piyasada yaşanan dalgalanmalarla kendini göstermiştir. Bu koşullarda varlıklarını devam ettirmekte zorlanan küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için birleşme ve satın almalar önemli bir kaynak olmuştur (Kaya vd., 2013: 53). 1990’lı yılların sonlarına doğru Türkiye’de yabancı ortaklıkların yanı sıra birçok yerli işletme, birleşmenin yaratacağı avantajlardan yararlanmaya başlamıştır (Köse, 2010: 19).

2000’li yıllarda yaşanan birleşme ve satın alma işlemleri çoğunlukla finans sektöründe görülmüştür. Bugüne kadar gerçekleşen birleşme ve satın almalar hem işlem hacmi hem de işlem değeri bakımından dünya genelindeki birleşmelerle kıyaslanamayacak kadar düşüktür (Çakır ve Gürcan, 2012: 81). Küreselleşme ve serbestleşme sonucunda rekabetin tüm dünyaya yayılması ile birlikte ülkemizde de sınır ötesi birleşmeler yaşanmaya başlamıştır (Köse, 2010: 20). Örneğin sınır ötesi işlemlerde yaşanan en önemli gelişme, son altı yılda dünyanın önemli çikolata markalarından Godiva’yı ve ABD’nin köklü şekerleme şirketi DeMet’s’i bünyesine katan Ülker’in çatı şirketi Yıldız Holding’in United Biscuits’i satın alarak dünyanın üçüncü büyük bisküvi şirketi olmasıdır (NTVMSNBC, 2014).

### 1.4. Rekabet Mevzuatı Açısından Birleşme ve Satın Almalarda Antitröst Yasaları

Sanayi devrimi ile beraber ortaya çıkan aşırı üretim ve kapasite artışı ekonomilerde yapısal çatlaklara neden olmuştur. İlk yıllarda işletme yöneticileri ekonomideki kötü gidişi önlemede istikrar aracı olarak tröstleri görmüşler; daha sonraki yıllarda bunu kartelleşme, yatay, dikey ve karma birleşme ve satın almalar izlemiştir. Yoğun olarak kullanıldıkları dönemlerde bilerek yanlış uygulanan bu işlemler pazarın yapısını daha da bozmuştur. Dünya geneline yayılan tekelleşme ve oligopolcü yaklaşımlar nedeniyle hükümetler, bu işlemlere karşı

önlem almak zorunda kalmışlardır. Bu amaçla farklı dönemlerde çeşitli antitröst yasalar çıkartılmıştır. Aşağıda ABD, AB ve Türkiye’de bu konuda yapılan düzenlemelere değinilmiştir.

#### **1.4.1. ABD’de Antitröst Yasaları**

Amerika’da 1800’lü yıllarda tröst olarak bilinen birkaç dev işletme bulunmaktaydı. Bu işletmeler, demiryolları, petrol, çelik ve şeker gibi ekonominin her bölümünü, kendi ürünlerinin arzını ve fiyatları kontrol etmekteydiler. Bir işletmenin bütün endüstriyi kontrol etmesi, rekabetin olmaması ve daha küçük işletmeler ve insanlar için satın almada seçim şansını ortadan kaldırmıştır. Bununla birlikte fiyatlar yükselmiş ancak kalite düşmüştür. Bu durum toplumda çeşitli sıkıntıları beraberinde getirmiştir. Tröst sahibi iş adamları gittikçe daha zengin olurken, hükümet bu durum karşısında faaliyete geçme kararı almıştır. Hükümet birçok tröstü antitröst yasaları olarak bilinen kurallara uymak zorunda bırakmıştır. Bu kuralların amacı, piyasada rekabeti destekleyerek tüketicileri korumak olmuştur (FTC, 2014: 1).

1890 yılında en eski antitröst yasası olan Sherman Yasası'nın kabulünden günümüze kadar geçen süre zarfında, antitröst yasaları her zaman rekabet ve pazar gücü gibi temel ekonomik kavramlar üzerine odaklanmıştır. Bir yüzyıl boyunca Amerika’da rakipler için sabit fiyatlandırma kartelleri ve piyasa gücünü kullanarak tekelleşmeye gitmek yasadışı sayılmıştır (Kaplow ve Shapiro, 2007: 1077). Bu nedenle Amerikan rekabet hukukunda, yapılan yasalara uygun olmayan büyüme stratejilerini önlemek amacıyla ön bildirim şartı getirilmiştir. Değerlendirmeler sırasında yatay birleşmeler, diğer birleşme türlerine göre daha sıkı bir kontrolden geçirilmiştir. Buna ek olarak dikey birleşmeler başka işletmelerin pazara girmesini zorlaştırdığı, karma birleşmeler de olası rakipleri ortadan kaldırdığı için soruşturma geçirmektedir (Şahin, 2011: 2). Amerika’da bilinen ilk ve temel yasa Sherman Yasası’dır. Diğer yasalar Sherman yasasını tamamlayıcı ve geliştirici özellik göstermektedir (Aslan, 1999: 67). Yapılan bu değerlendirme kapsamında ABD’de uygulamaya konan antitröst yasaları aşağıda açıklanmıştır.

##### **1.4.1.1. Sherman Yasası**

En eski ulusal antitröst yasası olan Sherman yasası belirli antitröst hükümler içermemesine rağmen bu yasada tröst şeklindeki birlikteliklerin rekabeti sınırlamak, ticareti kısıtlamak veya komplo kurmak amacıyla yaptıkları her sözleşme yasadışı olarak kabul edilmiştir. Aynı zamanda bu yasada tekeli girişimlere adli para cezaları öngörülmüş ve bu tür girişimleri suç olarak tanımlamıştır. Bu yasanın birinci maddesi ile karteller, ikinci maddesi ile ise monopoller yasaklanmaktadır. Ancak kartellerin yasaklanması birleşme işlemlerinin çözüm

olarak görülmesine neden olmuştur (FTC, 2014: 1; Marks, 2; Sarıca, 2008: 56; McAfee ve Vakkur, 2004: 2; Ilıcak, 2003: 6).

Yasanın 1. maddesi eyaletler arası veya uluslararası çapta adil olmayan ve ticareti kısıtlamaya yönelik olan her türlü sözleşme, kombinasyon ve komploları yasaklamaktadır. Bu yasa özünde makul olmayan bir koşul ile rakipler arasında yapılan anlaşmaları kapsamaktadır. Makul olmayan anlaşma şartları ve eylemler; fiyatları sabitlemek, ürün veya hizmet arzını sınırlamak, faaliyet alanlarını, müşterileri, tedarikçileri ya da alınan veya satılan ürün ve hizmetlerin çeşitlerini paylaşmak, rekabeti sınırlamak, pazardaki diğer işletmeleri dışlamaktır. Yasanın 2. maddesine göre; eyaletlerarası veya uluslararası çapta tekelleşme, tekelleştirme girişimi, ya da tekelleştirme için yapılan bir kombinasyon veya komplo yasaklanmakta ve bu eylemleri gerçekleştiren kişiler suç işlemiş sayılmaktadır (Şahin, 2011: 3; ExxonMobile, 2007: 14).

#### **1.4.1.2. Clayton Yasası**

Sherman Yasası ile birlikte işletmelerin uygulamaları da değişmiş tröstler dağılmaya başlamıştır. Ancak bazı işletmeler üretimi ve fiyatları kontrol etme sorununu birleşerek çözmüşlerdir. 1914 yılında Clayton Yasası, rekabeti sınırlayan birleşme ve satın almaları durdurarak tüketicileri korumak amacıyla kabul edilmiştir. Yasaya göre rekabeti canlandırmak ve serbest piyasa koşullarını korumak amacıyla yasadışı fiyat anlaşmaları ve tekelci eylemler yasaklanmıştır. Ancak bu yasa, rekabet karşıtı davranışları adli suç olarak tanımlamamakla beraber bu davranışları yasadışı olarak kabul etmiştir. Bununla birlikte yasa üç misli hasar cezasına izin vermiştir. İşletmelerin, diğer rakip işletmelerin varlıklarını satın alarak yaşanan birleşmelerin önüne geçememesi bu yasanın önemli bir boşluğu olmuştur (ExxonMobile, 2007: 14; Yıldız, 2007: 3; McAfee ve Vakkur, 2004: 2; Marks, 2).

#### **1.4.1.3. Federal Ticaret Komisyonu Yasası**

Yasa, ticareti etkileyen aldatıcı ve adil olmayan uygulamaları veya rekabet yöntemlerini yasaklamaktadır. Bu yasaklar, birleşmeler yoluyla bankalarda dahil olmak üzere ticaret yapan bütün kişilere uygulanmaktadır. Adil olmayan uygulamalar, tüketiciler üzerinde önemli zararlara yol açan işlemleri, tüketiciler tarafından kanılması mümkün olmayan işlemleri ve tüketicilere veya rekabete olan faydalara gölge düşüren dengeleyici işlemleri kapsamaktadır. Aldatıcı uygulamalar ise maddesel olarak tüketiciyi yanıltabilecek ihmaller, sunumlar veya yanlış yönlendiren uygulamaları kapsamaktadır. Bu kapsamda adil olmayan işletme uygulamalarının takibi için Federal Ticaret Komisyonu Yasası ile yeni bir federal kurum

oluşturulmuştur. Federal Ticaret Komisyonuna aldatıcı uygulamaları ve adil olmayan rekabet yöntemlerini araştırma ve durdurma yetkisi verilmiştir. Bugün, Federal Ticaret Komisyonunun Rekabet Bürosu ve Adalet Bakanlığının Antitröst Bölümü üç temel federal antitröst yasasını uygulamaktadır (ExxonMobile, 2007: 15; FederalReserve, 1; FTC, 2014: 1).

#### **1.4.1.4. Robinson-Patman Yasası**

Robinson-Patman yasası 1936 yılında Clayton yasasının iyileştirilmesi olarak yapılmıştır. Fiyat farklılaştırması hususunda suçun unsurları; ABD veya ABD sınırları içinde kullanım, tüketim veya yeniden satışı için aynı satıcı tarafından aynı sınıf ve kalitedeki malın, fiyat farklılıkları ile iki veya daha fazla alıcıya, iki veya daha fazla satıcının, rekabetçi yaralanmalara neden olmasını kapsamaktadır. Kısacası bu yasa rekabeti engelleyen fiyat farklılaşmalarını yasaklamaktadır. Bir tedarikçi maliyet farklılıkları gibi geçerli bir mazereti olmadığı sürece perakendecilerden birini diğerinden daha fazla ücretlendirirse bu yasaı ihlal etmiş sayılmaktadır. Yasanın yaptırımları; suçla ilgili olarak uygulanan cezalar, bireyler için hapis cezası, üç misli hasar cezası ve ihtiyati haciz cezalarını kapsamaktadır (ExxonMobile, 2007: 15; McAfee ve Vakkur, 2004: 2).

#### **1.4.1.5. Hart-Scott-Rodino Yasası**

Hart-Scott-Rodino Yasası 1976 yılında hükümetin, birleşmenin antitröst yasalarını ihlal edip etmeyeceğine karar vermesi sürecine bir düzen getirmek için kabul edilmiştir. Yasa, Önbirleşme Bildirim Raporlarına dayanan ön antitröst incelemesi yapılırken, büyük birleşme, satın alma ve ortak girişim planlayan işletmelerin veya bireylerin bu planlarını Adalet Bakanlığına ve Federal Ticaret Komisyonuna bildirmeleri ve otuz gün beklemelerini gerektirmektedir. İlk inceleme antitröst sorunlarının varlığını gösterirse hükümet süreyi daha da uzatabilmektedir. Yasa kapsamında işlem büyüklükleri, kilit direktörlükler ve satın alınan işletmedeki çalışan sayılarına belirli eşikler getirilmiştir (FTC, 2014a; Kelley Drye, 2014: 142; Aspatore, 2005: 9).

#### **1.4.2. Avrupa'da Antitröst Yasaları**

Avrupa'da Ortak Pazarın (1993) kurulması ile birlikte yaygın bir şekilde işletmeler tarafından uygulanmaya başlayan büyüme stratejileri bu konuda yasal bir boşluğun olduğunu göstermiştir. Amerika'da uygulanmaya başlayan antitröst yasaları AB'de hazırlanacak olan yasalara ışık tutmuştur. Bu kapsamda AB tarafından yapılan çalışmaların en önemlisi Roma antlaşmasıdır.

Roma Anlaşması, Avrupa Ekonomik Topluluğunu kurma amacı ile 1956 yılında başlayan Messine çalışmaları ile hazırlanmıştır. Bu anlaşmada AB rekabet yasalarının esasları da yer almıştır. Roma antlaşması 1957 yılında Avrupa birliğinin kurucu altı üyesi tarafından imzalanmıştır. 1993 yılında yürürlüğe giren Roma Anlaşmasının amacı AB'ye üye ülkeler arasındaki ekonomik birliği Ortak Pazar aracılığı ile sağlamaktır. Bunun yanı sıra ABD'de rekabeti sınırlayan kartelleşme ve tekelleşme eylemlerini önlemek amacı ile yürürlüğe konan antitröst yasaları AB'nde Roma Anlaşmasınının 81. ve 82. maddeleri kapsamında yürütülmektedir (Ateş, 2009: 64; Yıldız, 2007: 3-4). Bu maddelerin içeriği aşağıda açıklanmaktadır.

Roma Antlaşmasınının 81. maddesine göre rekabetin önlenmesi, kısıtlanması ve bozulması gibi amaçlarla üye ülkeler arasındaki ticareti etkileyebilen ve ortak pazar ile bağdaşmayan tüm uygulamalar, işletmeler arasında yapılan tüm sözleşmeler, ortak uygulamalar ve işletme birlikleri tarafından alınan kararlar yasaklanmıştır. Özellikle yasaklanan bu uygulamalar arasında;

- Doğrudan veya dolaylı olarak alış veya satış fiyatlarını veya diğer ticaret koşullarını düzeltmek,
- Üretimi, piyasaları, teknik gelişmeleri ya da yatırımı kontrol etmek ya da sınırlamak,
- Piyasayı ya da arz kaynaklarını paylaşmak,
- Diğer ticari taraflar ile yapılan eşdeğer işlemlere farklı şartlar uygulamak ve böylece tarafları dezavantajlı bir rekabete sürüklemek,
- Normal olmayan veya ticari hayatın doğasında bulunmayan yükümlülük sahibi tarafların kabul etmesi şartına bağlı sözleşmeler yapmak, sayılmaktadır.

Bu madde uyarınca yasaklanan her sözleşme ve karar otomatikman hükümsüz sayılmıştır. Birinci fıkra hükümleri; a) işletmeler arasındaki anlaşmaların herhangi bir kategorisi, b) işletme birlikleri tarafından alınan kararların her kategorisi, c) ortak uygulamaların her çeşidi durumlarında uygulanamaz ilan edilebilir. Bu yasa, tüketicilere adil bir pay sağlarken teknik ve ekonomik gelişimi teşvik etmekte, üretimi ve dağıtımını iyileştirmeye katkı sağlamaktadır (EU, 2013: 10; ExxonMobile, 2007: 16).

Roma Antlaşmasınının 82. maddesine göre ortak pazar içinde veya pazarın önemli bir bölümünde bir ya da daha fazla egemen işletme tarafından ortak pazar ile bağdaşmayan herhangi bir suistimal, üye ülkeler arasındaki ticareti etkilediği ölçüde yasaklanmıştır. Bu suistimler; doğrudan ve dolaylı olarak adil olmayan fiyatlar, diğer ticari şartlar, üretimi, pazarı veya teknik gelişimi sınırlandırmak, diğer ticari taraflarla yapılan eşit işlemlere farklı şartlar uygulamak, normal olmayan veya ticari hayatın doğasında bulunmayan yükümlülük sahibi

tarafların kabul etmesi şartına bağlı sözleşmeler yapmaktır. Buna karşı yapılacak yaptırımlar da oldukça ağırdır. Örneğin komisyon işletmenin önceki yıl cirosunun % 10'a varan para cezaları uygulayabilir. Madde 81'i ihlal eden herhangi bir anlaşma geçersizdir ve ihtiyati tedbir verilir (EU, 2013: 11; ExxonMobile, 2007: 16).

### 1.4.3. Türkiye'de Antitröst Yasaları

AB'ye üye olabilmek için 1959 yılında ilk başvurusunu yapan Türkiye, bu topluluğun temeli olan ortak rekabet kurallarına uyum sağlamak amacıyla 1963 yılında Ankara Anlaşmasını, 1970 yılında Katma Protokol ve 1995 yılında Gümrük Birliği Anlaşmalarını imzalamıştır. 1994 yılında Türkiye'de AB ile uyum görüşmeleri kapsamında 4054 sayılı "Rekabetin Korunması Hakkında Kanun" kabul edilmiştir (Yılmaz, 2010: 149; Yıldız, 2007: 6-7).

Rekabet kanunu esas olarak bazı alanları yasaklamaktadır. Birinci alan, kanunun 7. maddesi ile ülkemizde de ABD'de ve AB'de uygulandığı gibi işletmeler arasındaki pazarın yapısını bozan, ticareti kısıtlayan, rekabeti sınırlandıran her türlü karar ve sözleşme yasaktır. Bu kararlar özellikle; alış satış fiyatı ve şartlarının tespit edilmesi, işletmeler arasında pazarın ya da pazar kaynaklarının bölüşülmesi ya da kontrolü, arz ya da talep miktarının kontrol edilmesi, rakip işletmelerin faaliyetlerini zorlaştırmak ya da piyasaya yeni giren işletmeleri engellemek, eşit şartlardaki farklı alıcılara farklı uygulamalar yapılması olarak tanımlanmaktadır (ESC, 8; Yılmaz, 2010: 149; Yıldız, 2007: 7). İkinci yasak alanı, işletmelerin faaliyet gösterdikleri pazarın tamamında veya bir kısmında hakim durumu kötüye kullanmak. Yukarıda sayılan uygulamalara ek olarak bu uygulamalar özellikle; işletmelerin sahip oldukları finansal, teknolojik ve ticari üstünlüklerini kullanarak başka bir alandaki rekabeti bozmaları ve üretimi, pazarlamayı ya da teknik gelişmeyi kısıtlamaları olarak tanımlanmaktadır. Bu amaçlarla yapılan her türlü ortaklık, birleşme ve satın alma işlemi kanun tarafından yasaklanmıştır. Ancak miras yoluyla devralınan işletmeler kanunda kapsam dışı tutulmuştur (ESC, 9; Yılmaz, 2010: 149; Yıldız, 2007: 7).

Kanunda, işlemin hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Rekabet Kurulu iznini gerektiren birleşme ve satın alma işlemleri aşağıda belirtilmiştir (Yılmaz, 2010: 150; RekabetKurumu, 2010: 3):

- Bağımsız iki veya daha fazla işletmenin birleşmesi,
- Bir işletme kontrol yetkisini elinden almak amacıyla diğer işletmenin malvarlıklarını satın alması,

- Bir işletmenin amaçlarını gerçekleştirmek için rekabeti sınırlama etkisi olmayan başka bir işletmenin işgücü ve malvarlığına sahip olacak şekilde yapılan ortak girişimler,
- Birleşme ve devralma işlemini gerçekleştiren işletmelerin ülke içindeki ciroları toplamının yüz milyon TL'yi ve işletmelerden en az ikisinin ülke içindeki cirolarının ayrı ayrı otuz milyon TL'yi geçmesi,
- Devralma işlemlerinde devre konu varlık ya da faaliyetin, birleşme işlemlerinde ise işletmelerden en az birinin ülke cirosunun otuz milyon TL'yi ve diğer işlem taraflarından en az birinin dünya cirosunun beş yüz milyon TL'yi aşması.

Aşağıda belirtilen birleşme ve satın alma işlemleri için Kurul izni gerekmemektedir. Bu işlemlerde yapılan anlaşmaların işletmeler tarafından Kurul'a bildirilmesinden itibaren 15 gün içinde ön inceleme yapılarak izin verilmesi ya da nihai inceleme yapmak için anlaşmanın askıya alınması kararlarından birinin verilmesi gereklidir (Yılmaz, 2010: 150). Bu işlemler;

- Kendisi veya başkaları adına menkul kıymet alış ve satışı yapan işletmelerin, başka işletmelerin menkul kıymetlerini alışlardan doğan oy haklarının kötüye kullanılmaması koşulu ile geçici süre ellerinde bulundurmaları,
- Bir işletmenin tasfiye, ödeme güçlüğü, ödemelerin tatil edilmesi, konkordato, özelleştirme gibi nedenlerle Kanun gereği bir kamu kurum ve kuruluşu tarafından alınması,
- Birleşme ve satın alma işlemlerinin miras nedeniyle gerçekleşmesi.

### **1.5. Hukuksal Açıdan İşletme Birleşmeleri ve Satın Almalarının İncelenmesi**

Son yıllarda küreselleşme ve ekonomik gelişmeler nedeniyle işletmeler gerek küresel talebi karşılayabilmek gerekse küresel platformlarda rakiplerine karşı rekabet edebilmek için birleşme, devir ve ele geçirme hareketlerine yönelmişlerdir. İşletme birleşmeleri konusunda tüm dünyada var olan uygulama farklılıklarının önüne geçecek yasal düzenlemeler ve muhasebe alt yapısını oluşturacak uluslararası finansal raporlama standartları hazırlanmıştır (Sağlam vd., 2009: 1193-1194). Bu kapsamda Türkiye'de işletme birleşmelerinde uygulanacak prosedürler, Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda belirtilen düzenlemeler ile yapılmaktadır. 6102 sayılı TTK'ya göre birleşme işlemlerinin düzenlenişinde, devralınan işletmenin malvarlığı üzerinde hak sahibi olanların haklarının korunması temel alınırken; TFRS 3'te, devralanın devralınan işletmeyi muhasebe kayıtlarına ve mali tablolara nasıl yansıtılacağı temel alınmaktadır. İşletme birleşmeleri işlemlerinde TTK ve TFRS 3 düzenlemelerinin birbirini tamamlayan uygulamalarının yanında bazı temel kavramların tanımlanmasında, farklı yaklaşımlarda kullanılmıştır. Birleşmelerin en

temel konusu olan işletme ve malvarlığı konularında iki düzenlemenin birbiri ile uyumlu olması, bu konuda yaşanacak sorunları önlemektedir. Ancak diğer konularda oluşacak farklılıklarda uygulamacıların iki düzenlemeyi de dikkatli bir şekilde incelemesini gerektirmektedir (Yavaş, 2013: 32).

TFRS-3 işletme birleşmeleri standardı ise işletme birleşmesini; bir edinen (iktisap eden) işletmenin, bir veya daha fazla işletmenin kontrolünü eline geçirdiği bir işlem olarak tanımlamaktadır (Sağlam vd., 2009: 1196). Bu kapsamda TTK, birleşme işlemlerinde her iki tarafında (devralınan-devralan) birer şirket olduğunu kabul ederken; TFRS 3'te ise devralan tarafın tek bir işletme olup onun da kontrol eden olduğu görülmektedir (Yavaş, 2013: 7).

TTK Md. 137'ye göre geçerli sayılacak birleşme işlemleri, sermaye şirketleri ile sermaye şirketleri ve kooperatifler arasında ve devralan şirket olmaları şartı ile kolektif ve komandit şirketler arasında; şahıs şirketleri ile şahıs şirketleri arasında, devralınan şirket olmaları koşuluyla sermaye şirketleri arasında ve devralınan şirket olmaları koşuluyla kooperatifler arasında ve son olarak kooperatifler ile kooperatifler ve sermaye şirketleri arasında ve devralan şirket olma koşulu ile şahıs şirketleri arasında yapılabilmektedir.

TTK Md. 136'ya göre birleşmeler, devrolunan şirketin malvarlığı karşılığında, bir değişim oranına göre devralan şirketin paylarının, devrolunan şirketin ortaklarınca kendiliğinden iktisap edilmesiyle gerçekleşmektedir. Birleşme sonucunda devrolunan şirket sona ermekte ve ticaret sicilinden silinmektedir. TFRS 3'e göre tüm işletme birleşmeleri satın alma yöntemi kullanılarak raporlanmaktadır. Bu doğrultuda gerçekleştirilen birleşme işlemleri; (1) elde edilen işletmenin, birleşme tarihindeki tanımlanabilir varlıkları, yükümlülükleri ve koşullu yükümlülükleri gerçeğe uygun değerleri üzerinden muhasebeleştirilmekte ve (2) şerefiye mali tablolara alınmaktadır. Şerefiye için amortisman ayrılmamakla beraber değer düşüklüğü hesaplanmaktadır (Örten vd., 2008: 693).

İşletme birleşmeleri farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Bunlar; (1) bir işletmenin diğer işletmenin tümünü satın alarak, edinilen işletmenin tüzel kişiliğini ortadan kaldırması, (2) iki işletmenin tüzel kişiliklerini ortadan kaldırarak yeni bir tüzel kişilik altında birleşmeleri ve (3) bir işletmenin diğer işletmenin hisselerini satın alması şeklinde olabilmektedir. Ayrıca işletme birleşmeleri, birleşen işletmelerin büyüklükleri ve birleşme sonucunda ortaya çıkan tüzel kişilikler açısından incelendiğinde devralma, birleşme ve konsolidasyon olarak adlandırılan üç farklı kavram karşımıza çıkmaktadır. Bu kavramlar, yasal süreçler açısından satın alma türleri adlı başlık altında açıklanmıştır. Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, bir işletmenin devralınmasını (satın alınmasını) hisse senedi satın alınması ile



kariştirilmaması gerektiğidir. Çünkü bir işletmenin hisse senetlerinin satın alınması sonucunda o işletmenin hukuki varlığı sona ermemektedir (Sağlam vd., 2009: 1195).

## **1.6. Stratejik Boyutta İşletme Birleşmelerinin İncelenmesi**

İşletmeler 2008 yılında başlayan küresel ekonomik krizin etkisini azaltabilmek ve varlıklarını sürdürebilmek için büyüme stratejilerinden birleşme ve satın alma stratejilerine yönelmektedirler (Balaban ve Okutan, 2009: 299). Genel olarak birleşmeler, iki ya da daha fazla işletmenin, büyüme amacıyla faaliyetlerinin, ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir işletme haline getirilmesi veya işbirliğine gidilmesidir (Yörük ve Ban, 2006: 89). Ülkemizde şirket evlilikleri olarak da isimlendirilen işletme birleşmeleri, iki işletmenin uzun vadeli hayatta kalabilmeleri için birleşerek tek bir işletme olmalarını ifade etmektedir. Başka bir ifade ile işletme birleşmeleri, iki veya daha fazla bağımsız işletmenin tüzel kişiliklerini istekli bir şekilde sona erdirerek tüm varlıkları ile yeni bir işletme çatısı altında faaliyete geçmeleri olarak tanımlanmıştır (Evans vd., 2000: 1; Ülgen ve Mirze, 2013: 349). İşletmeler tüzel kişiliklerini sona erdirip ayrı bir tüzel kişilikle faaliyet gösterebilecekleri gibi birleşen işletmelerden birinin tüzel kişiliği altında da faaliyetlerini sürdürebilirler (Ceylan ve Anbar, 2014: 156). Böylelikle işletmelerin tüm mal varlıklarının, haklarının ve yükümlülüklerinin yönetimi ya hukuken birleştikleri işletmeler tarafından veya kurmuş oldukları yeni işletme tarafından yerine getirilmektedir (Sarıgül ve Kurşunel, 2012: 2).

### **1.6.1. İşletme Birleşmelerinin Türleri**

Tanımlardan da anlaşıldığı üzere işletme birleşmeleri, işletmenin değerini artırmak, büyük ölçekli olmanın olumlu sonuçlarından yararlanmak, elde edilecek kaynaklarla faaliyetleri yeniden düzenlemek ve verimli hale getirmek ve faaliyetlerinde başarısız olan işletmelere gelişme şansı vermek gibi nedenlerle gerçekleştirilmektedir (Dinçer, 2004: 219). İşletme birleşmeleri; yatay birleşme, dikey birleşme, dairesel birleşme ve aykırı birleşme olmak üzere dört değişik şekilde yapılabilmektedir.

#### **1.6.1.1. Yatay Birleşme (Horizontal Mergers)**

Yatay birleşme benzer ürün ve hizmetlere sahip iki işletmenin birleşmesidir. Yatay birleşmeler genellikle pazar payını artırmak için bir işletmenin rakip bir işletme ile birleşmesi şeklinde ortaya çıkar (Yörük ve Ban, 2006: 92; Evans vd., 2000: 1). Bu birleşmeler rekabet üzerindeki etkisinden dolayı hükümetler tarafından ciddi bir şekilde kontrol edilmektedir. Genellikle modern ekonomilerde serbest piyasa yapısının zarar görmesine izin verilmemektedir. Çünkü rakip işletmeler, piyasada birleşme ve satın alma işlemleri yoluyla

tekel durumuna gelmekte ve etkili bir fiyat mekanizması ile piyasanın yapısını bozabilmektedirler. Otomobil sektöründe yaşanan Daimler-Chrysler, VW-Rolls-Royce ve BMW-Rover birleşmelerini ya da Türkiye’de son zamanlarda perakende sektöründe yaşanan Tansaş ile Migros’un birleşmesini yatay birleşmelere örnek olarak verebiliriz (Akgöbek, 2012: 111).

#### **1.6.1.2. Dikey Birleşme (Vertical Mergers)**

Bu tür bir birleşme, bir malın veya hizmetin, üretiminden satışına kadar tüm aşamalarının bir işletmenin bünyesinde toplanmasıdır (Akgüç, 2011: 890; Yörük ve Ban, 2006: 92). Kısacası bir üretici ve bir tedarikçi gibi iki işletmenin değer zincirinde birleşmesidir. Bu birleşmeler genellikle piyasada rekabet avantajı elde ederek kazanç sağlamak için kullanılır (Evans vd., 2000: 2). Bu birleşmeler ileriye dönük dikey birleşmeler (forward-looking vertical mergers) ve geriye dönük dikey birleşmeler (backward vertical mergers) olarak ikiye ayrılmaktadır (Akgöbek, 2012: 111). İleriye dönük dikey birleşmeler, işletme ürünlerinin tüketici pazarına yönelik dağıtımını yapan diğer işletmelerle yapılan birleşmelerdir. Geriye dönük dikey birleşmeler ise işletmenin girdilerini sağlayan tedarik pazarına yönelik tedarik faaliyetinde bulunan işletmelerle yapılan birleşmelerdir (Ülgen ve Mirze, 2013: 353; Akgöbek, 2011: 33). Bu tür birleşmelerde amaç hammaddeyi kontrol etme veya üretilen mal/hizmetin dağıtım ya da pazarlamasını üstlenmektir (Yörük ve Ban, 2006: 92). Eğer bu tarz piyasalarda birleşen işletmelerin rakipleri de dikey olarak birleşmiş ise mega piyasalara temas arttırılabilir. Aynı zamanda dikey birleşmeler giriş engellerini kaldırarak piyasa gücünü arttırabilir ve böylece etkili bir şekilde birleşen işletmelerin talep elastikiyetini düşürebilir (Gugler vd., 2003: 627).

#### **1.6.1.3. Dairesel (Türdeş) Birleşme (Congeneric Mergers)**

Yüksek oranda benzer üretim ve dağıtım teknolojisine sahip işletmeler arasında yaşanan birleşmelerdir (Walter ve Barney, 1990, s. 80). Bu birleşme üretim ya da dağıtımın konusunu oluşturan mal ya da hizmet etrafında yer alarak, mal veya hizmetlerin üretim ve dağıtımının kontrol altına alınmasıyla gerçekleşmektedir (Yörük ve Ban, 2006: 92). Birleşen işletmeler aynı ya da benzer sektörlerde faaliyet göstermelerine rağmen aralarında müşteri veya tedarikçi ilişkisi bulunmamaktadır. Sektörel büyümeye örnek oluşturan bu birleşmelerin amacı, ürün çeşidini arttırarak ürün riskini azaltmak, mevcut dağıtım kanallarını ve marka gücünü daha verimli kullanmaktır (Şahin ve Yılmaz, 2010: 66).

#### **1.6.1.4. Aykırı Birleşme (Conglomerate Mergers)**

Alıcı-satıcı ilişkisi, teknoloji ve dağıtım benzerliği gibi aralarında herhangi bir ilişki bulunmayan işletmelerin birleşmesidir (Şahin ve Yılmaz, 2010: 66; Walter ve Barney, 1990: 80). Yüksek teknoloji şirketi ile doğalgaz boru hattı şirketinin birleşmesi gibi tamamen farklı sektörlerdeki birleşmeleri kapsamaktadır. Bu tarz birleşmeler genellikle uzun vadeli büyümlerde daha fazla tutarlılık sağlamak ve kazançtaki geniş dalgalanmaları önlemek için yapılmaktadır. Örneğin, General Electric'in birleşme ve satın alma yoluyla finansal hizmetler ve televizyon yayıncılığı gibi yeni alanlara girmesi (Evans vd., 2000: 2). Böylelikle işletmeler farklı sektörlerde faaliyet göstererek risklerini yayararak minimize etmeye çalışmaktadırlar (Şahin ve Yılmaz, 2010: 66). Konglomera birleşmeleri, birleşen işletmeler ve onların rakipleri arasında mega piyasalara temas derecesini artırabilir. Yüksek mega piyasalara temas herhangi bir pazardaki kesilen fiyatın maliyetini yükseltmekte ve böylece etkin bir şekilde birleşen işletmenin piyasa gücünü arttırarak işbirlikçi davranışları kolaylaştırabilmektedir (Gugler vd., 2003: 627).

#### **1.7. Stratejik Boyutta İşletme Satın Almalarının İncelenmesi**

Satın alma terimi kısaca bir işletmenin başka bir işletme varlıklarını satın alması faaliyetini tanımlamaktadır. Bu durumda iki işletme de tüzel varlıklarını devam ettirebilirler (Evans vd., 2000: 1). Bu işlemler, büyüklerin küçük işletmeleri veya daha büyük ve rant sahibi işletmelerin büyük işletmelerin varlıklarının/hisselerinin tamamını ya da bir kısmını satın alması şeklinde gerçekleşebilir (Sarigül ve Kurşunel, 2012: 2). Satın alma işlemi sonucunda değişen tek şey satın alınan işletmenin tamamının ya da bir kısmının mülkiyetinin alıcı tarafa geçmesi ile birlikte yönetim kontrolünün de el değiştirmesidir (Ülgen ve Mirze, 2013: 350).

Satın alma işlemleri, gelir ve maliyet sinerjisi üzerinden anında stratejik değer üretmektedir. Doğru bir şekilde yürütüldüğünde bu işlemler, bir işletmenin marka portföyünü yaratmasını sağlamaktadır. Bunların yanı sıra işletmeler, birleşme ve satın almalarda seçici davranmalı ve yeni işletme ve hedef marka üzerine odaklanan bir vizyon ve strateji oluşturmalı, temeli olmayan işletmeleri özenli bir şekilde bertaraf ederek yatırımlarını gerçekleştirmelidirler. Birkaç büyük satın alma işlemine odaklanmak, birleşme sonrası entegrasyon yolunda kaynak ve çaba harcamak gibi doğru bir şekilde takip edilen büyüme stratejileri bir işletmenin başarısı için çok önemlidir. Stratejik kategori liderliğinde işletmeler, hızlı bir şekilde büyümek için küresel boyutta ticaret yapmalıdırlar. Satın alınan işletme açısından bu işlemler, yeni bir piyasaya girişi hızlandırabilirken aynı zamanda bu kolaylık

karşılığında üretim, dağıtım ve markalaşma süreçleri üzerindeki kontrollerin de alıcı tarafa devredilmesini gerektirebilir (Thomas vd., 2012: 6).

### **1.7.1. Faaliyetleri Açısından Satın Alma Türleri**

Faaliyetleri açısından satın alma türleri aynı birleşme türlerinde olduğu gibi yatay, dikey ve karma satın alma olmak üzere üç farklı şekilde sınıflandırılabilir (Foltz vd., 2002: 136).

#### **1.7.1.1. Yatay Satın Alma (Horizontal Acquisition)**

Eğer aynı sektörde veya alanda faaliyet gösteren işletmelerden biri diğerini satın alıyorsa, bu durum yatay satın alma şeklidir (Roberts vd., 2012: 25; Foltz vd., 2002: 136). Bu tür satın almalar rekabeti sınırlamak, büyük miktarda yapılacak alışlarda ve satışlarda maliyetleri düşürmek ve yönetimin gücünü arttırmak amacıyla yapılır (Ceylan ve Anbar, 2014: 151).

#### **1.7.1.2. Dikey Satın Alma (Vertical Acquisition)**

Dikey satın almada, satın alan işletme ile satın alınan işletme üretim süreçlerinin farklı basamaklarında yer almaktadırlar. Örneğin bir seyahat acentesinin bir havayolu şirketini satın alması gibi (Foltz vd., 2002: 136). En basit şekliyle dikey satın almalar, bir üreticinin, bir perakendeciye ya da tedarikçiye satın almasıdır. Bir işletmenin üretim yapabilmesi için farklı tedarikçilerden çeşitli malzemeler almak zorundadır. İşletmeler dikey birleşmeyi seçerek tedarikçilerle olan ilişkilerde riskleri azaltmış olmaktadır. Dikey satın almalar, tedarik zincirinde ileriye dönük (perakendecilerle) veya geriye dönük (tedarikçilerle) olarak yapılabilmektedir (Roberts vd., 2012: 26).

#### **1.7.1.3. Karma Satın Alma (Conglomerate Acquisition)**

Karma satın alma ilişkisiz sektörlerde üretim yapmaya devam eden birbiri ile ilişkisi olmayan işletmelerin konu oldukları işlemlerdir (Roberts vd., 2012: 25). Bir bilgisayar firmasının yiyecek üretimi yapan bir firmayı satın alması bu tip satın almalara örnek gösterilebilir (Foltz vd., 2002: 136). Bu tür satın almada temel amaç işletmelerin farklı sektörlere girerek faaliyetlerini çeşitlendirmesi ve olası riskleri azaltmasıdır (Ceylan ve Anbar, 2014: 152).

### **1.7.2. Yasal Süreçler Açısından Satın Alma Türleri**

Satın alma yasal süreçler açısından; varlıkları satın alma, hisseleri satın alma ve birleşme ve konsolidasyon olmak üzere üçe ayrılmaktadır (Unkovic, 2011: 1; Foltz vd., 2002: 136).

### **1.7.2.1. Varlıkları Satın Alma (Asset Acquisition)**

Varlıkları satın almada, bir işletme başka bir işletmenin varlıklarını satın almakta yükümlülüklerini ise üstlenmemektedir (Akgüç, 2011: 892; Foltz vd., 2002: 136). Bu işlemde satılan işletme hissedarlarının resmi oyu gereklidir. Bu yüzden azınlık hissedarlarının olası sorun yaratacağı düşünülerek bu tip satın almalarından kaçınılmaktadır (Foltz vd., 2002: 136). Başarılı bir müzakere ile, alıcı satın almak için envanter, ekipman, sözleşme hakları ve entelektüel varlıklar gibi satıcının varlıklarını seçebilir (Unkovic, 2011: 1). Alıcı işletmeler, vergi avantajı sağladığı için bu satın alma türünü tercih etmektedir (Investopedia, 2010: 4).

### **1.7.2.2. Hisseleri Satın Alma (Stock Acquisition)**

İkinci tip satın almalar hisse satın alma şeklindedir. Bu süreçte bir işletme başka bir işletmenin hisselerini yönetim tarafından özel bir teklif ile nakit, hisse payı ya da diğer menkul kıymetler karşılığında satın almaktadır. Bazen teklif, satan işletme hissedarlarına doğrudan ihale teklifi kullanılarak verilebilir. Bir ihale, hedef işletmenin paylarını satın almak için (gazete reklamı ile) yönetim kurulu ve hedef işletmenin yönetimi atlanarak verilen bir kamu teklifidir (Foltz vd., 2002: 136). Hisse alımları genellikle satıcılar tarafından tercih edilmektedir. Çünkü tüm borçlar, işletmenin mülkiyeti ile birlikte aktarılmaktadır. Bu işlemlerde çifte vergilendirme söz konusu değildir ve işlem sonrasında satış için hissedarların işletmeyi tasfiye etmesine gerek yoktur (Unkovic, 2011: 2).

### **1.7.2.3. Birleşme ve Konsolidasyon (Mergers and Consolidation)**

Birleşme, devam eden tek bir işletme olarak bir işletmenin diğerini devralması yani satın almasıdır. Bir işletme hayatta kalırken diğeri varlığını kaybetmektedir. Yasalar tarafından devam eden işletme, yok olan işletmenin bütün varlık ve yükümlülüklerini satın almaktadır. Yok olan işletme ayrı bir tüzel kişilik olarak varlığını sona erdirmektedir (Ceylan ve Anbar, 2014: 157; Unkovic, 2011: 2; Alagöz, 2007: 3). Bunun sonucunda devralınan işletmenin ortakları ortaklıktan çıkarılmaktadır (Ceylan ve Anbar, 2014: 157). Bu işlemlerde ödemeler genellikle nakit olarak ya da hayatta kalan işletmenin hisseleri veya bunların bir kombinasyonu ile yapılmaktadır (Ceylan ve Anbar, 2014: 157; Unkovic, 2011: 2). Konsolidasyonda ise tamamen yeni bir işletme oluşturulmaktadır ve iki işletme satın alınıp yeni bir çatı altında bir araya getirilmektedir (DePamphilis, 2011: 14; Investopedia, 2010: 4; Alagöz, 2007: 3). Bu türde gerçekleşen satın almalarda vergilendirme işlemi, varlıkları satın alma işlemindeki ile aynı olmaktadır (Investopedia, 2010: 4).

## 1.8. Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Arasındaki Ayrım

Birleşme ve satın alma kavramları genellikle eşanlamli kavramlar olarak kullanılmaktadır. Ancak her iki kavram arasında bazı farklar vardır ve bu kavramlar farklı şeyleri nitelemektedirler. Bir işletme diğerinin yönetimini ele geçirdiğinde ve açık bir şekilde yeni sahibi olarak kendini kabul ettirdiğinde bu işlem satın alma olarak kabul edilmektedir. Yasal açıdan hedef işletmenin varlığı sona ermekte ve alıcı işletmenin hisseleri işlem görmeye devam etmektedir. Satın almalarda, bir işletme hedef işletmenin yasaların izin verdiği ölçüde hisselerinin tamamını veya çoğunluğunu almaktadır. Bir satın alma anlaşması aynı zamanda iki taraf yöneticilerinin en iyiye ulaşma doğrultusunda beraber hareket etme konusunda anlaşmış bir birleşme olarak da isimlendirilecektir. Ancak anlaşma dostça olmadığında, hedef işletme satın alınmak istemediğinde gerçekleşen bu işlem satın alma olmaktadır. Aynı büyüklükteki iki işletme ayrı bir şekilde faaliyet gösterip yönetilmek yerine yeni tek bir işletme olarak devam etme konusunda anlaşmışlarında bu işlem birleşme olmaktadır. Yani birleşmede, iki şirketin katılımı ile birleşme gerçekleşmeden önce bir müzakere süreci bulunmaktadır. Satın almalarda ise böyle bir sürece gerek yoktur. Diğer bir deyişle gerçek farklılık satın almanın hedef işletmenin yönetim kurulu, çalışanları ve paydaşları tarafından nasıl kabul edildiği ve iletildiği konusuna uzanmaktadır (Roberts vd., 2012: 38; Investopedia, 2010: 2).

## 1.9. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinin Nedenleri

İlgili literatürde birleşme ve satın alma işlemleri için günümüze kadar birçok farklı gerekçe öne sürülmüştür. Bu gerekçelerden bazıları endüstriyel örgüt teorisine dayanır ve pazar gücü, verimlilik artışları ve önleyici hareketlerin artırılması ile ilgilidir. Bazı gerekçeler ise kurumsal yönetim teorilerine dayanmaktadır ve iç yetersizliklerin, kurum sorunlarının ve sermaye piyasası kusurlarının düzeltilmesi gibi nedenlerle ilgilidir (Motis, 2007: 2; Steger ve Kummer, 2007: 4). Literatürde belirtilen bu gerekçeler aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

### 1.9.1. Büyüme

Birleşme ve satın alma anlaşmalarının ana nedenlerinden biri büyüme arayışıdır (Steger ve Kummer, 2007: 4). Büyüme ile ilgili birçok ortak amaç bulunmaktadır. Bunlardan bazıları hisse başı kazanç, gelir ve varlıklardaki büyüme gibi muhasebe ile ilişkili büyüme amaçlarıdır. Bazıları ise işletmenin hisse fiyatlarının, hisse başına kazanç, defter değeri, nakit akışı ya da gelire bölünmesi şeklinde ifade edilen değer ile ilişkili büyüme amaçlarıdır (DePamphilis, 2011: 137). İşletme yönetimleri, durgun giden büyüme ve karlılık sorunları nedeniyle baskı altına alınabilirler. İşletmeler bu baskılar nedeniyle birleşme ve satın almaya giderek kötü

performansları tersine çevirebilirler (Evans vd., 2000: 3). Çünkü büyüme bir işletmenin yaşayabilirliği, dinamizmi ve değer artırıcı yeteneği için gerekli bir unsurdur. Bir işletme büyüme amacına mevcut piyasada genişleyerek ya da yeni piyasalara girerek ulaşabilir. Örneğin bir işletme fiziksel ve yönetsel kaynakların eksikliği nedeniyle içsel büyüme gerçekleştiremiyorsa, birleşme ve satın almalar yoluyla bu eksikliği giderip dışsal olarak büyüyebilir (Malucha, 2009: 5; Steger ve Kummer, 2007: 4).

### 1.9.2. Sinerji

İşletme birleşmeleri ve satın almaları ile ilgili literatür incelendiğinde sıklıkla sinerji değerinden söz edildiği görülmektedir. Sinerji kelime anlamıyla işbirliği, birlikte çalışma ve birbirine destek verme anlamına gelmektedir (Dinçer, 2004: 133). Aynı zamanda iki işletmenin birleşerek ek değer yaratması sinerji değeri olarak ifade edilmektedir (Larsson ve Wallenberg, 2002: 25; Evans vd., 2000: 2). Bilindiği gibi bütün, kendisini oluşturan parçaların toplamından daha yüksek bir değer yaratabilir (Ceylan ve Anbar, 2014: 159; Yörük ve Ban, 2006: 91). Bir işletmenin satın alınmasının arkasında yatan anahtar ilke, iki işletmenin toplamından daha fazla hissedar değeri yaratmasıdır. İki işletmenin beraber olması ayrı olmasından daha değerlidir (Malucha, 2009: 7). Stratejik seçimlerde sinerji kavramının önemini, işletmelerin yeni faaliyetlerde başarılı olma becerisinin derecesi göstermektedir. Sinerji değerinin artması, işletmelerin sahip olduğu çalışanların sayısı, bu çalışanların yetenekleri ve birbirleri arasındaki iletişim ve etkileşim, ast-üst ilişkileri ve aralarındaki haberleşme şekilleri, teknolojik gelişmelerin takip edilmesi gibi faktörlerin varlığına bağlıdır. Birleşmeler sonucu meydana gelen sinerjilerin işletmelere sağladığı birçok avantaj bulunmaktadır (Akgüç, 2011: 893; Yörük ve Ban, 2006: 91; Evans vd., 2000: 2; Köse, 2008: 88). Bunlar;

- Gelir etkisi; iki şirketin ayrı bir şekilde faaliyet göstermesinden birleşmeleri daha fazla gelirin gerçekleşmesini ifade eder.
- Harcama etkisi; işletmelerin birleşerek daha düşük harcama gerçekleştirmesini ifade etmektedir.
- Sermaye maliyeti etkisi; birleşmelerin daha düşük toplam sermaye maliyetine sahip olduğunu göstermektedir.
- Çeşitlendirme etkisi ile işletmeler gerek faaliyette buldukları sektörlerde gerekse farklı sektörlerde birleşmelere giderek risklerini çeşitlendirmekte ve zayıf olan tarafın üretim, dağıtım, yönetim ve daha birçok açıdan güçlenmesiyle varlıkların daha verimli ve etkin kullanılmasıdır.
- Rekabetin azalması ile birlikte işletmenin pazar gücü artabilir.

- İşletmeler başarılarını gördükleri işletme yöneticilerini birleşme ve satın almalar yoluyla kendi çatıları altına alarak yönetimin becerisini yükseltebilirler.

### **1.9.3. Çeşitlendirme (Riski Azaltma)**

Çeşitlendirme 1960'lı yıllardan beri işletmelerin birleşme ve satın almalarının ana nedenini oluşturmaktadır (Roberts vd., 2012: 24). Çeşitlendirme, kazançları artırma, uzun vadede daha tutarlı büyüme ve karlılık elde etmek için gerekli olabilir (Evans vd., 2000: 3). Çeşitlendirmenin amacı, işletmelerin portföylerinin risk profillerini kendi alanları ile ilişkisiz yeni ürünler üreterek ve yeni pazarlara girerek dengelemek istemeleridir (Roberts vd., 2012: 24; DePamphilis, 2011: 3; Larsson ve Wallenberg, 2002: 28). Aynı zamanda yaşam döngüsünde daralma yaşayan ya da düşük büyüme hızına sahip bir sektörde faaliyet gösteren işletmeler büyüme potansiyelini yüksek gördükleri pazarlara girerek faaliyetlerini çeşitlendirebilirler. Bu işletmeler, mevcut pazarda iyi bir karlılığa ve güçlü konuma sahip olan bir işletme ile birleşerek faaliyet risklerini azaltabilirler. İşletmeler birleşme ve satın almalar yoluyla risklerini de çeşitlendirmiş olurlar (Ceylan ve Anbar, 2014: 160; Akgüç, 2011: 895; Malucha, 2009: 6).

### **1.9.4. Maliyetleri Düşürme**

Birleşme, finansal kısıtları önlemeye, nakit fazlasını dağıtmaya, borçlanma kapasitesinin artırılmasına ve finansal maliyetlerin düşürülmesine yardımcı olmaktadır. Ölçek ekonomileri, işletme verimliliği ve sinerjiden kaynaklanan maliyet tasarrufu sayesinde karlılığın artmasına yardımcı olmaktadır. Bu tasarruflar, finans, yönetim, sermaye harcamaları, üretim ve depolama gibi çeşitli alanlarda olabilmektedir (Malucha, 2009: 6). Bazen işletmeler yeni ürünler üreterek yeni pazarlara girmek isterler ancak yeni ürün üretiminin getireceği yüksek maliyetler işletmeleri engelleyebilir. Bu durumda işletmeler üretmek istedikleri ürünü geliştiren işletmelerle birleşerek ya da onları satın alarak daha az maliyet ile istedikleri pazara girebilirler (Ülgen ve Mirze, 2013: 352). Bunun yanı sıra işletmeler maliyetleri düşürme amacı ile muhasebe, pazarlama veya diğer departmanlarda çalışanların sayısını azaltabilirler. Her çalışan bilir ki işletme birleşmeleri ve satın almaları işten çıkarılma anlamına da gelmektedir. Bu işten çıkarmalar eski yöneticileri de kapsayabilir (Investopedia, 2010: 3).

### **1.9.5. Rekabetin Şiddetini Sınırlama**

Bir işletme rakip bir işletmeyi kontrolü altına aldığı anda işletmenin piyasa gücü artarak rekabetin şiddeti sınırlanmaktadır. Bu yüzden işletmeler tekeli konumunu kullanarak daha fazla kar elde etmek için fiyatları yükseltebilirler (Malucha, 2009: 6). Diğer taraftan pazardaki



güçlü işletmeler verimli çalışmayan işletmeleri alarak bu işletmelerin kaynaklarını etkin bir şekilde kullanarak rekabetçi avantajlar elde edebilirler (Mühim, 2012: 53). Aynı zamanda şirketlerin rekabet edebilmesi için yeni teknolojileri yakından takip etmesi ve uygulaması gerekmektedir. Bunun için eşsiz teknoloji kullanan daha küçük bir işletme alarak büyük bir şirketi korumak veya rekabet avantajı geliştirmek de mümkün olabilir (Investopedia, 2010: 3).

### 1.9.6. Ölçek Ekonomilerinden Yararlanma

İşletmeler, birleşme ve satın alma işlemleri ile sabit giderlerini düşürmektedir (Büker vd., 2007: 552). Kısa vadede fiziki sermaye sabit tutulduğunda ölçek ekonomileri üretimi daha ucuz bir hale getirmektedir (Motis, 2007: 8). Bununla birlikte ister bir kırtasiye isterse yeni bir bilgi teknolojisi satın alma konusunda olsun büyük bir işletme sipariş maliyetlerinde daha fazla tasarruf edebilir. Aynı zamanda birleşme ve satın alma sonucunda büyüyen işletmeler çok miktarda alım yapacakları için tedarikçilerle daha avantajlı fiyatlar konusunda anlaşabilirler (Investopedia, 2010: 3). İşletme birleşmeleri sonucunda üretimde kapasite artışı meydana gelebilir ve işletmeler daha verimli çalışarak maliyetlerini düşürebilirler (Ceylan ve Anbar, 2014: 159; Büker vd., 2007: 552). Uzun vadede ise fiziki sermaye üzerinde birleştirilen işletmelerin yatırımlarının koordinasyonu sağlanabilir (Motis, 2007: 8).

### 1.10. Dünya’da Yaşanan Birleşme ve Satın Almalar

2006 yılından bu güne kadar Dünya’da yaşanan birleşme ve satın alma işlemleri hacim ve değer olarak Tablo 1.1.de gösterilmiştir.

**Tablo 1.1. 2006-2014 Yılları Arasında Dünya’ da Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Hacmi ve Değerleri**

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam İşlem Sayısı	71.569	77.679	69.929	74.410	72.879	72.384	72.523	71.811	82.354
Toplam İşlem Değeri (\$)	4.402.095	5.617.896	4.213.576	3.726.174	3.390.241	3.401.854	3.232.450	3.450.462	4.707.911

**Kaynak:** Zephyr 2014, Zephyr 2013 ve Zephyr 2011 Birleşme ve Satın Alma raporlarından elde edilen verilerle oluşturulmuştur.

Tablodan da görüldüğü üzere 2014 yılında dünyada birleşmelerin ve satın almaların değeri 2009 yılından beri kaydedilen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Birleşme ve satın alma anlaşmalarında işlem değeri bakımından en yüksek seviyeye 2007 yılında ulaşmıştır. 2007 yılında ulaşılan bu seviyeye, 2008 yılında başlayan finansal kriz nedeniyle altı yıl içinde tekrar ulaşılması mümkün olmamıştır. 2014 yılında Dünya genelinde toplamda 82.354 işlem gerçekleşmiş olup 4.708 milyar dolarlık işlem değeri yaratılmıştır. Asya-Pasifik ve

Ortadoğu’da yaşanan gerilemelere rağmen tüm Avrupa ve Kuzey Amerika’da ki olumlu sonuçlar, 2012 yılından itibaren genel iyileşme yönünde katkıda bulunmaktadır (Zephyr, 2013: 1). 2015 yılının bitmesine az bir süre kala, bu yıl içinde yapılmış birleşme ve satın alma işlemlerinin değerinin 5.000 milyar dolara ulaştığı açıklanmıştır. Yapılan açıklamada birleşme ve satın alma işlemlerinin yaklaşık yarısının ABD’li şirketler tarafından gerçekleştirildiği belirtilmiştir. Bu işlemlere öncülük eden sektörler ise sağlık-bakım ve teknoloji şirketleri olmuştur. Bu işlemlere; Pfizer – Allergan (160 m. USD), Royal Dutch – Shell BG (81,5 m. USD), Charter Communications – Time Warner Cable (79,6 m. USD) örnek olarak verilebilir (<http://uzmanpara.milliyet.com.tr/>, 29.12.2015).

2005-2014 yılları arasında Dünya’da farklı sektörlerde gerçekleşmiş olan başlıca birleşme ve satın alma işlemleri Tablo 1.2’de gösterilmiştir.

**Tablo 1.2. Yıllara Göre Dünya’da Gerçekleşen İşletme Birleşmeleri ve Satın Alma Örnekleri**

Yıllar	Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Ülke	Hisse Oranı (%)	İşlem Değeri US \$ m.
2014	WhatsApp Inc.	Yazılım/Teknoloji	Facebook Inc.	US/US	100	19.468
	Time Warner Cable Inc	Medya/Cable	Comcast Corp.	US/US	100	70.677
	Scania AB	Endüstri/Kimyasal	Volkswagen AG	SE/DE	37.4	9.100
	Beats Music & Beats Electronics	Teknoloji	Apple Inc.	US/US	100	3.000
	Chrysler	Otomobil	Fiat	US/I	41.5	3.233
	Lafarge SA	İnşaat Malzemeleri	Holcim Ltd.	FR/CH	100	25.832
2013	Nokia	Teknoloji	Microsoft Corp.	FI/US	100	4.999
	HJ Heinz Co.	Yeme-İçme	Investor Group	US/US	100	27.362
2012	ExxonMobil Corp. YK	Enerji	TonenGeneral Sekiyu KK	JP/JP	99	3.938
	Porsche AG	Otomobil	Volkswagen AG	DE/DE	50’den 100’e	5.522
	Cooper Industries plc.	Elektrik Ekipmanları	Eaton Corporation plc.	IE/IE	100	11.460
2011	Motorola Mobility Holdings Inc.	Teknoloji	Google Inc.	US/US	100	12.500
	Skype Global Sarl	Teknoloji	Microsoft	LU/US	100	8.500
2010	Mc Afee Inc.	Teknoloji	Intel Corporation	US/US	100	7.680
2009	General Motors Corporation’s Good Assets	Yazılım	NGMCO Inc.	US/US	100	66.600
	Cadbury plc.	Yeme-İçme	Kraft Foods Inc.	UK/US	100	16.317
2008	Northwest Airlines	Havayolu	Delta Airlines	US/US		3.630
2006	Youtube	Yazılım/Teknoloji	Google Inc.	US/US	100	1.650
2005	Swiss Airlines	Havayolu	Lufthansa	CH/DE	100	408

**Kaynak:** MergerMarket, 2014; Pfaffenbach, 2014; Winning, 2013; Zephyr, 2013; Zephyr, 2012; Zephyr, 2011; Zephyr, 2010; Zephyr, 2009; European Communities, 2005 kaynaklarından derlenen verilerden oluşmaktadır.

### 1.11. Türkiye’de Yaşanan Birleşme ve Satın Almalar

Türkiye’de birleşme ve satın alma işlemlerinde son sekiz yılda yaşanan gelişmeler işlem sayısı ve işlem değeri bazında Tablo 1.3’te gösterilmiştir.

**Tablo 1.3. 2006-2014 Yılları Arasında Türkiye’de Gerçekleşen Birleşme ve Satın Alma İşlem Hacmi ve Değerleri**

Yıllar	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam İşlem Sayısı	154	182	172	116	241	264	315	336	318
Türk Yatırımcı	71	90	71	62	148	145	184	222	199
Yabancı Yatırımcı	83	92	101	54	93	119	131	114	119
Toplam İşlem Değeri USD milyar	18.3	25.5	16.3	3.9	26.4	11.5	23.2	13.7	17.7
Türk Yatırımcı	1.7	8.6	4.3	2.4	16.5	5.1	11.5	10.4	13.1
Yabancı Yatırımcı	16.6	16.9	12	1.5	9.9	6.4	11.7	3.3	4.6

**Kaynak:** Ernst & Young Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 ve 2014 Raporları’ndan derlenmiştir.

2008 yılında başlayan finansal kriz ile birlikte tüm dünyada birleşme ve satın alma faaliyetlerinde yaşanan yavaşlama dikkate alındığında, özellikle 2009 yılından sonra Türkiye’de bu alanda yaşanan gelişmelerin önemi daha iyi anlaşılmaktadır. Son dört yılda yaşanan büyük çaplı yükselişlerle birlikte 2013 yılında gerçekleşen işlem sayısı, Türkiye için yeni bir rekor olmuştur (Ernst Young, 2014: 5). 2014 yılında ise Türkiye’de açıklanan toplam 318 adet birleşme ve satın alma işlemi gerçekleşmiştir. Bu işlemlerden sadece 130 işlemin değeri açıklanmıştır. 2014 yılında değeri açıklanan işlemler ile toplam US\$17,7 milyar tutarında işlem hacmi yakalanmıştır (Ernst Young, 2015: 5-6).

2005-2014 yılları arasında Türkiye’de farklı sektörlerde gerçekleşmiş olan başlıca birleşme ve satın alma işlemleri Tablo 1.4’de gösterilmiştir.

**Tablo 1.4. Yıllara Göre Türkiye’de Gerçekleşen İşletme Birleşmeleri ve Satın Almaları Örnekleri**

Yıllar	Hedef Şirket	Sektör	Satın Alan Şirket	Ülke	Hisse Oranı (%)	İşlem Değeri USD m.
2014	Paşabahçe Cam	İmalat	Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD)	TR/GB	15.44	158,1
	United Biscuits	Yeme-İçme	Yıldız Holding	GB/TR	30	95,5
	Migros	Perakende	Anadolu Endüstri Holding	TR/TR	40,25	799,2
	Premium Tekirova Rixos	Turizm	Fiba Grup	TR/TR	100	Açıklanmadı
	Kangal Termik Santrali	Enerji	Konya Şeker	TR/TR	100	985
	VİKO	İmalat	Panasonic	TR/JP	90	460
	Show TV	Medya	Ciner Grubu	TR/TR	100	402
	Antalya Dedeman Oteli	Turizm	Barut Oteller Zinciri	TR/TR	100	80
	Best Western Plus Khan Hotel	Turizm	Güncem Turizm	TR/TR	100	7.9

2013	Beymen Mağazacılık	Perakende	Altinyıldız	TR/TR	50	287
	Borsa İstanbul	Finansal Hiz.	The Nasdaq OMX Group	TR/US	7	30
	Sabiha Gökçen Uluslararası Havalimanı	Ulaştırma	Malaysia Airports	TR/MY	40	308.2
	Park Bravo	Perakende	Landmark	TR/BAE	87.5	Açıklanmadı
	Kamil Koç Otobüsleri	Ulaştırma	Actera	TR/LU	100	65
	Yörsan	Yeme-İçme	Abraaj Capital	TR/BAE	80	Açıklanmadı
	Hill Side Su Otelı	Turizm	Turaçlar Turizm	TR/TR	100	50
2012	Acıbadem Sağlık Grubu	Sağlık	Integrated Healthcare Holdings	TR/MY	75	1.260
	Mey İçki	Yeme-İçme	Diageo	TR/GB	100	2.100
	Adnan Menderes Havalimanı	Ulaştırma	TAV	TR/TR	100	868
	Adam & Eve Hotels	Turizm	Stone Group Hotels	TR/TR	100	107
2011	Abbate Tesisleri	Tekstil	Karbel	TR/TR	100	Açıklanmadı
	Anadolu Hastaneleri	Sağlık	Newcon	TR/US	50	Açıklanmadı
	Banvit	Yeme-İçme	Aabar Investment	TR/BAE	16.32	45
	Bahçeşehir Koleji	Eğitim	Carlyle Group	TR/US	48	Açıklanmadı
2010	Petrol Ofisi AS	Enerji	OMV AG	TR/AT	54.14	618
	Fortis Bank AS	Finansal Hizmetler	TEB Bank	TR/TR	100	1.516
	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	Finansal Hizmetler	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	TR/ES	24.9	5.223
2007	PetKim	Petrokimya	Socar & Turcas Injaz	TR/AZ/S A	51	2.040
	Oyak Bank	Finansal Hiz.	ING	TR/NL	100	2.673
	Eczacıbaşı	İlaç	Zentiva	TR/CZ	75	602
	Campell Soup (Godiva)	Yeme-İçme	Yıldız Holding	BE/TR	100	850
2006	Finansbank	Finansal Hiz.	National Bank of Greece	TR/GR	100	5
	Denizbank FS	Finansal Hiz.	Dexia	TR/BE-FR	75	2.4
	Yapı ve Kredi Bankası	Finansal Hiz.	Uno Credito-Koçbank	TR/IT	50-50	32
2005	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Telekomünikasyon	Oger Telekom	TR/SA	55	6.600
	Telsim Mobil Telekomünikasyon A.Ş.	Telekomünikasyon	Vodafone	TR/GB	100	4.600
	TÜPRAŞ	Enerji	Royal Dutch Shell Group, Koç Holding A.Ş.	TR/NL-TR	51	4.100

**Kaynak:** EY, 2015; EY, 2014; HT Ekonomi, 2014; NTVMSNBC, 2014; Yapı ve Kredi Bankası, 2014; Akşam, 2014; Sabah, 2013; EY, 2012; KPMG, 2011; Köse, 2010; Sayarı, 2008; Milliyet Ekonomi, 2007; Hürriyet, 2006; NTVMSNBC, 2006; PWC, 2005 kaynaklarından derlenen verilerden oluşmaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### STRATEJİK BOYUTTA DEĞERLEME KAVRAMI VE ŞİRKET DEĞERLEMESİNİN İNCELENMESİ

#### 2.1. Stratejik Konumlandırma ve Değerleme

Genel olarak rekabet, yurtiçinde veya yurtdışında işletmelerin kendi ürünlerini satabilmek ve müşteri sadakatine ulaşabilmek adına verdikleri savaş olarak tanımlanmaktadır (Timur ve Özmen, 2009: 170). Günümüzde işletmelerin karşılaştıkları rekabet unsurları gerek miktar gerekse çeşit olarak önemli ölçüde artmıştır. Özellikle yerel işletmelerin uluslararası piyasalarda faaliyet göstermeleri için bu işletmelerin güçlü küresel rakipleri ile rekabet edebilir durumda olmaları gerekmektedir. İşletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri için rekabet unsurunu tüm yönleriyle ele alıp değerlendirmeleri gerekmektedir (Arslan, 2012: 439). Tüketicilerin ve tedarikçilerin pazarlık güçlerinin artması ve yaşanan yoğun rekabet ile birlikte işletme ürün ve hizmetlerinin fiyatları değişmekte ve dolayısıyla bu durum karlılık üzerinde ciddi bir baskı oluşturmaktadır (Basık, 2012: 49). Bu yüzden işletmeler yoğun rekabet ortamlarında avantajlı konuma geçebilmek için rekabet stratejilerine ağırlık vermektedirler. Bu stratejiler, üretim maliyetinin düşürülerek daha düşük fiyattan mal ve hizmetlerin satışını gerçekleştirmek veya tüketicilerin tercih edeceği şekillerde ürünlerde farklılıklar yaratarak daha yüksek fiyatlardan satış gerçekleştirmek olabilir (Erden, 2004: 231).

Konumlandırma kavramı ilk defa 1960'lı yılların sonunda Jack Trout tarafından ortaya atılmıştır. Ona göre konumlandırma işletmelerin ürün ve hizmetlerinin tüketicilerin zihnine yerleştirilmesi işlemidir (Şiker ve Akın, 2012: 55). Diğer bir deyişle konumlandırma stratejisi, işletmenin hizmet edeceği tüketicilerin tanımlanması yani hedef piyasa segmenti seçimi ile ilgilidir (Hu vd., 2013: 73). Hedef piyasadaki çekiciliği artırmak ve mevcut durumu korumak için stratejik konumlandırma yapılabilir. Konumlandırma stratejisi bir imaj yaratmaktan çok daha fazlasını ifade etmektedir. Çünkü konumlandırma stratejisi tüketiciler arasında işletmelerin benzer işletmelerden farkını ortaya koyup tercih edilmelerinde önemli bir rol oynamaktadır (Hu vd., 2013: 73). Bu yüzden konumlandırma stratejisinin bir işletmenin faaliyetlerinde piyasa ve rekabetçi çevresini daha fazla tanıyan dış odaklı bir strateji olduğu söylenebilir (Bischoff-Turner, 2008: 1). Bu stratejinin başarısı, işletme ürün konumunun tüketicilerin tarz, kalite, fiyat, değer, imaj gibi algılarıyla örtüşmesine bağlıdır (Tatlı, 2013: 291; Bekçi ve Özal, 2010: 85). Bu doğrultuda işletmeler konumlandırma stratejisini geliştirirken hedef piyasa, ürün ve hizmetin farkı veya rakiplerinden üstünlüğü, hedef piyasa için bu farkın

değeri ve son olarak hedef piyasa için bu farkı gösterme ya da iletme yeteneği gibi unsurları göz önünde bulundurmalarıdır (Şiker ve Akın, 2012: 56; Manhas, 2010: 18).

1980 yılında Michael Porter tarafından işletmeler için rekabetçi üstünlük kazanmaya yönelik geliştirilen üç genel strateji; maliyet liderliği, farklılaşma ve bu iki yaklaşım kapsamında sadece belli bir piyasayı hedefleyen odaklanma stratejisidir. Bu stratejilerin temelinde dış çevre unsurları ve işletme kaynakları bulunmaktadır (Çetinkaya, 2006: 59; Nayyar, 1993: 1652). İşletmeler farklı konumlandırma stratejilerini seçerken birbiri ile uyumlu rekabet odaklı işletme stratejileri ve fonksiyonel (veya taktik) stratejiler kullanmaya özen göstermektedirler (Yalçın, 2006: 28). Sayılan bu stratejileri en iyi uygulayan işletmeler, rakipleri arasında rekabet avantajı elde edecek ve ortalamanın üzerinde bir getiri sağlayacaktır (Ülgen ve Mirze, 2013: 256).

### **2.1.1. Stratejik Yönetimde Maliyet Liderliği Yaklaşımı**

Günümüzde satış fiyatı tam rekabet piyasasında kendiliğinden oluşmaktadır. İşletmelerin bu piyasada satış fiyatını belirleme şansı yok denecek kadar azdır. Bu süreçte yapılması gereken çalışma maliyetlerini minimize ederek maliyet liderliğini yakalamak ve rekabet avantajı elde etmektir. Maliyet liderliği yaklaşımında en düşük maliyete ulaşan işletme piyasada maliyet lideri olmaktadır. Bu yaklaşım ile işletmeler kalite, hizmet ve diğer unsurları da göz önünde bulundurarak rakiplerine göre daha düşük maliyetle mal ve hizmet üretimi yapabilmektedirler (Çucu, 2010: 22; Çetinkaya, 2006: 59; Yalçın, 2006: 28). Bu stratejiyi uygulayan işletmelerin, üretim faaliyetlerindeki yatırımları ve toplam faaliyet maliyetlerini dikkatli bir şekilde incelemeleri gerekmektedir (Valipour vd., 2012: 15).

İşletmeler maliyet liderliğine, üretimde ölçek ekonomisinden ve deneyim eğrisi etkisinden yararlanarak, sıkı maliyet kontrolü uygulayarak, marjinal müşteri hesaplarından kaçınarak ve satış, pazarlama, hizmet ve ar-ge gibi kalemlerde maliyet minimizasyonu yaparak ulaşabilirler (Minarik, 2007: 14; Çetinkaya, 2006: 59; Yalçın, 2006: 28; Türk, 2004: 235). Bu alanlarda maliyet minimizasyonu yapabilen bir işletme satışlarını ve karlılığını arttırarak piyasa payını genişletmekte dolayısıyla işletme değerini de yükseltmiş olmaktadır (Basık, 2012: 51; Erden, 2004: 232). Başka bir ifade ile maliyet minimizasyonu ve bu alanda elde edilecek avantajlar pazara giriş, rekabet, ikame mallar, tedarikçiler ve alıcılar gibi çeşitli tehditleri azaltarak işletmeler için değer yaratmaktadır (Minarik, 2007: 15).

Koşulların ve tüketici isteklerinin hızlı bir şekilde değiştiği sektörlerde maliyet liderliği yaklaşımını uygulamak zordur. Bu yaklaşımı kullanan işletmeler genelde standart mal ve hizmet üretmekte ve faaliyet gösterdikleri sektörde de değişim hızlı yaşanmamaktadır (Basık,

2012: 51). Bu yüzden maliyet liderliğini yürüten işletmeler değişik pazar bölümlerinde faaliyet göstermeyi istemezler. Buldukları pazarda maliyetlerini koruyarak çoğunluğu oluşturan tüketici isteklerine uygun olarak mal ve hizmet üretimine devam ederler (Erden, 2004: 232). Bu stratejiyi uygulayan işletmelere Commodore ve Hyundai örnek olarak gösterilebilir (Türk, 2004: 235).

### **2.1.2. Stratejik Yönetimde Farklılaşma Yaklaşımı**

Farklılaşma, tüketicinin zihninde bir işletmenin ürettiği mal ve hizmetlerin eşsizliği ile sektördeki diğer işletmelerden ayrılmasıdır. Farklılaşma, marka bağımlılığı (mavi jeans), müşteri hizmetleri (IBM), ürün tasarımı ve özellikleri (iPhone) veya teknoloji (Coleman) gibi özelliklerle sağlanabilmektedir (Minarik, 2007: 17; Çetinkaya, 2006: 59-60; Yalçın, 2006: 28; Türk, 2004: 235). Başka bir ifade ile farklılaşma, bir işletmenin farklılaşma stratejisi ile maruz kaldığı ekstra maliyetten daha yüksek fiyat talep ederek değer yaratmasıdır (Minarik, 2007: 18).

Farklılaşma yaklaşımında ürün kalitesine odaklanılarak benzersiz ürün ve hizmetlerle ortalamadan daha yüksek satış fiyatları belirlenir ve piyasadan daha büyük pay almak amaçlanır (Valipour vd., 2012: 15; Yalçın, 2006: 28). Başarılı bir farklılaşma stratejisi ile işletmelerin mal ve hizmetleri tüketicilerin gözünde yükselerek taleplerin artması, marka bağlılığı ve kâr marjlarının sektör ortalamasının üstüne çıkması sağlanacaktır (Çucu, 2010: 23).

Yukarıda sayılan avantajların yanı sıra bu stratejiyi uygulamak ek maliyetlere neden olabilir ve dolayısıyla ek bir fiyat stratejisi uygulaması gerekebilir (Çucu, 2010: 23). Özellikle ürünlerde yapılan yenilikler üzerine güçlü bir vurgu yapan bu yaklaşım daha riskli faaliyetlerin yapılmasını gerektirmektedir. Bu durum nedeniyle bu stratejiyi uygulayan işletmeler, yüksek belirsizlik düzeyi ile yüzleşmek zorundadırlar (Valipour vd., 2012: 15). Bu yüzden yüksek yetenekli bilim insanları veya yaratıcı çalışanlar ile ar-ge, ürün geliştirme ve pazarlama fonksiyonları arasında güçlü bir koordinasyon gerektirmektedir (Minarik, 2007: 18).

### **2.1.3. Stratejik Yönetimde Odaklanma Yaklaşımı**

Bu yaklaşımda işletmeler daha büyük pazarlar yerine daha küçük pazar bölümüne, belli bir tüketici grubuna, piyasaya ya da ürün hattına odaklanmakta ve bu doğrultuda mal ve hizmetlerinin üretimini gerçekleştirmektedir. Odaklanma yaklaşımı ile belirlenen grubun ihtiyaçlarına yoğunlaşmakta bu durum maliyetleri düşürme ve farklılaşma yönünden avantaj sağlamaktadır. Buna karşın aynı durum tüketici alışkanlıklarının değişmesiyle birlikte taleplerin azalarak pazarın daha da küçülmesi gibi dezavantajları da beraberinde getirmektedir (Çucu, 2010: 24; Çetinkaya, 2006: 60; Yalçın, 2006: 28).

Odaklanma yaklaşımında izlenebilecek stratejiler üretim düzeyinde; pazar seçimi, kapasite büyüklüğü, maliyetleri düşürme ve kaliteyi yükseltme gibi konulardan oluşmaktadır. Pazarlama düzeyinde ise, satışları artırma, yeni pazarlar için yeni ürünler yaratma ve reklam gibi stratejiler izlenebilir (Köse, 2008: 72).

## 2.2. Şirket Değerlemesi

1900'lü yılların başında iş dünyasında üzerinde önemle durulan konular kar maksimizasyonu, ürün mükemmelliği, pazarlama ve satış ağının genişliği ve operasyon süreçlerinin iyileştirilmesi iken; 1960'lı yıllardan sonra kar maksimizasyonu yerine değer maksimizasyonu kavramı önemli hale gelmeye başlamıştır. Günümüzde modern muhasebe ve finansın tartıştığı en önemli konulardan birisi şirket değerlemesidir. Bu kapsamda derinleşen finansal piyasalarda işletmenin sahip olduğu unsurların hesaplanarak değerlendirilmesi ve şirket değerinin tespit edilmesi önem arz etmektedir (Aydın, 2012: 88; Ünlü, 2008: 4; Demir ve Bahadır, 2007: 1).

İşletme ile ilgili kişi ve kuruluşların tümünün işletme hakkındaki bilgileri mali tablolardan elde ettikleri düşünüldüğünde, muhasebe kuramındaki değerlendirme sürecinin önemi net bir şekilde görülebilir. Değerleme işleminin bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin tümünü dolaylı veya doğrudan etkilemesi, değerlendirme işleminin tüm ilgili kişiler açısından önemli kılmaktadır (Bal, 2008: 1). Ancak şirket değerinin zamansal ve mekansal olarak değişmesinin yanında, değerlendirme amaçlarının ve işletmelerin özelliklerinin birbirinden farklı olması da değerlemeyi karmaşıktırarak ve zorlaştırmaktadır. Ayrıca değerlendirme işlemlerinde genel kabul görmüş formüllerin bulunmaması objektif değerlendirme yapılmasını da engellemektedir (Yılmaz, 2009: 37).

### 2.2.1. Değer Kavramı ve Temel Tanımlamalar

Literatürde değer üzerine yapılmış birçok tanım mevcuttur. Bu nedenle çoğu zaman değer kavramı, yanlış anlaşılabilir karmaşık bir konu haline gelmiştir. Değer, öznel bir kavram olup, günlük iş yaşamında farklı şekillerde kullanılmaktadır. Değer kısaca, kontrol edilemeyen piyasalarda bir ürünün aldığı tipik fiyattır (ICAI, 2013: 398). Başka bir ifade ile değer, bir varlığın değişim değeri olarak tanımlanmaktadır. Bu yüzden o varlığı alabilmek için katlanılan varlık ya da para birimi, değeri ifade etmektedir (Aydın, 2012: 90; Tevfik, 2005: 1). Birçok çalışmada değer, bir varlığın sağladığı toplam fayda ya da varlığın birine verilmesi durumunda karşılığında elde edilebilecek varlık miktarı olarak tanımlanmaktadır (Aydın, 2012: 90; Oymak, 2009: 4; Yılmaz, 2009: 35; Tevfik, 2005: 1). Değer, belirli bir zamanda varlık için ödenmesi



olası fiyat anlamına gelmektedir. Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Hakkında Tebliğ'in de değer, satın alınacak bir mal veya hizmet için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik bir kavram olarak tanımlanmıştır (Tınaz, 2009: 23; SPK, 2014).

Değerleme kavramı, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)/Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) Kavramsal Çerçeve'de "ölçümleme" olarak ifade edilmiş ve tanımlanmıştır. UFRS/UMS'ye göre ölçüm, bir işletmedeki tüm kalemlerin bilançoda ve gelir tablosunda tahakkuk ettirilecekleri ve gösterilecekleri parasal tutarların belirlenmesi işlemlerini ifade etmektedir. Bu işlemler, uygulanacak ölçüm (değerleme) esasının da seçilmesini içermektedir (Bal, 2008: 3). Civelek ve Durukan (2011)'a göre değerlendirme, beklenen gelecek fayda ve risklerin dikkate alınarak bir varlığın değerinin belirlenmesi sürecidir. Başka bir ifade ile değerlendirme, gelecekteki faydaları göz önüne alarak bugün için bir varlığın ne kadar paraya değiştirilmesi gerektiğinin ölçülmesidir

([http://management.bu.edu/files/2011/01/UFC\\_Valuation.pdf](http://management.bu.edu/files/2011/01/UFC_Valuation.pdf), 30.09.2014).

Yapılan tanımlamalardan da anlaşılacağı üzere değer, durağan bir kavram iken, değerlendirme belli bir süreci içeren hareketli işlemlerin bütünü olmaktadır. Değerleme faaliyetleri bir varlığın değerinin belirlenmesi sırasında yapılan hesaplamaları, hesaplamada kullanılacak değer ve değer ölçülerinin belirlenmesini ve bunların uygulanıp finansal tablolara taşınması işlemlerini içermektedir (Tokay ve Deran, 2008: 20). Yatırımcılar açısından değer belirlenmesinde öznel ve nesnel olmak üzere iki farklı görüş bulunmaktadır. Öznel değer yatırımcıların pazarda tekel olmak amacıyla bir varlık karşılığında rakiplerine normalin üzerinde bir değer biçmesidir. Nesnel değer ise, yatırımcıların varlık karşılığında maliyet ve fayda ile orantılı bir değer biçmesidir (Sipahi vd., 2011: 2; Oymak, 2009: 5; Yılmaz 2009: 36).

Değerleme bir süreçtir ve işletme sahiplerinin ilgi duyduğu ekonomik değer belirlenmesinde kullanılan bir dizi prosedürü kapsamaktadır (Malucha, 2009: 3). Bir varlığın değerinin tespit edilmesi sürecinde yapılan faaliyetler değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değerleme kapsamında bir işletmenin para dışındaki bina, arsa, makine-teçhizat, mal stoku gibi toplam varlıklarının değerinin takdir ve tahmini yapılmaktadır. Değerleme, portföy için yatırımların seçiminde, birleşme ve satın alma işlemlerinde ödeme veya alım için en uygun fiyatın belirlenmesinde ve işletme çalışırken yatırım, finansman ve temettü seçimlerinin yapılmasında önemli bir önkoşuldur (ICAI, 2013: 398). Değerleme sürecinde bir mal, fikir veya hizmetten sağlanan beklentilerin seviyesi araştırılmakta ve söz konusu varlığın özellikleri hakkında görüş bildirilmektedir (Yılmaz, 2009: 36).

Değerlemenin amacı, işletmenin varlıklarının alım/satım ile ilgili olan tarafların ödemede istekli oldukları uygun piyasa değerinin belirlenerek satış fiyatının bulunmasıdır (Karadeniz vd., 2009: 150; Malucha, 2009: 3; Kurtuldu, 2007: 42). Bir işletmenin değerlemesi, satın alma sürecinde sinerji değerine bağlı olarak alıcının ödemede istekli olduğu fiyatın belirlenmesinde önem arz etmektedir (ICAI, 2013: 399). Şirket değeri, işletmenin sahip olduğu varlıklar, kullanılan teknoloji ve insan kaynakları, organizasyon yapısı gibi unsurların gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilmektedir. Yatırımcılar açısından varlıklar nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade ettiklerinden, şirket değeri nakit akımlarının tahminlemesi yapılarak belirlenmeye çalışılmaktadır. Sonuç olarak işletmelerin piyasa değeri, enflasyon ve riske göre belirlenen, uygun bir iskonto oranı ile indirgenen ve işletmenin maddi ve maddi olmayan varlıklarının gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değeri dikkate alınarak hesaplanmaktadır (Kayalı vd., 2007: 68).

Değer tanımında geçen ve değerle en çok karıştırılan kavram ise fiyattır. Fiyat, bir mal veya hizmet karşılığında istenilen para miktarı olarak ifade edilmektedir (Yılmaz, 2009: 39). Fiyatlama, belli bir zamanda mal ve hizmetlerin pazardaki değerinin para cinsinden ifade edilmesi sürecidir. Bu süreçte önemli olan değer ve fiyatın birbiri ile kesişmesidir (Aydın, 2012: 90; Tefik, 2005: 1). International Valuation Standards Council (IVSC)'in yapmış olduğu fiyat tanımı ise, bir varlık için teklif edilen, sorulan ya da ödenen miktardır (IVSC, 2011: 15; Chambers, 2009: 5).

Bir varlık karşılığında ödenen fiyat, belirli bir alıcı veya satıcının özel çıkarları, mali yetenekleri ya da motivasyonları nedeniyle başkaları tarafından varlığa atfedilen değerden farklı olabilir (IVSC, 2011: 15). Bu yüzden değer zorunlu olarak bir işlemin gerçekleşmesini gerektirmezken fiyat bir işlemin sonucu olmaktadır (ICAI, 2013: 398). Fiyat ile değer arasındaki ortaya çıkan farklılığın nedenleri; alıcı ve satıcı arasındaki bilgi eksikliği, ekonomik belirsizlikler, pazarın yapısı (monopol/oligopol), gerçekçi davranmamak, alıcı ve satıcı arasında varolan pazarlık gücünde denge olmaması ve tavan ya da taban fiyatları belirleyen hükümet politikaları olarak belirtilmektedir (Hatipoğlu ve Yener, 2013: 8). Bu doğrultuda fiyat, belirli bir alıcı/satıcı tarafından belirli şartlar altında mal ve hizmetlere verilen göreceli değer bir göstergesi olmaktadır (SPK, 2014).

### **2.2.2. Değerleme Yapılmasının Nedenleri**

Bugün işletmelerin ve işletme yöneticilerinin amacı sermaye değerini maksimize etmek ve işletmenin ve hisselerinin değerini maksimum kılmaktır (Valipour vd., 2012: 14). Bu yüzden değerlendirme; genel olarak hisse senedi seçiminde, pazar beklentilerini sonuçlandırılmasında,

kurumsal olayların değerlendirilmesinde, bir fikir oluşturmada, işletme stratejilerinin değerlendirilmesinde kullanılmaktadır (ICAI, 2013: 399). Günümüzde değerlendirme değişik amaçlarla çok geniş bir alanda kullanılmaya başlamıştır. Önceki yıllarda değerlendirme, işletmelerin varolan piyasa şartlarında değerini belirleyebilmek iken günümüzde her işletmenin, yatırımcının, borç verenlerin farklı amaçlar ile kullandığı en önemli analizlerden biri durumuna gelmiştir (Aydın, 2012: 94).

Değerleme faaliyetleri çok çeşitli amaçlar için yapılabilmektedir. Chambers'a göre genel olarak değerlemenin amacı, işletmenin uygun ve makul piyasa değerini belirleyerek gelecek döneme ilişkin beklentileri en iyi olan sektörlerdeki güçlü işletmeleri tespit edebilmektir (Chambers, 2009: 7). American Institute of Certified Public Accountants-AICPA tarafından belirlenmiş değerlemenin amaçları ise dört kategoride sınıflandırılmıştır. Bunlar, (1) işlemleri değerlendirme; işletme alıp-satma, birleşme, yeniden sermayelendirme, yeniden yapılanma, proje planlama, alış/satış anlaşmaları, (2) davalar için değerlendirme; iflas, sözleşme anlaşmazlıkları, mülkiyet anlaşmazlıkları, muhalif ve baskıcı hissedar davaları, boşanma davaları, entellektüel varlık anlaşmazlıkları, (3) uyumluluk için değerlendirme; makul değer muhasebesi, vergi sorunları ve (4) planlama için değerlendirme; emlak planlama, kişisel finansal planlama, stratejik planlamadır (ICAI, 2013: 400; Hitchner, 2011: 2). Hitchner (2011) ise yukarı da sayılan amaçlara ek olarak tazminatlarda, hisse senedi opsiyon planlama ve çalışanları hisse senedi edindirme planlamalarında da değerlemenin yapıldığını ifade etmektedir. Scott ve arkadaşları (1996) tarafından yapılan bir çalışmada değerlemenin amaçları arasında borç ödeyebilme gücünün gösterilmesi, fazlalığın belirlenmesi ve temettü dağıtımı, karın raporlanması, finansal yönetim kararları almak da sayılmıştır.

Değerleme; bir gayrimenkulün satın alınması, satılması veya kiraya verilmesi, teminat gösterilerek kredi alınması, açık artırma ve/veya tasfiye amacıyla satılması, hurda değerinin tespit edilmesi, sigortalama işlemlerine esas olacak değer belirlenmesi, vergilendirme işlemleri ve kamu yararı için bir devlet kuruluşu tarafından yapılan istimlâk işlemlerinde kullanılması, mali yapının yeniden düzenlenmesi, yeni yatırımların finansmanı, işletme birleşmeleri ve satın almalarında işletme varlıklarının değerlerinin belirlenmesi ve kar dağıtım oranının tekrar yapılandırılması gibi çok geniş bir kapsamda gerçekleştirilebilir (Serbest, 2007: 9; Kurtuldu, 2007: 40). Fernandez (2004)'in yapmış olduğu çalışmada ise değerlemenin yapılma nedenleri aşağıda şekilde açıklanmıştır:

- Alış ve satış işlemlerinde değerlendirme; alıcıların bir varlık için ödeyeceği en yüksek fiyatın, satıcılar için de o varlığı satabileceği en düşük fiyatın belirlenmesini sağlamaktır.

- Borsada işlem gören şirketler için değerlendirme; borsada hisse fiyatlarının karşılaştırılmasını sağlayarak bir hissenin alınması, satılması ya da elde tutulması kararlarının verilmesini sağlamaktadır.
- Halka arzda değerlendirme; halka arz edilecek hisse fiyatlarının belirlenmesinde kullanılmaktadır.
- Veraset ve miras işlemlerinde değerlendirme; diğer varlıklar ile hisse değerlerinin karşılaştırılmasını sağlamaktadır.
- Değer yaratmaya dayanan tanzim programı; bir işletmenin ya da bir birimin değerlemesi, nicel değer yaratımı için yöneticilerin değerlendirilebilmesini sağlamaktadır.
- Değer yaratan unsurları belirlemek için değerlendirme; bir işletmenin ya da bir biriminin ana değer yaratan unsurlarını belirlemek ve tabakalaştırmak için kullanılmaktadır.
- Stratejik kararlarda değerlendirme; işletmenin sürdürülebilirliğini sağlamak için bir işletmenin satın alınması, birleşme, büyüme, satış vb. stratejik kararlar almada kullanılmaktadır.
- Stratejik planlamada değerlendirme; işletmelerin değer yaratma ve tahribat üzerinde işletme politika ve stratejilerinin önemini ölçülmesini sağlamaktadır. Farklı işletme birimlerini veya bir işletmeyi değerlendirme, aynı zamanda hangi ürünler/ iş hatları/ ülkeler/ müşterilerle ilişkilere devam edilmesi, büyümesi ya da bırakılması hakkında karar verilmesini sağlamaktadır.

Değerlemenin kullanım alanları ve yapılma nedenleri aşağıda yer verilen başlıklar altında kapsamlı bir şekilde ele alınmıştır.

### **2.2.2.1. Portföy Yönetimi ve Değerleme**

Portföy yönetimi ile yatırımcılar, birden fazla menkul kıymete yatırım yaparak riskin azaltılmasını amaçlamaktadır. Bununla beraber bir işletmenin hisselerini alan yatırımcılar hem dönemlik sermaye kazancı sağlamayı hem de kar payı almayı istemektedir. Yatırımcıların bu isteklerini karşılayan senetleri doğru bir şekilde seçebilmek için, değerlendirme yapmak gerekmektedir. Portföye alınacak menkul kıymetlerin seçiminde değerlendirme, önemli bir rol üstlenmektedir (Aydın, 2012: 94; Güler, 2010: 8; Ünlü, 2008: 12; Ercan vd., 2006: 9). Analistler hisse senedinin gerçek değerini; büyüme potansiyeli, risk görünümü ve nakit akımları gibi temel göstergelere ve fiyat, işlem hacmi gibi teknik göstergelere dayandırmaktadırlar. Çünkü bu göstergelerle, işletmenin doğru bir şekilde tespit edilecek değeri arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır (Ercan vd., 2006: 10; Tefvik, 2005: 4-5).

Değerleme faaliyetleri yatırımcıların kullandığı temel analizde, teknik analize göre daha fazla önem arz etmektedir. Temel analizden yararlanan yatırımcılar işletmenin şirket değerini farklı yöntemler kullanarak tespit etmektedir. Bu yöntemlerin uygulanması sonucunda bulunan şirket değeri, işletmenin piyasada oluşan değeri ile karşılaştırılmaktadır. Bu karşılaştırma sonucunda yatırımcılar düşük değerlenmiş hisse senetlerini portföyelerine katmaktadırlar (Ercan vd., 2003: 8).

Portföy yönetimde değerlendirme faaliyetleri, pasif yatırımcılar için minimal bir rol oynarken aktif yatırımcılar için daha büyük bir rol oynamaktadır. Hatta aktif yatırımcılar arasında değerlemenin rolü, yatırımların farklı türleri içinde bile farklılık göstermektedir (Damodaran, 2012: 6; Kumar ve Suhas, 2008: 94; Ercan vd., 2003: 7). Yapılan değerlendirme çalışmaları sonucunda hisse senedinin satılması, alınması ya da elde tutulması yönünde kararlar verilmektedir. Bu bağlamda değerlendirme hem piyasanın etkinliği hem de piyasada yatırım kararı alan tüm yatırımcılar için önem arz etmektedir (Aydın, 2012: 94; Güler, 2010: 8).

#### **2.2.2.2. Finansal Yönetim ve Değerleme**

Finansal yönetimde temel amaç, hissedarlar açısından şirket değerini maksimize etmektir. Bu amaç doğrultusunda işletmenin alacağı projelerin, bu projelerin finansman şeklinin veya işletmenin kar dağıtım politikalarının şirket değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır. Bu yüzden de işletmelerin finansman kararları, kurumsal politikalar ve şirket değeri arasındaki ilişkiler doğru bir şekilde belirlenmelidir (Kumar ve Suhas, 2008: 94; Ercan vd., 2003: 8). Bunun yanı sıra işletmelerin nakit akımlarını ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyen her faktörün şirket değeri üzerinde etkisi bulunmaktadır. Son dönemlerde yönetim danışmanlığı yapan şirketlerin, işletme değerinin nasıl arttırılabileceği konusunda hizmet vermesiyle, işletmelerin finansal yapılarını yeniden yapılandırılmasına yönelik büyük bir pazar oluşmuştur (Güler, 2010: 10; Ercan vd., 2006: 10; Ercan vd., 2003: 8). Bu yüzden değerlendirme, finansal yönetimin birçok alanında anahtar bir rol üstlenmektedir (Kumar ve Suhas, 2008: 94).

#### **2.2.2.3. Birleşme ve Satın Alma İşlemlerinde Değerleme**

Değerleme, birleşme ve satın alma işlemlerinde de merkezi bir rol almaktadır. Küresel ekonominin etkileriyle birlikte rekabetin giderek yoğunlaşması birleşme ve satın alma işlemlerini arttırmaktadır (Kumar ve Suhas, 2008: 94). İşletmeler büyüme, sinerji yaratma, etkin yönetimle karlılığı artırma, yatırım maliyetlerini düşürme, daha büyük borçlanma kapasitesi yaratma, pay senetlerinin değerini artırma, faaliyet konularını farklılaştırma, riski dağıtma, vergi avantajlarından yararlanma, ölçek ekonomilerinden yararlanma, maliyet

tasarrufu sağlama, azalan rekabet sonucu piyasa gücünü artırma, prestij sağlama ve büyüklüğün sağladığı avantajlardan yararlanmak amacıyla hareket etmekte ve çeşitli birleşme ve satın alma işlemlerine girmektedirler (Akkuş, 2010: 108-112; Güler, 2010: 7; Chambers, 2009: 9; Kurtuldu, 2007: 41; Serbest, 2007: 93; Ercan vd., 2006: 10; Gürbüz ve Erginçan, 2004: 204). Yoğun rekabet koşullarında faaliyet gösteren işletmeler, düşük performans gösteren ve değeri olumsuz bir şekilde etkileyen bazı birimlerini elden çıkarmak istemektedir. Bir işletmede değer kaybına neden olan bir birim başka bir işletme için değer artışı yaratabilmektedir (Üreten ve Ercan, 2000: 33).

İşletmeler, birleşme ve satın alma yoluyla üretim kapasitelerini hızlı bir şekilde yükseltmektedirler. Ayrıca birleşmeler sonucunda yeni işletmenin şirket değeri, birleşmeye konu olan işletmelerin varlıklarının ayrı ayrı toplamından daha fazla olmaktadır (Chambers, 2009: 9). Bu amaçla ilk olarak bir işletmede yatırımcılar başka bir işletme ile birleşmeye ya da o işletmeyi satın almaya karar verirken bu işlemlerin kendilerine ne kadar fayda sağlayacağını belirlemelidir (Investopedia, 2010: 5). Bu kapsamda işletmeler, birleşme ve satın alma işlemlerinde söz konusu varlıklar ile ilgili bir teklif verilmeden önce hedef işletme için makul bir değer belirlemeleri gerekmektedir. Aynı zamanda hedef işletmede teklifi kabul ya da red kararı almadan önce kendisi için uygun bir değer belirlemelidir (Antill ve Lee, 2012: 363, Damodaran, 2012: 8; Kumar ve Suhas, 2008: 94). Doğal olarak bu süreçte her iki taraf hedef işletmenin değeri hakkında farklı görüşlere sahip olacaktır. Alıcı taraf olabilecek en düşük fiyata işlemleri gerçekleştirmeye çalışırken satıcı taraf işletmenin değerini mümkün olduğunca yüksek fiyattan belirleme eğiliminde olacaktır (Investopedia, 2010: 5). Bu nedenle birleşme ve satın alma işlemlerinde işletme değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi, bu süreçte alınacak kararlarda önemli rol oynamaktadır (Aydın, 2012: 95).

#### **2.2.2.4. Özelleştirme ve Halka Arz İşlemlerinde Değerleme**

Küreselleşme ve liberalleşme ile birlikte 1980'li yıllardan sonra dünya genelinde devletlerin ekonomideki payını azaltması özelleştirme işlemlerinin yoğunluk kazanmasına yol açmıştır (Aydın, 2012: 95; Güler, 2010: 8; Serbest, 2007: 10; Tefvik, 2005: 6). Özelleştirmenin farklı anlamları bulunmaktadır. Dar kapsamda özelleştirme, bir kurumun üretim faaliyetlerinin kamu sektöründen özel sektör sahipliğine veya kontrolüne geçmesidir (Waigama, 2008: 1; Varner, 2006: 1). Geniş anlamda ise özelleştirme bir ekonomide özel sektör kasıtlı bir şekilde genişletilirken devletin rolünün kısıtlandırılması süreci olarak ifade edilmektedir (Waigama, 2008: 1). Kamu sektöründe yapılan özelleştirmelerin nedenleri arasında maliyetleri düşürmek, daha yüksek hizmet düzeyi sunmak, esneklik, birlikişinin bulunmayışı ve yeni gelir kaynakları

yaratmak sayılabilir (Varner, 2006: 4). Özelleştirme hangi nedenle yapılırsa yapılsın şirket değerlendirme sadece özel sektör işletmeleri için yapılmaz aynı zamanda kamu sektörü işletmelerinin de değerlerinin tespit edilmesi gerekmektedir (Ercan vd., 2003: 10).

Özelleştirme işlemlerinde değerlendirme faaliyetlerinin önemi yadsınamaz. Çünkü bu işlemlerde yaşanan en büyük ikilemlerden biri ülke için çok önemli olan yatırımların yabancı yatırımcılara satılması ve satış fiyatlarının da düşük belirlendiği iddiasıdır. Özelleştirme işlemlerinde en temel konu özelleştirilecek olan kurumun değerinin taraflarca doğru bir şekilde belirlenmesidir. Alıcı ve satıcı tarafından bakıldığında başarılı ve spekülasyonlardan uzak bir özelleştirme süreci ancak doğru tespit edilmiş bir değer ile mümkün olmaktadır (Aydın, 2012: 95; Güler, 2010: 8).

İlk halka arzlar (IPO- initial public offering) işletmelerin finansal piyasa sistemine ilk giriş yöntemidir. Halka arzın ana nedeni, işletmelerin büyümeye devam edebilmeleri için gerekli olan fonların sağlanmasıdır (Reed, 2000: 3). Bunun yanı sıra işletmeleri halka arza iten itibar ve statü elde etme, hayatta kalabilme, değerlendirme ve riski çeşitlendirme gibi birçok neden bulunmaktadır (García-Pérez-de-Lema vd., 2011: 32). Halka arz kararı işletmelerin karlılığının yükselmesini sağlamak başta olmak üzere gelecekteki sermaye maliyetinin düşürülmesi ve işletmelerin stratejik esnekliğinin geliştirilmesi gibi önemli sonuçlar doğurmaktadır (Bancel ve Mittoo, 2009: 845; Reed, 2000: 3).

İşletmelerin halka arz edilmesinde en büyük sorun işletmenin gerçek değerinin belirlenmesidir (Ercan vd., 2003: 10). Çünkü halka arz işlemlerinde değerlendirme faaliyetleri halka arzın başarısı ya da başarısızlığını belirlemektedir. İşletmelerin hisse senedi çıkarımında şirket değerini doğru belirlemeleri ve bu senetlerin fiyatlanmasında bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından çok önemli sonuçlar doğurmaktadır. Çünkü yatırımcılar düşük fiyattan hisselerle sahip olmak isterken hisse sahipleri de olabildiğince yüksek fiyattan hisselerini satmak isteyeceklerdir (Aydın, 2012: 95; Güler, 2010: 9; Chambers, 2009: 11; Oymak, 2009: 7).

#### **2.2.2.5. Kredibilite Analizi ve Değerleme**

Günümüzde ticari faaliyetlerin hız kazanması ve çeşitlenmesi ile birlikte işletmelerin yatırım ve işletme masrafları da sürekli olarak artmaktadır. Çoğu zaman tüm bu gereksinimlerin sadece sermaye ile karşılanabilmesi imkansız olmaktadır. Bu nedenle üretimin aksamaması, malların dağıtımının sağlanması, masrafların karşılanması için bir kredi sistemine ihtiyaç duyulmaktadır (Ünlü, 2008: 13). İşletmelerin ihtiyaç duyduğu bu tür fonlar kredi kurumları tarafından karşılanmaktadır (Aydın, 2012: 96).

Kredi alınması sürecinde kredi veren bu kurumlar, şirketlerin değerlerini ve nakit akımlarını titizlikle hesaplamaktadırlar. Çünkü işletmelerin alabilecekleri kredinin miktarı ve krediyi ödeme yeterlilikleri yapılan değerlendirme çalışmasının sonucunda ortaya çıkmaktadır (Aydın, 2012: 96; Ercan vd., 2003: 11). Bu amaçla yapılan değerlendirme işlemleri aynı zamanda işletmelerin aldıkları kredinin verimli bir şekilde kullanılmasına olanak vererek kaynaklarının da etkin kullanılmasını sağlamaktadır (Aydın, 2012: 96).

#### **2.2.2.6. Marka Değeri ve Franchising İşlemlerinde Değerleme**

Marka, bir işletmenin mal ve hizmetlerini diğer işletmenin ürettiği mallardan ayrılmasını sağlayan bir işaret olarak tanımlanmaktadır. Marka, günümüzün rekabet koşullarında işletmeler için en değerli varlıklardan biridir. Çünkü marka, talebi oluşturmada, çalışanları teşvik etmekte, ortaklara güven vermekte ve finans çevrelerini ikna etmektedir. Ayrıca işletmelerin pazar payını arttırarak büyüme stratejilerinin gerçekleşmesini sağlamakta ve piyasa değerlerini yükseltmektedir (Chambers, 2009: 226; İlgüner, 2009: 168).

Markalar, işletmelerin maddi olmayan bir varlık kalemidir ve şirket değerliliğinde önemli bir pay almaktadır. Çünkü bu varlıklar, şirket değerini yükseltme gücüne sahiptir ve işletmelere yüksek karlılık getirmektedir. Piyasada lider konumdaki işletmeler, stratejik kararlar öncesi markanın önemini ve değerini hesaplamaktadırlar (Duguleana ve Duguleana, 2014: 44; Aydın, 2012: 96; İlgüner, 2009: 168; Ünlü, 2008: 25). Marka satın alma, artık sadece bir ürün almak değil, aynı zamanda bir müşterinin deneyimini de kapsamakta ve hatta belli bir yaşam tarzını yansıtmaktadır. Marka değerlendirme faaliyetlerinin önemi özellikle işletme birleşmeleri ve satın almaları ile ortak girişim işlemlerinde gittikçe yükselmektedir. Özellikle birleşme ve satın almalarda (Nokia-Windows, Godiva-Ülker gibi), belirlenen değer önemli bir kısmı işletmenin marka değerinden meydana gelmektedir (Aydın, 2012: 96; İlgüner, 2009: 169; Ünlü, 2008: 25; Antic vd., 2007: 200; Ercan vd., 2006: 12).

Franchise işletmeleri, tek başına faaliyet gösteren işletmelerden daha büyük bir ekonomik etkiye sahip olmaktadır. Franchise işletmeler, satın almalar yoluyla franchise olmayan tedarikçilerin ek ekonomik faaliyetlerini canlandırmaktadır (Schaeffer ve Ogulnick, 2008: 37). Franchise işletmeleri, franchise markasından, franchise veren işletmenin desteğinden ve tutundurma faaliyetlerinden yararlanmaktadır. Bu yüzden franchise almak isteyen işletmelerin sayısı gittikçe artmaktadır. Bu bağlamda franchise veren/alan taraflar açısından değer doğru bir şekilde belirlenmesi önem taşımaktadır (Ercan vd., 2006: 12). Yapılan değerlendirme işlemi sonucunda franchise almak isteyen yatırımcılar, franchise veren işletmeler



arasından düşük değeri olan işletmeleri tespit edip bu bilgilere göre en doğru yatırım kararlarını almaya çalışmaktadır (Ercan vd., 2003: 9).

### **2.2.2.7. Tasfiye İşlemleri ve Değerleme**

İşletmeler bazı nedenlerden dolayı faaliyetlerine son vermek durumunda kalabilirler. Tasfiye olarak adlandırılan bu dönemde şirket değerinin doğru tespit edilmesi gerekmektedir. Tasfiye edilen işletmelerde kullanılan değerlendirme yöntemleri, diğer işletmelerde kullanılan yöntemlere göre farklılıklar gösterebilir. Tasfiye işlemlerinde işletmenin bütün varlıklarının nakdi değeri belirlenmekte ve bu değerden işletmenin borçları düşüldükten sonra kalan tutar hesaplanmaktadır. Bu yüzden işletme varlıklarının nakit değeri doğru bir şekilde tespit edilerek şirket değerinin hesaplanması, tarafların tasfiye sonrası haklarının doğru olarak belirlenmesi ve bu hakların korunması açısından önemli olmaktadır (Aydın, 2012: 97; Oymak, 2009: 44; Kurtuldu, 2007: 44; Serbest, 2007: 5; Ercan vd., 2006: 12).

### **2.2.3. Değerlemede Dikkat Edilmesi Gereken Unsurlar**

Bir işletmenin değeri, söz konusu işletmenin gelecekte elde edeceği nakit akışına ve bu nakit akışının elde edilmesindeki riske bağlıdır. İşletmelerin finansmanı hususunda alınan kararlar hem nakit akışlarının miktarını hem de risk derecesini etkilemektedir. Alınan finansal kararların merkezinde işletme değeri ve bu değeri etkileyen unsurların analizi bulunmaktadır (Akgüç, 2011: 2). İlgili literatürde işletmelerin değerini etkileyen bu unsurlar, işletmenin faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomik durumu, sektörün durumu ve işletmenin durumu olarak belirtilmektedir (Sipahi vd., 2011: 9). Ancak tüm işletmeler sayılan bu unsurlardan aynı oranda etkilenmemektedir. Bazı işletmeler bir unsurdan olumsuz bir şekilde etkilenirken başka bir işletme aynı durumdan olumlu bir şekilde etkilenebilmektedir (Düzer, 2008: 41). Aşağıda bu unsurlardan bazıları kısaca açıklanmıştır.

#### **2.2.3.1. Ekonomi ile İlgili Unsurlar**

Makroekonomi, tüm işletmelerin faaliyet gösterdikleri çevredir. Tüm ülkeler açısından makroekonomik politikaların temel amaçlarından birisi de ekonomik istikrardır (Agalega ve Antwi, 2013: 108; Bodie vd., 2013: 375). Bir ülkenin ekonomik çevresi, değişik faaliyet alanlarında varlıklarını sürdüren farklı boyutlardaki birçok işletmeden oluşmaktadır. Bir ülkenin ekonomisi sistem olarak kabul edilirse, farklı boyutlarda ve farklı faaliyet alanlarında yer alan işletmeler bu sistemin alt sistemlerini oluşturur (Ceylan ve Anbar, 2014: 15). Bu yüzden ülkenin ekonomik koşullarının onu oluşturan alt sistemlerini yani işletmeleri etkileyeceği muhakkaktır.

Ekonomik göstergelerin iyi gitmesi işletmeler açısından olumlu karşılanırken, ekonomik göstergelerin ciddi bir şekilde riskli durumu işaret ediyor olması da işletmeleri olumsuz yönde etkilemektedir. Ülke ekonomisindeki gelişmelerin gelecekte olumlu bir seyir izleyeceğine ilişkin beklentiler, tüketicilerin harcama eğilimini yükseltmektedir. Bu durumda, işletmenin satışları ve dolayısıyla karlılıkları artacaktır. Bu gelişmelerde, doğal olarak işletmenin değerini yükseltecektir. Fakat bu etkilenme derecesi işletmeler arasında farklılıklar gösterebilir (Düzer, 2008: 41). Bu bağlamda işletmeler ekonominin gidişatını iyi bir şekilde analiz etmeli ve en uygun stratejileri seçmelidirler (Ceylan ve Anbar, 2014: 15). İşletmelerin değerini etkileyen ekonomi ile ilgili faktörler; gayri safi milli hasıla (GSMH), para arzı, enflasyon oranı, faiz oranları ve istihdam düzeyi başlıkları altında aşağıda açıklanmıştır.

#### **2.2.3.1.1. Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)**

Milli gelir büyüklüğünün bir ülkenin politik ve ekonomik gücünü gösterdiği kabul edilmektedir. Bir ülkede bir yıl içerisinde farklı sektörlerde üretilen mal ve hizmetlerin piyasa fiyatlarının toplamı Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) olarak ifade edilmektedir (Ceylan ve Anbar, 2014: 26; Ülgen ve Mirze, 2013: 86; Hameed ve Ume, 2011: 1358; Alkin vd., 2008: 263). Başka bir ifade ile GSMH, belli bir zaman diliminde belirli bir alandaki vatandaşlar tarafından sahip olunan kaynaklarla gerçekleştirilen ekonomik mal ve hizmet üretiminin büyüklüğünün bir ölçüsüdür (Al-Abedallat ve Al shabib, 2012: 132). Bu ölçütler, ekonomik faaliyetlerin bir istatistiği olup ekonomik performansın değerlendirilmesinde yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Bilindiği gibi GSMH, milli gelir, üretim ve büyümenin ölçüsü niteliğindedir (Bodie vd., 2013: 376; Hameed ve Ume, 2011: 1358; Alkin vd., 2008: 263).

GSMH'da geçmiş yıllara göre artışlar yaşanıyorsa, bu durum ilgili ülkenin aldığı ekonomik ve politik kararların başarılı olduğunu göstermektedir (Ceylan ve Anbar, 2014: 26). GSMH aynı zamanda bir ülkenin üretim gücünün ve dolayısıyla da işletmelerin üretim güçlerinin göstergesidir. Sonuç olarak işletme değeri ve GSMH birbirini karşılıklı olarak etkilemektedir (Düzer, 2008: 42). Ancak yüksek enflasyonun bulunduğu ülkelerde GSMH artışları refah ölçütü olarak kullanılacaksa enflasyondan arındırılmış reel değerlerin kullanılması daha gerçekçi olacaktır (Alkin vd., 2008: 271).

#### **2.2.3.1.2. Para Arzı**

Para politikası, ekonomik büyümeye ve istikrara yönelik bir dizi amaca ulaşmak için para arzının, paraya erişebilirliğin veya paranın maliyetinin (faiz oranının) devlet, merkez bankası veya para otoriteleri tarafından kontrol edildiği bir süreç olarak tanımlanmaktadır

(Hameed ve Ume, 2011: 1348). Para politikası, makroekonomiyi etkileyen para arzı manipülasyonunu ve talep politikalarını temsil etmektedir. Para politikası, büyük ölçüde faiz oranı üzerindeki etkisi yoluyla çalışmaktadır (Bodie vd., 2003: 389). Para politikası ile piyasadaki para arzı değiştirilerek toplam talep miktarı ve fiyatların genel düzeyi düşürülmekte ve böylece milli gelir ve istihdam hacminin olumlu yönde etkilenmesi amaçlanmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2013: 85).

Bir ekonomide belirli bir dönemde dolaşımda bulunan her türlü paranın toplam miktarı para arzı olarak ifade edilmektedir (Hameed ve Ume, 2011: 1359; Düzer, 2008: 42). Para arzında meydana gelen yükselişler, kısa vadede faiz oranlarını düşürmekte ve sonuç olarak yatırım ve tüketim talebini teşvik etmektedir. Uzun vadede ise, daha yüksek bir para arzı, sadece daha yüksek bir fiyat düzeyine neden olmaktadır ve ekonomik faaliyetler üzerinde sabit bir etkisi bulunmamaktadır. Bu yüzden para politikasını yürütmekle görevli organlar, zor bir dengeleme eylemi ile yüzleşmektedir (Bodie vd., 2003: 389). Çünkü bu organların, para politikası araçlarını kullanarak alacağı önlemler, ekonomide bir durgunluğa yol açabilmektedir. Bu durumdan işletmelerin değerleri de olumsuz yönde etkilenebilmektedir (Düzer, 2008: 42).

### **2.2.3.1.3. Enflasyon Oranı**

Enflasyon, genel olarak ekonomideki fiyat seviyesinde görülen yükseliştir. Enflasyon oranı ise fiyatların genel düzeyinin devamlı olarak yükselmesini ifade eden bir orandır (Ceylan ve Anbar, 2014: 20; Bodie vd., 2013: 376; Ülgen ve Mirze, 2013: 85; Alkin vd., 2008: 251). Düşük enflasyon oranı, bir ülkenin ekonomik istikrarının işareti iken yüksek enflasyon oranı ise genellikle aşırı ısınmış ekonomilerle ilişkilendirilmektedir. Bu tür ekonomilerde mal ve hizmetlere olan talep, üretim kapasitesini aşmaktadır. Bu durum fiyatların üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. Dolayısıyla da paranın satın alma gücü azalmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2013: 85; Alkin vd., 2008: 251; Banga, 2003: 15; Bodie vd., 2003: 385).

Genelde işletmeler toplumdaki gelir dağılımının ve ödemeler dengesinin bozulması gibi nedenlerle enflasyondan olumsuz yönde etkilenmektedirler (Ülgen ve Mirze, 2013: 85). Ayrıca enflasyon dönemlerinde işletmelerin karlarında enflasyondan kaynaklanan fiktif bir artış meydana gelebilir. Bu artışın bir sonucu olarak, işletmelerin ödeyeceği vergi artmakta, işletmelerin temettü kararları etkilenmekte ve çalışanlara prim verilmesi gibi işletme ile ilgili rasyonel olmayan kararların alınması gerekmektedir (Düzer, 2008: 43). Bu bağlamda işletme yöneticilerinin bu dönemlerde ortaya çıkan uzun vadeli kaynak arzındaki azalmalara karşı etkin işleyen bir politika yürütmeleri tavsiye edilmektedir (Büker vd., 2007: 17).

#### 2.2.3.1.4. Faiz Oranları

Bir kişinin başka birinin parasını kullanması karşılığında ödenen ücret faiz olarak bilinmektedir. Başka bir ifade ile fonların kullanımına yönelik ödenen veya alınan paranın toplamı faiz oranı olarak ifade edilmektedir (Khan ve Sattar, 2014: 144-145).

Faiz oranı doğrudan veya finansal araçlar vasıtasıyla talep edenlere veya borçlulara fonların kanalize olmasını etkileyen önemli bir unsurdur (<http://ecedweb.unomaha.edu/ve/library/boir.pdf>, 25.12.2014). Bilindiği gibi işletmelerin yaptıkları yatırımların büyük bir kısmı borçlanma yoluyla karşılanmaktadır. Eğer borçlanmanın maliyeti yükselirse yani faiz oranları yükselirse işletme yatırımlarından beklediği karlılığa ulaşamayacaktır (Alkin vd., 2008: 290). Bu yüzden faiz oranları, işletmelerin yatırım harcamalarının anahtar belirleyicisidir. Çünkü yüksek faiz oranı, gelecek nakit akımlarının bugünkü değerini azaltmakta olup yatırım fırsatlarının çekiciliğini de düşürmektedir (Bodie vd., 2013: 376; Bodie vd., 2003: 385). Faiz oranlarının yükseliş gösterdiği dönemlerde işletmelerin kaynak maliyetleri artmakta, bu durumda şirket değerini olumsuz etkilemektedir. Bunun bir sonucu olarak işletmelerin büyümeleri yavaşlamakta ve hatta durma noktasına gelmektedir (Düzer, 2008: 43). Bu nedenle faiz oranı, işletmelerin yatırım harcamalarını belirleyen temel etken olmaktadır (Bodie vd., 2013: 376).

#### 2.2.3.1.5. İstihdam Düzeyi

Genel olarak istihdam emek faktörünün üretim sürecine katılmasıdır (Ay, 2012: 322). Başka bir ifade ile istihdam, çalışma isteğinde olan bireylerin hizmetlerinden yararlanılmak amacıyla çalıştırılmasıdır (Alkin vd., 2008: 250). İşsizlik, piyasada var olan genel fiyat seviyesinden çalışmak istendiği halde iş bulunamama durumu olarak tanımlanmaktadır (Ay, 2012: 321). Bu kapsamda işsizlik oranı, henüz iş bulamamış toplam işgücünün yüzdesi olmaktadır (Bodie vd., 2013: 376).

İşsizlik oranındaki değişimin incelenmesi ekonomide enflasyon baskısının, refah düzeyi üzerindeki olası etkilerinin ve ekonomik faaliyetlerin nedenlerinin değerlendirilmesinde yararlı olmaktadır (Barnichon ve Figura, 2010: 3). Ülkeler açısından işsizlik oranı, ekonomik faaliyetlerin önemli bir belirleyicisi ve hangi ülkelerin tam kapasite çalıştığını ölçen önemli bir göstergedir (Bodie vd., 2013: 376; Barnichon ve Figura, 2010: 3; Bodie vd., 2003: 385). İstihdam düzeyinin artması o ülkede çalışan kişi sayısının arttığını ve işsizlik oranının düştüğünü göstermektedir. İstihdam düzeyinin artması ile birlikte toplam mal ve hizmet üretimi artacak, böylelikle milli gelir artacak; milli gelirin artması da ekonomilerde refahın ortaya

çıkmasını sağlayacaktır. Sonuç olarak işletmeler de bu durumdan olumlu yönde etkilenecek ve şirket değerlerinde yükselişler meydana gelecektir (Düzer, 2008: 43).

### **2.2.3.2. Endüstri ile İlgili Unsurlar**

Ülke ekonomisi değişik endüstrilerden oluşmaktadır. Bu endüstrilerin kendilerine özgü yapıları ve ekonomi içinde farklı ağırlıkları bulunmaktadır. Bununla birlikte bazı endüstri dalları ülke ekonomisi paralelinde gelişme gösterirken bazıları daha yavaş bir seyir izlemekte bazıları ise hızlı yükselişler gösterebilmektedir (İnam, 2007: 475). Bu süreçte işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri dalının ekonomi genelindeki yeri, yaşam döngüsü içindeki aşaması, teknolojik gelişmelerden etkilenme hızı, sermaye yapısı, mal ya da hizmetlere olan talep, ihracat imkanı, kapasitedeki değişimler ve hammadde sağlanabilirliği gibi hususlar analiz edilmektedir (Düzer, 2008: 44). Endüstri ile ilgili unsurlar aşağıda açıklanmıştır.

#### **2.2.3.2.1. Teknolojik Değişmeler**

Günümüzün işletme çevresinde teknolojik değişimler önemli bir rol oynamaktadır. Teknoloji, bilgi ve donanım, bilginin etkisi ve bilgilendirme faaliyetleri, malzeme değişkenliği ve araştırma süreçleri gibi yapılardan oluşmaktadır. Bu yapı, girdileri çıktılarına dönüştürmek için mevcut teknikler ve prosedürleri ve bunların uygulanması ile ilgili faaliyetleri veya süreçleri içermektedir (Donat, 2010: 40).

Teknolojik değişimler; bilgi teknolojilerindeki değişimler ve bir sektöre özgü teknolojik gelişmeler olmak üzere iki şekilde ortaya çıkmaktadır (Cadle vd., 2010: 4). Teknolojik değişimlerle birlikte işletmelerin gerek iç gerekse dış çevresinde yaşanan gelişmeler işletmeleri değişime zorlamaktadır. İşletmelerin verimli bir şekilde çalışabilmeleri, karlılıklarını korumaları, pazarda rekabet edebilmeleri, gelişmelerine devam edebilmeleri ve hatta hayatta kalabilmeleri için bu değişimleri yakından takip etmeleri gerekmektedir (İpçioğlu vd., 2009: 122). Teknolojik gelişmelere ayak uyduramayan sektörler yatırımcı açısından riskli olarak görülmektedir (Düzer, 2008: 44).

#### **2.2.3.2.2. Hammaddeye Ulaşılabilirlik**

İşletme faaliyetlerinin etkinliğinde hammadde oldukça önemlidir. Hammadde yönetimi bir işletmenin genel performansında çok kritik bir yere sahiptir. Faaliyetlerin devamı uygun miktar ve kalitede hammaddenin zamanında tedariki ile mümkündür. Talep ve rakiplerin davranışı ve genel fiyat endeksi gibi diğer zorlukların yanında etkin bir planlama ile hammaddeye erişebilirlik, devir hızı, stok seviyesi ve faaliyet düzeyi belirlenmelidir (Akındipe, 2014: 37). İşletme yönetimlerinde aksaklığa neden olmamak adına hammadde sağlanmasında

süreklilik ve güvenilirlik bulunmalı, fiyatı uygun olmalı ve kolay ulaşılabilir olmalıdır (Karalar vd., 2008: 43). Bu açıdan sektörün hammadde kaynaklarını kolayca temin edebilmesi işletmeler açısından çok önemlidir. Buna ek olarak hammadde fiyatlarında yaşanacak olumsuz bir artış veya temininde yaşanacak bir aksaklık maliyetlerin artmasına, üretimin yavaşlamasına ve hatta üretimin durmasına sebep olabilir. Bu durum işletmelerin rekabet gücünü azalttığı gibi, tüketicilerin ikame mallarına yönelmelerine de neden olabilir (Düzer, 2008: 44).

#### **2.2.3.2.3. Hükümet Politikalarındaki Değişmeler**

Hükümetler piyasaya mali politikalar veya para politikaları yoluyla müdahale ederler. Hükümetlerin bu müdahalelerde en çok kullandıkları araçlar, para arzındaki değişimler, faiz oranları, vergi gelirleri ve devlet harcamalarıdır (Can ve Yılmaz, 2014: 263; Bodie vd., 2013: 379; Fung vd., 1999: 19). Mali politikalar, hükümet harcamalarını ve vergi faaliyetlerini temsil etmektedir ve talep yönlü yönetimin parçası olmaktadır. Hükümet harcamalarındaki düşüşler doğrudan mal ve hizmetlere olan talebi düşürmektedir. Benzer şekilde vergi oranlarındaki artışlar ise tüketicilerin gelirlerini çekmekte ve sonuç olarak tüketimi hızlı bir şekilde azaltmaktadır. Para politikaları ise makroekonomiyi etkileyen para arzı manipülasyonunu ifade etmektedir ve talep yönlü yönetimin diğer ana bacağına oluşturmaktadır (Bodie vd., 2013: 379-380). Hükümetlerin kullanmış oldukları bu araçların bazıları sektörleri olumlu yönde etkilerken, bazı kararlarda olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Düzer, 2008: 45).

#### **2.2.3.2.4. Rekabet Koşulları**

Rekabet, işletmeler arasında tüketicilerin ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla üretilen mal ve hizmetlerin satışı sürecinde yaşanan yarışdır (Ceylan ve Anbar, 2014: 17). Sektörde bulunan yüksek rekabet düzeyi, mevcut ortaklıkların patent haklarının olmaması ve diğer işletmelerin piyasaya girmesini engelleyici etkenlerin olmaması gibi unsurlar işletmeler açısından riski artırmaktadır (Düzer, 2008: 45). Aynı zamanda sektörde çok sayıda rakibin bulunması, bu rakiplerden bir veya daha fazlasının fiyatları indirmek sureti ile müşteri kazanmaya çalışması anlamına gelmektedir (Kaiser, 2008: 18). Bu nedenle işletmeler daha verimli çalışmak zorunda kalırken kar marjları da azalmaktadır (Büker vd., 2007: 16). Sonuç olarak işletmelerin buldukları sektörde iş yapmaları zorlaşmaktadır (Ceylan ve Anbar, 2014: 18).

### **2.2.3.2.5. Satış Zorluğu**

İşletmelerin rekabet ve sosyal iklim gibi çevresel faktörlerin etkisi ile satış performanslarında artış veya azalış yaşanabilmektedir (Kimiyyu, 2013: 11). İç ve dış pazarlarda kolay bir şekilde faaliyet gösterilmesi ve satış zorluğu yaşamaması gibi unsurlar sektöre dahil olan işletmelerin piyasa değerlerinin yükselmesine katkıda bulunmaktadır (Düzer, 2008: 45).

### **2.2.3.3. İşletme ile İlgili Unsurlar**

Likidite derecesi, çalışma sermayesi ve varlıkların kullanım etkinliği, karlılık durumu, sermaye yapısı, yönetim yapısı, araştırma geliştirme giderleri, entelektüel sermaye ve kar payı dağıtım politikaları şirket değerini etkilemektedir. Bu hususların şirket değeri üzerindeki etkisi aşağıda açıklanmıştır.

#### **2.2.3.3.1. Likidite Derecesinin Şirket Değeri Üzerine Etkisi**

Likidite, önemli bir değer kaybı olmaksızın işletme varlıklarının hızlı bir şekilde paraya çevrilme yeteneği olarak ifade edilmektedir (Miclea ve Sacui, 2012: 574; Karalar vd., 2008: 341; Ceylan, 2001: 39). Likidite kapsamında iki boyut öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi varlıkların paraya çevrilmesinde geçen süre, ikincisi ise varlığın paraya çevrilmesi sırasında değerinde gerçekleşen değişimdir. Bu bağlamda varlıkların para çevrilme süresi ne kadar kısa ve değerinden ne kadar az bir kayıpla nakde çevriliyorsa likiditesi o kadar yüksek demektir (Karalar vd., 2008: 341).

Likidite, işletmenin nakit durumunu göstererek, vadesi gelen borçları ödeme gücünü ortaya koymaktadır (Düzer, 2008: 46; Raquib vd., 2003: 103; Ceylan, 2001: 39). Aynı zamanda likidite derecesi, işletmelerin çalışma sermayelerinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde önemli bir unsurdur. Uzun vadede bir işletmenin yükümlülüklerini karşılama gücü karlılık ve borçluluk derecesine bağlıdır. İşletmenin, kısa vadede borçlarını ödeyebilecek yeterli nakde sahip olması, özellikle ekonomik kriz dönemlerinde, faaliyetlerini sürdürmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Düzer, 2008: 46).

#### **2.2.3.3.2. Çalışma Sermayesi ve Varlıkların Kullanım Etkinliğinin Şirket Değeri Üzerine Etkisi**

Çalışma sermayesi işletmelerin günlük faaliyetlerini devam ettirebilmesi için gerekli olan sermaye olarak tanımlanmaktadır (Charitou vd., 2010: 63). Çalışma sermayesi, işletmenin performansını ve likiditesini etkilediğinden başarısı veya başarısızlığı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Vural vd., 2012: 488). Bu bağlamda özellikle işletmelerin tam kapasitede çalışması, üretimi aralıksız sürdürmesi, iş hacmini genişletmesi, yükümlülüklerini

karşılabilmesi, kredibilitesini artırması, olağanüstü durumlarda mali yönden zorluk yaşamaması ve faaliyetlerini karlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi için çalışma sermayesi önemli bir unsurdur (Düzer, 2008: 46).

İşletmeler faaliyet gösterdikleri ülkenin ve sektörün durumu ile kendi koşullarını da değerlendirerek en doğru çalışma sermayesi modelini belirlemelidirler (Karalar vd., 2008: 344). Uygun bir çalışma sermayesi modeli ile varlıklar etkin kullanılabilir ve genel bir ifadeyle daha az varlıkla daha çok gelir yaratılabilir. Varlıkların etkin bir şekilde kullanılması da işletme verimliliğini yükselterek şirket değerini olumlu yönde etkileyecektir (Düzer, 2008: 46).

#### **2.2.3.3.3. İşletmenin Karlılık Durumunun Şirket Değeri Üzerine Etkisi**

Genel olarak karlılık, işletmenin kar oluşturmadaki yeteneği olarak tanımlanmaktadır (Putu vd., 2014: 35). Karlılık, bir işletmenin yapısında ve gelişiminde önemli bir role sahiptir. Çünkü karlılık bir işletmenin başarısını ve performansını ölçmektedir. Aynı zamanda karlılık işletmenin piyasadaki itibarını ve şöhretini arttırmaktadır (Bhutta ve Hasan, 2013: 19). Bununla beraber karlılık, bir işletmenin değer yaratmada gerçekten başarılı bir kurum olarak görülüp görülmediğini de yansıtmaktadır. Çünkü şirket değerini etkileyen en önemli faktörlerden birisi karlılık seviyesidir (Raquib vd., 2003: 103).

Karlılığı yüksek olan işletmelerin hisse senetlerinin değeri de yükselmektedir. Daha yüksek hisse fiyatları, şirket değerinin yükselmesine etki etmektedir. Hisse senetlerinin değerinin yükselmesi işletmeye yatırım yapmak isteyen yatırımcıları cezbetmektedir. Yüksek karlılık ile yaratılan daha yüksek şirket değeri daha fazla kar payı dağıtımını olasılığı oluşturmaktadır (Putu vd., 2014: 35). Dolayısıyla şirket değeri karlılık ile doğrudan ilişkilidir. Karlılığı yüksek işletmelerin pazardaki rekabet güçleri de yüksek olmakta ve yatırımcılar açısından daha az riskli işletmeler olarak değerlendirilmektedir (Düzer, 2008: 47).

#### **2.2.3.3.4. Sermaye Yapısının Şirket Değeri Üzerine Etkisi**

Sermaye yapısı teorisi, bir şirketin değerlemesiyle yakından ilişkilidir (Frentzel, 2013: 11). Sermaye yapısı, bir işletmenin varlıklarını, operasyonlarını ve gelecekteki büyümesini finanse etmek için kullanılan uzun ve kısa vadeli borçlarını ve özkaynaklarını ifade etmektedir (Frentzel, 2013: 4; Moyer vd., 1995: 491). İşletme yönetiminde önemli olan husus varlık yapısını belirlemek ve bu varlık yapısına en uygun finansman kaynaklarını seçmektir. Finansman kaynakları seçilirken, bu kaynakların maliyeti ve belirlenmiş olan sermaye yapısının işletme riski ve piyasa değeri üzerindeki etkisi de dikkate alınmaktadır (Aydın vd., 2010). Bir işletmenin sermaye maliyeti piyasa tarafından belirlenen riske bağlıdır. Ayrıca işletmenin



borçlanma maliyeti borç veren kurumun beklenen getirisi ile aynı olmayacaktır. Benzer şekilde özsermaye maliyeti, yatırımcının işletmeyi satın alırken beklediği getiri ile aynı olmayacaktır. Her iki durum arasındaki farklılık riskin maliyet değeri olmaktadır (Howard, 2008: 78).

Optimal sermaye yapısı ile işletmeler; risk ve getiri oranları arasında denge kurmak, sermayenin ağırlıklı maliyetini en aza indirmek ve işletmenin sahip olduğu menkul kıymetlerin toplam değerini maksimize etmek gibi amaçlara ulaşmaktadır (Aydın vd., 2010; Usta, 2005: 43; Moyer vd., 1995: 491). Bilindiği gibi optimal sermaye yapısı, ortalama sermaye maliyetlerinin minimize edildiği işletmenin toplam değerinin de maksimize edildiği sermaye yapısıdır. İşletmelerin üretim hacmi, satışlarının büyüme hızı ve devamlılığı, varlıklarının yapısı ve sektördeki rekabet koşulları sermaye yapısını etkileyen unsurlardır (Ceylan ve Anbar, 2014: 289). Bu yüzden işletmeler, bu kaynakları optimal bir şekilde bir araya getirerek işletme değerini maksimum seviyeye çıkarmayı amaçlamaktadırlar (Frentzel, 2013: 11; Aydın vd., 2010; Düzer, 2008: 48; Usta, 2005: 44). Sermaye yapısı üzerinde; net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve modigliani-miller yaklaşımı olmak üzere dört temel yaklaşımın etkisi bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar aşağıda kısaca açıklanmıştır. Bunlar;

**Net Gelir Yaklaşımı:** Bu yaklaşım şirket değerinin hesaplanmasında kaldıraç faktörünün etkisini en fazla dikkate alan yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, borç kullanarak sermaye maliyetinin düşürülebileceği ve sonuç olarak piyasa değerinin yükseltilebileceği savunulmaktadır. Ancak işletmelerin faiz ödemeleri arttıkça likidite riskleri de artmaktadır. Başka bir ifade ile işletmelerin özsermaye ve borçlanma maliyetleri yükselmektedir. Böylece ağır borç yükü altına giren işletmeler, karlı yatırım alanlarına girmekte zorlanmaktadır. Bu nedenle, sürekli borçlanma yoluyla şirket değerinin yükseltilebileceği tartışmalı bir konu olmaktadır (İskenderoğlu vd., 2012: 296; Akgüç, 2011: 485; Aydın vd., 2010; Chambers, 2009: 142; Demirhan, 2009: 678; Yılgör ve Yücel, 2007: 2).

**Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı:** Net faaliyet geliri yaklaşımında şirket değerinin sermaye yapısındaki değişikliğe bağlı olarak değişmeyeceği ve işletmenin sermaye yapısı bileşenlerinin oranları nasıl olursa olsun şirket değerinin sabit kalacağı ifade edilmektedir. Net gelir yaklaşımının aksine bu yaklaşımda, işletmenin borçlanma düzeyindeki artışın özsermaye maliyetini artıracığı savunulmaktadır. Buna bağlı olarak da sermaye yapısında yabancı kaynaklara ağırlık verilmesinin ortalama sermaye maliyetini düşürme ve şirket değerini artırma ihtimali olmamaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 231; İskenderoğlu vd., 2012: 296; Akgüç, 2011: 489; Aydın vd., 2010; Chambers, 2009: 139; Yılgör ve Yücel, 2007: 2; Usta, 2005: 45).

**Geleneksel Yaklaşım:** Sermaye yapısında net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımları birbirine zıt iki yaklaşım olarak ifade edilmektedir. Bu iki yaklaşım arasında denge kuran geleneksel

yaklaşımında ise işletmeler açısından tek bir optimal sermaye yapısı bulunmaktadır. Bununla beraber bu yaklaşım, işletmelerde borç/öz kaynak oranını artırmanın, öz kaynak maliyetini yükselteceğini de savunmaktadır. Böylece kaldıraç etkisini arttırmak yoluyla ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve işletmenin piyasa değerini yükseltebilmektedir. Ancak bu durum belli bir noktaya kadar devam etmektedir. Bu noktadan sonra işletmeler yabancı kaynak kullanmaya devam ederlerse, yabancı kaynak ve öz kaynak maliyetlerindeki artış nedeniyle şirket değeri düşmeye başlayacaktır (İskenderoğlu vd., 2012: 296; Akgüç, 2011: 491-492; Aydın vd., 2010; Chambers, 2009: 144; Usta, 2005: 46).

**Modigliani-Miller Yaklaşımı:** Modigliani-Miller yaklaşımında işletmelerde sermaye yapısı, arbitraj işlemi ile açıklanmaktadır (Aydın vd., 2010; Yılgör ve Yücel, 2007: 2; Usta, 2005: 47). Öne sürülen yaklaşıma göre vergi unsurunun bulunmadığı etkin sermaye piyasalarında, işletmelerin piyasa değerleri sermaye yapısından bağımsız olmaktadır. Dolayısıyla Modigliani ve Miller işletmelerde optimal sermaye yapısına ulaşamayacağını savunmaktadır (İskenderoğlu vd., 2012: 296). Kısacası Modigliani ve Miller'e göre bir işletmenin değeri, o işletmenin sermaye yapısına değil karlılığına ve riskine bağlı olarak değişmektedir (Chambers, 2009: 145). Modigliani ve Miller'in daha sonraki yıllarda gerçekleştirdikleri çalışmalarında ise vergiyle ilgili varsayımları esneterek vergi avantajının işletmeleri borca yönlendirdiği ve borca ödenen faiz giderlerinin vergi matrahından indirilebileceği buna bağlı olarak işletmede, hissedarlarına yönelik daha fazla nakit akımı yaratılacağı ortaya konulmuştur (İskenderoğlu vd., 2012: 296; Demirhan, 2009: 679).

#### 2.2.3.3.5. İşletmenin Yönetim Yapısının Şirket Değerine Etkisi

Yönetim kadrosunun bilgi ve becerisi şirket değerini maksimize eden unsurlardan birisidir. Şirket değeri, büyük ölçüde yönetim kadrosunda görev alacak kişilerin seçimine ve bu kişilerin aldıkları kararlarda sağlanan koordinasyona bağlıdır. Yönetim kadrosunun tahminleme ve planlama, koordinasyon ve kontrol, yatırım ve finansman, finansal piyasalarla anlaşmak ve risk yönetimi gibi konularda alacağı kararlar ve hayata geçireceği faaliyetler şirket değerinin arttırılmasına yardımcı olmaktadır (Bushman vd., 2013: 2; Düzer, 2008: 50; Brigham ve Houston, 2004: 11). Ancak yönetim kadrosunun şirket değerine olan katkısını doğrudan ölçmek mümkün değildir. Bu katkı, potansiyel bir bilgi kaynağı olan hisse senedi getirileri ile ancak dolaylı olarak ölçülebilmektedir (Warner vd., 1988: 464).

İşletmenin yönetim yapısı, gelir getirici bir unsur olarak kabul edildiği gibi aynı zamanda maliyetleride arttırıcı bir unsurdur. Yöneticilerin işletmelere olan maliyetleri, şirket değerini azaltıcı bir etkide bulunmaktadır. Bu yüzden yönetim kadrosunun şirket değeri

üzerindeki etkisini belirlemek için yönetimin yapmış olduğu faaliyetlerin, maliyetlerini karşılama düzeyini göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Sonuç olarak yönetim kadrosunun alacağı kararların şirket değeri üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkiye sahip olacağını dikkate almak gerekmektedir (Düzer, 2008: 50).

#### **2.2.3.3.6. Araştırma Geliştirme Giderlerinin Şirket Değerine Etkisi**

Gelecekte yaşanacak ekonomik gelişmeler, yeni teknolojik uygulamalar ve buluşlar tarafından yürütülecektir. Bu yeni teknolojileri yürüten ve geliştiren harcama kalemlerinden birisi de araştırma ve geliştirme (AR-GE) faaliyetleridir (Greenstone, 2011: 4). Bu faaliyetler ile yeni teknolojilerin işletmede uygulanabilirliği incelenerek, üretim ve pazarlama bölümlerinde nasıl kullanılabilceği tespit edilmektedir (Coşar, 2008: 48). Bu yüzden hızlı teknolojik değişimlerin yaşandığı günümüzde AR-GE faaliyetlerinin ekonomik büyümeyi etkileyen önemli bir unsur olduğu söylenebilir. AR-GE faaliyetleri inovasyon ölçeklerinden biri olarak değerlendirilmekte ve birçok çalışmada verimlilik artışı sağlayan temel kaynak olarak kabul edilmektedir (Edworthy ve Wallis, 2009: 2).

İşletmelerin bu faaliyetlere verdikleri önem dereceleri farklılık gösterebilir. İşletmelerin AR-GE'ye verdikleri önemi, yapmış oldukları AR-GE giderleri ile ölçmek mümkündür. Genel olarak işletmelerin faaliyet gösterdikleri sektör gelişim aşamasında veya sektörde öncü durumda ise AR-GE faaliyetleri yüksek düzeyde olabilir. AR-GE faaliyetlerini yüksek seviyede tutarak teknolojik gelişmeleri yakından takip edebilen işletmeler, sektörde maliyet liderliğine ulaşmakta, daha kaliteli ürünlerle ürün farklılaştırmaya giderek rekabet gücü kazanabilmektedir. Sonuç olarak AR-GE faaliyetleri, işletmelerin yeni ürün yaratma veya ürün geliştirmesini destekleyen bir unsur olup, rakip işletmelere göre avantaj elde edilmesini ve şirket değerinin arttırılmasını sağlamaktadır (Coşar, 2008: 48; Düzer, 2008: 51; Köse, 2008: 271).

#### **2.2.3.3.7. Entelektüel Sermayenin Şirket Değerine Etkisi**

Yoğun bir rekabetin yaşandığı günümüzde işletmeler, rakiplerini yakalayabilmek veya onları geçebilmek ya da pazarda avantajlı konuma geçebilmek amacıyla performanslarını arttırıcı başarı faktörleri üzerine odaklanmaktadır. Geçmiş yıllarda maddi varlıklar üzerine odaklanan yöneticiler, işletmeler için asıl fark yaratan unsurun beşeri sermaye olduğunu kabul etmektedirler (Karacaer ve Kapusuzoğlu, 2010: 98; Kurşunmaden, 2009: 40). Genelde entelektüel sermaye olarak da anılan beşeri sermaye, maddi olmayan varlıkların bir bütünü olarak tanımlanmakta ve işletme sermayesi, sosyal sermaye ve insan sermayesi olarak üç grup

altında incelenmektedir. Bu çerçevede ele alındığında, bütün bilgi türlerini içine alan entelektüel sermaye, işletmelerin kültürleri, normları, değerleri, grup dinamikleri, bireylerin yeterlik ve yetenekleri yanında patentler, haklar ve imtiyazlar gibi unsurları da kapsamaktadır (Mutindi vd., 2013: 71; Ertaş ve Coşkun, 2005: 123). Bu yüzden emek yoğun özellik gösteren hizmet işletmelerinde entelektüel sermayenin önemi daha da artmaktadır (Paksoy ve Öztürk, 2006: 134).

İşletmeler için değer yaratmada belirleyici unsurlardan birisi olan entelektüel sermayenin yoğun olarak kullanıldığı işletmelerde defter değeri ile piyasa değeri arasındaki fark olumlu yönde artış göstermekte ve dolayısıyla işletmelerin değerleri de olumlu yönde etkilenmektedir (Karacaer ve Kapusuzoğlu, 2010: 98; Kayalı vd., 2007: 69).

#### **2.2.3.3.8. Kar Payı Dağıtım Politikalarının Şirket Değerine Etkisi**

İşletmelerin faaliyet dönemi sonunda elde etmiş olduğu karın hissedarlara dağıtımına kar payı (temettü) dağıtımını denmektedir. Temettü politikası ise elde edilen karın hissedarlara dağıtılması veya dağıtılmayıp işletme içerisinde yatırıma dönüştürülmesi noktasında alınan kararları içermektedir (Ceylan ve Anbar, 2014: 290; Chambers, 2009: 149; Ceylan, 2001: 223). Kar payı dağıtımını ortakların gelirlerini, işletmelerin büyüme hızlarını dolayısıyla da işletmelerin değerini etkilemektedir. Örneğin kar paylarının dağıtılmayıp, getirisinin sermaye maliyetlerini aştığı yatırımlarda kullanılması şirket değerini arttırırken, kar paylarının gereksiz lüks harcamalarda kullanılması ise şirket değerini düşürmektedir. Bu yüzden dağıtımın ne kadarının ortaklara yapılacağı ne kadarının yatırıma dönüştürüleceğinin yöneticiler tarafından iyi bir şekilde analiz edilmesi gerekmektedir (Büker vd., 2007: 307; Üreten ve Ercan, 2000: 48). Temettü politikalarının şirket değeri üzerine etkileri hususunda kar payı ilgisizliği, eldeki kuş ve vergi farklılığı teorisi gibi çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır (Düzer, 2008: 52).

Kar payı ilgisizliği teorisi temettü politikası ile şirket değeri arasında ilişki olmadığını savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre şirket değeri, kar dağıtımını ve sermaye kazancı konularına karşı duyarsızdır (Ercan ve Ban, 2014: 16; Chambers, 2009: 150; Üreten ve Ercan, 2000: 5). Modigliani-Miller'e göre de şirket değeri, yalnızca işletme varlıklarının meydana getirdiği kara bağlıdır ve bu kar temettü ile dağıtılmayan kar arasındaki dağılıma bağlı değildir (Chambers, 2009: 150).

Eldeki Kuş teorisi temettü politikası ile şirket değeri arasında doğrudan bir ilişki olduğunu savunmaktadır. Bu teoriye göre bir hisse senedinin değerini hisse başına dağıtılan kar payı belirlemektedir. Bu teoride işletme ortaklarının kar paylarını işletmede bırakmalarının bu

kar paylarının dağılmasından daha riskli olduğu savunulmaktadır (Düzer, 2008: 53; Üreten ve Ercan, 2000: 5).

Vergi farklılığı teorisi ise sermaye kazancı ile kar paylarının farklı zamanlarda değişik oranlarda vergilendirilmesinin şirket değerinde farklılık oluşturacağını savunmaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 17; Üreten ve Ercan, 2000: 5).

#### **2.2.4. Değerleme Konusunda Yapılan Hatalar**

Değerleme son yirmi yıldır iki alanda yaşanan gelişmeler nedeniyle oldukça karmaşık bir hal almıştır. Bunlardan birincisi verileri analiz etmede bilgisayarın eskiye nazaran daha güçlü olmasıdır. İkincisi ise bilgiye ulaşımın daha basit ve fazla olmasıdır. Değerleme faaliyetlerinde asıl soru süreç içinde ne kadar detay verileceğidir. Çok fazla detay istenmesi daha iyi tahminleme için spesifik bilgilerin kullanılmasını gerektirecektir. Bunun sonucunda alınan daha fazla bilgi ile hata yapma riski artacaktır (Damodaran, 2012: 4; Damodaran, 2011: 11). Bunun yanı sıra değerlendirme işlemleri zaman içerisinde konjonktür şartlarına göre değişebilmektedir. Bu yüzden değerlendirme işlemleri mikro ve makro ölçekte meydana gelebilecek tüm yenilik ve gelişmelere paralel olarak güncellenmelidir (Aydın, 2012: 92; Ünlü, 2008: 41; Kurtuldu, 2007: 46; Ercan vd., 2006: 3; Tevfik, 2005: 3; Gürbüz ve Erginçan, 2004: 17).

Genel olarak değerlemeler taraflı bir şekilde yapılmaktadır. Sorulacak soruların miktarı ve yönü, değerlemeyi yapan kişiye kimin ödeme yaptığı ve ne kadar ödediğine bağlı olarak değişmektedir (ICAI, 2013: 409). Değerleme konusunda yapılan çalışmalar sonucunda bazı ön yargıların ve hataların ortaya çıktığı görülmektedir. İlk olarak değerlendirme yapılırken tüm önyargılardan arınmak çok önemlidir. Bu süreçte ön yargılardan kurtulmanın iki yolu bulunmaktadır. Bunlar, değerlendirme yapan kişinin değerlendirme yapacağı işletmenin durumundan etkilenmemesi ve diğeri de değerlendirme yapan kişinin değerlendirme yapacağı işletme üzerinde hak sahibi olmamasıdır (Aydın, 2012: 92; Kurtuldu, 2007: 46; Ercan vd., 2006: 3; Tevfik, 2005: 2; Gürbüz ve Erginçan, 2004: 17).

Genelde değerlendirme faaliyetinin dayanağını piyasada oluşan fiyatlar oluşturmaktadır. Eğer değerlendirme işleminden çıkan sonuçlar piyasada oluşan değerden çok farklı ise o zaman iki değerden birisi yanlış demektir. Değerlemeyi yapan kişi, işlemleri tekrar ettiğinde aynı sonuçları buluyor ise o zaman piyasanın kendini düzeltmesini beklemelidir (Ünlü, 2008: 42; Ercan vd., 2006: 4; Tevfik, 2005: 3; Gürbüz ve Erginçan, 2004: 18). Değerleme faaliyetlerinde kullanılan kantitatif modeller değerlemenin etkinliğini arttırmakla birlikte, bu modeller daha çok veri gerektirdiğinden, sağlıklı verilerin sağlanamaması durumunda hataların ortaya çıkması

kaçınılmaz olmaktadır (Aydın, 2012: 93; Sipahi vd., 2011: 9; Kurtuldu, 2007: 47; Ercan vd., 2006: 4; Tevfik, 2005: 2; Gürbüz ve Erginçan, 2004: 17). Fernandez ve Bilan (2007) tarafından yapılan çalışmada değerlendirme konusunda yapılan hatalar altı kategoride sınıflandırılmıştır. Bu hatalar:

- İndirgeme oranının hesaplanmasında ve işletme riskine ilişkin yapılan başlıca hatalar; değerlendirme için yanlış risksiz faiz oranı kullanmak, yanlış beta oranı kullanmak, yanlış piyasa risk primi kullanmak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini yanlış hesaplamak, ülke riskinin uygulanmasında yapılan yanlışlar veya likidite yetersizlikleridir.
- Beklenen nakit akımlarını tahminlemede ve hesaplamada yapılan hatalar; nakit akımlarının yanlış tanımlanmasını, mevsimsel işletmelerin değerlemesinde yapılan hatalar, bilançoda gösterilmeyen bilgilerden kaynaklanan hatalar ve nakit akımlarını tahminlemede aşırı iyimser olunmasıdır.
- Artık değer (devam eden değer) hesaplanmasında yapılan hatalar; büyümenin değerlendirilmesinde geometrik ortalamalar yerine aritmetik ortalamaların ve daimi değer hesaplanmasında tutarsız nakit akımlarının ve yanlış formüllerin kullanılmasıdır.
- Tutarsızlıklar ve kavramsal hatalar; serbest nakit akımları ve özsermayeye nakit akımları çevresinde yapılan kavramsal hatalar, katsayı kullanımında yapılan hatalar, zaman tutarsızlıkları ve diğer kavramsal hataları kapsamaktadır.
- Değerlemeyi yorumlamada yapılan başlıca hatalar; değer ve fiyat kavramlarının karıştırılması, bir işletmenin tüm alıcılar için aynı değere sahip olması, bir alıcı için stratejik değer gerçeğe uygun piyasa değeri ile karıştırılması ve marka değeri ve entelektüel sermayeyi içeren şerefiyenin göz önünde bulundurulmamasıdır.
- Örgütsel hatalar; müşteri tarafından yapılan tahminlerin kontrol edilmeksizin değerlemeye dahil edilmesi, hedef işletme değerlemesinin sadece finans departmanını kapsamaması ve bir işletmenin değerlemesinin sadece bir denetçiye verilmesidir.

### 2.2.5. Değerleme Yapacak Kişi ve Kurumlar

İşletmelerin özellikleri, faaliyetlerini sürdürdükleri iş çevreleri ve işletmenin tarafları açısından işletmenin değerlendirme faaliyetlerini yürüten kişi ve kuruluşlar farklılık gösterebilir. Değerleme işlemleri, genelde işlemlerin bir parçası olarak yatırım bankaları tarafından da yapılmaktadır. Bunun yanı sıra işletme sahipleri ve finans yöneticileri işletmelerini değerlendirme sürecinde aktif bir rol almaktadır (Hitchner, 2011: 1). Kısacası işletme yöneticileri, kurumsal yönetim uzmanları, çeşitli maliyet ve yönetim muhasebesi firmaları, ticari bankalar, risk

sermayedarları ve özel sermaye yatırımcısı, bankalar, finansal kurumlar ve büyük aracı kurumlar değerlendirme hizmetini gerçekleştirmektedirler (ICAI, 2013: 407; Sipahi vd., 2011: 8). Bu kişi ve kurumlar aynı zamanda değerlemenin taraflarını da oluşturmaktadırlar.

**İşletme Ortakları:** Yatırımcıların ana amacı işletmelere yatırdıkları paranın herhangi bir kayba uğramayarak kar paylarının sürekli artması ve pay senetlerinin değerinin yükselmesidir. Bu kapsamda işletme ortakları yatırım yaptıkları işletmelerin durumunu yakından takip etmek isterler. Bu amaçla işletmenin mevcut durumunu görmek için finansal tablolardan yararlanırlar. Ayrıca işletmenin geleceğe ilişkin durumu hakkında bilgi sahibi olmak için değerlendirme faaliyetleri raporlarına bakarlar. Sonuç olarak işletme ortakları işletmelerinin değerlerini yakından takip ederek yatırımları hakkında daha doğru kararlar verebilirler (Güler, 2010: 11; Chambers, 2009: 18).

**İşletmeye Kredi Veren Kurumlar:** İşletmeye kredi veren kurumlar arasında genellikle bankalar öne çıkmaktadır. Bankalar, işletmelerin sahip olduğu varlıklar karşılığında riski tahmin ederek bu işletmeler için gerekli olan kredi miktarını ve en doğru faiz oranını saptadıktan sonra kredi vermektedirler. Kredi veren bu kurumlar işletmelerin çektikleri krediyi ödeyememe olasılığı ile karşılaşmamak için işletme verilerinden yararlanarak birtakım analizler yapmaktadırlar. Bu amaçla kredi veren kurumlar işletmelerin geçmişe dönük finansal tablolarında yer alan varlıkları gerçek piyasa değerine getirerek düzeltme yaparlar. Böylece kredi verecekleri işletmeler için riski belirlemeye yönelik yapılan bu düzeltmeler, şirket değerini saptamada ve kurumların kredi kararının verilmesinde doğru hareket etmelerini sağlamaktadır (Güler, 2010: 11; Chambers, 2009: 19).

**Devlet:** Özellikle sermaye olarak konulmak istenen isim hakkı, bina ve arsa gibi varlıkların değerlerinin tespitinde tarafsız bir yapı olarak devlet aracılık hizmeti sunmaktadır. Bazı durumlarda şirket değerlendirme faaliyetlerinde değer tespitinin üçüncü kişiler tarafından doğru kabul edilebilmesi için mahkeme kararına gereksinim duyulmaktadır. Mahkemeler tarafından bilirkişilere yaptırılan değerlendirme faaliyetleri sonucunda bulunacak değer ile taraflar arasında bir anlaşma sağlanabilmektedir (Güler, 2010: 11; Chambers, 2009: 19).

**Değerleme Uzmanları:** Değerlemenin alıcı ve satıcı taraflar açısından fayda sağlayabilmesi için değerlendirme faaliyetlerinin doğru ve objektif bir şekilde yapılması önemlidir. Eğer değerlendirme faaliyetlerini yürütecek kişi bu alanda uzman değilse hazırlayacağı değerlendirme raporlarında hataların ortaya çıkması da kaçınılmaz olacaktır. Bu bağlamda değerlendirme faaliyetlerinin değerlendirme konusunda ve ilgili dalda uzman kişiler tarafından yapılması gerekmektedir (Güler, 2010: 12; Chambers, 2009: 19).

### 2.2.6. Uluslararası Değerleme Standartları

1970'lerin sonlarında değerlendirme mesleğinin temsilcileri arasında İngiltere ve ABD'de yaşanan tartışmalar 1981 yılında Uluslararası Varlıkları Değerleme Standartları Komitesinin (the International Assets Valuation Standards Committee) kurulmasına yol açmıştır. Bu komitenin adı 1994 yılında Uluslararası Değerleme Standartları Komitesi-UDSK (IVSC- International Valuation Standards Committee), 2008 yılında da Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC- International Valuation Standards Council) olarak değişmiştir. Türkiye'den de Ankara Üniversitesi, Konseyin akademik bir üyesidir. UDSK, kar amacı gütmeyen bağımsız bir özel sektör kuruluşudur ve Uluslararası Değerleme Standartlarını (UDES) oluşturmakta ve güncel kullanıcı notlarını yayınlamaktadır (IVSC, 2014).

UDES, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından tercüme edilerek Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (SERİ: VIII, NO:45) olarak 6 Mart 2006 tarih, 26100 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Bu tebliğin amacı, sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapacakları değerlendirme işlemlerinde verilen değerlendirme hizmetlerine ilişkin esasları belirlemektir. Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme işlemlerinde, değerlemeyi yapanlar, Tebliğin 1 nolu ekinde yer alan UDES'e aynen uymak ve bunları uygulamak zorundadırlar. Ayrıca kurulca yapılan diğer düzenlemeler ile ekli standartların uyumlu olmadığı durumlarda değerlendirme faaliyetlerini yürüten kişiler öncelikli olarak kurulun diğer düzenlemelerine uymaktadır (SPK, 2014).

UDES'in amacı tebliğde:

- Sınır ötesi işlemleri kolaylaştırmak, mülkiyetin devri işlemleri ile ilgili olarak alınan kredilerin ve ipotek karşılığı verilen kredilerin teminat altına alınması için yapılan değerlemelerin güvenilirliği ile finansal bilgilendirme raporlarının şeffaflığını sağlamak, hukuk davalarını ve vergi sorunlarını çözüme kavuşturarak uluslararası mülk piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak,
- Dünyadaki değerlendirme uzmanları için yol gösterici olarak çalışmak, böylece onların uluslararası mülk piyasalarının güvenilir bir değerlemeye olan taleplerini karşılamak, küresel alanda iş dünyasının finansal bilgilendirme raporları konusundaki isteklerini karşılamak ve
- Sanayileşmeye yeni başlayan ülkelerin ihtiyaçlarını karşılamak üzere değerlendirme standartları ve finansal bilgilendirme raporları sağlamak, şeklinde belirtilmiştir.



### 2.2.7. Değerlemede Dikkat Edilmesi Gereken Risk Unsurları ve Beklenen Getiri Oranı

Risk ve getiri kavramları, yatırımcının bir yatırımın gerçekleştirilmesi hususunda dikkate alacağı temel unsurlardandır ve iki kavram arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Başka bir ifade ile bir yatırımın riski ne kadar fazla olursa o yatırımdan elde edilecek getiri de aynı oranda fazla olacaktır. Bu bağlamda getiri yatırılan kaynaklar karşısında elde edileni gösterirken, risk bu durumun gerçekleşme olasılığını göstermektedir (Ercan ve Ban, 2014: 177).

Risk, şirket değerini etkileyen en önemli unsurlardan birisidir. Bu yüzden risk kavramı bu çalışmada ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır. İlgili literatürde risk kavramı üzerine yapılmış birçok tanım bulunmaktadır. Bu kapsamda risk, beklenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığını ifade etmektedir ancak bazen de istenen fakat rassal olayların açıklanması için kullanılmaktadır (Usta, 2005: 231; Altay, 2004: 3; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 21). Civelek ve Durukan (2011) riski, gerçek getirilerin beklenen getirilerinden farklı olma olasılığı olarak tanımlamaktadır. Diğer taraftan risk, zaman içerisinde getirin belirsizliğinden dolayı bir kişinin yatırım hedeflerini karşılayamama olasılığı olarak ifade edilmektedir (Reilly ve Norton, 2003: 37). Howard (2008) ise riski, yatırımın tümünü ya da bir bölümünü kaybetme olasılığı olarak tanımlamaktadır. Risk türleri, sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki ayrı şekilde sınıflandırılabilir.

#### 2.2.7.1. Sistematik Risk

Tüm yatırımların getirilerini etkileyen sistematik risk (systematic risk, nondiversifiable risk, market-specific risk), ekonomik, politik, sosyal yapı ve bu yapıların değişkenliğinden ileri gelen ve piyasadaki bütün varlıkları etkileyen bir risk türüdür (Akgüç, 2011: 865; Konuralp, 2005: 63; Altay, 2004: 4; Usta, 2005: 231). Kısacası sistematik risk, piyasanın tümünde yaşanan kontrol edilemeyen hareketlilik nedeniyle gelecek getirilerin belirsizliğini ifade etmektedir (Hitchner, 2011: 190). Bir hisse bir bütün olarak piyasa ile aynı kaçınılmaz risklere sahip olduğundan sistematik risk çeşitlendirilemez. Bu yüzden sistematik risk, çeşitlendirilemeyen risk olarak da ifade edilmektedir (Hsu ve Jang, 2008: 106; İnam, 2007: 464; Konuralp, 2005: 63; Altay, 2004: 4). Bu risk türü, işletme yöneticilerinin aldıkları kararlar ile kontrol edilemeyen değişimleri ifade etmektedir. Dolayısıyla bu riskin etkileri işletmelerin hisse senetlerinin getiri oranlarına yansımakta ve yatırımcılar için de kontrol edilemeyen bir risk olmaktadır (Konuralp, 2005: 63; Usta, 2005: 231; Altay, 2004: 4).

Genel olarak bir menkul kıymetin toplam riskinin %25-50'si sistematik risk olarak hesaplanmaktadır (Moyer vd., 1995: 231). Ayrıca yatırımcılar ekonominin iyi olduğu zamanlarda daha fazla risk alma eğilimindeyken kötü ya da belirsizlik dönemlerinde daha az

risk almak istemektedirler (Reilly ve Norton, 2003: 37). Sonuç olarak sistematik risk, sermaye piyasalarında fiyatlamada anahtar bir faktör olup içinde piyasa (pazar) riski, politik risk, enflasyon riski, faiz riski ve kur riskini barındırmaktadır (Hsu ve Jang, 2008: 106). Bu risk türleri kısaca aşağıda açıklanmıştır.

#### **2.2.7.1.1. Piyasa Riski**

Piyasa riski tam olarak yatırım portföyünün kontrolü dışında gelişen, seçimler, savaşlar, terör olayları, ülkede yaşanan iç karışıklıklar ve politik skandallar gibi spekülatif ya da psikolojik faktörlerden oluşur (Zaif, 2007: 13). Bu faktörler menkul kıymet piyasalarını ve getirilerini yakından etkilemekte olup bu etkilenme beklentilerin değişmesine neden olmaktadır (Konuralp, 2005: 9; Usta, 2005: 232; Altay, 2004: 8; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 29). Bu risklere karşı kendilerini korumak isteyen yatırımcılar, yatırım yapmayı düşündükleri menkul kıymetin fiyatının piyasada oluşan değişikliklere karşı duyarlılığını hesaplamalıdır. Çünkü piyasa riskinden çeşitlendirme yapılarak kaçınmak veya bu riski yok etmek mümkün değildir. Bu yüzden yatırımcılar bu belirsizliklerin var olduğu piyasalarda karar almaktan kaçınmalıdırlar. Eğer satın alma işlemi zorunlu ise bu durumda yatırımcılar piyasa riskine karşı daha dayanıklı olan yüksek kaliteli ya da istikrarlı yatırım araçlarını tercih etmelidirler (Zaif, 2007: 13; Usta, 2005: 232).

#### **2.2.7.1.2. Politik Risk**

Ülke riski olarak da bilinen politik risk, politik kararların ve uygulamaların ülke ekonomisi, ulusal veya uluslararası ticaret hacmi üzerindeki etkisini ifade etmektedir (Zaif, 2007: 13). Eğer devlet ve ülke siyaseti istikrarsız bir yapı sergiliyorsa, bu durum doğrudan ekonomik sistemi ve piyasaları etkileyerek yatırımın değerini düşürebilmektedir (Besley ve Brigham, 2005: 189; Usta, 2005: 232; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 30).

#### **2.2.7.1.3. Enflasyon Riski**

Fiyatlar genel seviyesindeki artış nedeniyle paranın satın alma gücündeki kaybın menkul kıymet getirilerinin verimliliğini etkilemesi, enflasyon riski olarak bilinmektedir (Konuralp, 2005: 14; Usta, 2005: 232; Altay, 2004: 7; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 28). Enflasyon riskine karşı tam koruma sağlayan bir mekanizma bulunmamaktadır (Civelek ve Durukan, 2011: 70).

Enflasyon riski her bir menkul kıymet üzerinde aynı etkiyi göstermemektedir. Şöyle ki; sabit getiri sağlayan yatırımlar (tahvil, repo vs.) enflasyondan daha fazla etkilenmektedir. Çünkü bu yatırımların sağladığı cari gelir enflasyon ile aynı oranda değişmemektedir. Bu da

reel gelirin azalmasına neden olmaktadır. Öte yandan, hisse senedi fiyatları işletmenin satışlarına ve karına paralel olarak artacağı için satın alma gücü en az etkilenen yine de finansal varlıklar olmaktadır (Zaif, 2007: 7; Konuralp, 2005: 14; Usta, 2005: 232).

#### **2.2.7.1.4. Faiz Oranı Riski**

Bir ülkede faiz oranlarında meydana gelen değişmelerin beraberinde getirdiği risktir. Bu tür riskler faiz oranlarının değişme olasılığını ifade ettiği için faiz getirisine sahip yatırımlarda verimlilik farklarına yol açmaktadır (Usta, 2005: 232; Altay, 2004: 6). Faiz oranları değiştiğinde; (1) yatırımların değeri (zıt yönde) ve (2) yeniden yatırılabilen kıymetlerin oranı da (aynı yönde) değişmektedir (Besley ve Brigham, 2005: 189).

Faiz oranındaki değişmeler daha çok sabit faiz oranına sahip borçlanma senetlerini (tahvil, bono gibi) etkiler (Civelek ve Durukan, 2011: 71; Zaif, 2007: 11). Eğer faiz oranı yükselirse, varolan sabit getirili menkul kıymetlerin piyasa fiyatı düşer. Eğer bir menkul kıymet nominal değeriyle satılıyorsa ve sabit faiz oranı benzeri bir kıymetin etkin faiz oranından daha düşükse bu kıymet satın alınmamalıdır. Bu yüzden yatırımcılar faiz oranlarındaki gelişmeleri yakından izlemeli ve orandaki değişmelere göre yatırımlarını şekillendirmelidirler (Ercan ve Ban, 2014: 179; [www.newagepublishers.com](http://www.newagepublishers.com), 30.09.2014; Usta, 2005: 232).

#### **2.2.7.1.5. Kur Riski**

Kur riski; para birimlerinin değerinde meydana gelen değişim ile ilgili bir risktir. Döviz fiyatında, yapılan yatırımdan daha fazla bir artış varsa veya olma ihtimali bulunuyorsa bu durum yatırımcıların yatırımlarını iyi değerlendiremediklerinin göstergesidir (Usta, 2005: 233). Çokuluslu işletmeler için üç ana kur riski mevcuttur. Bunlar; işlem riski, ekonomik risk ve dönüşüm riskidir.

İşlem (transaction) riski; mal ve hizmet alış ve satışlarında ödemeler gelecek bir tarihte ve yabancı bir para birimi ile olacaksa, bu durumun işletmeler açısından taşıdığı risk işlem riskidir. Ekonomik risk; bir işletmenin nakit akımlarında döviz oranındaki nominal değişimlerden ziyade reel değişimlerden meydana gelen değişiklikleri ifade etmektedir. Dönüşüm riski de yabancı para birimi ile yapılan işlemler için finansal tablolarda yaşanan dönüşüm riskidir (Moyer vd., 1995: 86-89).

#### **2.2.7.2. Sistemik Olmayan Risk**

Varlığa özgü risk olarak da adlandırılan sistemik olmayan (nonsystematic risk, diversifiable, unique risk) risk, menkul kıymet ihraç edenlerin (bir işletme ya da hükümet gibi) ya da bir varlık tipinin özellikleri nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Reilly ve Norton, 2003: 37).

Kısacası bu risk tek bir işletmeye özgüdür ve işletmeye özgü olan faktörler menkul kıymetin getirisinde değişikliklere neden olmaktadır (Hsu ve Jang, 2008: 106). Dolayısıyla risklilik derecesi sektörden sektöre, işletmeden işletmeye farklılıklar gösterebilmektedir (Zaif, 2007: 14).

Bu tür riskler, kötü yönetim kararlarından, ürün ya da hizmet kalitesinin bozulmasından, işçi grevlerinden, yeni rakiplerin ya da rakip ürünlerinin yükselişinden ortaya çıkabilir (Reilly ve Norton, 2003: 37). İyi çeşitlendirilmiş hisse portföyü ile bu riski elimine etmek mümkündür (Hsu ve Jang, 2008: 106). Bu yüzden de sistematik olmayan riske çeşitlendirilebilen risk denmektedir (Usta, 2005: 233; Altay, 2004: 9). Sistematik olmayan riskler; finansal risk, endüstri riski ve yönetim riski olarak üç başlıkta ele alınabilir.

#### **2.2.7.2.1. Finansal Risk**

Finansal risk (likidite riski), kısaca işletmenin yatırımlarını finanse etme yöntemlerindeki belirsizlik olarak tanımlanabilir (Reilly ve Norton, 2003: 37). Başka bir ifade ile finansal risk işletmenin finansal yapısından doğan yükümlülükleri yerine getirememesi olasılığını ifade etmektedir (Zaif, 2007: 14; Besley ve Brigham, 2005: 189). İşletmenin borçlarının artması, satışlarında yaşanan dalgalanmalar, hammadde fiyatlarının yükselmesi, grev, üretim modasının geçmesi, rekabetteki artış, çalışma sermayesinin yetersiz olması ve yönetim hataları finansal riski arttırıcı etki yapan unsurlardandır. Buna karşın işletmelerin teknolojilerini yenilemeleri, monopolistik patentlere sahip olmaları, tüketicilerin işletmenin ürettiği mal ve hizmetleri tercih etmeleri, işletmelerin hammadde kaynaklarını denetleyebilmeleri, sermaye artışlarının büyük oranda özkaynaklarla gerçekleştirilmesi ve ihracatın artış eğiliminde olması finansal riski azaltıcı etki yapmaktadır. Ayrıca yatırımcılar değişik hisse ve sektörlerle yatırım yaparak finansal riski azaltabilirler (Usta, 2005: 233).

#### **2.2.7.2.2. Endüstri Riski**

Endüstri riski (faaliyet riski), işletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve buna bağlı olarak işletmenin o sektördeki konumundan kaynaklanan risktir (Zaif, 2007: 22; Usta, 2005: 234). Endüstrinin yaşam seyrindeki aşamalar, üretilen ürünlere koyulan uluslararası gümrük ve kotalar, ürün ya da sektörle ilgili vergiler, işçi/işveren sendikalarının yol açtığı sorunlar, çevresel kısıtlar, rekabetin düzeyi, teknolojiye bağlı değişimler, hammadde ve ara maddelerin bulunabilirliği gibi faktörler endüstri riskini etkileyebilmektedir (Akgüç, 2011: 868; Zaif, 2007: 22; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 29). Bir işletmenin durumu finansal açıdan iyi olsa bile içinde bulunduğu endüstriden kaynaklanan sorunlar, söz konusu işletmeyi de olumsuz etkileyebilir.

Bu yüzden işletmeler, farklı sektörlerde veya faaliyet kollarında çalışarak bu olumsuzluğu en aza indirmeye çalışmaktadırlar (Zaif, 2007: 22; Usta, 2005: 234).

### **2.2.7.2.3. Yönetim Riski**

İş şartları, ürünün güvenliği, yönetimin kalitesi ve rekabet şartları gibi faktörler işletmeye özgü olan yönetim riskini etkilemektedir (Besley ve Brigham, 2005: 189). İşletmelerin başarısı genel olarak yönetim kadrosunun yeteneklerine bağlıdır (Akgüç, 2011: 867). İşletme yönetiminin alacağı her karar, yönetim anlayışı, kararları uygulama kararlılığı işletmenin gelişmesi ve büyümesi üzerinde olumlu-olumsuz etki yapmaktadır. Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde, işletmelerin başına başarılı yöneticilerin gelmesiyle birlikte hisse senetlerinin fiyatlarının arttığı ve riskin düştüğü görülmektedir (Usta, 2005: 234; Altay, 2004: 12).

### **2.2.7.3. Beklenen Getiri Oranı**

Getiri, yatırımların önemli bir özelliğidir ve yatırımların yapısını etkileyen ana faktördür ([www.newagepublishers.com](http://www.newagepublishers.com), 30.09.2014). Getiri, bir yatırımdan elde edilen kazanç ya da kayıp olarak tanımlanabilir (Zaif, 2007: 63). Civelek ve Durukan (2011) getiriye, yatırımın değerindeki değişimler ve yatırım sürecinde oluşan kazanç olarak ifade etmektedir. Getiriye oluşturan unsurlar; kar payı, faiz geliri ve sermaye kazancıdır (ING, 2014: 9; Zaif, 2007: 63; Tevfik, 2005: 10).

Varlıktaki ve satın alma gücündeki büyümeyi gösterdiği için önem arz eden getiri, sabit değil çoğu zaman değişkendir. Bu yüzden belirli bir yatırımın beklenen getirisi, yatırım yapılan finansal varlığın türüne ve elde tutulan döneme bağlıdır. Elde tutma dönemi getirisi bir dönem boyunca bir yatırımın elde tutulması nedeniyle kazanılan toplam getiri olmaktadır (Zaif, 2007: 63; Tevfik, 2005: 10; Reilly ve Norton, 2003: 23). Bu yüzden değerlendirme yapılırken üzerinde durulması gereken temel nokta hesaplamalarda kullanılacak iskonto oranının belirlenmesidir. İskonto oranı yatırımdan beklenen minimum getiri oranıdır. Bu kapsamda iskonto oranı özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde paranın satın alma gücünün korunması amacıyla enflasyon oranı ile reel getiri oranının toplamı şeklinde ifade edilmektedir. Böylece yatırımcılar, yatırım yapmayı düşündükleri varlıkların elde tutma dönemi boyunca sağlayacağı getirilerinin söz konusu oran üzerinden bugünkü değerini hesaplayarak başlangıçta yapılan yatırım tutarı ile karşılaştırılması suretiyle yatırımın tatmin edici olup olmadığına karar vermektedirler (Konuralp, 2005: 180).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### ŞİRKET DEĞERLEMEDE KULLANILAN ANALİZLER, YAKLAŞIMLAR ve HESAPLAMA YÖNTEMLERİ

#### 3.1. Değerlemede Kullanılan Analizler

İşletmelerin yaşam döngüsünün her aşamasında değerlemenin bir rolü bulunmaktadır. Örneğin küçük bir işletme sermaye gereksinimini karşılamak için girişim sermayesine ve özel yatırımcılara yöneldiğinde değerlendirme kullanılmaktadır. Bununla birlikte işletmeler, büyüme veya halka arz edilme kararı aldığı anda, halka arz sırasında piyasaya teklif edilecek fiyatı belirlemek için değerlendirme faaliyetlerine yönelmektedirler (Damodaran, 2011: 6). Çalışmanın önceki bölümlerinde değer kavramı genel olarak bir kişinin/yatırımcının bir varlık ile ilişkisini yansıtan nitelik olarak açıklanmıştı. Değer, subjektif bir özellik yansıtmakta olduğundan farklı özelliklerde değerler ortaya çıkabilir (Bakır, 2009: 12). Örneğin bazı yatırımcılar kısa vadeli kar elde etmek için yatırım yaparken, bazı yatırımcılar uzun vadeli kazanç sağlamak için yatırımlarını gerçekleştirebilir. Bu kapsamda değerlendirme sürecinde bazı yatırımcılar, sadece fiyat grafiklerini incelemekte ve kendilerini tekniker olarak nitelendirmektedirler. Bazı yatırımcılar ise finansal oranları hesaplamakta ve temel analize inanmaktadır (Damodaran, 2011: 6). Bu bağlamda tezin bu bölümünde şirket değerlemesinde kullanılan analizler, yaklaşımlar ve hesaplama yöntemleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

##### 3.1.1. Temel Analiz

Temel analiz karlılık, likidite durumu, rekabet koşulları, ekonomik şartlar, dağıtım kanalları, hammaddeye erişebilirlik, sermaye yapısı ve yönetim becerisi gibi faktörlerin analizine dayanmaktadır (Zaif, 2007: 93; Üreten ve Ercan, 2000: 9). Temel analiz kapsamında ekonomik analiz, endüstri analizi ve işletme analizi yapılmaktadır. Ekonomik analizde; ülkenin ekonomik yapısı incelenmektedir. Çünkü bu yapı, işletmenin geleceği hususunda alınacak kararları, işletmelerin likidite yapısını, karlılık durumunu, sermaye yapısını ve dolayısıyla işletmenin değerini etkilemektedir. Sektör analizi, işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri dalının özelliklerinin incelenmesidir. Bu analizin yapılmasının nedeni, işletmenin endüstrinin büyümesine paralel olarak bir gelişim göstereceği beklentisidir. İşletme analizi ise işletme hakkında finansal ve finansal olmayan verilerin değerlendirilmesi sürecini kapsamaktadır. Bütün bu analizler işletmenin geleceği konusunda sağlıklı kararlar alınmasını sağlamaktadır (Zaif, 2007: 94).

### 3.1.2. Teknik Analiz

Teknik analiz, sermaye piyasalarında oluşan verileri, hisse değerini belirlemede kullanan faydacı bir yaklaşımdır (Civelek ve Durukan, 2011: 253). Bu analizde birtakım matematiksel yöntemler kullanılmakta ve hisse senetlerinin fiyat hareketleri grafiklerle açıklanmaya ve tahminlenmeye çalışılmaktadır. Teknik analizciler geçmiş fiyat hareketlerine ve işlem hacmine bakarak gelecekte hisse senetlerinin hangi yönde hareket edeceğini belirlerler. Bu analizi gerçekleştiren kişiler için şirket değerinin tespit edilmesi önemli değildir. Analistler, şirket değerini sadece destek ve direnç noktalarını belirlemek için kullanmaktadırlar (Üreten ve Ercan, 2000: 9).

### 3.1.3. Mali Tablolar Analizi

İşletmelerin ana amacı, şirket değerini en yükseğe çıkarmak olduğundan bu amacı gerçekleştirmek isteyen yöneticiler işletmenin risklerini ve karlılık durumlarını dikkate alarak birçok karar almak zorundadırlar. Bu kararlar; işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi için ihtiyaç duyduğu varlıkların temini ve bu varlıkların temini için gerekli fon kaynaklarının sağlanması ve işletme ortaklarının bekledikleri kar paylarının dağıtılmasıdır (Aydın vd., 2004: 45). Alınacak bu kararlarla işletmelerin mali kaynakları verimli bir şekilde kullanılırsa işletmelerin değeri de artacaktır. Bu amaçla yöneticiler, mali analizler yoluyla işletmenin güçlü ve zayıf yönlerini belirleyebilirler (Büker vd., 2007: 27).

Mali analiz, işletmenin mali tablolarında bulunan çeşitli kalemler arasında ilişkiler kurarak çeşitli verilerin elde edilmesi, elde edilen bu verilerin piyasa koşulları ile karşılaştırılması ve işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki mevcut durumu ve geleceğe dönük planlamaları hususunda yorum yapılması sürecidir. Bu süreçte ihtiyaç duyulan temel veriler işletmenin bilanço ve gelir tablosundan sağlanır. Eğer ayrıntılı bir analiz yapılacaksa nakit akış tablosu, özkaynak değişim tablosu, kar dağıtım tablosu ve satışların maliyeti tablosu gibi diğer mali tablolardan da veri akışı sağlanabilir (Ceylan ve Anbar, 2014: 270; İnam, 2007: 484; Ceylan, 2001: 32).

Mali tabloların analizi sürecinde önemli olan husus mali analizde kullanılan verilerin doğru olması ve kullanılan mali tabloların dikkatli bir şekilde incelenmesidir (Damodaran, 2011: 6; Ceylan, 2001: 9). Bu yüzden enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde mali tablolar değerlendirilirken tablolar üzerinde enflasyonun etkisi dikkate alınmalı ve tablolarda gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra analiz işlemleri gerçekleştirilmelidir (Büker vd., 2007: 115).

İşletme ortakları, ortaklıklarının devamlılığı; yatırımcılar, işletmenin hisse senetlerini satın alınıp alınmaması; kredi kurumları, işletmeye kredi verip vermeme konularında ve diğer

ilişkili taraflar da kendilerini ilgilendiren diğer konularda mali analiz sonuçlarına dayanarak kararlar almaktadırlar (Karalar vd., 2008: 322). Mali tabloların analizi çeşitli teknikler kullanılarak yapılmaktadır. Başlıca analiz teknikleri; karşılaştırmalı tablolar analizi, dikey analiz (yüzde yöntemiyle analiz), eğilim yüzdeleri yöntemi ve oran analizidir (Ceylan ve Anbar, 2014: 273).

Bir işletmenin başarısı yarattığı değer ile ölçülür. Eğer bir işletmenin değeri tüketiliyorsa veya sadece bir veya daha fazla hissedar grubu için değer yaratılıyorsa o işletmenin uzun süre faaliyetlerine devam edemeyeceği açıktır. Bu yüzden bir işletmenin yaratacağı değer en iyi finansal oranlar yoluyla izlenebilir (Bull, 2008: 5). Finansal oranlar, bir işletmenin güçlü ve zayıf yönlerinin karşılaştırılmasına olanak verir. Bu karşılaştırma aynı işletmenin geçmiş yıl verileri, aynı sektördeki benzer işletmelerin verileri, sektör ortalamaları ve standart oranlar ile yapılabilir (Hitchner, 2011: 103). Mali tablolardan çok sayıda oran hesaplamak mümkündür. Genelde hesaplanan oranlardan işletmenin likidite durumu, performansı, karlılık durumu, büyüme süreci ve sermaye yapısı analiz edilebilir.

### **3.1.4. Etkin Piyasa Kuramı**

Etkin piyasa, piyasa fiyatının yatırımın gerçek değerini önyargısız bir şekilde temsil ettiği yerdir (Damodaran, 2012: 111). 1960'lı yıllarda ortaya çıkan bu kuram piyasa etkinliği noktasında zayıf, yarı-güçlü ve güçlü olmak üzere üç seviyeden oluşmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000: 157). Zayıf piyasa teorisinde, hisse fiyatları halihazırda işlem hacmi ve geçmiş fiyatlar gibi elde edilebilen bütün bilgileri yansıtmaktadır. Yarı-güçlü piyasa teorisinde, bir işletmenin beklentileri ile ilgili tüm kamuya açık bilgiler, hisse fiyatını yansıtmaması gerekmektedir. Bu bilgiler, geçmiş fiyatlara ek olarak bir işletmenin üretim hattı, yönetim kalitesi, kazanç tahminleri, muhasebe uygulamaları, patentler ve bilanço yapısı üzerindeki temel verileri içermektedir. Son olarak güçlü piyasa teorisinde de, hisse fiyatları işletme ile ilgili tüm bilgileri yansıtmaktadır (Bodie vd., 2013: 238).

Etkin piyasalarda yatırımcıların, bir varlığın veya menkul kıymetin değerini yansıtan bilgilere dayanarak ekstra getiri sağlaması mümkün değildir. Başka bir ifade ile etkin piyasalarda fiyatlar doğrudur ve piyasa fiyatları ortaklar tarafından kabul edilen nakit akımlarını yansıtmaktadır (Büker vd., 2007: 11). Bu kurama göre hisse senetlerinin cari fiyatları, o senetlerin gerçek değerini yansıtmaktadır. Bu kuramın geçerliliği halinde piyasada yüksek veya düşük değerlenmiş hisse senedinin bulunma olasılığı bulunmamaktadır (Sipahi vd., 2011: 5). Çünkü hisse senetlerinin geçmiş fiyatlarının biliniyor olmasının gelecek yıllardaki fiyatların tahmin edilmesinde etkisi bulunmamaktadır (Üreten ve Ercan, 2000: 157). Eğer piyasalar



gerçekten etkinse, piyasa fiyatı en iyi değer tahminini sağlamakta olup değerlendirme süreci piyasa fiyatını doğrulayacaktır. Eğer piyasalar etkin değilse piyasa fiyatı gerçek değerden uzaklaşacaktır (Damodaran, 2012: 111).

### **3.2. Değerleme Yaklaşımları ve Hesaplama Yöntemleri**

Değerleme sürecinde ve değer hesaplanmasında tercih edilen birbirinden farklı yaklaşımlar ve bu yaklaşımların içerdiği birçok hesaplama yöntemi bulunmaktadır. Türkiye’de muhasebenin yasal çerçevesini oluşturan mevzuatların değerlendirme konusuna bakış açıları ve değerlendirme işleminin nasıl yapılacağı konusuna getirdiği yaklaşımlar farklılık göstermektedir. Bu yaklaşımların yanı sıra UFRS ve UDES çerçevesinde değerlemede kullanılan yöntemler de farklılık göstermektedir. Varlıklar ile ilgili olarak hisse senedi değerlendirme yöntemlerinde de farklı yöntemler uygulanmakta olup finans temelli yaklaşımlara göre değerlendirme yöntemleri de değişmektedir.

Finansal yönetim temelinde şirket değerini belirlemede farklı yaklaşımlar ve her yaklaşıma göre uygulanan farklı değerlendirme yöntemleri bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar; maliyet (aktif bazlı) yaklaşımı, piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımıdır. Maliyet yaklaşımında muhasebe kayıtları baz alınmaktadır. Piyasa yaklaşımında bir varlığın değeri, karşılaştırılabilir varlıkların fiyatları baz alınarak tahminlemeler yapılmaktadır. Gelir yaklaşımında ise varlığın değeri, o varlıktan gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ile tahminlenmektedir. İyi bir değerlendirme uzmanı, değerlendirmede olabildiğince çok yöntemi test etmelidir (Chambers, 2009: 199; Dukes, 2006: 2). Bu yaklaşımlar ve hesaplama yöntemleri/kavramları/unsurları aşağıda ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.

#### **3.2.1. Değerlemede Kullanılan Kavramlar/Unsurlar/İfadeler**

Muhasebe kuramında, Vergi Usul Kanunu (VUK)’nda, SPK’da, UDES’de, UFRS’de ve hisse senedi değerlendirme kullanılan başlıca değerlendirme kavramları, unsurları ve ifadeleri; nominal değer, faal işletme değeri, hurda değeri, cari maliyet, gerçeğe uygun değer, kullanım değeri, tarihi maliyet, net gerçekleştirilebilir değer, bugünkü değer, borsa rayici, emsal bedeli ve ücreti, vergi değeri, yatırım değeri, sigortalanabilir değer, kurtarılabilir değer, özel değer ve ipotek teminatlı kredi değeridir. Tablo 3.1’de farklı yaklaşımlara göre uygulanan değerlendirme kavramları/unsurları/ifadeleri gösterilmiştir.

**Tablo 3.1. Farklı Açılardan Kullanılan Değerleme Kavramları/Unsurları/İfadeleri**

Değerleme Kavramları/Unsurları/İfadeleri						
	Muhasebe Kuramında	VUK'a Göre	SPK'a Göre	UDES'e Göre	UFRS'e Göre	Hisse Senedi Değerlemede
Nominal Değer		✓				✓
İşleyen Teşebbüs Değeri				✓		✓
Hurda Değeri						✓
Cari Maliyet	✓		✓		✓	
Gerçeğe Uygun Değer	✓	✓			✓	
Kullanım Değeri				✓	✓	
Tarihi Maliyet	✓		✓			
Net Gerçekleşebilir Değer	✓					
Bugünkü Değer			✓			
Borsa Rayici		✓				
Emsal Bedeli ve Ücreti		✓				
Vergi Değeri		✓		✓		
Yatırım Değeri				✓		
Sigortalanabilir Değer				✓		
Kurtarılabilir Değer				✓		
Özel Değer				✓		
İpotek Teminatlı Kredi Değeri				✓		

### 3.2.1.1. Nominal Değer

Nominal değer, itibari veya kayıtlı değer olarak da ifade edilmektedir. Nominal değer bir varlığın üzerinde yazılı olan değerdir. Nominal değer hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan ekonomik olarak bir anlamı bulunmayan ancak mevzuat açısından bir anlam taşıyan değeri ifade etmektedir (Ünlü, 2008: 4; Konuralp, 2005: 176; Gürbüz ve Erginçan, 2004: 13). Bir başka açıdan nominal değer, gelecekteki anapara geri ödemelerinin indirgenmemiş toplamı olarak tanımlanmaktadır. Genel olarak kamu borçlanma senetleri bu değerle ölçülmektedir (Dias vd., 2014: 1).

Varlıkların nominal değer ile değerlendirilmesinin amacı, sermayeyi belirlemek, hisse senedi başına sermayeden düşen kar payını hesaplamak ve muhasebe kayıtlarının yapılmasını sağlamaktır. Borsada işlem gören tüm kıymetlerin nominal değerleri 1 TL olarak kabul edilmiştir (Sipahi vd., 2011: 3; Ünlü, 2008: 4; Ercan vd., 2006: 4; Konuralp, 2005: 176). Bilindiği gibi hisse senetleri, çıkarım esnasında veya bir süre sonra nominal değerden farklı bir değere ulaşmaktadır (Sipahi vd., 2011: 3).

### 3.2.1.2. Gerçeğe Uygun Değer

Geleneksel muhasebenin temel taşlarından birisi olan tarihi maliyet düşüş eğilimi göstermekte yerine gerçeğe uygun değer daha fazla önemsenmektedir. Genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri ve UFRS altında finansal tablolarda yer alan bilgilerin tutarlarının

sunulmasında veya açıklanmasında gerçeğe uygun değer kullanımı yükselen bir trend olmaktadır (Zyla, 2013: 1). Gerçeğe uygun değer yerine zaman zaman piyasa değeri kavramının da kullanıldığı görülmektedir. IVSC'ye göre gerçeğe uygun değer piyasa değeri ile eş anlamlı kullanılmaktadır (Malucha, 2009: 12). Ülkemizde ise makul değer, rayiç bedel ve piyasa değeri olarak da bilinmektedir. Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS)'nda bu değer, gerçeğe uygun değer olarak geçmekteyken, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) mevzuatında rayiç bedel, SPK'nın Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğinde ise makul değer olarak ifade edilmektedir (Aktaş ve Deran, 2006: 154).

Muhasebe standartları gerçeğe uygun değeri karşılıklı pazarlık ortamında bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlığın el değiştirmesi veya bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkan değer olarak tanımlamıştır (Gorbon, 2012: 3; Bakır, 2009: 12; Malucha, 2009: 12; Sağlam vd., 2009: 105; Demir ve Bahadır, 2007: 7). Yukarıdaki tanımlara göre gerçeğe uygun değer değerlendirme tarihi itibarıyla baskı altında olmaksızın bilgi sahibi alıcı ve satıcı arasında rekabetçi bir piyasada adil bir satışın gerektirdiği şartlarda bir varlığın el değiştirdiği tutardır (Met, 2007: 45; Paschall, 2002: 1; Fishman ve O'Rourke, 1998: 316).

Gerçeğe uygun değer varlığa ait piyasadaki bilgilerin tamamına dayalı olarak hesaplanmaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 120; Ünlü, 2008: 4; Ercan vd., 2006: 6). Eğer bir işletme halka açık ise o işletmenin gerçeğe uygun değeri, borsa değeri ile ifade edilmektedir. Bu değer işletme hisselerinin arz ve talebine göre oluşmaktadır (Sipahi vd., 2011: 5; Ercan vd., 2003: 4). Ayrıca işletmenin gerçek değeri, ülke ekonomisinin durumu, sektörel yapı, işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, kar dağıtım politikası, sermaye yapısı gibi unsurlardan da etkilenmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 120; Ünlü, 2008: 5; Ercan vd., 2006: 6; Ercan vd., 2003: 4).

Bu yöntemin kullanılması sırasında finansal tablolarda yer alan her bir kalemin özelliklerine uygun olan çeşitli yöntemler kullanılarak değerlendirilmesi yapılır (Özdemir ve Arslan, 2007: 96). İşletme faaliyetlerinde bir değişiklik olmasa bile piyasada yaşanan dalgalanmalar hisse senetlerinin değerlerini değiştirmektedir. Gerçeğe uygun değer, borsada işlem gören işletmelerde ortakların elde ettikleri getirilerin hesaplanması, gelecekteki muhtemel getirilerin tahminlenmesi ve hisse senedi fiyatlarının gerçekliğinin ölçülmesi için kullanılmaktadır (Ünlü, 2008: 5). Bir hisse senedinin gerçek değeri gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının veya hisse senedi sahibine ödenecek kâr paylarının, yatırımcıların beklediği minimum getiri oranı (iskonto) üzerinden bugüne indirgenmesi ile hesaplanmaktadır (Petitt ve Ferris, 2013: 11; Sipahi vd., 2011: 5).

Gerçeğe uygun değere yapılan en büyük eleştiri, net gerçekleştirilir değer, geri kazanılabilir değer ve kullanım değeri gibi alternatif gerçeğe uygun değer bileşenlerinin birbirinden farklı olmasıdır. Bu farklılığın nedeni aslında piyasaların etkin olmamasından kaynaklanmaktadır. Yöneltilen bu eleştirilere rağmen gerçeğe uygun değer, diğer yöntemlerle kıyaslandığında şirket değerlemesinde kullanılabilir en anlamlı sonuçları sağlamaktadır (Demir ve Bahadır, 2007: 7).

### **3.2.1.3. İşleyen Teşebbüs Değeri**

İşleyen teşebbüs değeri, bir işletmenin bütün olarak değerini ifade etmektedir. Faaliyetlerini sürdüren bir işletmenin değeri varlıkları ile beraber işleyişini de kapsadığından söz konusu değer işletmenin potansiyel kazançlarını da içermektedir (www.bilgedenetim.com, 29.12.2014). Bu kavram, faaliyetlerini sürdüren bir işletmede her biri tek tek ele alındığında piyasa değerini oluşturan bileşenler olarak görülmeyen ancak toplam şirket değerinin bölümlerini oluşturan unsurların değerlemesini içermektedir (IVSC, 2003: 111). Kısacası bu unsurlar ek gelir gücü, maddi olmayan varlıklar ve gelecekteki yatırımların değeridir (Sipahi vd., 2011: 4). Bu nedenle, işleyen teşebbüs değeri kavramı, sadece bir işin veya kurumun parçasını oluşturan varlıklara uygulanabilmektedir (IVSC, 2003: 111).

### **3.2.1.4. Hurda Değeri**

Hurda değeri, artık değer veya kalıntı değeri olarak da bilinmektedir. Hurda değeri, ilgili varlığın tahmin edilen faydalı ömrünün sonundaki durumu göz önünde bulundurularak, faydalı ömrü bitmeden önce elden çıkarılması durumunda elde edilmesi beklenen tutardan, beklenen elden çıkarma maliyetleri düşülmesi ile hesaplanmaktadır (SPK, 2014). Başka bir ifade ile bu değer varlıkların öngörülen kullanım süresinin sonunda kullanıcıları tarafından belirlenmiş olan elden çıkarma değeridir (TDUB, 2011: 37).

### **3.2.1.5. Cari Maliyet**

Finansal tablolarda bulunan kalemlerin cari değerleri ile kaydedilmesini ifade eden cari maliyet, işletmenin sahip olduğu varlıkların şuanda alınması halinde aynı varlığın veya benzerinin alınması için katlanılması gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarı olmaktadır (Özdemir ve Arslan, 2007: 94; Tokay ve Deran, 2008: 26). Başka bir ifade ile cari maliyet, net cari yenileme maliyetinden veya bu maliyetten küçük olmak şartıyla bir varlığın satılması durumunda elde edilecek tutar ile söz konusu varlığın kullanımından sağlanacak nakit akımlarının bugünkü değerinden büyük olanıdır (Özdemir ve Arslan, 2007: 95).

### 3.2.1.6. Net Gerçekleşebilir Değer

Net gerçekleşebilir değer, ödeme değeri olarak da bilinmektedir. Bu değer bazı durumlarda net satış veya net piyasa değeri olarak da ifade edilmekte ve varlıkların çıkış değerini yansıtmaktadır (Uluslan, 2008: 134). Net gerçekleşebilir değer; normal faaliyet akışı içinde bir varlığın tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlanma maliyetinin ve satışı gerçekleştirmek için ihtiyaç duyulan tahmini satış maliyetinin çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır (Gönen ve Demir, 2012: 164; Sipahi vd., 2011: 4; Sağlam vd., 2009: 105; Tokay ve Deran, 2008: 29; Gürbüz ve Erginca, 2004: 15). Bu değer, işletmenin normal faaliyet koşullarında, sahip olduğu bir varlığı elden çıkarması durumunda ele geçecek olan nakit ve nakit benzerlerinin tutarını ifade etmektedir. Borçlar açısından net gerçekleşebilir değer işletmenin, normal faaliyet koşullarında bir borcun kapatılması için ödemesi gereken iskonto edilmemiş tutardır (Şimşir ve Hacıhasanoğlu, 2010: 11; Tokay ve Deran, 2008: 27).

### 3.2.1.7. Kullanım Değeri

Kullanım değerine bugünkü değer veya net bugünkü değer de denilmektedir. Kullanım değerinde işletmenin varlıklarından ziyade nakit yaratan birimleri değerlendirilmekte olup bu değer, finansal tablolardaki tarihi maliyetlerden oldukça farklıdır (Uluslan, 2008: 136). Muhasebe literatüründe kullanım değeri, bir varlığın devam eden kullanımından kullanım ömrünün sonunda satışından beklenen gelecekteki tahmini nakit akışlarının şimdiki değerini ifade etmektedir. Buna göre kullanım değeri bir varlığın, kullanıcısı için belli bir kullanım amacına yönelik olarak taşıdığı değer olup bu değer pazar ile herhangi bir ilişkisi bulunmamaktadır. Kullanım değerinde varlığın en verimli ve iyi kullanımı veya satışı karşılığında elde edilecek tutara bakılmaksızın, varlığın yaptığı katkı üzerine yoğunlaşmaktadır (SPK, 2014; Bakır, 2009: 12).

### 3.2.1.8. Tarihi Maliyet

Tarihi maliyet, geçmişe dayalı bir değerlendirme yöntemi olup, varlıkların giriş değerini yansıtmakta ve sadece harcanan tutarı göstermektedir. Bu değer, varlıkların alındığı tarihte nakit veya nakit benzerleri ile yapılan ödeme tutarı veya bu varlıklar karşılığında verilen varlıkların piyasa değerleridir (Sipahi vd., 2011: 17; Sağlam vd., 2009: 58; Tokay ve Deran, 2008: 25; Uluslan, 2008: 131). İşletmenin sahip olduğu borçlar ise borç karşılığında elde edilmiş olan tutarı ile veya işletmenin olağan faaliyetlerinden kaynaklanan borçlarda borcun kapatılması için gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarı ile gösterilmektedir (Sağlam vd.,

2009: 58; Tokay ve Deran, 2008: 26). Yüksek enflasyon dönemlerinde tarihi maliyetler ile kaydedilen varlıkların değeri anlamsız bir gösterge olmaktadır (Uluslan, 2008: 142).

### **3.2.1.9. Bugünkü Değer**

İşletmenin sahip olduğu varlıkların normal faaliyet akışı içinde gelecekte yaratacakları net nakit akımlarının iskonto edilmiş bugünkü değerleri ile gösterilmesidir. İşletmenin sahip olduğu borçların normal faaliyet akışı içinde kapatılması için gelecekte ödenmesi gereken net nakit çıkışlarının iskonto edilmiş bugünkü değerleri ile gösterilmesidir (Şimga Mugan ve Hacıhasanoğlu, 2010: 11; Sağlam vd., 2009: 58; Tokay ve Deran, 2008: 27). Bu değer varlıkların geri kazanılabilir tutarını hesaplamak için kullanılmaktadır. Genel olarak maddi ve maddi olmayan duran varlıkların ve tarihi maliyetlerle değerlendirilen yatırım amaçlı gayrimenkullerin geri kazanılabilir değerinin belirlenmesinde kullanılan bir yöntemdir (Güleryüz, 2014: 60).

Net bugünkü değer ise yatırım tarafından oluşturulan beklenen gelecek nakit akımlarının bugünkü değerinden yatırım tutarı yani başlangıç maliyeti çıkarıldıktan sonra kalan değere eşittir (Özdemir ve Arslan, 2007: 95; Dağlı, 151; Moyer vd., 1995: 18). Gelecek nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılacak iskonto oranı mümkün olduğunca piyasalardaki gerçek faiz oranlarına ve yatırılan sermayesi fırsat maliyetlerine dayanmalıdır (Üstündağ, 2005: 6). Yöntem genel olarak yatırım gerçekleşmeden önce alternatif yatırımların karşılaştırılmasında kullanılmaktadır (Sariaslan, 2003: 24). Yatırım kararının uygulanabilmesi, anlamlı sonuçlar vermesi için sonucun pozitif çıkması gerekmektedir (Dağlı, 151). Yöntemin en önemli faydası yatırımın ekonomik ömrünü ve paranın zaman değerini göz önüne alarak hesaplamaların yapılmasıdır (Aytekin, 2005: 63).

### **3.2.1.10. Borsa Rayici**

Borsa rayici menkul kıymetler, kambiyo borsası ve ticaret borsasında işlem gören iktisadi kıymetlerin değerlendirilmesinde kullanılmaktadır. Bu değer, değerlendirme tarihinden bir gün önceki piyasada gün sonunda bir menkul kıymetin kapanış fiyatı olmaktadır. Menkul kıymetin değerlendirme tarihindeki fiyatlarında normal dalgalanmalar harici bir tutarsızlık varsa değerlemede son 30 günlük ortalama kapanış fiyatları baz alınmaktadır (Ateşoğlu, 01.11.2013; İmamoğlu vd., 2013: 12). Yabancı para ile yapılan alacak ve borçların değerlendirilmesinde, VUK'ta belirtilen menkul kıymetlerin değerlendirilmesinde ve veraset ve intikal vergisinde, hisse senedi ve tahvillerle ilgili değerlendirilmede borsa rayici kullanılmaktadır. Ancak ülkemizde döviz borsası

bulunmadığından Merkez Bankası tarafından yayınlanan kurlar üzerinden yabancı paraya dayalı işlemler değerlendirilmektedir (Ateşoğlu, 01.11.2013).

### 3.2.1.11. Emsal Bedeli ve Ücreti

Gerçek değeri bulunmayan, bilinmeyen veya doğru bir şekilde tespit edilemeyen bir varlığın değerlendirilme tarihinde satılması halinde benzerlerine kıyasla alacağı değerdir. Bu yöntem, değer kaybı olan iktisadi kıymetlerin değerlemesinde kullanılmaktadır. Emsal bedeli hesaplanmasında aşağıdaki sıra esas alınmaktadır (Güleryüz, 2014: 77; Ateşoğlu, 01.11.2013; Akin ve Kurşunel, 2010: 314):

- Ortalama Fiyat Esası: Değerlenecek varlık ile benzer olan varlığın değerlemenin yapılacağı ay veya bir önceki ayda satışı yapılmışsa, emsal bedeli, bu satışların ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Bu esasın uygulanabilmesi için emsal varlığın aylık satış miktarının, emsal bedeli belirlenecek olan varlığın miktarının % 25'inden fazla olması gerekmektedir.
- Maliyet Bedeli Esası: Varlığın maliyet bedeli bilindiği durumlarda bu maliyet bedeline, toptan satışlar için % 5, perakende satışlar için % 10 ilave edilerek emsal bedeli hesaplanmaktadır.
- Takdir Esası: Bedelin diğer esaslarla belirlenememesi durumunda ilgili kişilerin başvurusu üzerine bedelin, takdir komisyonlarınca takdir yoluyla belirlenmesidir.

### 3.2.1.12. Vergi Değeri

VUK'a göre vergi değeri, sadece maliyet değeri ile değerlendirilemeyen arazi ve bina yatırımlarının değerlendirilmesinde kullanılmaktadır. İşletmenin sahip olduğu varlık ile ilgili yapılan değerlendirme, derecelendirme ve vergilendirme faaliyetlerinin yasalarda belirtilen tanımlamalara dayandığı değeridir. Bazı mevzuatlarda piyasa değeri temel alınsa bile farklı değer yaklaşımları piyasa değerinden farklı sonuçlar verebilmektedir. Bu yüzden vergi değerinin piyasa değeri ile uyumlu olmadığı belirtilmektedir (SPK, 2014; IVSC, 2003: 111). TFRS'de geçen vergiye esas değer kavramı ise vergi kanunları doğrultusunda işletmelerin sahip olduğu varlıkların, borçların ve özkaynak araçlarının ölçülmesi olarak ifade edilmektedir (Güleryüz, 2014: 75).

### 3.2.1.13. Yatırım Değeri

Bir varlığın belirli bir yatırımcı için, bireysel yatırım gereksinimlerine ve beklentilerine dayanan değeridir (ICAI, 2013: 412). Bu değer, işletme birleşmelerinde ve satın almalarında önemli rol oynamaktadır (IMA, 2009: 5). Bununla beraber bir varlığın yatırım değeri, piyasa değerinden farklı olabilmektedir. Çünkü bir varlık için piyasa değeri, birden fazla kişi tarafından belirlenen yatırım değerlerini yansıtabilmektedir. Yatırım değeri ise daha çok özel değer ile ilişkili olmaktadır (SPK, 2014; Bakır, 2009: 12; IVSC, 2003: 110).

### 3.2.1.14. Sigortalanabilir Değer

Sigortalanabilir değer bir varlığın bir sigorta sözleşmesi veya poliçesinde yer alan değeridir (Bakır, 2009: 13; IVSC, 2003: 111). Örneğin sigortalanabilir değer açısından bir binanın değeri, binanın sıfırdan yapımı karşılığında oluşacak maliyetleri kapsamaktadır. Daha sonradan varlığa yapılan ilavelerde bu değere eklenebilmektedir. Ancak bu değer varlığın arsa değerini ve şerefiyesini kapsamamaktadır (TDUB, 2011: 35).

### 3.2.1.15. Kurtarılabilir Değer

Arazi dışındaki varlıkların, tamirat ve benzeri uygulamalarla kullanılmaya devam edilmesi yerine varlıkların içeriğinde bulunan işe yarayan malzemelerin elden çıkarılması durumunda ortaya çıkan değerdir. Bu değer, brüt ve net olarak hesaplanabilir. Brüt değer, varlığın elden çıkarma maliyetlerini içerirken net değer, varlığın elden çıkarma maliyetlerini dikkate almamaktadır. Her iki durumda da varlıkların değerine dahil edilen veya edilmeyen unsurların belirtilmesi gerekmektedir (TDUB, 2011: 38; SPK, 2014). Muhasebe açısından artık kullanılmayacak durumda olan varlıkların net gerçekleşebilir değerini ifade etmektedir. Ancak varlıkların kullanılmayacak olmaları faydalarının tükendiği anlamına gelmemektedir (TDUB, 2011: 38).

### 3.2.1.16. Özel Değer

Özel değer, bir varlığın bazı diğer varlıklar ile olan fiziksel, ekonomik veya fonksiyonel ilişkisinden ortaya çıkabilmektedir. Bu değer genel olarak bir varlığın özel kullanıcısı ya da olası kullanıcısıyla alakalı olan değer artışıdır ve piyasa ile ilgili değildir. Bu yüzden bu değer sadece özel çıkarları olan kullanıcılar için uygulanabilmektedir. Özel değere örnek olarak evlilik değeri gösterilebilmektedir. Evlilik değeri, bir varlıkta iki veya daha fazla sayıdaki hakkın birleşmesi ile ortaya çıkan değer artışı olarak tanımlanmaktadır. Özel değer, işleyen teşebbüs değeri ve yatırım değeri unsurları ile de ilişkili olabilmektedir (SPK, 2014; Bakır, 2009: 13; IVSC, 2003: 113).



### 3.2.1.17. İpotek Teminatlı Kredi Değeri

Değerleme uzmanlarının bir varlığın uzun dönemde sahip olduğu kullanım özelliklerini, varlığın piyasa şartlarını ve varlığın sahip olduğu mevcut ve alternatif kullanım özelliklerini dikkate alarak gelecekteki pazarlanabilirliğinin temkinli bir şekilde değerlendirilmesiyle tespit ettikleri değeridir. Spekülatif unsurlar, bu değerın hesaplanmasında dikkate alınmamaktadır. Çünkü bu değerın, açık ve şeffaf bir şekilde belgelendirilmesi gerekmektedir. Bu değer özellikle finans kuruluşları tarafından kullanılan uzun dönemli risk analizi tekniği olup değerlendirme yöntemi olarak kullanılması yanlış sonuçlar verebilmektedir (SPK, 2014; Bakır, 2009: 13; IVSC, 2003: 113).

### 3.2.2. Değerlemede Maliyet Yaklaşımı

Uluslararası şirket değerlendirme terimleri sözlüğünde maliyet yaklaşımı, bir varlığın değerinin tahmin edilmesinin genel bir yolu olarak tanımlanmıştır. Maliyet yaklaşımı söz konusu varlığın gelecekteki hizmet kapasitesini değiştirmek için gerekli olacaktır. Uluslararası şirket değerlendirme terimleri sözlüğünde varlık yaklaşımı işletmenin değerinin net yükümlülük kadar olduğu varsayımına dayanır. Varlık yaklaşımı çeşitli yöntemler kullanarak işletme sahipliği gelirleri veya menkul kıymetlerin değer göstergesi olarak kullanılmasını tavsiye eder. Görüldüğü üzere gerek maliyet yaklaşımında gerekse varlık yaklaşımında temel amaç gerçeğe uygun değere ulaşma çabasıdır (Zyla, 2013: 171).

Maliyet yaklaşımı, genelde varlığa dayalı yaklaşım olarak bilinmektedir. Bu yaklaşım fiyat dengesi ve ikame ilkelerine dayanmakta ve şirket değerinin bilançoda görüldüğünü savunmakta olup işletmenin beklenen gelecek tahminlerini dikkate almaz (Zyla, 2013: 171; Sipahi vd., 2011: 114; Chambers, 2009: 200; Ulusan, 2007: 531; Dukes, 2006: 2). Maliyet yaklaşımında işletmenin mali tablolarında görülen her bir kalem ayrı ayrı değerlendirilmekte ve daha sonra bu kalemlerin değerleri işletmenin tüm değerine ulaşmak için toplanmaktadır (Dukes, 2006: 2). Ancak varlıklar tarihi maliyetleri ile kayıtlı olduğundan yüksek enflasyon dönemlerinde varlıkların değeri gerçeği göstermekten uzaklaşabilir. Bu yaklaşım işletmenin gelecekte yaratacağı nakit akımlarını ve paranın zaman değerini dikkate almamaktadır. Ayrıca bu yaklaşımın bir diğer eksikliği şerefiye gibi maddi olmayan varlıkların değerinin hesaplanamamasıdır (Chambers, 2009: 200; Düzer, 2008: 29; Dukes, 2006: 2).

Genel olarak yatırımcılar değerlendirme yaparlarken karar alma sürecinde gelir ve yatırım getirisi gibi ekonomik faktörleri dikkate alırlar. Bu bağlamda maliyet yaklaşımı öznel bir yaklaşım olup gelirle ilgili hususları yansıtmadığından değerlendirme sürecinde çok az kullanılmaktadır (Rushmore ve Rubin, 1984: 273). Bu yüzden bu yaklaşım gelir yaklaşımı ile

beraber kullanılarak desteklenebilir (Duguleana ve Duguleana, 2014: 48). Aşağıda değerlendirme sürecinde maliyet yaklaşımını temel alan yöntemler açıklanmıştır.

### 3.2.2.1. Defter Değeri

Defter değeri bir varlığın muhasebe kayıtlarında gözükten değeridir. Başka bir ifade ile maliyet bedelleri ile kaydedilmiş varlıkların muhasebe kayıtları ile belirlenmiş değeridir (Düzer, 2008: 30; TSPAKB, 2008; Konuralp, 2005: 177). Kısacası bu değer, bir işletmenin bilançosunda raporlanan muhasebe değerini ifade etmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 118; Pettit ve Ferris, 2013: 10). Bu bağlamda defter değerinin işletmenin özkaynak değeri olduğu kabul edilebilir (Ercan ve Ban, 2014: 118; Gorbon, 2012: 10; Sipahi vd., 2011: 2; Fernandez, 2004: 4; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 13).

Defter değeri temelinde değerlendirme yapılacaksa bir şirketin değeri, ödenmiş sermaye, emisyon primi, dağıtılmamış karlar, ihtiyatlar ve yeniden değerlendirme değer artış fonları kalemlerinin toplamından, dönem zararı, sermaye taahhütleri ve geçmiş yıl zararları kalemlerinin çıkartılması ile bulunmaktadır (Ercan vd., 2003: 3). Hisse başına defter değeri ise bilançoda raporlanan özsermaye değerinin hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanmaktadır (TSPAKB, 2008; Ercan vd., 2006: 5; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 13; Ercan vd., 2003: 3; Bodie ve Merton, 1998: 70).

Muhasebe sisteminde varlıklar tarihi maliyetlerle kaydedildiği için defter değeri cari piyasa değerinden farklı olmaktadır. Hatta enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde defter değeri daha da anlamsızlaşmaktadır. Bu yüzden defter değeri yatırımcılar ve işletme yöneticileri açısından fazla anlam taşımamaktadır (Ercan ve Ban, 2014: 118; Bodie vd., 2013: 406; Sipahi vd., 2011: 2; Bodie ve Merton, 1998: 172). Dolayısıyla bu değerlere göre hazırlanan finansal tablolar ve bu tabloların analizinin doğruluğu tartışmalıdır (Düzer, 2008: 30; Konuralp, 2005: 177). Defter değeri genel olarak yeni kurulan veya istikrarsız gelirlere sahip olan işletmelerde, piyasaların veya ekonominin daraldığı zamanlarda, nadiren gerçekleşse bile hisse senetlerinin defter değerinin cari piyasa değerinden fazla olduğu zamanlarda ve bankalar gibi sermayesinin büyük çoğunluğunun nakdi varlıklardan oluştuğu finansal kurumlar için kullanılabilir (Sipahi vd., 2011: 2; Ünlü, 2008: 7).

### 3.2.2.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri bir işletmenin, varlıklarını satması ve faaliyetlerini durdurması durumundaki değeridir. Tasfiye değeri, işletme varlıklarının bütünüyle ya da parçalar halinde satışından sağlanan gelirden bütün borçlar ödendikten sonra kalan tutarın ödenmiş sermayeye

(hisse senedi sayısına) bölünmesi ile hesaplanmaktadır (ICAI, 2013: 411; Sipahi vd., 2011: 3; Chambers, 2009: 209; İnam, 2007: 487; Ercan vd., 2006: 5; Konuralp, 2005: 178).

Tasfiye işlemi zorunlu tasfiye ve düzenli tasfiye olarak ikiye ayrılır. Zorunlu tasfiyede varlık veya varlıkların satışları bir açık artırmada olduğu gibi mümkün olduğunca hızlı bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Düzenli tasfiyede satışlar, elde edilecek gelirleri maksimize eden makul bir zaman dilimi içinde gerçekleşmektedir. Bu yüzden genellikle düzenli tasfiyelerde değer, daha yüksek hesaplanmaktadır. Değerleme sürecinde tasfiye değeri tercih edildiğinde işletme sahipleri işletme şerefıyesi için hiçbir tazminat alamaz. Şerefıye ve diğer maddi olmayan varlıklar hesaplanmadığı için varlığa dayalı kredi kuruluşları ve bankalar tasfiye değerini kullanmayı tercih etmektedirler (ICAI, 2013: 411; Hitchner, 2011: 7).

Tasfiye değeri, gerçekleşecek satış işlemlerinde en düşük fiyat sınırı olarak kabul edilmektedir (Sipahi vd., 2011: 3; Chambers, 2009: 210). Tasfiye işleminde belirli bir süre içinde nakde çevrilmesi zorunlu olan varlıklar, makul piyasa değerleri üzerinden bir indirgeme oranı kullanılarak iskontoya tabi tutulmaktadır (Petitt ve Ferris, 2013: 11; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 15). Bu durum, varlıkların değerinin piyasa değerinin altına düşmesine neden olmaktadır. Bu yüzden tasfiye değeri, faaliyetleri sonlandırılan işletmeler için uygun görülmekteyken, faaliyetlerine devam eden işletmelerde bu yöntemin uygulanması gerçekçi sonuçlar vermemektedir (Ercan vd., 2003: 4).

### **3.2.2.3. Net Aktif Değer**

Düzeltilmiş defter değeri olarak ifade edilen net aktif değer (NAD) belli bir tarihte bir işletmenin satış değerinin en az o işletmenin bütün varlıklarının nakde çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya bu varlıkların yenileme değerine eşit olacağını savunmaktadır (Sipahi vd., 2011: 115; Düzer, 2008: 32; Gündüz, 10.11.2014). NAD, işletmenin tüm borçları ödendikten sonra varlıkların tasfiyesinden elde edilen nakit değeri ifade etmektedir. Bu değere ulaşmak için ilk olarak işletmenin bilançosundaki varlıklar ve özkaynak hariç tüm kaynaklar nakde çevrilerek piyasa değeri bulunmakta ve daha sonra varlık toplamından borçların toplamı çıkartılmaktadır (Düzer, 2008: 32; Ünlü, 2008: 123; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 14).

Bu yöntem daha çok yeni kurulmuş veya gelir elde etmeyen, yükümlülüklerini karşılayacak nakdi oluşturamayan işletmelerin değerlemesinde ve işletmenin faaliyetine son vererek varlıklarının değerlendirileceği durumlarda kullanılmaktadır. Ayrıca yöntem, atıl durumda bulunan varlıkların elden çıkarılmasında da kullanılabilir (Chambers, 2009: 212; Gündüz, 10.11.2014; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 14). Gelecekte elde edilecek potansiyel gelirleri ve yaratılacak değeri dikkate almayan NAD, maddi olmayan varlıkları ve geleceğe

ilişkin beklentileri dikkate almaması ve işletmeyi durağan olarak değerlemesi nedeniyle eleştirilmektedir (Chambers, 2009: 213).

#### **3.2.2.4. Yerine Koyma Maliyeti**

Bir varlığın değerlendirme tarihinde, verimlilik, karlılık, yaş, üretim veya hizmet gibi sahip olduğu özellikler ile aynı özelliklere sahip başka bir varlığı satın almanın maliyetidir. Genelde piyasada bir varlık ile aynı özellikleri taşıyan başka bir varlık bulmak zor olduğundan, benzer başka varlıkların yerine koyma maliyetleri hesaplanmaya çalışılmaktadır (Düzer, 2008: 31; Özdemir ve Arslan, 2007: 95; Gürbüz ve Ergincan, 2004: 9). İşletmelerin kuruluş sözleşmelerinde aksi bir hüküm bulunmadığı sürece sonsuz bir ömre sahip olduğu varsayılır. Bu varsayım altında varlıkların belirli bir zaman sonra değiştirilmek zorunda kalacağından bu değer yeniden satın alma maliyetini veya yeniden üretme maliyetini yansıtmaktadır (Uluslan, 2008: 133).

Yerine koyma maliyeti aynı zamanda yoksun olma değeri olarak da bilinmektedir. Çünkü işletmede kullanılan bir varlığın faydalı ömrü boyunca işletmeye sağlayacağı düşünülen net nakit akımının bugünkü değerinin veya elden çıkarma değerinin yenileme maliyetinden büyük olması beklenmektedir (Aktaş ve Deran, 2006: 157). Yerine koyma değerinin hesaplanmasında uzmanlar aynı fikirde olmasalar bile genel olarak tüketici fiyat endeksi kullanılmaktadır. Ancak bu oran kullanıldığında da varlığın amortisman payı dikkate alınmamaktadır. Buna ek olarak zaman zaman varlıkların fiyatlarında önemli düşüşler de görülebilmektedir. Bu düşüşler de değere yansıtılmamaktadır (Düzer, 2008: 31).

#### **3.2.3. Değerlemede Gelir Yaklaşımı**

Gelir yaklaşımı yatırım değeri yaklaşımı olarak da bilinmekte ve işletmenin kazanma gücünü belirlemeye çalışılmaktadır (Dukes, 2006: 3). Bu yaklaşım değer in işletmenin geçmişte elde ettiği ve gelecekte elde edeceği gelire ilgili olduğunu savunmaktadır. Çünkü bir yatırımcının en büyük beklentisi yatırımın yüksek gelir getirmesidir (Kutukız ve Tunçbilek, 2009: 22). Gelir yaklaşımli yöntemler, maliyet ve piyasa yaklaşımli yöntemler ile kıyaslandığında değerlendirme sürecinde kullanılan en iyi alternatif olduğu kabul edilmektedir (Uluslan, 2007: 531). Günümüzde sermaye piyasalarının ve bu piyasalarda işlem gören işletme sayılarının artması ile birlikte değer tespitinde klasik yöntemler yerine gelir yaklaşımli çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerin en sık kullanılanları; nakit akımlarını baz alan indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve muhasebe karlılığı yerine ekonomik karı temel alan ekonomik katma değer yöntemidir (Kutukız ve Tunçbilek, 2009: 22).

Gelir yaklaşımında değerlemeye konu olan varlıkların gelir üretme kapasiteleri dikkate alınmaktadır. İşletmeler için varlıklar, gelir getirdiği sürece bir değer ifade etmektedir. Dolayısıyla işletmenin gelecekte yaratacağı nakit akımları çok önemlidir. Çünkü gelecekte yaratılacak potansiyel nakit akımlarının işletme değerini oluşturduğu kabul edilmektedir. Bu yaklaşıma göre değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değeridir. İşletmenin varlık değerinden çok nakit yaratan faaliyetlerle ilgilenen yatırımcılar için bu yaklaşım önemlidir. Bu yaklaşımda değer belirlenirken dikkat edilmesi gereken üç unsur bulunmaktadır. Bu unsurlar; gelirlerin miktarı, gelirlerin gerçekleşme süresi ve tahmin edilen gelirin gerçekleşme olasılığıdır (Chambers, 2009: 206). Değerleme sürecinde gelir yaklaşımını temel alan yöntemlerden bazıları aşağıda açıklanmıştır.

### 3.2.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

1930'da Irving Fisher tarafından ortaya konulan İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) yöntemi, sermaye piyasası kırılmasını takiben hisse senetlerinin değerlemesinde kullanılan popüler bir yöntem haline gelmiştir. Günümüzde INA yöntemi, şirket değerlemelerinde en sık kullanılan ve uygulamada en çok kabul gören gelir yaklaşımli değerlendirme yöntemlerinden birisidir (Bilir ve Kulalı, 2014: 41; Sipahi vd., 2011: 39; Arumugam, 2007: 9). Bu yöntem, yatırımlarla ilgili olarak bütün nakit giriş ve çıkışlarını dikkate almaktadır. Bunun için bu yöntem daha çok işletme birleşmelerinde satın alma hedefi olduğunda bir varlığın gerçeğe uygun değerinin ölçülmesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Ayrıca INA yöntemi, yatırım fırsatlarının çekiciliğini tahmin etmek için de kullanılmaktadır (SİPA, 30.09.2014; Zyla, 2013: 255; Chambers, 2009: 233).

INA yönteminin üç ana girdisi bulunmaktadır. Bunlar; (1) belirli bir tahmin döneminde (genellikle beş-on yıl) alınacak beklenen nakit akımları, (2) belirli bir tahmin döneminden sonra ele alınan değer yani devam eden değer (terminal value) ve (3) indirgeme oranıdır (Zyla, 2013: 255; Antill ve Lee, 2012: 169). INA yöntemine göre bir varlığın değerini hesaplamada kullanılan formül (Damodaran, 2012: 12):

$$\text{Değer} = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} \text{ olarak belirtilmektedir}$$

Formülde yer alan;

N= varlığın ömrünü,

$CF_t$ = t dönemindeki nakit akımını,

r= tahmini nakit akımlarının riskini, ifade etmektedir.

INA yöntemine göre değer, işletmenin varlıkları nakit yarattığı sürece ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden, işletmenin değerini hesaplayabilmek için ilk olarak gelecekteki nakit

akımları tahmin edilmelidir (Bilir ve Kulalı, 2014: 41). Nakit akımlarını tahmin edebilmek için piyasa katılımcısının girdileri ile uyumlu bir proforma analizi yapılmalıdır (Mard vd., 2011: 81). Daha sonra tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değeri hesaplanır (Steiger, 2008: 4; Takacs, 2007: 13; Gürbüz ve Erginçan, 2004: 15; Ercan vd., 2003: 5). Bu hesaplama; sermaye yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, marka değeri, yaratıcılık gücü, entelektüel sermaye, organizasyon ve yönetim kadrosu analizlerinin eklenmesi ile işletmenin değeri ortaya çıkmaktadır (Gündüz, 10.11.2014; Aydın, 2012: 103).

İşletmelerin borç ve özsermaye kalemlerini değerlemek nakit akımlarının bugünkü değerine dayanmaktadır. Basit bir şekilde ifade edecek olursak, sermaye harcamalarının değeri nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Çünkü nakit akımları, bir işletmenin hayatta kalmasının ve başarısının merkezi durumundadır (Moyer vd., 1995: 16). Gelecek her bir dönem için nakit akışların tahmin edilmesinde çok dikkatli olunmalıdır. Hesaplama formülü işletmenin, kesin olmayan bir zaman dilimi için veya sadece belirli bir dönem için kurulmuş olup olmamasına bağlıdır (Takacs, 2007: 13). Nakit akımları, piyasa koşullarına paralel olarak şirketin risk profiline ve gelecekte beklenen enflasyona uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerine indirgenmelidir (Gündüz, 10.11.2014; Steiger, 2008: 4; Arumugam, 2007: 8; Takacs, 2007: 13; Ercan vd., 2006). İskonto oranı, nakit akımlarının ve piyasadaki getiri oranının bir unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bu oranın riskli projelerde daha yüksek olduğu, riskin az olduğu projelerde ise daha düşük olduğu görülmektedir (Ercan vd., 2003: 5). İskonto oranını doğru bir şekilde hesaplanabilmesi için bazı unsurlara dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu unsurlar; sektörün özellikleri, faaliyet alanı ve kazancı, konjonktürel durum, işletmenin dönemsel değişimlerden etkilenme derecesi, rakip işletmelerin karlılık oranları, yeni yatırımlardan beklenen minimum verimlilik oranı, alternatif verimlilik oranı ve işletmenin sermaye maliyetidir (Düzer, 2008: 34).

INA yöntemine göre şirket değerini belirlemede önem arz eden bir konu işletmelerin sonsuz bir ömre sahip oldukları varsayımı altında sonsuza kadar devam eden değer (terminal value) hesaplanmasıdır (Hitchner, 2011: 149). İşletmelerde gelecek nakit akımları sağlıklı olarak 5-10 yıl arası tahmin edilebilmektedir. Bu tahmin döneminden sonra işletmelerin faaliyetlerinin sonsuza kadar devam edeceği varsayımı altında tahmin döneminin sonunda nakit akımlarının sabit bir şekilde büyüyeceği ve bu büyümenin sonsuza kadar devam edeceği ifade edilmektedir. Bu kapsamda sabit büyümenin başladığı dönemden sonsuza kadar devam eden döneme ilişkin hesaplanan değere “devam eden değer” denmektedir (Sipahi vd., 2011: 73). Başka bir ifade ile devam eden değer, bir işletmenin tahmin döneminden sonraki değeridir (Hitchner, 2011: 149).

Damodaran (2011) tarafından yapılan çalışmada “sonsuz giden değer” hesaplaması iki varsayım altında yapılmaktadır. Bunlardan birincisi işletmenin tahmin dönemi sonunda tasfiye edilmesidir. İkinci varsayım ise tahmin dönemi sonrasında işletmenin faaliyetlerine devam etmesidir. Birinci durumda işletmenin tahmin dönemi sonunda tasfiye edileceğini göz önüne alınırsa piyasaya dayalı kombinasyonlar ve tahminler kullanarak tasfiyeden elde edilecek kazanç belirlenmektedir. İkinci durumda ise işletmenin nakit akımlarının sonsuza kadar devam eden sabit bir oranda büyüyeceği göz önüne alınarak işletme değeri tahmin edilmektedir. Bu durumda kullanılacak formül (Damodaran, 2012: 304; Damodaran, 2011: 50):

$$\text{Terminal Value}_n (\text{TV}_n) = \frac{\text{CF}_{(n+1)}}{\text{WACC} - g} \text{ olarak ifade edilmektedir.}$$

Formülde yer alan;

$\text{CF}_{(n+1)}$ = tahmin döneminden sonraki yıl nakit akımı,

WACC= iskonto oranı,

$g$ = büyüme oranı, anlamına gelmektedir.

INA yöntemi, nakit akımları pozitif olan işletmeler için kullanımı kolay bir yöntemdir. Ancak negatif nakit akımlarına sahip olan ve iflas olasılığının güçlü olduğu işletmeler için gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi oldukça zordur. Bu işletmeler için INA yöntemi kullanılarak değerlendirme yapmak uygun olmaz. Bu tarz işletmelerde yapılan değerlendirme sonucunda nakit akımlarının bugünkü değeri hep negatif çıkacaktır. Bu işletmelerin nakit akımları pozitif olana kadar işletme değeri negatif kalacaktır (Damodaran, 2012: 17). INA yönteminin değerlendirme sürecinde uygulanmasının birçok yararı ve sakıncası bulunmaktadır (Aydın, 2012: 104; Chambers, 2009: 236-237).

- Bu yöntemin yararları;
  - Nakit yaratma potansiyelini ve işletmenin gelecekteki performansını da dikkate aldığı için diğer değerlendirme yöntemlerine nazaran daha fazla tercih edilmesi,
  - Yatırım, finansman politikası, ekonomik dalgalanmalar, faaliyet oranları, şerefiye gibi birçok unsurun işletme değeri üzerindeki etkilerinin hesaplanmasını sağlaması,
  - Birleşme ve satın alma işlemlerinde sinerji değerinin hesaplanmasına ve farklı senaryoların analizine imkan veren esnek bir değerlendirme yöntemi olmasıdır.
- Bu yöntemin sakıncaları ise;
  - Diğer değerlendirme yöntemlerine nazaran daha fazla veriye gereksinim duyulması,
  - Verilerin tam olarak toplanması ve değerlendirilmesinin uzun zaman alması,
  - Uygulamasının diğer yöntemlere göre daha karmaşık olması,

- Yöntemde yapılan bazı varsayımların (WACC, CAPM vb. hesaplamalar) öznel taşıması,
- Gelecek nakit akımlarının tahminine dayanması ve gelecekteki belirsizliklerin işletme değerini ne kadar etkileyeceğinin tahmin edilememesidir.

INA yönteminde işletmenin değeri iki farklı şekilde hesaplanmaktadır. Bunlar; firmaya serbest nakit akım (Free Cash Flow to the Firm-FCFF) yöntemi ve özsermayeye serbest nakit akım (Free Cash Flow to Equity-FCFE) yöntemidir. FCFF yönteminin uygulamasında işletmenin toplam değeri hesaplanarak tüm hissedarlara ve borç verenlere sağlanan nakit akımları bulunmaktadır. FCFE yönteminde ise, FCFF yöntemi ile bulunan değerden finansal borçlar ve diğer yükümlülükler çıkartılarak doğrudan ortaklara kalan özsermayenin değeri bulunmaktadır. FCFF’de nakit akımların bugünkü değeri hesaplamada kullanılan iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (weighted average cost of capital); FCFE’de kullanılan iskonto oranı ise özsermayenin maliyet (cost of capital) oranıdır. Özsermayenin maliyet oranı, Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model-CAPM) veya Arbitraj Fiyatlama Modeli (Arbitrage Pricing Model-APM) kullanılarak hesaplanabilir. Kullanılacak modellerdeki farklılığın nedeni, nakit akımlarının sağladığı fayda sahiplerinin farklı olmasıdır (Bilir ve Kulalı, 2014: 42; [pages.stern.nyu.edu](http://pages.stern.nyu.edu), 30.09.2014; Steiger, 2008: 5). Bu modeller, ayrı başlıklar altında ele alınarak aşağıda anlatılmıştır.

### 3.2.3.1.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC), INA yönteminin en önemli girdilerinden birisidir (Steiger, 2008: 6). WACC, bir işletmeye kredi verenleri, işletme sahiplerini ve diğer sermaye sağlayıcılarını memnun etmek için varlıkları üzerinden kazanmak zorunda olduğu minimum getiriyi ifade etmektedir (SİPA, 30.09.2014).

İşletme faaliyetleri birden fazla kaynaktan finanse edildiğinden çeşitli kaynaklardan sağlanan bu fonların ortalama maliyetlerinin bulunması gerekmektedir. Bu ortalama maliyetin hesaplanabilmesi için işletmenin sermaye yapısını oluşturan fon kaynaklarının oranlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Eğer işletmenin sermayesi sadece borçlardan meydana geliyorsa, sermaye maliyeti borçlara ödenen faizin vergiden sonraki maliyetini olmaktadır. Eğer işletme borç kullanmıyorsa sermaye maliyeti adi hisse senedi sahiplerinin beklenen getirilerinden meydana gelir. Ancak gerçek hayatta böyle durumla karşılaşmak oldukça zordur. Bu yüzden sermaye maliyetini hesaplamada, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmaktadır. WACC değerini hesaplama aşağıdaki aşamalardan oluşmaktadır (Aydın vd., 2010: 198; Chambers, 2009: 100; Ünlü, 2008: 100):



- İlk olarak her bir sermaye unsurunun bireysel maliyeti hesaplanmaktadır.
- Daha sonra bu sermaye unsurlarının, tek tek toplam sermaye içindeki ağırlıkları hesaplanmaktadır.
- Son olarak sermaye unsurlarının toplam sermaye içindeki payları ile maliyetleri çarpılmakta ve bulunan tutarların toplamı ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini vermektedir.

Bu çerçevede; *WACC formülü* =  $(w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * k_3)$  olarak ifade edilebilmektedir (Ünlü, 2008: 179).

Formülde yer alan;

$w_1$  = Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklar İçindeki Ağırlığı

$k_1$  = Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Maliyeti

$w_2$  = Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklar İçindeki Ağırlığı

$k_2$  = Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Maliyeti

$w_3$  = Özsermayenin Toplam Kaynaklar İçindeki Ağırlığı

$k_3$  = Özsermayenin Maliyeti, anlamına gelmektedir.

WACC, işletmenin hesaplandığı andaki durumunu gösteren cari veya tarihi bir maliyet olmaktadır. İşletmenin sermaye yapısı değiştiğinde, örneğin, sermayeye yeni kaynak ilave edildiğinde, WACC'ta değişeceğinden hesaplama tekrardan yapılmalıdır. Bu yüzden WACC'ta oluşacak en küçük bir değişiklik, işletme değerinde büyük değişikliklere yol açmaktadır (Aydın vd., 2010: 198; Steiger, 2008: 6; Ünlü, 2008: 100).

### 3.2.3.1.2. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (Capital Assets Pricing Model- CAPM) ilk olarak William Sharpe (1964) tarafından ortaya konmuş, daha sonra John Lintner (1965) ve Jan Mossin (1966) tarafından geliştirilmiştir. CAPM, tüm menkul kıymetlerin piyasadaki denge fiyatlarını belirlemektedir ve bir varlığın riski ile beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi açıklamada kullanılan en etkili yaklaşımdır (Bodie vd., 2013: 193-194; Er ve Kaya, 2012: 234; Chambers, 2009: 85; Konuralp, 2005: 270; Bodie ve Merton, 1998: 299; Beaver vd., 1970: 655).

CAPM'i önemli kılan iki fonksiyon bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, çeşitli finansal uygulamalarda (olası yatırımları değerlendirmek için) kullanılmak üzere beklenen getiri oranının tahmin edilmesini sağlamasıdır (Bodie vd., 2013: 193; VAULT, 2005: 50; Bodie ve Merton, 1998: 300). İkincisi ise indeksleme (İMKB 100, the Standard&Poor's 500 vb.) olarak bilinen pasif yatırımların (piyasada henüz işlem görmeyen varlıkların- IPO) beklenen

getirilerinin kullanımına yönelik teorik bir gerekçe sağlamasıdır (Bodie vd., 2013: 193; Bodie vd., 2003: 215; Bodie ve Merton, 1998: 299).

CAPM'i hesaplamada kullanılan formül;  $CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$  olarak belirtilmektedir.

Formülde yer alan;

$R_f$  = Risksiz Getiri (faiz) Oranı,

$\beta$  = Sistemik Risk,

$R_m - R_f$  = Piyasa Risk Primi,

$R_m$  = Piyasa Ortalama Getiri Oranı, anlamına gelmektedir.

CAPM modelinde kullanılan risksiz faiz oranına sahip tek finansal varlık olarak devletler tarafından ihraç edilen tahviller gösterilmektedir. Dolayısıyla değerlendirme faaliyetlerinde nakit akımlarının tahminlenmesi genellikle 5-10 yıl arası dönemleri kapsadığından risksiz faiz oranını hesaplamada 5-10 yıl vadeli devlet tahvillerinin getiri oranları kullanılmaktadır (Sipahi vd., 2011: 53). Risksiz olarak kabul edilen devlet tahvillerine yatırım yapıldığında, vade bitiminde faiz oranının tamamı alınır ki elde edilen bu getiri beklenen zamanın karşılığı olmaktadır (Ünlü, 2008: 106).

CAPM modelinde kullanılan piyasa risk primi, riskli bir hisse senedine yatırım yapıldığında katlanılan risk karşılığında fazladan bir prim beklentisini ifade etmektedir. Örneğin, enflasyondaki yükseliş nedeniyle hisse senetlerinin beklenen getirisi de artış göstereceğinden yatırımcı, hisse senetlerinin daha riskli hale geleceğini düşünmekte ve daha yüksek bir risk primi beklemektedir. Bu durumda yatırımcılar enflasyonla paralel olarak faiz oranlarındaki artışı dikkate almalı ve hisse senedinin getirileriyle kıyaslamalıdır (Chambers, 2009: 86; Ünlü, 2008: 106). Bu nedenle piyasa risk primini hesaplarken uzun vadeli hisse senetleri getirisinden aynı vadeyi kapsayan devlet tahvili getirisi çıkartılmalıdır (Sipahi vd., 2011: 53).

CAPM, bir bağımsız değişkenli (beta) doğrusal bir modeldir ve bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile ilgilidir. Beklenen getiri ise menkul kıymetin betası ile ilişkilidir (Er ve Kaya, 2012: 234; VAULT, 2005: 30). Beta kavramı, menkul kıymetlerin standardize edilmiş sistemik bir risk ölçütü olarak ifade edilmektedir (Zyla, 2013: 296; Er ve Kaya, 2012: 234; Reilly ve Norton, 2003: 284; Berkowitz, 1998: 171; Beaver and Manegold, 1975: 231). Bununla birlikte bazı çalışmalarda beta değeri, kaldıraç, kazanç değişkenliği, temettü ödemeleri, büyüme, aktif büyüklüğü, likidite, muhasebe kazanç betası (kazançların kovaryansı) gibi çeşitli unsurlarla ilişkilendirilerek gösterilmektedir (Beaver and Manegold, 1975: 231; Beaver vd., 1970: 660). Beta, piyasa portföy getirisiyle bir menkul kıymet getirisinin basit bir kovaryansı

sonucunda bulunan katsayı başka bir ifade ile regresyon eğimidir (Er ve Kaya, 2012: 234; Damodaran, 2011: 44).

Bir yatırımın beta katsayısının “1” çıkması durumunda yatırımın getirisinin piyasa getirisiyle aynı şekilde hareket ettiği sonucuna ulaşılmaktadır. Yatırımın betası 1’den küçükse (0,5 gibi) bu durum yatırımın piyasaya göre daha az değişken ve piyasaya göre daha düşük sistematik riske sahip, tutucu bir yatırım olduğunu ifade etmektedir. Eğer beta 1’den büyük ise (1,5 gibi) yatırımın piyasaya göre çok fazla değişken ve daha riskli olduğu anlamına gelmektedir (Hitchner, 2011: 223; VAULT, 2005: 30; Reilly ve Norton, 2003: 284).

Beta katsayısını hesaplarken yapılacak hataları önleyebilmek için işletmelerin bireysel betalarını kullanmak yerine sektör betasının kullanılması daha hassas ve doğru sonuçlar verebilir (Damodaran, 2011: 44). Halka arz edilmiş işletme betaları, faaliyet ve finansal riskin dahil edildiği piyasanın genel riskine dayanmaktadır. Ancak halka arz edilmemiş işletmelerde bu parametreleri belirlemek mümkün olmamaktadır. Bu işletmeler için en iyi çözüm halka arz edilmiş karşılaştırılabilir işletmelerin riskliliğine bakmaktır veya muhasebe değişkenleri ile riski ölçmektir (Zyla, 2013: 296; Damodaran, 2012: 19). Başka bir ifade ile benzeri finansal yapıda olup halka arz edilmiş işletmelerin beta katsayılarının kullanılması en hassas sonuçları sağlamaktadır (Çakıcı, 2008: 173; Üreten ve Ercan, 2000: 69).

### 3.2.2.1.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj Fiyatlama Modeli (Arbitrage Pricing Model-APM), CAPM’e alternatif olarak 1976’da Stephen Ross tarafından geliştirilmiş ve bilim dünyasında kendisine geniş bir yer edinmiştir (Arumugam, 2007: 23; Konuralp, 2005: 298). APM’de menkul kıymetin getirisini hesaplamada kullanılan formül olarak;  $k(I_i) = k_{rf} + (k(f_1) - k_{rf}) * \beta_{i1} + \dots + (k(f_n) - k_{rf}) * \beta_{in}$  kullanılmaktadır.

Formülde yer alan;

$k_{rf}$  = Risksiz Faiz Oranı,

$k(f_1)$  = Birinci Değişkenin Beklenen Getirisi,

$k(f_n)$  = n. Değişkenin Beklenen Getirisi,

$\beta_{i1}$  = Birinci Değişkenin Sistematik Riski,

$k(f_1) - k_{rf}$  = Birinci Değişkenin Risk Primini, ifade etmektedir (Ercan vd., 2003: 46).

APM, Tek Fiyat Yasası (The Law of One Price) varsayımına dayanmaktadır. Bu yasaya göre aynı mal farklı fiyatlardan satılamamaktadır. Eğer aynı mal için farklı fiyatlar söz konusu ise, yatırımcılar malı ucuz olduğu yerden alıp pahalı olduğu yerde satacaklardır. Bu durumda ucuz yerden mal alımların artmasıyla fiyatlar yükselmeye başlayacak, pahalı olan yerde ise

satışların artması ile azalmaya başlayacaktır. Bu işlemler, varlığın fiyatı her iki piyasada da eşitlenene kadar devam edecektir. Günümüzde yaşanan teknolojik gelişmeler sonucu iletişimin hızlanması nedeniyle arbitraj işlemleri azalmış olsa da özellikle döviz piyasalarında hızlı bir şekilde hareket ederek anlık ve büyük miktarlardaki işlem tutarları ile kâr elde etmek mümkün olabilmektedir. APM'nin bir başka varsayımı ise aynı faktör duyarlılığına sahip finansal varlıkların aynı beklenen getiriye sahip olmalarıdır. Eğer varlıklar aynı beklenen getiriye sahip değillerse bu durum bir arbitraj imkânı ortaya çıkaracaktır ve buna bağlı olarak da yatırımcılar bu fırsatları değerlendirmek isteyeceklerdir. Bu işlemler APM modelinin mantığını açıklamada önem arz etmektedir (Ünlü, 2008: 111; Zaif, 2007: 87; Konuralp, 2005: 301).

APM'de, bir finansal varlığın beklenen getirisi, teorik piyasa endeksleri veya çeşitli makroekonomik faktörlerin doğrusal bir fonksiyonu olarak modellenmektedir. Ayrıca her faktör değişikliklere karşı duyarlı olmaktadır. APM, CAPM'e benzetilmekle birlikte temelde çok farklıdır. İki model arasındaki en önemli fark ise CAPM'in tek faktörlü bir model, APM'nin ise çok faktörlü bir model olmasından kaynaklanmaktadır. Bu farklılığın bir sonucu olarak APM'de tek bir beta değeri yerine, her faktör için spesifik bir beta katsayısı kullanılmaktadır. Bu modelde menkul kıymet getirisinin sektördeki ve piyasadaki unsurlar (gayrisafi milli hâsıla, enflasyon oranı, para arzı, faiz oranı gibi) tarafından belirlendiği ve getiri ile risk arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu kabul edilmektedir. Bu kapsamda menkul kıymet sayısı arttıkça sistematik olmayan risk düşecek, fakat sistematik risk değişmeyecektir. Böylece bir menkul kıymetin getirisi, risksiz faiz oranı ile değişken unsurlara göre belirlenen menkul kıymetin taşıdığı risklerin toplanması ile hesaplanmaktadır (Ünlü, 2008: 110; Arumugam, 2007: 46).

### 3.2.3.2. Ekonomik Katma Değer

Son yıllarda sermaye piyasalarının hızla gelişmesi, işletmelerde halka arz edilme eğilimlerinin artması, işletme birleşmeleri ve satın almaları vb. nedenler işletme sahipleri ve yatırımcıları işletme değerini doğru şekilde hesaplama arayışına yöneltmiştir. Bu nedenle son zamanlarda işletme değerini belirleme ve değeri artırmaya yönelik geliştirilen yöntemlerin en önemlilerinden birisi de Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added-EVA) yöntemidir. Bu yöntem, ekonomik kar modeli olarak da ifade edilmektedir (Ercan ve Ban, 2014: 351; Düzer, 2008: 36).

Bu yöntem 1980'lerde G.B. Stewart III ve Joel Stern Şirket Danışmanlık Grubu tarafından geliştirilmiştir. EVA yönteminin temelleri, 1890 yılında ünlü İngiliz ekonomist Alfred Marshall'ın kar ile toplam sermaye maliyeti arasındaki farklılığı ekonomik kar olarak ifade etmesi ile atılmıştır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 246; Ercan vd., 2003: 69). Marshall'ın

bu tanımlaması günümüzde kullanılan FVÖK, FVAÖK, Net Faaliyet Geliri gibi muhasebe kar ölçütlerinden tamamen farklılık göstermektedir (Grant, 2003: 3). Stewart, EVA'nın hissedarların varlığındaki değişimleri açıklamada muhasebe temelli ölçütlerden %50 daha başarılı olduğunu ifade etmiştir. Böylece yöntem, içsel ve dışsal performans ölçütü olarak faaliyetlerden sağlanan nakit veya kazanç yerine de kullanılabilir bir hale getirilmiştir. Bu nedenle EVA, sürekli olarak değer yaratmanın en iyi ve tek ölçütü olarak öne çıkmaktadır (Sharma ve Kumar, 2010: 200).

Temel olarak EVA teorisi, iki ana iddia üzerinde durmaktadır. Bunlar; (1) bir işletme yatırılan sermaye üzerinde (sermayenin fırsat maliyetini aşan) getiri kazanmadıkça gerçekten karlı sayılmamakta ve (2) bir işletmenin yöneticileri ortakları için pozitif net bugünkü değer yatırımı kararları aldığı zaman refah yaratılmaktadır (Grant, 2003: 4). Bu bağlamda EVA'nın hesaplanmasında kullanılan formül (Hitchner, 2011: 1089; Ercan vd., 2003: 88; Üreten ve Ercan, 2000: 57);  $EVA = NOPLAT - (Yatırılan Sermaye * WACC)$  olarak ifade edilmektedir.

Bu formülde kullanılan;

$NOPLAT$  (vergiden sonra net faaliyet karı) = Faaliyet Karı – Faaliyet Karı Üzerinden Vergi,

$Yatırılan Sermaye = Net İşletme Sermayesi + Duran Varlıklar$ , şeklinde bulunabilir.

EVA, birçok kişi ve kurum tarafından kurumsal performansı ölçmek ve yatırımları değerlemek için bir yönetim aracı olarak uygulanmaya başlanmıştır (Sparling ve Turvey, 2003: 255). Finansal bir ölçüm aracı olarak EVA, işletmenin reel karlılığına yenilikçi bir bakış açısı kazandırdığı için kurumsal otoriteler tarafından kabul görmektedir. EVA, karın hesaplamasında sermaye maliyetini de dikkate alarak, diğer ölçüm sistemlerinden farklılaşmaktadır. EVA; işletmelerin vergi sonrası net faaliyet karının, sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığını da ölçmektedir. Dolayısıyla EVA hem borç sermayesinin doğrudan maliyetine hem de özsermayenin dolaylı maliyetine yani işletmenin ekonomik karlılığına odaklanmaktadır (Chambers, 2009: 28; Ercan vd., 2003: 70; Grant, 2003: 2). EVA ile birlikte işletmelere sağlıklı bir finansal yönetim ile teşvik sistemi kurularak, en üst kademededen en alt kademeye kadar alınacak tüm kararlara kılavuzluk edilmektedir. Bu durum, işletme çalışanlarının daha başarılı olmasını sağlayan bir işletme kültürü oluşturmaktadır (Düzer, 2008: 36).

EVA'nın işletmelerde uygulanmasının birçok avantajı bulunmaktadır. Bu avantajlardan bazıları şunlardır (Çakıcı, 2008: 37);

- İşletmelerde değer kaybını önlemek ve daha yüksek işletme değerinin yaratılmasını sağlamak,
- Finansal araçlar içerisinde işletmenin yapısına en uygun olanların seçilmesini sağlamak,

- İşletmenin yatırımlarını değeri artıracak şekilde seçilmesini sağlamak,
- İşletmeyi başka işletmelerle veya işletme içindeki birimleri birbiri ile karşılaştırma imkanı sağlamak,
- Alt kademe ve üst kademe çalışanlarının yakınlaşmasını sağlamak,
- İşletme kontrolünü sağlamak, stratejik kararlara ve satın alma analizlerine önem vermektir.

EVA yönteminin işletmelere sağladığı avantajlar yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlardan bazıları şunlardır (Bastı ve Yılmaz, 2013: 58-59; Çam, 2006: 103);

- EVA yöntemi, ticari bir nitelik taşıması ve bilimsel olmaması yönünden eleştirilmektedir. Ancak finans literatüründe kullanılan ekonomik kar kavramı ile aynı olup aynı formülizasyon kullanılmaktadır.
- Hesaplamalarda muhasebe verileri temel alındığı için yöneticiler tarafından rakamlar üzerinde değişikliklerin yapılması ihtimaline neden olmaktadır.
- İşletmeler veya bölümleri arasındaki büyüklük farklarını dikkate almadığından daha büyük bir işletme veya bölüm daha fazla ekonomik kar elde ediyor gözükmektedir.
- Yöntem ekonomik karlılığa dayandığından yöneticiler kısa vadeli karlılığı artırmak için uzun vadede kar getirecek yatırımlardan kaçınabilirler.
- Bu yöntemde geçmiş dönem analizi ile gelecekteki karlılık tahmin edildiğinden yeni kurulan işletmelerde bu yöntemin uygulanabilirliği zordur.
- Bu yöntem sermayenin etkin bir şekilde kullanımına dayanmaktadır. Bu yüzden yöntem, sanayi işletmeleri için kullanışlıyken hizmet işletmelerinde aynı performansı yakalamak oldukça zordur.
- Bu yöntemde hissedar değeri, varlıkların etkin bir şekilde kullanılıp kullanılmamasına göre hesaplanmaktadır. Ancak bu değer, gerçekte birçok unsur (genel ekonomik durum, kurumsal stratejiler, hisse senedi piyasalarının genel seyri vb.) tarafından etkilenmektedir.

### **3.2.3.3. Gelirlerin Kapitalizasyonu Yöntemi**

Bu yöntem, işletmenin kazanç potansiyeline dayanmaktadır. Yöntemde işletme aktiflerinin piyasa değerleri dikkate alınmaksızın, işleyen bir teşebbüs olarak kazanç sağlama potansiyeli değerlendirilmektedir (Düzer, 2008: 35). Gelirlerin kapitalizasyonu; direkt kapitalizasyon ve getiri kapitalizasyonu olmak üzere iki şekilde uygulanmaktadır. Direkt kapitalizasyonda bir yatırımın değeri, o yatırımdan bir yılda elde edilecek tahmini net gelirin

belli bir iskonto oranına bölünmesi sonucu bulunmaktadır. Getiri kapitalizasyonu ise yatırımdan belli bir süre boyunca elde edilecek gelirlere olası giderlerin düşülerek bulunan değerlerin belli bir iskonto oranı yardımı ile değerlendirilmesinin günündeki değerine indirgenmesi sonucu bulunmaktadır (A Pozitif, 2013: 9). Kullanılacak oran, yatırımdan beklenen getiri oranını ifade etmektedir. Eğer işletme varlıklarını borçlanma yolu ile sağlıyorsa, söz konusu oran için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılabilir (Düzer, 2008: 36).

### **3.2.4. Değerlemede Piyasa Yaklaşımı**

Piyasa yaklaşımında bir varlığın değeri, piyasada satılan, fiyat bilgisine ulaşılabilen benzer varlıklarla karşılaştırılarak ölçümlenmektedir (Duguleana ve Duguleana, 2014: 48; Damodaran, 2012: 453; IVSC, 2011: 26; Chambers, 2009: 201; Rushmore ve Rubin, 1984: 273). Bu yaklaşım genel anlamda rekabet ve denge ilkelerine dayanmaktadır (Ulusan, 2007: 531).

Bu yaklaşımda kullanılan yöntemlerin amacı, işletmenin değerini benzer işletmeler ile karşılaştırarak işletmenin piyasaya göre yüksek veya düşük değerlendirildiğini analiz etmektir (Bilir ve Kulalı, 2014: 39). Ancak desteklenebilir bir değer tahmini elde etmek için karşılaştırılabilir bir varlığın satış fiyatı, değerlemeye konu olan varlık ile karşılaştırılan varlık arasındaki farklılıkları yansıtacak şekilde düzeltilmelidir (Rushmore ve Rubin, 1984: 273). Gerçekte değerlendirilen işletme ile benzer bir işletme bulmak, dahası benzer ürünlerin üretilmesi, büyüklük, finansal durum ve sermaye yapısı hususunda benzer işletmelerin bulunması ihtimali oldukça düşüktür. Bununla birlikte değerlendirilen işletmeye benzer bir işletme bulunsa dahi bulunan işletmenin riskleri ve büyüme hızı benzer olmayabilmektedir (Chambers, 2009: 201; Dukes, 2006: 2). Bu yaklaşımda en önemli adım istenen sonuçların alınabilmesi için en doğru işletmenin seçimi olmaktadır. Bu durum benzer işletmelerin seçimi sırasında oldukça dikkatli ve titiz davranılmasının gereğini ortaya çıkarmaktadır (Düzer, 2008: 37). Bu yaklaşımda değerlendirme uzmanları, hipotetik değerlendirme prosedürleri oluşturmak yerine piyasa işlemlerine ayna tutmak zorundadır. Bu yüzden değerlendirme sürecinde bu yaklaşıma çok az ağırlık verilmektedir (Rushmore ve Rubin, 1984: 274). Piyasa yaklaşımında kullanılacak çeşitli yöntemler aşağıda açıklanmıştır.

#### **3.2.4.1. Fiyat/Kazanç Oranı**

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, şirket değerinin belirlenmesinde de yaygın olarak kullanılan piyasa yaklaşımli yöntemlerden birisidir. F/K oranı yöntemi, özellikle işletme birleşmelerinde, satın almalarında ve yeniden yapılandırmalarda kullanılmaktadır (Düzer, 2008: 38). Performans

ölçüsü olarak tasarlanan kazanç, hissedarlara ait olan karlardır ve bir işletmenin muhasebe sisteminin ana çıktısıdır. Bu yüzden yatırımcılar, bu oranı kullanarak kazançlar ve hisse fiyatları arasındaki doğrudan ilişkiyi tespit etmektedir. F/K oranı, bir işletmenin finansal performansı ve sermaye piyasalarının beklenen performans değerlendirilmesi arasındaki ilişkiyi özetlemektedir (Barker, 2001: 53).

Hisse senedi fiyatının hisse başına kara bölündüğü bu çarpan Fiyat/Kazanç oranı olarak bilinmekte ve aşağıdaki formüllerle hesaplanabilmektedir (Taner ve Akkaya, 2004: 3; Bodie vd., 2003: 428):

$$F/K = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kar}$$

$$(\text{Hisse Başına Kar} = \text{Dönem Karı} / \text{Hisse Sayısı})$$

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Dönem Karı}$$

Bu oran işletme hisselerinin değerinin düşük ya da yüksek olduğunu göstermektedir. Bu oranın düşük çıkması tercih edilmektedir. Çünkü oranın yüksek olması hisse senedinin fazla değer kazandığı anlamına gelmektedir. Diğer bir ifade ile oranın artması hisse senedinin satılması, azalması ise satın alınması eğilimini desteklemektedir. Bununla birlikte bir işletmenin F/K oranının düşük veya yüksek olduğu, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer işletmelerin oranları ile veya sektörün ortalama oranı ile karşılaştırılması sonucunda daha sağlıklı yorumlar yapılabilir (Ünlü, 2008: 129; Taner ve Akkaya, 2004: 3).

F/K oranının kullanılma nedenleri şunlar olabilir; etkin sermaye piyasası varsayımına dayanarak piyasa değerinin işletmenin gerçek değerini yansıttığı ve öznellik içermediği için piyasadaki değerlerin değerlendirme yapan kişilerce tespit edilen değerden daha etkin olduğu savunulmaktadır. Bu oran ile yatırımcılara hem piyasa hareketleri hem de ilgili işletmenin performansı hakkında bilgi sağlanmaktadır. F/K oranı, halka açık olmayan işletmelere de uygulanabilmektedir. Böylece, işletmenin hisse senetlerinin fiyatı belli değilse, işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki F/K oranından yararlanarak işletmenin hisselerinin değeri tespit edilebilmektedir (Sipahi vd., 2011: 100; Düzer, 2008: 38; Ünlü, 2008: 130). Bu yöntemin çeşitli eksiklikleri bulunmakla birlikte Türkiye’de aracı kurumların ve yatırım bankalarının en çok kullandıkları değerlendirme yöntemidir. Yöntemin eksikliklerinin bazıları aşağıda belirtilmiştir (Düzer, 2008: 38; Ünlü, 2008: 130):

- Hesaplamalarda net kârın kullanılması faaliyet dışı gelirleri ve giderleri fazla olan işletmelerde yanıltıcı sonuçlar verebilmesi,
- İşletmenin beklenen kârlılığı üzerine bilgi vermemesi,
- Oranın sabit alınması nedeniyle risk ile vade arasındaki ilişkinin değerlemeye yansıtılmaması,



- Paranın zaman değerinin hesaplanmaması,
- İki işletmenin hiçbir zaman aynı olamayacağı gerçeği,
- Kazançların negatif olması durumunda anlamsız sonuçlar vermesi,
- Piyasa fiyatının işletmenin gerçek değerini yansıttığının düşünülmesi,
- Etkin olmayan piyasalarda değerlemelerin hatalı olması, düşük veya yüksek değerlerin belirlenebilmesi,
- Gelecekteki vergi ödemelerinin göz ardı edilmesidir.

#### 3.2.4.2. Fiyat/Nakit Akım Oranı

Gelir tablosunda raporlanan kazançlar, işletmenin muhasebe uygulamalarının seçiminden etkilenmektedir. Örneğin işletmelerin amortisman oranları değişebileceğinden hesaplamalarda işletme gelirleri yerine nakit akımlarının kullanılması daha sağlıklı sonuçlar vermektedir (Onat, 2006: 70). Ancak nakit akımları, muhasebe kararlarından daha az etkilenmektedir. Bu durum, Fiyat/Nakit Akım Oranı (F/NA) yönteminin, hisse başı fiyat/kazanç oranına göre daha çok tercih edilmesine yol açmıştır. F/NA oranını hesaplamada bazı analistler faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımını kullanırken bazı analistler ise serbest nakit akımlarını tercih etmektedir (Bodie vd., 2003: 438).

Bu oran, hisse başı piyasa fiyatının hisse başına düşen nakit akımına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir işletmelerin F/NA oranlarından yararlanılarak oluşturulan katsayıların değerlenecek işletmenin nakit akımları ile çarpılması sonucu bulunmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 34; Ferahyan, 2012: 10). Kullanılan formülüzasyon aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned} F/NA &= \text{Hisse Başına Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}, \\ \text{İşletme Değeri} &= \text{Sektörün F/NA Oranı} \times \text{İşletmenin Nakit Akımı}. \end{aligned}$$

#### 3.2.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı, genel olarak enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde işletmelerin karlılık durumlarının gerçeği yansıtmadığı düşünülerek kullanılmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 33; Onat, 2006: 69). Ayrıca PD/DD oranı, gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin hangi fiyatta olması gerektiğini belirlemek amacıyla kullanılmaktadır (Düzer, 2008: 39; Ünlü, 2008: 132). Yöntemin hesaplanmasında kullanılan formüller aşağıdaki gibidir (Onat, 2006: 69);

$$\begin{aligned} PD/DD &= \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri} \\ \text{Şirket Değeri} &= \text{Sektörün PD/DD Oranı} \times \text{İşletmenin Defter Değeri}. \end{aligned}$$

Bu yöntemde, işletmenin PD/DD oranı veya piyasada bulunan benzer işletmelerin oran ortalamaları, değerlemesi yapılacak işletmenin hisseleri başına düşen defter değeri ile çarpılarak işletmenin değerine de ulaşılmaktadır (Alkan ve Demireli, 2007: 33; Onat, 2006: 69).

PD/DD oranı, işletmenin piyasa değerinin defter değerinin kaç katı olduğunu göstermektedir (Taner ve Akkaya, 2004: 3). Bu oranın büyük çıkması hisse senedinin değer kazandığını göstermektedir. İşletmenin faaliyet gösterdiği sektörde bulunan diğer işletmelere göre bu değer yüksek olması durumu ise spekülasyon fiyatlarının oluşması anlamına da gelebilmektedir (Çakır ve Küçükkaplan, 2012: 75; Ferahyan, 2012: 6; Düzer, 2008: 39). Bu oranın 1'den küçük çıkması işletmenin hissedarları için değer yaratmadığı sonucunu vermektedir. Ancak bu durum yatırımcılar açısından hisse senedinin ucuz olduğu dolayısıyla da iyi bir yatırım alternatifi olduğu anlamına gelmektedir. Bu oran, yorumlanırken sektör ortalamaları göz ardı edilmemelidir (Çakır ve Küçükkaplan, 2012: 75).

Bu yöntemde değerlendirme yapılırken belli bir tarihte düzenlenen bilançonun dikkate alınması işletmenin özelliklerini, devamlılığını ve gelecekteki kazanç potansiyelini yansıtmaması en önemli eksiklerdendir. Bunun yanı sıra yöntem, işletmelerarası verimlilik farklarını da dikkate almamaktadır (Düzer, 2008: 39).

#### 3.2.4.4. Tobin Q Oranı

Yöntem, 1969 yılında James Tobin tarafından geliştirilmiş ve kendi adıyla anılmaya başlamıştır. Tobin Q oranı daha önceleri birçok çalışmada önemli bir performans kriteri olarak kullanılmıştır. Günümüzde ise bu oran genelde yatırım kararlarının alınmasında, sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkinin ölçülmesinde, temettü dağıtım kararlarının hisse senedi değeri üzerine etkisinin ölçülmesinde, işletme sahipliği ile özsermaye değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesinde, yönetimin performansının ve işletmenin rekabet gücünün ölçülmesinde kullanılır (Koçyiğit, 2009: 179; Canbaş vd., 2005: 25). Ayrıca Tobin Q oranı yatırım stratejilerinde belirlenen büyüme tahminlerinin değerlendirilmesinde kullanılmaktadır. Dolayısıyla bu yöntem işletmelerin uzun vadede değerlerini artırmaları, yöneticilerin işletme stratejilerini doğru belirlemeleri ve uygulama yeteneklerinin bir göstergesi olmaktadır (Ercan vd., 2003: 131).

Tobin Q oranı işletmenin piyasa değerinin toplam varlıklarının yenileme maliyetine bölünmesi ile bulunmaktadır (Ercan vd., 2003: 131; Chung ve Pruitt, 1994: 70). Bu oran aşağıdaki şekilde formülize edilebilir;

$$\text{Tobin Q Oranı} = \frac{\text{İşletmenin Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkların Yenileme Maliyeti}}$$

Bu formüle göre sermayenin maliyeti ne kadar düşük, yatırımların reel getirileri ne kadar yüksek ise Tobin Q oranında o oranda yüksek çıkacaktır. Bu teoriye göre yatırım, ek bir birim sermayenin şirket değerine olan olumlu yansıması olarak kabul edilmektedir (Sipahi vd., 2011: 108; Ercan vd., 2003: 131). Bu oranın 1'in üzerinde çıkması işletmenin yatırımcı için tercih edilmesi gereken bir işletme olması gerektiğini göstermektedir. Ayrıca bu değer, işletmenin varlıklarını iyi bir şekilde değerlendirdiğini büyüme fırsatlarının yüksekliğini ve rekabet gücünün yüksekliğini de göstermektedir (Koçyiğit, 2009: 179; Canbaş vd., 2005: 25). Bu oranın 1'den düşük çıkması ise işletme kaynaklarının verimsiz kullanıldığı, işletme yeterli kaynağa sahip olsa bile karlılığının düşük olduğu anlamına gelmektedir. Bu durumda olan işletmeler, yatırım kararı almaktan kaçınmakta ve hatta yatırımlarını durdurmaktadırlar. Bu işletmeler piyasada bulunan rakipleri tarafından birleşme veya satın alma yolu ile ele geçirilebilmektedirler (Koçyiğit, 2009: 179).

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### INA VE EVA YÖNTEMLERİ İLE ÖRNEK BİR DEĞERLEME UYGULAMASI

#### 4.1. Araştırmanın Önemi ve Amacı

Bugün, bir işletmenin gerçek değerinin hem satın alacak hem de satacak kişi veya kurumlar için ne olduğunun tespiti muhasebe-finance alanının önemli problemlerinden birisidir. Satın alma işlemini yapacak kişi veya kurumlar, mümkün olan en düşük fiyattan bu işlemi gerçekleştirmek isterken, satan taraf da bu rakamın mümkün olan en yüksek fiyat olmasını istemektedir. Başka bir ifade ile her iki taraf da optimal satın alma/satış fiyatını bulmak isteyecektir. Bir işletmenin gerçeğe uygun şirket değerini bulabilmek; işletme sadece defter değerine göre mi satılacak?, defter değerine ek olarak şerefiye hesaplanmalı mı? işletmenin duran varlıkları vb. yeniden değerlendirme ile güncel değerlerinde mi? gibi birçok faktöre bağlıdır. Bu faktörler şirket değerini de farklılaştıracak olup buradaki en önemli sorun “*firmanın gerçeğe uygun değerini*” bulmaktır.

Küresel rekabetin bir sonucu olarak diğer bütün sektörlerde olduğu gibi turizm sektöründe de birleşme ve satın alma işlemleri artış göstermektedir. Ayrıca bu rekabet koşullarında konaklama işletmelerinin varlıklarını sürdürebilmeleri için stratejik bir konumda bulunmaları ve rekabet stratejilerini pazarı iyi bir şekilde analiz ederek uygulamaları gerekmektedir. Konaklama işletmelerinin mevsimsellik, konum, inşaa maliyetleri ve emek yoğun olması gibi özellikleri düşünüldüğünde ilk kuruluş aşamasında veya varlıklarını sürdürebilme noktasında birçok zorlukla karşılaştıkları görülmektedir. Özellikle konaklama işletmelerinin yapısı gereği, büyük çapta maddi duran varlık yatırımı gerektirmesi şirket değerini olumsuz şekilde etkilemektedir. Bu yüzden kuruluş amaçları şirket değerini maksimize etmek, dolayısıyla hisse değerini yükseltmek olan bu işletmeler beklentilerini karşılayamayacak durumda kalabilmektedir.

Konuyla ilgili literatüre bakıldığında konaklama işletmelerinde değerlendirme faaliyetlerini konu alan çalışmaların yetersizliği dikkat çekmektedir. Bunun yanında birçok çalışmada değerlendirme sürecinde tek bir yöntem kullanılmış olup bu da değerlendirme işlemlerinin sağlıklı bilgi sağlamasını zorlaştırmakta ve hata payını arttırmaktadır. Buna ek olarak değerlemede kullanılacak yöntemlerin seçimi ve bu yöntemlerde kullanılacak formüllerin çeşitliliği de karmaşaya neden olmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak da değerlemeyi yapacak kişiler, sektörün ve işletmelerin özelliklerine göre doğru yöntemleri ve formülleri seçme konusunda güçlük yaşamaktadırlar. Ayrıca incelenen çalışmalarda, uygulamaların genellikle halka açık

işletmeler üzerinde gerçekleştirildiği ve kullanılan formüllerin birçok varsayıma dayandırıldığı görülmektedir. Dolayısıyla halka açık olmayan bir işletmenin değerinin nasıl belirlendiği konusunda literatürde yeterli çalışma bulunmamaktadır.

Yukarıdaki gerekçelerle yapılan bu çalışmanın amacı, bir işletmenin birleşme ve satın alma işlemlerinde satın alan ve satan kişi veya kurumlar açısından optimal değerlemenin nasıl yapıldığını bir örnek üzerinde göstermektir. Bu amaç doğrultusunda optimal değere ulaşmayı sağlayacak farklı yöntemler kullanılmış, ayrıca örnek işletmenin gerçek verilerine dayanan formüller kullanılmıştır. Bu bağlamda çalışmanın alt amaçlarını; birden fazla yöntem kullanarak değer ortaya konulması, birçok karmaşık veri analizi gerektiren WACC, CAPM, ROIC ve NOPLAT gibi formüllerin gerçek verilerle sağlıklı bir şekilde uygulanması ve seçilen yöntemlerin etkinliğinin karşılaştırılması ve en uygun yöntemin belirlenmesi oluşturmaktadır.

#### 4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Alanya’da faaliyet gösteren bir konaklama işletmesi örnek olarak seçilmiştir. Örneğin bu bölgeden seçilmesinin nedeni Alanya ilçesinin Türkiye’nin önde gelen turizm destinasyonlarından birisi olması, bölgede önemli ölçüde konaklama işletmesinin faaliyet göstermesi ve çalışmada kullanılan verilere erişilebilirlik, zaman ve maliyet kolaylığı sağlamasıdır. Örnek olarak seçilen beş yıldızlı bir konaklama işletmesinin<sup>1</sup> değerinin hesaplanması sırasında gereken tüm veriler söz konusu işletmeden ve ikincil kaynaklardan tedarik edilmiştir. İşletmenin ismi, yönetimin isteği üzerine rekabet ve mali bilgilerin güvenliği nedeniyle gizli tutulmuştur. Araştırmanın kısıtı çalışmanın bir örnek üzerinde yapılmasıdır.

#### 4.3. Araştırmanın Yöntemi ve Veri Toplama Araçları

Araştırma yöntemi şirket değerinin tespit edildiği modelleme<sup>2</sup> için beş yıldızlı bir konaklama işletmesinde alan araştırması yapılmıştır. Modellemesi yapılan satışı gerçekleştirilecek konaklama işletmesinin değeri, “*Firmaya Serbest Nakit Akımları*” ve “*Ekonomik Katma Değer*” yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır.

Uygulamada kullanılan veriler için değeri hesaplanan konaklama işletmesinden 2007-2013 yılları bilanço ve gelir tabloları temin edilmiştir. Ancak yedi yıllık süreyi kapsayan bu mali tabloların enflasyondan dolayı gerçeği yansıtmadığı düşünülerek bu tablolar TEFE oranları ile 31.12.2013 günündeki değerine göre düzeltilmiştir. Enflasyona göre düzenlenen

<sup>1</sup> İşletmeden alınan veriler, stratejik maliyet bilgileri olarak görüldüğünden işletme yönetimi tarafından işletmenin isminin açıklanması istenmemiştir. İşletme dokümanları “Doktora Jüri Üyeleri” tarafından incelenmiştir.

<sup>2</sup> Aykan ÜRETEN ve Metin Kamil ERCAN’ın “Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi” adlı kitabında bilgisayar ortamı için geliştirilen excel formatındaki firma değerlemesi çalışması temel alınmıştır.

mali tablolar enflasyonun neredeyse hiç olmadığı düşünölen Amerika Birleşik Devletleri para birimine (USD-\$) çevrilmiştir. \$ kuru olarak merkez bankasının 31.12.2013 tarihindeki değeri baz alınmıştır. Ayrıca WACC, CAPM gibi formüllerde sadece bir işletmenin verilerinin kullanılmasının sağlıklı sonuçlar vermemesi ve dolayısıyla sektörde faaliyet gösteren işletme ortalamalarının dikkate alınması gerekçesi ile hesaplamalarda halka arz edilmiş işletmelerin “getiri” ve “beta” değerlerinden faydalanılmıştır. WACC formölünün hesaplanmasında ise işletmelerin sermaye maliyetlerini hesaplamalarının karmaşıklığı ve zorluğu nedeni ile risksiz kabul edilen, vergi kesintisi yapılmayan 2014 yılı kısa ve uzun vadeli devlet tahvili oranları baz alınmıştır. Bazı hesaplamalarda gerekli olan kurumlar vergisi ve gelir vergisi oranları için Gelir İdaresi Başkanlığının verilerinden yararlanılmıştır.

#### **4.4. Modele Konu Olan İşletmelerin Tanıtılması**

Modelleme kapsamında Alanya’da faaliyet gösteren iki konaklama işletmesi seçilmiştir. Bu işletmelerden biri satın alma işlemini gerçekleştirirken, diğeri ise satışı yapılan işletme olmaktadır. Aşağıda iki işletme kısaca tanıtıldıktan sonra şirket değerinin hesaplanmasına geçilmektedir.

##### **4.4.1. Satın Alma İşlemini Gerçekleştiren İşletmenin Tanıtılması (X İşletmesi)**

Satın alan konaklama işletmesi (X) Alanya İlçesi Kargıcak Köyünde faaliyet göstermektedir. İşletmenin kuzeyinde birçok turistik tesis ve yazlık tatil siteleri, kuzey doğusunda ormanlık alan, güney ve batı kısmında D 400 karayolu bulunmaktadır. İşletme Antalya’ya 153 km., Alanya’ya 17 km., Gazipaşa’ya 25 km., Antalya Havaalanına 140 km. ve Gazipaşa Havaalanına 27 km. uzaklıkta bulunmaktadır.

2007 yılında faaliyete geçen işletme, 105.300 m<sup>2</sup> yüzölçümlü arsa üzerinde inşa edilmiş 5 yıldızlı bir turizm tesisidir. İşletme; ana otel bloğu, 26 adet villa ve Aquapark eğlence ünitesi olarak 3 bölümden oluşmaktadır. Otel bloğu 16.640 m<sup>2</sup>, villa blokları 10.907 m<sup>2</sup> ve aquapark 1.806 m<sup>2</sup> kapalı alana sahiptir. Otelin oda kapasitesi 559 olup, yatak kapasitesi 1.118’dir. Ana otel bloğunda bulunan odalar; konum, tip ve konfor özelliklerine göre farklılıklar göstermekte olup Standart, Junior, Corner Suite, Kral Suite, Kraliçe Suite ve dubleks oda olmak üzere değişik tiplerdedir. 15.000 m<sup>2</sup> lik alan üzerine kurulmuş olan aquapark; toplam 12 adet su kaydırağı, aktivite havuzu, şelale havuzu, çocuk havuzu ve oyun parkından oluşmaktadır.

Hizmete yeni açılan Gazipaşa Havaalanından yurtiçi ve yurtdışı birçok noktaya uçuşların başlaması, havaalanına en yakın işletmelerden birisi olma avantajına sahip bu işletmenin tercih edilme oranını daha da arttıracak beklenmektedir. Bu yüzden işletme

yönetimi maliyet ve konum gibi rekabet avantajları elde edebilmek için yatırımlarını satın alma yolu ile büyütme amaçlamaktadır.

#### **4.4.2. Satış İşlemini Gerçekleştiren İşletmenin Tanıtılması (Y İşletmesi)**

Uygulamanın yapıldığı satılacak konaklama işletmesi (Y), beş yıldızlı bir işletme olup Alanya İlçesi Obagöl Mevkiinde bulunmaktadır. İşletme sahil şeridinde konumlanmış olması ile birlikte etrafında birçok turistik tesis ve yazlık tatil siteleri bulunmaktadır. İşletme Antalya'ya 141 km., Alanya'ya 7 km., Antalya Havaalanına 131 km. ve Gazipaşa Havaalanına 40 km. uzaklıkta bulunmaktadır.

Herşey dahil sistemde hizmet veren bu işletmenin oda kapasitesi 250 olup, yatak kapasitesi 500 kişidir. Otelde su kaydırakları, açık havuz ve çocuk havuzu, 2 alakart restoran, plaj tesisleri, havuz bar, lobi bar, oda servisi, fitness center, spa merkezi, türk hamamı, oyun salonu, su sporları, kuaför, alışveriş birimleri, 2 adet toplantı salonu bulunmaktadır.

#### **4.5. Uygulama ve Bulgularının Değerlendirilmesi**

##### **4.5.1. Ön Hazırlık**

Uygulamanın ön hazırlık aşaması, uygulamaya konu işletmenin mali tablolarının bilgi işlem ortamına girilmesi, mali tabloların enflasyona göre düzeltilmesi ve bu tabloların \$ kuruna çevrilmesi faaliyetlerinden oluşmaktadır.

Yukarıda detaylı bir şekilde tanıtılan X oteli konumsal avantaj elde etmek, pazar payını genişletmek ve artan talebi karşılayabilmek amacıyla Y otelini satın almaya karar vermiştir. Yapılan görüşmeler sonucunda satış konusunda hemfikir olunmuş ve Y oteli satış fiyatını belirlemek amacıyla 01.01.2014 itibariyle şirket değerlemesini yaptırmıştır. Yapılan değerlendirme faaliyetinin ilk adımında Y işletmesinden alınan 2007-2013 dönemlerini kapsayan yıllık bilanço ve gelir tabloları, bilgi işlem ortamına girilmiştir (bkz. Ek-1). İlgili yıllarda yaşanan enflasyon nedeniyle mali tablo kalemlerinin değerleri 31.12.2013 tarihinde gerçeği yansıtmayacağı için 2007 yılından 31.12.2013'e kadar enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur (bkz. Ek-2). Bu işlemde sonra mali tablolar (2007-2013) enflasyonun çok düşük olduğu Amerika Birleşik Devletleri'nin para birimine (USD-\$) çevrilmiştir (bkz. Ek-3). Bu adımda yapılan işlemler aşağıda ayrıntılı bir şekilde anlatılmıştır.

Y işletmesinin 2007 yılından 2013 yılına kadar olan yıllık bilanço ve gelir tabloları Ek-1' de verilmiştir. Mali tablo kalemlerinin toplam içerisindeki payı hesaplanarak yüzde şeklinde tablolarda gösterilmiştir.

Fiyat istikrarının bulunmadığı dönemlerde tarihi değerlerle düzenlenen mali tablolar gerçeği yansıtmaktan uzaklaşır. Fiyat hareketlerinin dikkate alınmadığı durumlarda işletmenin farklı dönemlerdeki faaliyetleri hakkında yanlış bilgiler üretilip yanlış kararlar alınabilir (Akdoğan ve Tenker, 2007: 721). Bu yüzden geçmiş yıllarda hazırlanan mali tabloların günümüzdeki değerleri yansıtabilmesi için mali tablolar enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur. Enflasyon düzeltmesi işleminde ilk olarak enflasyon katsayıları hesaplanmıştır. Enflasyon katsayısı hesaplanırken Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) oranları kullanılmıştır. Enflasyon katsayısı, mali tabloların ait olduğu aya ait (2013) TEFE oranlarının, düzeltme yapılacak tarihi içeren (2007-2013) aya ait TEFE oranlarına bölünmesiyle bulunmuştur. Enflasyon katsayısı formülü aşağıdaki gibidir:

$$\text{Düzeltilme Katsayısı} = \frac{\text{Düzeltilme Tarihindeki TEFE Oranı (Aralık 2013)}}{\text{Düzeltilme Yapılacak Tarihteki TEFE Oranı (Aralık 2007)}}$$

Bu formüle göre;  $16.081,90 / 10.385,32 = 1,549$  katsayısı 31.12.2007 tarihli bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin düzeltileceği katsayı olmaktadır. Bu işlemler 31.12.2013 tarihine kadar bütün geçmiş yıllar mali tabloları için yapılmıştır. Yukarıda verilen formülün kullanılması ile hesaplanan yıllara göre enflasyon katsayıları, aşağıdaki Tablo 4.1’de, enflasyon düzeltmesine tabi tutulan geçmiş yıl mali tabloları da Ek-2’de gösterilmiştir.

**Tablo 4.1. Enflasyon Düzeltme Katsayıları**

Yıllar	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
TEFE Oranı	10.385,32	11.227,24	11.893,15	12.948,40	14.673,91	15.033,81	16.081,90
Katsayılar	1,549	1,432	1,352	1,242	1,096	1,070	1

**Kaynak:** Veriler, [www.malidanisman.com](http://www.malidanisman.com); [www.verginet.net](http://www.verginet.net) sitelerinden derlenmiştir.

TEFE oranına göre düzeltilen geçmiş yıllar mali tabloları 31.12.2013 tarihli kur üzerinden \$ kuruna çevrilmiştir. Merkez Bankası verilerine göre 31.12.2013 tarihinde döviz satış kuru  $1\$ = 2,1343\text{TL}$ ’den işlem görmektedir (TCMB, 2014). Yapılan tüm tahmin ve değerlendirme işlemleri \$ kuruna çevrilen mali tablolar üzerinden gerçekleştirilmiştir. Bu tablolar Ek-3’de verilmiştir.

#### 4.5.2. Geçmiş Yıllar Performans Oranlarının Hesaplanması

Şirket değerinin sağlıklı bir şekilde tespit edilebilmesi, işletmenin geçmiş performansının iyi analizi ile mümkün olmaktadır. Bu bağlamda Y işletmesinin gelecek on yılı kapsayan proforma tablolarını hazırlayabilmek için geçmiş yıllar mali tablolarındaki verilerinden yararlanılması gerekmektedir. Geçmiş performans analiz edilirken geçmiş yıllar mali tabloları şirket değerlemede kullanılacak analiz formatına getirilir. Aşağıda Tablo 4.2’de geçmiş yıllar mali tablolarından yararlanılarak hesaplanan performans oranları verilmiştir.



Tablo 4.2. Geçmiş Yıllar Performans Oranları

Yıllar	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi</b>							
SMM+FG / Net Satışlar	-	-52,4%	-34,7%	-43,7%	-32,8%	-42,1%	-37,5%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	-	22,8%	28,6%	28,4%	23,9%	28,6%	26,6%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	-	24,7%	36,7%	27,9%	43,4%	29,3%	35,9%
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	-	241,9%	310,6%	304,3%	259,9%	263,8%	287,8%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	-	2,3%	4,7%	9,8%	-22,7%	0,1%	7,4%
Net Diğer Varlıklar / Net Satışlar	-	0	0	0	0	0	0
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	-	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	-	10,1%	11,6%	8,9%	18,3%	11,1%	12,2%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi + Fonlar)	-	24,1%	24,9%	23,3%	25,7%	20,5%	28,2%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	-	7,7%	8,7%	6,8%	13,6%	8,8%	8,7%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	-	7,6%	8,6%	6,7%	11,9%	7,9%	8,7%
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)</b>							
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	-	244,9%	306,6%	299,7%	254,4%	283,0%	281,9%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	-	3,0%	7,2%	-8,0%	-11,3%	3,9%	10,2%
Net Diğer Varlıklar / Net Satışlar	-	0	0	0	0	0	0
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	-	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	-	10,0%	11,7%	9,6%	17,8%	10,2%	12,3%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	-	7,6%	8,8%	7,3%	13,3%	8,1%	8,8%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	-	7,5%	8,7%	6,8%	11,7%	7,7%	8,8%
<b>Büyüme Oranları</b>							
Net Satışların Büyüme Oranı	-	13,1%	-20,2%	-0,5%	13,5%	-5,7%	5,0%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-	20,2%	18,6%	-24,3%	76,4%	-36,2%	28,7%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-	12,4%	17,3%	-22,7%	70,8%	-31,8%	16,2%
Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-	3,1%	-0,9%	-14,3%	4,9%	17,6%	-2,2%
<b>Özkaynak Getirisi</b>							
Ortalama Özkaynak Getirisi	-	11,6%	10,5%	9,4%	8,1%	10,9%	7,4%
<b>Faaliyetler</b>							
Net Satışlardaki Büyüme	-	13,1%	-20,2%	-0,5%	13,5%	-5,7%	5,0%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amortismanlar Hariç)	36,2%	36,0%	22,3%	25,8%	19,9%	25,1%	23,8%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	15,2%	16,4%	12,4%	17,8%	12,9%	17,0%	13,7%
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	48,6%	47,6%	65,3%	56,3%	67,2%	57,9%	62,5%
Amortismanlar/Net Satışlar	25,4%	22,8%	28,6%	28,4%	23,9%	28,6%	26,6%
Faaliyet Marjı	23,2%	24,7%	36,7%	27,9%	43,4%	29,3%	35,9%
<b>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</b>							
Nakit İhtiyacı	1,4%	0,3%	1,6%	1,9%	6,7%	4,3%	2,3%
Ticari Alacaklar	8,6%	9,1%	6,2%	9,6%	7,5%	7,7%	10,8%
Stoklar	17,0%	13,4%	16,7%	21,9%	5,3%	5,8%	7,2%
Diğer Dönen Varlıklar	6,7%	8,8%	6,2%	4,9%	5,3%	3,9%	3,0%

Ticari Borçlar	25,8%	23,9%	11,5%	5,7%	4,5%	5,8%	6,5%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5,4%	4,0%	9,4%	58,3%	20,2%	8,1%	3,8%
Net İşletme Sermayesi Marjı	2,6%	3,7%	9,8%	-25,7%	0,1%	7,8%	12,9%
Maddi Duran Varlıklar							
Brüt Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	299,0%	268,8%	337,0%	334,2%	280,7%	336,5%	312,7%
Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	273,5%	248,0%	302,7%	295,1%	248,8%	302,2%	275,9%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV	-	8,6%	8,5%	8,4%	8,1%	9,6%	8,3%

#### 4.5.3. Gelecek Yıllardaki Faaliyetlerle İlgili Öngörüler

İşletmenin gelecek faaliyetleri ile ilgili öngörüler, geçmiş yıllar performans oranlarından yararlanılarak hesaplanmıştır. Bu öngörüler, gelecek on yıllık mali tabloların hazırlanmasında kullanılmıştır. Tablo 4.3’de Y işletmesine ait faaliyetlere ilişkin 2014-2023 yılları arası öngörüler gösterilmiştir. Söz konusu öngörülerini hesaplamada özellik taşıyan bazı oranlar ve tahminlemeler şu şekildedir:

- 2013 yılı kar dağıtım tablosu incelendiğinde dağıtılabılır karın toplam kar (vergi sonrası yedek akçeler hariç) içindeki payı 94,8 % olmuştur. Bu payın tamamının (yedeklerden sonra kalan pay) dağıtıldığı varsayılmıştır.
- Faaliyet dışı gelir ve giderler, nakit akımı ve ekonomik kar hesaplamalarında dikkate alınmadığı için tahminlerde olağan dışı gelir ve giderler kapsama dahil edilmemiştir.
- Yapılacak hesaplamalarda kurumlar vergisi oranı yüzde 20 olarak alınmıştır ([www.gib.gov.tr](http://www.gib.gov.tr), 29.12.2015).
- Kısa ve uzun vadeli devlet tahvili oranları şirket değerlemesinde kullanılmaktadır. Merkez Bankasından alınan verilere göre (TCMB, 2014a); kısa vadeli (04.12.2013-07.10.2015) devlet tahvili ortalama bileşik faiz oranı 9,05 %, uzun vadeli (04.12.2013-27.09.2023) devlet tahvili ortalama bileşik faiz oranı da 9,44 % olarak dikkate alınmıştır.
- Maddi duran varlıklar içerisinde hurdaya ayrılmış bir bölüm olduğu için hurdaya ayrılmış kısım çıkartıldıktan sonra “Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar” oranı 177 % olarak belirlenmiştir. Bu oranın bu kadar yüksek olmasının nedeni konaklama işletmelerinin büyük çapta maddi duran varlık yatırımları ile kurulmasıdır. Bu durum, konaklama işletmelerin faaliyet değerlerini olumsuz bir şekilde etkilemektedir.
- Maddi olmayan duran varlıkların tükenme payları 5 yıl itfa oranı üzerinden ortalama değer olarak alınmıştır.

**Tablo 4.3. Gelecek Yıllardaki Faaliyetlerle İlgili Öngörüler**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi</b>										
SMM+FG / Net Satışlar	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	22,9%	15,7%	15,8%	15,8%	15,8%	15,9%	15,9%	15,9%	16,0%	16,0%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	35,1%	42,3%	42,2%	42,2%	42,2%	42,1%	42,1%	42,1%	42,0%	42,0%
Net Maddî Duran Varlıklar (İlk Yıl 2013) / Net Satışlar	273,2%	175,2%	175,2%	175,2%	175,2%	175,2%	175,2%	175,2%	175,2%	175,2%
Net İşletme Sermayesi (İlk Yıl 2013) / Net Satışlar	12,8%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (İlk Yıl 2013)	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi (İlk Yıl 2013)	12,3%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,8%	23,8%	23,8%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (İlk Yıl 2013)	9,8%	19,2%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	9,8%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)</b>										
Net Maddî Duran Varlıklar / Net Satışlar	225,1%	176,1%	176,1%	176,1%	176,1%	176,1%	176,1%	176,1%	176,1%	176,1%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	6,9%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	15,1%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	12,1%	19,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	18,9%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	12,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Büyüme Oranları</b>										
Net Satışların Büyüme Oranı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-1,4%	21,7%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	10,0%	21,7%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-37,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Özkaynak Getirisi</b>										
Ortalama Özkaynak Getirisi	12,8%	23,8%	23,7%	23,7%	23,6%	23,6%	23,5%	23,5%	23,5%	23,4%
<b>Faaliyetler</b>										
Net Satışlardaki Büyüme	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amortisman Hariç)	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%	58,0%
<b>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</b>										
Nakit İhtiyacı	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Menkul Kıymetler	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ticari Alacaklar	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Stoklar	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Diğer Dönen Varlıklar	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Ticari Borçlar	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Net İşletme Sermayesi Marjı	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
<b>Maddî Duran Varlıklar</b>										
Net Maddî Duran Varlıklar/Net Satışlar	177,0%	177,0%	177,0%	177,0%	177,0%	177,0%	177,0%	177,0%	177,0%	177,0%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%

Eskime Tutarı/Geçen Yıl MDV	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
<b>Vergiler</b>										
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>Faiz ve Kâr Dağıtım Oranı</b>										
Menkul Kıymetlerin Faiz Getirisi	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Kısa Vadeli Borçların Faiz Oranı	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%	9,05%
Mevcut Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%
Yeni Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%	9,44%
Kâr Dağıtım Oranı	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%	94,8%
<b>Diğer Öngörüler</b>										
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MODV Tükenme Payı	7.360	7.360	7.360	7.360	7.360	7.360	7.360	7.360	7.360	7.360
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490
Yeni Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gelir ve Kârlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

#### 4.5.4. Tahmini Mali Tabloların Hazırlanması

Y işletmesinin şirket değerini belirlemede kullanılacak yöntemlerde gerekli olan gelecek nakit akımlarını ve ekonomik karı hesaplayabilmek için tahmini bilanço ve gelir tabloları oluşturulmuştur. Bilindiği gibi tahminler, genelde beş ila on yıllık dönemler için yapılmaktadır. Proforma mali tablolar, gelecek yıllardaki faaliyetlerle ilgili öngörüler baz alınarak hazırlanmıştır. Proforma bilanço hazırlama yöntemlerinde büyüme oranı bilanço kalemleri üzerine uygulanmaktadır. Diğer bir deyişle büyüme yüzdesi kadar bilanço kalemleri büyütülmektedir. Bu yöntemde sadece işletmenin sermayesi sabit kalmalıdır. Ek fon gereksinimi oluşan yıllarda tutar “*finansal borçlar kalemi*”; ek fon fazlası oluşan yıllarda ise fon fazlası “*menkul kıymetler kalemi*” olarak yazılmalıdır. Yapılan çalışmadaki proforma bilançolarda ek fon fazlası oluşmuştur. Örnekte de işletmenin on yıllık tahmin döneminden sonraki nakit akımları, sabit kabul edilmiştir. Y işletmesinin 2014-2023 yıllarına ait proforma bilanço ve gelir tabloları Tablo 4.4’de verilmiştir.

**Tablo 4.4. Tahmini Bilanço ve Gelir Tabloları (\$ (2014-2023))**

<b>Varlıklar</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Hazır Değerler	160.992	162.602	164.228	165.870	167.529	169.204	170.896	172.605	174.331	176.075
Menkul Kıymetler	281.943	269.515	256.946	244.234	231.376	218.371	205.218	191.913	178.456	164.843
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	526.320	531.583	536.899	542.268	547.690	553.167	558.699	564.286	569.929	575.628
Stoklar	774.000	781.740	789.557	797.453	805.427	813.481	821.616	829.832	838.131	846.512
Diğer Dönen Varlıklar	340.560	343.965	347.405	350.879	354.388	357.932	361.511	365.126	368.778	372.465
Toplam Dönen Varlıklar	2.083.814	2.089.405	2.095.035	2.100.704	2.106.411	2.112.156	2.117.941	2.123.763	2.129.624	2.135.523
Brüt Maddi Duran Varlıklar	13.295.184	13.457.963	13.622.490	13.788.781	13.956.855	14.126.731	14.298.427	14.471.962	14.647.354	14.824.623
Birikmiş Amortismanlar	-2.335.349	-2.388.529	-2.442.361	-2.496.851	-2.552.006	-2.607.834	-2.664.341	-2.721.534	-2.779.422	-2.838.012
Net Maddi Duran Varlıklar	10.959.836	11.069.434	11.180.129	11.291.930	11.404.849	11.518.898	11.634.087	11.750.427	11.867.932	11.986.611
Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	28.511	21.151	13.791	6.431	-929	-8.289	-15.649	-23.009	-30.369	-37.729
Diğer Duran Varlıklar	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803
Toplam Duran Varlıklar	12.061.311	12.163.549	12.266.884	12.371.325	12.476.884	12.583.573	12.691.402	12.800.382	12.910.527	13.021.846
Toplam Varlıklar (Aktifler)	14.145.125	14.252.954	14.361.918	14.472.029	14.583.295	14.695.728	14.809.342	14.924.145	15.040.151	15.157.369

**Tablo 4.4. Tahmini Bilanço ve Gelir Tabloları (\$) (2014-2023) - Devamı**

<b>Kaynaklar</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	743.040	750.470	757.975	765.555	773.210	780.942	788.752	796.639	804.606	812.652
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	990.720	1.000.627	1.010.633	1.020.739	1.030.947	1.041.256	1.051.669	1.062.186	1.072.807	1.083.535
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Kısa Vadeli Borçlar	1.733.759	1.751.097	1.768.608	1.786.294	1.804.157	1.822.198	1.840.420	1.858.825	1.877.413	1.896.187
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490
Yeni Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Uzun Vadeli Borçlar	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490
Ödenmiş Sermaye	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259
Emisyon Primi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yedekler	955.617	1.046.109	1.137.562	1.229.985	1.323.389	1.417.782	1.513.173	1.609.572	1.706.989	1.805.433
Toplam Özkaynaklar	7.280.876	7.371.367	7.462.821	7.555.244	7.648.648	7.743.040	7.838.432	7.934.831	8.032.248	8.130.692
Toplam Borçlar ve Özkaynaklar	14.145.125	14.252.954	14.361.919	14.472.028	14.583.295	14.695.729	14.809.342	14.924.145	15.040.151	15.157.369

**Tablo 4.4. Tahmini Bilanço ve Gelir Tabloları (\$) (2014-2023) - Devamı**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	6.191.998	6.253.918	6.316.457	6.379.621	6.443.418	6.507.852	6.572.930	6.638.660	6.705.046	6.772.097
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-1.671.839	-1.688.558	-1.705.443	-1.722.498	-1.739.723	-1.757.120	-1.774.691	-1.792.438	-1.810.362	-1.828.466
Faaliyet Giderleri	-928.800	-938.088	-947.469	-956.943	-966.513	-976.178	-985.940	-995.799	-1.005.757	-1.015.814
Amortisman Giderleri	-1.418.780	-983.844	-995.889	-1.008.064	-1.020.370	-1.032.807	-1.045.378	-1.058.084	-1.070.925	-1.083.904
Esas Faaliyet Kârı (Zararı)	2.172.579	2.643.429	2.667.656	2.692.116	2.716.812	2.741.747	2.766.921	2.792.339	2.818.002	2.843.912
Maddi Olmayan Duran Varlık Amort.	-7.360	-7.360	-7.360	-7.360	-7.360	-7.360	-7.360	-7.360	-7.360	-7.360
Diğer Faaliyet. Olağan Gelirler (Faiz+Temettü)	0	25.375	24.256	23.125	21.981	20.824	19.653	18.470	17.272	16.061
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-26.721	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-496.883	-484.318	-484.318	-484.318	-484.318	-484.318	-484.318	-484.318	-484.318	-484.318
Faaliyet Karı (Zararı)	1.641.614	2.177.125	2.200.234	2.223.563	2.247.115	2.270.892	2.294.897	2.319.130	2.343.596	2.368.295
Olağandışı Gelir ve Kârlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Olağandışı Gider ve Zararlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dönem Kârı (Zararı)	1.641.614	2.177.125	2.200.234	2.223.563	2.247.115	2.270.892	2.294.897	2.319.130	2.343.596	2.368.295
Kurumlar Vergisi (Fonlar Dahil)	-329.795	-436.897	-441.519	-446.185	-450.895	-455.650	-460.451	-465.298	-470.191	-475.131
Net Kâr	1.311.819	1.740.228	1.758.715	1.777.378	1.796.220	1.815.242	1.834.445	1.853.832	1.873.404	1.893.164



#### 4.5.5. Şirket Değerinin Tespitinde Kullanılacak Verilerin Hesaplanması

Örnek uygulamada Y işletmesinin şirket değeri, “*firmaya serbest nakit akımları yöntemi*” ve “*ekonomik katma değer yöntemi*” olmak üzere iki farklı yöntemle göre ayrı ayrı hesaplanmıştır. Ayrıca firmaya serbest nakit akımları yöntemi ile işletmenin özkaynaklarının değeri de bulunmuştur. Hesaplama yöntemlerinde kullanılan başlıca veriler; yatırılan sermayenin getirisi, net faaliyet karı, faaliyetler için yatırılan sermaye, nakit akımları, ekonomik kar ve iskonto oranıdır. Bu verilerin nasıl bulunduğu aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

##### 4.5.5.1. Yatırılan Sermayenin Getirisinin Hesaplanması

İşletmelerde faaliyetler ile ilgili değer yaratan ana faktör yatırılan sermaye üzerinden kazanılan getiridir (Ercan vd., 2003: 35). Yatırılan sermayenin getirisi (ROIC- Return of Investment Capital), yatırılan sermaye üzerinden elde edilen getiridir. İşletmenin başarısı faaliyet karı ile faaliyetler için yatırılan sermayenin karşılaştırılması ile değerlendirilmektedir (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009: 292). ROIC hesaplamalarında kullanılan formül şu şekildedir;

$$\text{ROIC} = \text{Net Faaliyet Karı (NOPLAT)} / \text{Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (FYS)}$$

Bu yüzden ROIC’in hesaplanabilmesi için net faaliyet karının (NOPLAT) ve faaliyetler için yatırılan sermayenin (dönem başı) bulunması gerekmektedir. Tablo 4.5’te örnek olarak 2014 yılı ROIC hesaplaması verilmiştir.

**Tablo 4.5. 2014 Yılı ROIC Oranın Hesaplanması Örneği**

<b>NOPLAT</b>	
(+) Net Satışlar	6.191.998
(-) Satılan Malın Maliyeti	-1.671.839
(-) Faaliyet Gideri	-928.800
(-) Amortisman Gideri	-1.418.780
Faaliyet Karı	2.172.579
(-) Vergi	-434.516
<b>NOPLAT</b>	<b>1.738.063</b>
<b>FAALİYETLER İÇİN YATIRILAN SERMAYE (FYS)</b>	
(+) Net İşletme Sermayesi	792.288
(+) Net Maddi Duran Varlıklar	16.914.046
(+) Net Diğer Varlıklar	9.803
<b>FYS</b>	<b>17.716.137</b>
<b>ROIC</b>	
ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi) = NOPLAT / FAALİYETLER İÇİN YATIRILAN SERMAYE	0,09811

Tablo 4.5’te 2014 yılı için ROIC oranının hesaplaması gösterilmiştir. Bu bilgiler çerçevesinde gelecek yıllara ilişkin ROIC oranları ve ortalama ROIC hesaplaması Tablo 4.6’da gösterilmiştir.

**Tablo 4.6. Yıllar İtibariyle Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC) (2014-2023)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>NOPLAT</b>	1.738.063	2.114.743	2.134.125	2.153.693	2.173.450	2.193.397	2.213.537	2.233.871	2.254.401	2.275.130
<b>FYS</b>	17.716.137	11.037.751	11.148.030	11.259.412	11.371.909	11.485.530	11.600.287	11.716.192	11.833.256	11.951.490
<b>ROIC</b>	0,09811	0,191592	0,191435	0,191279	0,191124	0,190970	0,190817	0,190665	0,190514	0,190364
<b>ROIC ORT.</b>	0,18164									

#### 4.5.5.2. Net Faaliyet Karının Hesaplanması

Net faaliyet karı (NOPLAT- Net Operational Profit Less Adjusted Taxes) aşağıdaki formül ile hesaplanabilir:

$$\text{NOPLAT} = \text{Faaliyet Karı} - \text{Faaliyet Karı Üzerinden Vergi.}$$

Bu formülde belirtilen vergi kalemi, gelir tablosunda yer alan dönemin vergisi değildir. Bu kalem Faaliyet Karı\*Vergi Oranı olarak hesap edilen düzeltilmiş vergi tutarıdır (Sipahi vd., 2011: 131). Bilindiği gibi faaliyet karı da “Faaliyet Karı=Net Satışlar-Satılan Malın Maliyeti (Amortisman Hariç)-Faaliyet Giderleri-Amortisman Giderleri” formülüyle bulunmaktadır.

Yukarıda verilen Tablo 4.5’te ise 2014 yılı için NOPLAT hesaplaması gösterilmiş ve net faaliyet karı 1.738.063 \$ olarak hesaplanmıştır. Bu bilgiler çerçevesinde gelecek yıllara ilişkin tahmini NOPLAT hesaplamaları Tablo 4.7’de gösterilmiştir. Geçmiş yıllara ilişkin net faaliyet karı (NOPLAT) hesaplamaları Ek-4’te verilmiştir.

**Tablo 4.7. Tahmini Net Faaliyet Karı (\$) (2014-2024)**

<b>NOPLAT</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Net Satışlar	6.191.998	6.253.918	6.316.457	6.379.621	6.443.418	6.507.852	6.572.930	6.638.660	6.705.046	6.772.097	6.839.818
Satışların Maliyeti	-1.671.839	-1.688.558	-1.705.443	-1.722.498	-1.739.723	-1.757.120	-1.774.691	-1.792.438	-1.810.362	-1.828.466	-1.846.751
Faaliyet Giderleri	-928.800	-938.088	-947.469	-956.943	-966.513	-976.178	-985.940	-995.799	-1.005.757	-1.015.814	-1.025.973
Amortisman Gid.	-1.418.780	-983.844	-995.889	-1.008.064	-1.020.370	-1.032.807	-1.045.378	-1.058.084	-1.070.925	-1.083.904	-1.097.022
Faaliyet Kârı	2.172.579	2.643.429	2.667.656	2.692.116	2.716.812	2.741.747	2.766.921	2.792.339	2.818.002	2.843.912	2.870.072
Vergi	-434.516	-528.686	-533.531	-538.423	-543.362	-548.349	-553.384	-558.468	-563.600	-568.782	-574.014
NOPLAT	1.738.063	2.114.743	2.134.125	2.153.693	2.173.450	2.193.397	2.213.537	2.233.871	2.254.401	2.275.130	2.296.058

#### 4.5.5.3. Faaliyetler İçin Yatırılan Sermayenin Hesaplanması

ROIC'in hesaplanmasında kullanılan bir diğer kalem faaliyetler için yatırılan sermayedir. Yukarıda da açıklandığı üzere bu değer, ROIC hesaplamasında dönem başı olarak alınmaktadır. Tablo 4.9.'a göre 2014 yılı dönem başı (2013 yılı dönem sonu) faaliyetler için yatırılan sermaye 17.716.137 \$ olarak bulunmuştur. Aşağıdaki tabloda (Tablo 4.8.) faaliyetler için yatırılan sermayenin hesaplanmasında hangi kalemlerin nasıl bulunduğu gösterilmiştir.

**Tablo 4.8. Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye**

<b>Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>		
<b>(+) Net İşletme Sermayesi</b>	<b>(+) Net Maddi Duran Varlıklar</b>	<b>(+) Net Diğer Varlıklar</b>
(+) Dönen Varlıklar	(+) Brüt Maddi Duran Varlıklar	(+) Uzun Vadeli Alacaklar
		(+) Diğer Duran Varlıklar
(-) Kısa Vadeli Borçlar	(-) Birikmiş Amortismanlar	(-) Uzun Vadeli Borçlar
		(-) Diğer Uzun Vadeli Borçlar
		(-) Borç ve Gider Karşılıkları

Yatırılan sermaye hesaplanırken net işletme sermayesinde ki dönen varlıklarda bulunan menkul kıymetler kalemi ve kısa vadeli borçlarda yer alan finansal borçlar dikkate alınmamaktadır. Net diğer varlıklar hesaplanırken de uzun vadeli borçlar kapsamında bulunan ticari borçlar dikkate alınmamaktadır. Buradan hareketle Y işletmesinin 2013-2023 yıllarına ait tahmini faaliyetler için yatırılan sermaye hesaplamaları Tablo 4.9'da verilmiştir. Geçmiş yıllara ilişkin faaliyetler için yatırılan sermaye Ek-5'te verilmiştir.

**Tablo 4.9. Tahmini Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (\$) (2013-2023)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	1.424.093	1.801.871	1.819.890	1.838.089	1.856.470	1.875.035	1.893.785	1.912.723	1.931.850	1.951.168	1.970.680
Kısa Vadeli Borçlar	631.805	1.733.759	1.751.097	1.768.608	1.786.294	1.804.157	1.822.198	1.840.420	1.858.825	1.877.413	1.896.187
Net İşletme Sermayesi	792.288	68.112	68.793	69.481	70.176	70.878	71.586	72.302	73.025	73.756	74.493
Net Maddi Duran Varlıklar	16.914.046	10.959.836	11.069.434	11.180.129	11.291.930	11.404.849	11.518.898	11.634.087	11.750.427	11.867.932	11.986.611
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803	9.803
<b>Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>	<b>17.716.137</b>	<b>11.037.751</b>	<b>11.148.030</b>	<b>11.259.412</b>	<b>11.371.909</b>	<b>11.485.530</b>	<b>11.600.287</b>	<b>11.716.192</b>	<b>11.833.256</b>	<b>11.951.490</b>	<b>12.070.907</b>
Menkul Kıymetler	0	281.943	269.515	256.946	244.234	231.376	218.371	205.218	191.913	178.456	164.843
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35.871	28.511	21.151	13.791	6.431	-929	-8.289	-15.649	-23.009	-30.369	-37.729
Finansal Duran Varlıklar	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161	1.063.161
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>18.815.169</b>	<b>12.411.366</b>	<b>12.501.857</b>	<b>12.593.311</b>	<b>12.685.735</b>	<b>12.779.138</b>	<b>12.873.530</b>	<b>12.968.922</b>	<b>13.065.321</b>	<b>13.162.738</b>	<b>13.261.182</b>
Ödenmiş Sermaye	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259	6.325.259
Diğer Özkaynaklar	6.931.053	955.617	1.046.109	1.137.562	1.229.985	1.323.389	1.417.782	1.513.173	1.609.572	1.706.989	1.805.433
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>13.256.312</b>	<b>7.280.876</b>	<b>7.371.367</b>	<b>7.462.821</b>	<b>7.555.244</b>	<b>7.648.648</b>	<b>7.743.040</b>	<b>7.838.432</b>	<b>7.934.831</b>	<b>8.032.248</b>	<b>8.130.692</b>
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5.558.857	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490	5.130.490
<b>Toplam Finansman Kaynakları</b>	<b>18.815.169</b>	<b>12.411.366</b>	<b>12.501.857</b>	<b>12.593.311</b>	<b>12.685.734</b>	<b>12.779.138</b>	<b>12.873.530</b>	<b>12.968.922</b>	<b>13.065.321</b>	<b>13.162.738</b>	<b>13.261.182</b>

#### **4.5.5.4. Tahmini Net Nakit Akımlarının Bulunması**

Nakit akımları işletmelerin etkin bir finansal yapıya ulaşmalarında ve ileriye dönük amaçlarını gerçekleştirmelerinde önemli bir rol oynamaktadır. Şirket değeri ile nakit akımları arasındaki ilişki de oldukça önemlidir. İşletmelere borç veren kuruluşlar, faizleri ile birlikte borçlarını tahsil edebilmek adına ve hissedarlar kar payı alabilmek için sürekli nakit akımlarını analiz etmektedirler (Chambers, 2009: 167). Nakit akımları şirket değerinin belirlenmesinde ölçüm aracı olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda şirket değerinin belirlenmesi sürecinde en önemli adımlardan birisi de serbest nakit akımlarının hesaplanmasıdır (Büker vd., 2007: 9). Serbest nakit akımlarını bulabilmek için proforma mali tablolar ve geçmiş yıl mali tabloları kullanılır. Tahmin dönemi sonunda net nakit akımları sabit kalmaktadır. Aşağıda verilen Tablo 4.10.'da, on yıl boyunca hesaplanan tahmini net nakit akımları gösterilmiştir.

**Tablo 4.10. Tahmini Net Nakit Akımı Tablosu (\$) (2014-2023)**

<b>Nakit Akım Tablosu</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Faaliyet Kârı	2.172.579	2.643.429	2.667.656	2.692.116	2.716.812	2.741.747	2.766.921	2.792.339	2.818.002	2.843.912
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-434.516	-528.686	-533.531	-538.423	-543.362	-548.349	-553.384	-558.468	-563.600	-568.782
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	1.738.063	2.114.743	2.134.125	2.153.693	2.173.450	2.193.397	2.213.537	2.233.871	2.254.401	2.275.130
Amortismanlar	1.418.780	983.844	995.889	1.008.064	1.020.370	1.032.807	1.045.378	1.058.084	1.070.925	1.083.904
Brüt Nakit Akımı	3.156.843	3.098.587	3.130.014	3.161.757	3.193.820	3.226.205	3.258.915	3.291.955	3.325.326	3.359.034
İşletme Sermayesindeki Artış	724.176	681	688	695	702	709	716	723	730	738
Sabit Sermaye Yatırımı	4.535.430	1.093.442	1.106.584	1.119.866	1.133.289	1.146.856	1.160.567	1.174.424	1.188.429	1.202.584
Diğer Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklardaki Artış	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Brüt Yatırım	5.259.606	1.094.123	1.107.272	1.120.560	1.133.991	1.147.565	1.161.283	1.175.147	1.189.160	1.203.321
MODVY Öncesi Net Nakit Akımı	8.416.449	2.004.463	2.022.742	2.041.197	2.059.829	2.078.640	2.097.632	2.116.807	2.136.167	2.155.713
Maddi Olmayan Duran Varlık Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Nakit Akımı	8.416.449	2.004.463	2.022.742	2.041.197	2.059.829	2.078.640	2.097.632	2.116.807	2.136.167	2.155.713
Faaliyet Dışı Nakit Akımı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırımcılara Kalan Nakit	8.416.449	2.004.463	2.022.742	2.041.197	2.059.829	2.078.640	2.097.632	2.116.807	2.136.167	2.155.713



#### 4.5.5.5. Tahmini Nakit Akımlarının Bugünkü Değerine İndirgenmesi

Değerleme işlemlerinde gelecekteki serbest nakit akımlarının değerini bugünkü değerine indirgemekte iskonto oranı kullanılmaktadır. Bu oran aynı zamanda paranın zaman değerini, riski ve sermaye maliyetini de temsil etmektedir (Sipahi vd., 2011: 44). Çünkü serbest nakit akımlarının içerisinde sermaye kaynaklarının maliyeti de bulunmaktadır. Bu bağlamda firmaya serbest nakit akımları yönteminde (FCFF) gelecekte beklenen serbest nakit akımlarını bugünkü değerine indirgemek için sermaye maliyetini hesaplamak gerekmektedir (Chambers, 2009: 39). Bu yöntemde sermaye maliyetinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC- Weighted Average Cost of Capital) kullanılmaktadır. Özsermaye maliyetini bulmak için de finansal varlıkları fiyatlama modeli (CAPM) kullanılmaktadır. Bu bağlamda 2014-2023 yıllarına ilişkin hesaplanan serbest nakit akımlarının net bugünkü değeri Tablo 4.15'te verilmiştir.

##### 4.5.5.5.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

İşletmeler faaliyetlerine devam edebilmek için gereken varlıkları, özkaynak ve yabancı kaynak yoluyla sağlamaktadırlar. Bu kaynakların kullanılmasının işletmeye yüklediği bazı maliyetler bulunmaktadır. Sermaye maliyeti, bir işletmenin piyasadan özsermaye veya borç yoluyla sermaye elde edebilmesi için yatırımcılara vermek zorunda olduğu getiri oranı olarak ifade edilmektedir. Bu maliyet işletme tarafından değil piyasa tarafından belirlenmektedir (Sipahi vd., 2011: 43). Bu maliyetler, toplam kaynaklar içinde her bir kaynağın ağırlığının bulunması ile hesaplanmaktadır. Bu maliyetlerin doğru bir şekilde hesap edilebilmesi, şirket değerinin gerçek bir şekilde belirlenmesi açısından çok önem taşımaktadır (Ercan vd., 2003: 39).

FCFF yönteminde gelecekte beklenen serbest nakit akımlarının bugünkü değerine indirgenmesinde iskonto faktörü olarak WACC kullanılmaktadır. WACC, işletmenin sahip olduğu varlıkları temin ederken kullandığı çeşitli kaynakların toplam kaynaklar içindeki ağırlığının ve bu kaynakların işletmeye olan maliyetlerinin hesaplanması sonucunda bulunmaktadır. WACC aşağıdaki şekilde formülize edilebilir:

$$WACC = (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * k_3).$$

Bu formülde kullanılan;

$w_1$  = kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki ağırlığını,

$k_1$  = kısa vadeli yabancı kaynakların maliyetini,

$w_2$  = uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki ağırlığını,

$k_2$  = uzun vadeli yabancı kaynakların maliyetini,

$w_3$  = özsermayenin toplam kaynaklar içindeki ağırlığını,

$k_3$  = özsermayenin maliyetini, sembolize etmektedir.

Yukarıdaki formülde de görüldüğü gibi WACC, özsermaye maliyetinin bulunmasını da gerektirmektedir. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise finansal varlıkları fiyatlama modeli (CAPM) kullanılmaktadır. Bu bağlamda formül aşağıdaki şekilde de yazılabilir:

$$WACC = (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * CAPM).$$

Finansal varlıkları fiyatlama modeli (CAPM) aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f).$$

Bu formülde kullanılan;

$R_f$  = Risksiz Getiri (faiz) Oranını,

$\beta$  = Sistemik Riski,

$R_m - R_f$  = Piyasa Risk Primini,

$R_m$  = Piyasa Ortalama Getiri Oranını, sembolize etmektedir. Bu bağlamda formül aşağıdaki hale gelmiş olur;

$$WACC = (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * (R_f + \beta (R_m - R_f))).$$

Bu formüldeki kalemleri hesaplariken kısa vadeli borçlanma maliyeti olarak kısa vadeli devlet tahvili; uzun vadeli borçlanma maliyeti olarak da 10 yıllık devlet tahvili ortalama bileşik faiz oranları kullanılmıştır. Piyasa risk primi, piyasa ortalama getiri oranından risksiz getiri oranının çıkartılması ile bulunmuştur. Özsermaye maliyetinin bulunmasında işletme, halka açık olmadığından faaliyet gösterdiği sektördeki halka açık olan işletme verilerinin ortalaması alınmıştır (Ercan vd., 2003: 45). Bu veriler beta katsayısı ve piyasanın ortalama getiri oranıdır. Risksiz getiri (faiz) oranı olarak ise, uzun vadeli (10 yıllık) devlet tahvili bileşik faiz oranı alınmıştır. İskonto oranı olarak, 10 yıl boyunca (2014-2023) hesaplanan WACC değerlerinin ortalaması kullanılmıştır. Tablo 4.11’de 2014 yılı WACC hesaplaması verilirken gelecek yıllardaki WACC değerleri ve ortalaması Tablo 4.12’de gösterilmiştir.

**Tablo 4.11. 2014 Yılı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)**

<b>WACC (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)</b>	<b>0,148840582</b>
KVYK/T.Pasif(KVYK Ağırlığı) ( $w_1$ )	0,12
UVYK/T.Pasif ( $w_2$ )	0,37
Özsermaye/T.Pasif ( $w_3$ )	0,51
KVYK Maliyeti ( $k_1$ )	0,0905
UVYK Maliyeti ( $k_2$ )	0,0944
Özsermaye Maliyeti (CAPM) ( $k_3$ )	0,201094653

$$\begin{aligned}w_1 &= 1.733.759 (\text{KVYK}_{2014})/14.145.125 (\text{Toplam Pasif}_{2014}) = 0,12 \\w_2 &= 5.130.490 (\text{UVYK}_{2014})/ 14.145.125 (\text{Toplam Pasif}_{2014}) = 0,37 \\w_3 &= 7.280.876 (\text{Özsermaye}_{2014})/ 14.145.125 (\text{Toplam Pasif}_{2014}) = 0,51 \\k_3 &= 0,0944+0,792*(0,229115470448315-0,0944) = 0,201094653 \\WACC &= (w_1 * k_1) + (w_2 * k_2) + (w_3 * (R_f + \beta (R_m - R_f))) \\WACC_{2014} &= (0,12*0,0905)+(0,37*0,0944)+(0,51*0,201094653) \\&= \mathbf{0,148840582}\end{aligned}$$



**Tablo 4.12. Yıllar İtibariyle Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) (2014-2023)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
WACC	0,148840582	0,149101376	0,149361006	0,149619462	0,149876737	0,15013282	0,15038771	0,150641384	0,15089385	0,151145088
KVYK Ağırlığı	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13
UVYK Ağırlığı	0,36	0,36	0,36	0,35	0,35	0,35	0,35	0,34	0,34	0,34
Özsermaye Ağırlığı	0,51	0,52	0,52	0,52	0,52	0,53	0,53	0,53	0,53	0,54
KVYK Maliyeti	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905	0,0905
UVYK Maliyeti	0,0944	0,0944	0,0944	0,0944	0,0944	0,0944	0,0944	0,0944	0,0944	0,0944
Özsermaye Maliyeti	0,201094653	0,201094653	0,201094653	0,201094653	0,201094653	0,201094653	0,201094653	0,201094653	0,201094653	0,201094653
WACC ORTALAMA										0,15

#### 4.5.5.5.2. Getiri Oranının Hesaplanması

Getiri oranı, şirket değerlemesinde iskonto oranı formülünde bulunan özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Ancak satılan işletme, halka arz edilmediğinden faaliyet gösterdiği sektördeki halka arz edilmiş işletmelerin getirilerinin ortalaması alınmıştır. Bu ortalama, her bir işletmenin hisse senetlerinin günlük getirileri toplanıp, toplam işletme sayısına bölünmesi ile hesaplanmıştır. Her bir işletme için ayrı ayrı hesaplanan günlük getiri oranı formülü aşağıdaki gibidir.

$$\text{Getiri} \cong \frac{\text{Hisse Senedinin Şuanki Borsa Kapanış Fiyatı} - \text{Birgün Önceki Borsa Kapanış Fiyatı}}{\text{Birgün Önceki Borsa Kapanış Fiyatı}}$$

$$\text{Hisse Senedinin Ortalama Getirisi} \cong \frac{\text{Getiri Toplamları}}{\text{Toplam İşlem Günü}}$$

Turizm işletmelerinin Türkiye'deki yapısı incelendiğinde turizm faaliyetlerinin yanında ağırlıklı olarak inşaat ve dış ticaret faaliyetlerini de yürüttükleri görülmektedir. Çalışmada işletmelerin mali tablolarında turizm dışı (inşaat ve dış ticaret) tutarlar arındırılmadığından ortalama getiri sadece faaliyet konusu turizm olan on işletmenin verilerinden hareketle hazırlanmıştır. Bu hesaplama sektörün ortalama getirisini doğru yansıtmadığından değerlendirme farkları yaratmıştır. Sektörün ortalama getirisinin daha yüksek olduğu bilindiğinden bu değer varsayımsal olarak 0,229116 olduğu kabul edilmiştir.

#### 4.5.5.5.3. Beta Katsayısının Hesaplanması

Beta katsayısı, işletmenin değerlendirilmesi aşamasında iskonto oranının hesaplanmasında kullanılmaktadır. Beta katsayısını hesaplarken yapılacak hataları önleyebilmek için işletmenin bireysel regresyon betalarını kullanmak yerine sektör beta ortalamalarının kullanılması daha doğru sonuçlar verecektir. Çünkü halka arz edilmiş işletme betaları, faaliyet ve finansal riskin dahil edildiği piyasanın genel riskine dayanmaktadır (Zyla, 2013: 296).

Halka arz edilmemiş işletmelerde INA yöntemini kullanmada en büyük sorun riski ölçmektir. Çoğu risk/getiri modelinde risk parametreleri tarihi fiyatlar üzerinden belirlenmektedir. Ancak halka arz edilmemiş işletmelerde bu parametreleri belirlemek mümkün olmamaktadır. Bu işletmeler için en iyi çözüm halka arz edilmiş karşılaştırılabilir işletmelerin riskliliğine bakmaktır (Damodaran, 2012: 19). Diğer bir deyişle borsada işlem gören işletmelerden finansal yapı olarak benzer işletmelerin beta katsayılarını kullanmaktır (Çakıcı, 2008: 173; Üreten ve Ercan, 2000: 69). Bu kapsamda modelde değerlendirilmesi yapılan işletme, halka arz edilmediğinden ve beta katsayısının şirket değerini çok küçük oranda etkilemesinden dolayı faaliyet gösterdiği sektördeki halka arz edilmiş işletmelerin beta katsayılarının ortalaması alınmıştır. Beta katsayısını hesaplamada ilk aşama, 01.01.2005 tarihinden

31.03.2014 tarihine kadar her bir işletme için piyasa ve işletme kapanış değerlerinin bilgi işlem ortamına girilmesi olmuştur. İkinci aşamada piyasa ve işletme kapanış değerleri üzerinden piyasanın ve işletmelerin getirileri, önceki bölümde verilen getiri formülü kullanılarak hesaplanmıştır. Her çeyrek dönemin betasını hesaplamada iki senelik işletme (bağımlı değişken-y) ve piyasa getirilerine (bağımsız değişken-x) regresyon analizi uygulanmıştır. Bu işlemden sonra 2007 yılından itibaren çeyrek dönemler halinde tespit edilen her bir işletmenin beta katsayılarının ortalaması alınmıştır. Daha sonra işletmelerin ortalama beta değerleri toplanıp, çıkan değer toplam işletme sayısına bölünmesi ile sektörün ortalama beta katsayısına ulaşılmıştır. Sonuç olarak beta katsayısının bulunmasında uygulanan, piyasa modelini temsil eden, regresyon modeli ile piyasa getirileri ile işletme getirileri arasındaki ilişkinin yönü ve derecesi ortaya konulmuştur. Yapılan regresyon analizi sonucunda bulunan beta katsayılarının ortalamalarının alınması ile sektörün piyasa ile birlikte hareket edip etmediği sonucuna ulaşılmıştır. Ek-7’de beta katsayılarını bulduğumuz işletmelerden biri olan TEKTU (TEK-ART) işletmesinin, 2007 yılı 1. çeyreğine ilişkin hesaplamaların basitleştirildiği örnek bir tablo verilmiştir.

Halka arz edilmiş işletmelerin ortalama beta katsayıları ve sektörün ortalama beta katsayısı Tablo 4.13’de verilmiş olup her bir işletme için 2007 yılından itibaren çeyrek dönemler halinde yapılan regresyon analizinin sonucunda bulunan beta katsayıları, her bir işletmenin beta ortalamaları ve sektörün ortalama beta katsayısı ise Ek-6’da verilmektedir.

**Tablo 4.13. İşletme ve Sektör Beta Katsayısı Ortalamaları**

<b>İşletmeler</b>	<b>Beta Katsayıları</b>
AYCES	0,606
FVORI	0,825
MAALT	0,871
MARTI	0,882
METUR	0,816
NTTUR	0,813
PKENT	0,620
TEKTU	0,900
<b>Sektör Ortalaması</b>	<b>0,792</b>

#### 4.5.5.6. Yıllara Göre Tahmini Ekonomik Karların Bulunması

Ekonomik kar, iki farklı formüle göre hesaplanabilir. Bu yöntemde kullanılan formüller şu şekildedir;

$$\text{Ekonomik Kar} = \text{NOPLAT} - (\text{WACC} * \text{Yatırılan Sermaye}_{2013})$$

$$\text{Ekonomik Kar} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{Yatırılan Sermaye}_{2013}$$

Bu formüllerin uygulanması sonucunda ortaya çıkan değer para cinsinden olmaktadır. Bu değer pozitif olması işletmenin maliyetinden fazla net faaliyet karı elde ettiğini ve katma değer yaratılmış olduğunu göstermektedir (Chambers, 2009: 29; Ercan vd., 2003: 85).

Y işletmesinin ekonomik karını bulmada yöntem olarak ikinci formül kullanılmıştır. EVA yöntemine göre şirket değerini hesaplayabilmek için tahmin dönemindeki yıllık ekonomik karların bulunması gerekmektedir. Formüldeki yatırılan sermaye, dönem başı faaliyetler için yatırılan sermayeyi ifade etmekte olup ROIC – WACC ise net getiri oranını vermektedir. Bu verilere göre ilk tahmin döneminin Y işletmesinin ekonomik karı aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır;

$$\text{Ekonomik Kar} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{Yatırılan Sermaye}_{2013}$$

$$\text{Ekonomik Kar} = (0,09811 - 0,14942) * 17.716.137 = -919.358$$

İşletmenin ekonomik karı -919.358 \$'dır. Buna göre Y işletmesi 2014 yılında değer yaratamamıştır. Sonraki yıllar için bu hesaplamalar ayrı ayrı yapılarak tahmin dönemi ekonomik karları bulunmuştur. Y işletmesinin 2014-2024 yılları arası tahmini ekonomik karları Tablo 4.14'te gösterilmiştir.

**Tablo 4.14. Tahmini Ekonomik Karlar (\$) (2014-2024)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Yatırılan Sermayenin Getirisi	9,8%	19,2%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,0%	19,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Spread (Net Getiri Oranı)	-5,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	17.716.137	11.037.751	11.148.030	11.259.412	11.371.909	11.485.530	11.600.287	11.716.192	11.833.256	11.951.490	12.070.907
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	-919.358	459.080	461.920	464.781	467.664	470.568	473.494	476.442	479.413	482.406	485.422



#### 4.5.5.7. İşletmenin Devam Eden Değerinin Hesaplanması

İşletmenin sonsuza kadar devam eden değeri (Terminal Value-Artık Değer-DED), bir işletmenin tahmin döneminden sonraki değeridir. Değerleme modellerinde genellikle gelecekteki bir zamanda nakit akımlarının tahminlenmesi durdurularak bir kapanış uygulanmaktadır. Bu noktadan sonra tahmini sonsuza giden bir değer hesaplanmaktadır. İşletmenin devam eden değeri FCFF ve EVA yöntemlerine göre ayrı ayrı hesaplanmıştır. Ancak bu değer hesaplanırken formüllerdeki en ufak değer hatası ekonomik kar ve devam eden değer üzerinde büyük hatalara neden olabilmektedir. Çoğunlukla bu hatalar, WACC ve ROIC değerlerinin bileşenlerinin yanlış hesaplanmasından kaynaklanmaktadır.

FCFF yönteminde DED aşağıdaki formül ile hesaplanabilir;

$$DED = (\text{NOPLAT}_{2024} * (1 - (g / \text{ROIC}_{\text{ORT}}))) / (\text{WACC}_{\text{ORT}} - g)$$

Bu formülde kullanılan;

$\text{NOPLAT}_{2024}$  = 2024 yılı NOPLAT Değerini,

$g$  = Net Satışların Ortalama Büyüme Oranını,

$\text{ROIC}_{\text{ORT}}$  = Ortalama ROIC Değerini,

$\text{WACC}_{\text{ORT}}$  = Ortalama WACC Değerini, sembolize etmektedir. Bu formülden hareketle Y işletmesinin DED'i 15.497.737 \$ olarak  $(2.296.058 * (1 - (0,010/0,182))) / (0,150 - 0,010)$  bulunmuştur.

EVA yönteminde DED aşağıdaki formül ile hesaplanabilir;

$$DED = \left( \frac{\text{Ekonomik Kar}_{2024}}{\text{WACC}_{\text{ORT}}} \right) + \frac{[(\text{NOPLAT}_{2024} * (\frac{g}{\text{ROIC}_{\text{ORT}}})) * (\text{ROIC}_{\text{ORT}} - \text{WACC}_{\text{ORT}})]}{(\text{WACC}_{\text{ORT}} * (\text{WACC}_{\text{ORT}} - g))}$$

Bu formülden hareketle Y işletmesinin DED'i;

= 3.426.830 \$ sonucuna ulaşılmaktadır.

#### 4.5.6. FCFF Yöntemi ile Şirket Değerinin Hesaplanması

Şirket değerinin hesaplanmasında Firmaya Serbest Nakit Akımları (FCFF- Free Cash Flow for the Firm) yönteminin seçilmesinin nedeni, özsermaye serbest nakit akımları yöntemine (FCFE) göre daha ayrıntılı bir yöntem olmasıdır. FCFE yöntemi, işletmelerde değer yaratan unsurlar ve bu unsurların etkileri hakkında bilgi vermemektedir. FCFE yönteminin uygulanmasının pratik ve kolay olması nedeni ile daha çok finansal kurumlarda tercih edilmektedir (Üreten ve Ercan, 2000: 55).

Bu aşamada ilk olarak hesaplanan tahmin dönemindeki serbest nakit akımları ve devam eden değer iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgenmiştir. Daha sonra indirgenen bu değerlerin toplamının alınması ile düzeltilmeden önceki faaliyet değerine ulaşılmıştır. Bu değer

üzerinden yıl ortası düzeltme faktörü kullanılarak işletmenin faaliyet değeri hesaplanmıştır. Yıl ortası düzeltme faktörü iskonto faktörünün karekökünün alınması ile bulunmuştur. Y işletmesinin FCFF yöntemine göre hesaplanan işletme faaliyetlerinin değeri Tablo 4.15'te gösterilmiştir.

**Tablo 4.15. FCFF Yöntemine Göre İşletme Faaliyetlerinin Değeri**

YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2014	8.416.449	1,15000	0,8696	7.318.651
2015	2.004.463	1,32250	0,7561	1.515.662
2016	2.022.742	1,52087	0,6575	1.329.986
2017	2.041.197	1,74901	0,5718	1.167.061
2018	2.059.829	2,01136	0,4972	1.024.099
2019	2.078.640	2,31306	0,4323	898.653
2020	2.097.632	2,66002	0,3759	788.578
2021	2.116.807	3,05902	0,3269	691.988
2022	2.136.167	3,51788	0,2843	607.232
2023	2.155.713	4,04556	0,2472	532.859
DED	15.497.737	4,04556	0,2472	3.830.804
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				19.705.573
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0724
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>21.131.873</b>

#### 4.5.7. EVA Yöntemi ile Şirket Değerinin Hesaplanması

Ekonomik Katma Değer (EVA- Economic Value Added) yönteminde indirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılan serbest nakit akımları yerine ekonomik kar değerleri iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgenmiştir. EVA yöntemine göre işletmenin tahmin döneminden sonraki ekonomik karın DED'i de bugünkü değerine indirgenmiştir. Yapılan indirgeme işlemlerinden sonra tüm değerler toplanarak ekonomik karın bugünkü değerine ulaşılmıştır. İşletmenin düzeltme öncesi faaliyet değerini bulmak için ekonomik karın bugünkü değerine 2013 yılı faaliyetler için yatırılan sermaye değeri eklenmiştir. Bulunan değer yıl ortası düzeltme faktörü ile çarpılarak işletmenin faaliyet değerine ulaşılmıştır.

Y işletmesinin EVA yöntemine göre hesaplanan işletme faaliyetlerinin değeri Tablo 4.16'da gösterilmiştir.

**Tablo 4.16. Ekonomik Kara Göre İşletme Faaliyetlerinin Değeri**

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2014	-919.358	1,15000	0,8696	-799.441
2015	459.080	1,32250	0,7561	347.131
2016	461.920	1,52087	0,6575	303.720
2017	464.781	1,74901	0,5718	265.740
2018	467.664	2,01136	0,4972	232.511
2019	470.568	2,31306	0,4323	203.440
2020	473.494	2,66002	0,3759	178.004
2021	476.442	3,05902	0,3269	155.750
2022	479.413	3,51788	0,2843	136.279
2023	482.406	4,04556	0,2472	119.243
DED	3.426.830	4,04556	0,2472	847.060
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				1.989.436
Yatırılan Sermaye				17.716.137
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				19.705.573
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0724
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>21.131.873</b>

#### 4.5.8. Özkaynakların Değerinin Hesaplanması

Uygulamada ilk olarak daha kapsamlı veriler sağlayan FCFF yöntemi ile şirket değeri hesaplanmış olup FCFE yöntemi dolaylı olarak uygulanmıştır. FCFF yönteminde işletmenin şirket değeri, gelecekteki nakit akımlarının belirlenmesinden sonra bu nakit akımlarının borç ve özsermaye maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasını içeren iskonto faktörü ile bugünkü değerine indirgenmesi ile bulunmaktaydı. Bu yöntemden yola çıkarak özkaynakların değeri de hesaplanabilir. Tablo 4.17’de Y işletmesinin özkaynaklarının değerinin nasıl bulunduğu gösterilmektedir.

**Tablo 4.17. İşletme Özkaynaklarının Değeri**

<b>Faaliyetlerin Değeri</b>	<b>21.131.873</b>
(+) Menkul Kıymetler (2013)	0
Firmanın Değeri	21.131.873
(-) Finansal Borçlar (2013)	5.558.857
(-) Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	0
<b>Özkaynakların Değeri</b>	<b>15.573.016</b>
(+) İştirakler (Defter Değeri)	1.063.161
Özkaynakların Değeri+İştirakler	16.636.177
<b>Toplam İşletme Değeri (US\$)</b>	<b>16.636.177</b>
<b>Toplam İşletme Değeri (TL)</b>	<b>35.501.602</b>
Hisse Senedi Sayısı (adet)	100
<b>Hisse Senedi Fiyatı (adet)</b>	<b>355.016</b>

İşletmenin firma değeri bulunduktan sonra finansal borçlar düşülerek işletmenin özkaynaklarının değerine ulaşılmıştır. Özkaynak değerine iştiraklerin eklenmesi ile işletmenin

\$ cinsinden toplam işletme değerine ulaşılmıştır. İşletmenin değeri, 1\$ = 2,134 TL kur üzerinden TL'ye çevrildiğinde 35.501.602 TL olmaktadır. İşletme değerinin hesaplanması ile birlikte hisse başına düşen fiyat da 355.016 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 4.18'de işletmenin FCFF ve EVA yöntemlerine göre hesaplanan faaliyet değerleri ve özkaynaklarının değeri verilmektedir.



**Tablo 4.18. İşletme Değeri**

FCFF YÖNTEMİNE GÖRE İŞLETME FAALİYETLERİNİN DEĞERİ					DEVAM EDEN DEĞER (DED)	
YILLAR	SERBEST NAKİT AKIMI	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NOPLAT (2024)	2.296.058
2014	8.416.449	1,15000	0,8696	7.318.651	WACC	0,150
2015	2.004.463	1,32250	0,7561	1.515.662	ROIC	0,182
2016	2.022.742	1,52087	0,6575	1.329.986	g (büyüme)	0,010
2017	2.041.197	1,74901	0,5718	1.167.061	DED	15.497.737
2018	2.059.829	2,01136	0,4972	1.024.099		
2019	2.078.640	2,31306	0,4323	898.653		
2020	2.097.632	2,66002	0,3759	788.578		
2021	2.116.807	3,05902	0,3269	691.988		
2022	2.136.167	3,51788	0,2843	607.232		
2023	2.155.713	4,04556	0,2472	532.859		
DED	15.497.737	4,04556	0,2472	3.830.804		
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				19.705.573		
Yıl Ortası Düzeltilme Faktörü		1,0724				
Faaliyetlerin Değeri		21.131.873				

**Tablo 4.18. İşletme Değeri - Devamı**

EKONOMİK KAR'A GÖRE İŞLETME FAALİYETLERİNİN DEĞERİ					DEVAM EDEN DEĞER (DED)	
YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER	NOPLAT (2024)	2.296.058
					WACC	0,150
2014	-919.358	1,15000	0,8696	-799.441	ROIC	0,182
2015	459.080	1,32250	0,7561	347.131	g (büyüme)	0,010
2016	461.920	1,52087	0,6575	303.720	Ekonomik Kâr (2024)	485.422
2017	464.781	1,74901	0,5718	265.740		
2018	467.664	2,01136	0,4972	232.511	Ekonomik Kâr'ın DED'i	3.426.830
2019	470.568	2,31306	0,4323	203.440	Yatırılan Sermaye (2024)	12.070.907
2020	473.494	2,66002	0,3759	178.004	DED	15.497.737
2021	476.442	3,05902	0,3269	155.750		
2022	479.413	3,51788	0,2843	136.279		
2023	482.406	4,04556	0,2472	119.243		
DED	3.426.830	4,04556	0,2472	847.060		
Ekonomik Kârın Bugünkü Değeri				1.989.436		
Yatırılan Sermaye		17.716.137				
Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri				19.705.573		
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü		1,0724				
Faaliyetlerin Değeri				21.131.873		

**Tablo 4.18. İşletme Değeri - Devamı**

<b>İŞLETMENİN ÖZKAYNAK DEĞERİ</b>			
Faaliyetlerin Değeri	21.131.873		
Menkul Kıymetler	0		
Firmanın Değeri	21.131.873		
Finansal Borçlar	-5.558.857		
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	0		
Özkaynakların Değeri	15.573.016		2,134 USD/TL
Hisse Senedi Sayısı	100	Adet	15.573.016 USD
Hisse Senedinin Fiyatı	332.328	TL/Adet	33.232.816 TL
İştirakler (Defter Değeri )	1.063.161		
Özkaynakların Değeri + İştirakler	16.636.177		
Hisse Senedi Sayısı	100	Adet	16.636.177 USD
Hisse Senedinin Fiyatı	355.016	TL/Adet	35.501.602 TL

## SONUÇ

Günümüzde küreselleşme ve uluslararasılaşma faaliyetlerinin neden olduğu gelişmeler konaklama işletmelerinin yoğun rekabet şartlarında faaliyet göstermelerine neden olmaktadır. Son yaşanan ekonomik krizler özellikle Avrupa ve Akdeniz çanağında bulunan, turizm sektörünün ana sektör olduğu ülkelerde (Yunanistan, İtalya, İspanya vb.) çok daha fazla hissedilmiştir. Yaşanan bu gelişmeler turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerini varlıklarını sürdürebilmeleri adına değişik stratejiler geliştirmek durumunda bırakmıştır. Bu kapsamda konaklama işletmelerinin kullandıkları stratejilerden birisi de birleşme ve satın alma işlemleridir. Birleşme ve satın alma işlemlerinde en önemli problemlerden birisi şirket değerinin gerçeğe uygun olarak tespit edilmesidir. Satın alma işlemi yapacak kişi veya kurumlar, mümkün olan en düşük fiyattan bu işlemi gerçekleştirmek isterken, satan taraf da bu fiyatı mümkün olan en yüksek rakamdan belirlemek istemektedir.

Bir işletmenin gerçeğe uygun değerini belirlemek birçok faktöre bağlıdır. Örneğin; İşletme sadece defter değerine göre mi satılacak?, Defter değerine ek olarak şerefiye hesaplanmalı mı?, İşletmenin duran varlıkları yeniden değerlemeye tabii tutulmuş mu?, İşletmenin mali tablo kalemleri gerçeği yansıtıyor mu? gibi faktörler şirket değerini de farklılaştırmaktadır. Konaklama işletmelerinde şirket değerlendirme konusunda yapılan literatür araştırmasında bu konuda yapılan çalışmaların yetersiz olduğu görülmüş ve aşağıdaki ön bulgular tespit edilmiştir.

Hisse senetleri halka arz edilmemiş konaklama işletmelerinde değerlendirme konusunda yapılan çalışmalar yetersizdir. Değerleme faaliyetleri konusunda yapılan çalışmalar genellikle hisse senetleri halka arz edilmiş sanayi sektöründe faaliyet gösteren işletmelerde yapılmıştır. Değerin tespitine yönelik yapılan çalışmalarda genellikle bir hesaplama yöntemi kullanılmıştır. Eğer birden fazla hesaplama yöntemi kullanılmış olsaydı değerlendirme daha sağlıklı olur, hatalar azalır ve olası hatalar tespit edilir ve bu hatalar giderilebilirdi. Yapılan çalışmaların çoğunda şirket değerini etkileyen ana unsurlardan olan ve birçok karmaşık veri analizi gerektiren ROIC, NOPLAT, WACC ve CAPM gibi formüller kullanılmıştır. Ayrıca değer hesaplanmasında gerçek veriler yerine varsayımsal sabit değerler kullanılmıştır. Uygulamalarda hesaplamaların nasıl yapıldığı ve değerlere nasıl ulaşıldığı anlatılmamıştır. Değerlemenin hisse senetleri halka arz edilmemiş işletme verileri ile yapılması, bu işlemlerde kullanılacak birçok veriye ulaşılabilirliği zorlaştırmıştır. Bu noktada izlenecek yol değerlendirme yapılan işletme ile benzer özellikler gösteren halka arz edilmiş işletmelerin verilerinden faydalanılması olabilir. Sabit



sermaye yatırımının diğer işletmelere göre çok daha fazla olduğu konaklama işletmelerinde değerlendirme sürecinde net maddi duran varlıklar/net satışlar oranının kullanılması sonuçları olumsuz şekilde etkileyebilir.

Konaklama işletmelerinde değerlendirme faaliyetinin nasıl yapılacağına gösterildiği bu çalışmada Alanya’da faaliyet gösteren halka açık olmayan bir konaklama işletmesi örnek olarak seçilmiştir. İşletmenin şirket değeri, nakit akımlarını baz alan FCFF yöntemi ve ekonomik karları baz alan EVA yöntemi kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar ve bu sonuçlar çerçevesinde ortaya konan öneriler şunlardır:

Örnek işletmede öncelikle değerlemenin sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilebilmesi için geçmiş dönem mali tabloları (2007-2013) enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuş ve Amerika Birleşik Devletleri’nin para birimine (USD-\$) çevrilmiştir. Bu adımdan sonra gerçekleştirilen tüm işlemler USD üzerinden yapılmıştır. Geçmiş yılların (2007-2013) performans analizleri yardımı ile işletmenin geleceği ile ilgili öngörüler oluşturulmuş ve işletmenin on yıllık (2014-2023) proforma bilanço ve gelir tabloları hazırlanmıştır. Bu aşamalardan sonra şirket değeri, en optimal değere ulaştıracağı düşünülen “*firmaya serbest nakit akımları*” ve “*ekonomik katma değer*” yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır. Bu yöntemlerde gerçek verilere dayanan doğru formüller kullanılarak şirket değeri tespit edilmiştir.

İşletmenin FCFF yöntemine göre bulunan on yıllık tahmini nakit akımları, iskonto oranı (WACC) kullanılarak bugünkü değerine indirgenmiştir. Bu işlemler sonucunda tahmini nakit akımlarının iskonto oranı ile çarpılması sonucunda hesaplanan bugünkü değerleri toplamı 15.874.769 \$ olarak bulunmuştur. Bu adımdan sonra işletmenin devam eden değeri hesaplanmıştır. Devam eden değer formülünde kullanılan değerler; Net Faaliyet Karı (NOPLAT), Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC), büyüme (g) ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) dır. Yapılan hesaplamalar sonucunda Net Faaliyet Karı (2.296.058 \$), Yatırılan Sermayenin Getirisi (0,182), büyüme (0,010) ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti de (0,15) olarak bulunmuştur. FCFF yöntemine göre işletmenin devam eden değeri 15.497.737 \$ olarak tespit edilmiştir. İşletmenin iskonto oranı ile çarpılan devam eden değer bugünkü değeri ise 3.830.804 \$’dır. Toplam tahmini nakit akımlarının bugünkü değerine, devam eden değer bugünkü değeri eklendikten sonra yıl ortası düzeltme faktörü ile çarpılmış ve işletmenin faaliyet değeri 21.131.873 \$ olarak hesaplanmıştır.

Örnek işletmenin şirket değeri belirlenirken kullanılan ikinci yöntem ekonomik katma değer yöntemidir. Bu yöntemde ilk olarak işletmenin yıllar itibari ile tahmini ekonomik karları bulunmuştur. Tahmini ekonomik karlar dönem başı yatırılan sermaye ile net getiri oranının “*ROIC - WACC*” çarpılması ile hesaplanmıştır. Bulunan on yıllık tahmini ekonomik karlar,

iskonto oranı (WACC) kullanılarak bugünkü değerine indirgenmiştir. Tahmini ekonomik karların bugünkü değerleri toplamı 1.142.376 \$ olarak bulunmuştur. Bu adımdan sonra işletmenin ekonomik karın devam eden değeri hesaplanmıştır. Ekonomik karın devam eden değeri formülünde kullanılan değerler; ekonomik kar (485.422 \$), net faaliyet karı (2.296.058 \$), yatırılan sermayenin getirisi (0,182), büyüme (0,010) ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de (0,15)'dir. EVA yöntemine göre ekonomik karın devam eden değerinin bugünkü değeri 847.060 \$'dır. Ekonomik karın bugünkü değerine (1.989.436 \$), faaliyetler için yatırılan sermaye (17.716.137 \$) eklenerek işletmenin düzeltme öncesi faaliyet değeri 19.705.573 \$ olarak hesaplanmıştır. İşletmenin düzeltme öncesi faaliyet değeri yıl ortası düzeltme faktörü ile çarpılarak işletmenin faaliyet değeri 21.131.873 \$ olarak tespit edilmiştir.

Değerleme sürecinde hem FCFF hem de EVA yönteminde aynı faaliyet değerine ulaşılmıştır. Eğer EVA yöntemine göre yapılan öngörüler ve hesaplamalar doğru bir şekilde yapılmıyorsa, FCFF yöntemiyle aynı sonuçlara ulaşabilmek mümkün olmayacaktır. Böylece yapılan değerlendirme işleminin de sağlaması gerçekleştirilmiştir. Değerleme sonucu doğru olduğuna göre bundan sonra işletmenin faaliyet değerinden finansal borçlar düşüldüğünde özkaynakların değerinin 15.573.016 \$ olduğu görülecektir. Buna göre özkaynakların değerine işletme iştirakleri (1.063.161 \$) eklenince işletmenin toplam değeri 16.636.177 \$ olarak bulunmaktadır. Sonuç olarak işletmenin değeri, 1 USD= 2.134 TL kur üzerinden Türk Lirası'na çevrildiğinde 35.501.602 TL olarak çıkmaktadır.

Her iki yönteme göre yapılan değerlendirme işleminde, şirket değerini en çok etkileyen unsurların yatırılan sermayenin getirisi, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve net maddi duran varlıklar / net satışlar oranı olduğu görülmüştür. Örneğin, konaklama işletmelerinde net maddi duran varlıklar / net satışlar oranının çok yüksek çıkması işletmelerin ekonomik karlılığını ve dolayısı ile işletmenin faaliyet değerini düşürmektedir. Diğer taraftan işletme faaliyetlerinin değerinin yüksek çıkması için yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) değerinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) değerinden yüksek olması gerekmektedir. Ancak bu şartlar altında işletmeler değer yaratabilmektedir.

Değerleme sürecinde yapılabilecek hatalar, ekonomik kar, devam eden değer ve dolayısıyla da şirket değeri üzerinde çok daha büyük hatalara neden olabilir. Bu yüzden hesaplamalarda yöntemlerin zayıf ve güçlü yönleri tespit edilerek, çalışmaların aksayan noktaları üzerinde yoğunlaşılmalıdır. Dolayısıyla elde edilen tüm veriler, iyi bir muhasebe alt yapısında finansal yaklaşımlarla desteklenerek değerlendirilmelidir. Bu yüzden değerlemeyi gerçekleştiren kişilerin mesleki donanımları da değerlendirme sürecinde önem arz etmektedir.

Bu alanda yapılan çalışmaların ve hesaplama yöntemlerinin, araştırmayı yapan kişilere göre değiştiği ve çeşitli varsayımlarla desteklendiği görülmektedir. Değerlemeyi yapan kişinin tahminleri değiştiği zaman şirketin değeri de değişebilir. Bu bağlamda araştırmacılar, olabildiğince tahminlerden uzak durmaya çalışmalı ve muhasebe-finans temelinde gerekli veriler kullanılarak hesaplamalar gerçekleştirilmelidir. Ancak bu şekilde işletmenin finansal durumunu yansıtan gerçeğe en yakın değeri hesaplanabilir. Buna ek olarak unutulmaması gereken bir diğer nokta değerlendirme çalışmalarının içinde bulunulan zaman diliminde değerlendirilmesi gerekliliğidir. Farklı zaman diliminde, önceki bir tarihte değerlendirilen bir işletmenin değeri gerçeği yansıtmayabilir.

Bu çalışma ile sektörde veya akademik alanda değerlendirme faaliyetlerini gerçekleştirmek isteyen araştırmacılara yol gösterilmesi amaçlanmıştır. Bundan sonraki çalışmalarda halka açık işletmelerden örnekler seçilerek veya daha farklı yöntemler kullanılarak şirket değeri hesaplanabilir.

## KAYNAKÇA

- A Pozitif Gayrimenkul Değerleme A.Ş. (2013). Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Depolama Binası Değerleme Raporu, İstanbul.
- Agalega, E. ve Antwi, S. (2013). “The Impact of Macroeconomic Variables on Gross Domestic Product: Empirical Evidence from Ghana”. *International Business Research*, 6(5): 108-116.
- Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Akdoğan, E. (2011). “Türkiye’de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (52): 137-152.
- Akgöbek, İ. (2012). “Mergers and Acquisitions as a Growth Strategy”. *International Conference on Business, Economics, and Behavioral Sciences*. 13-15 Nisan 2012, Pattaya, s. 108-112.
- Akgöbek, İ. (2011). *Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşme ve Satın Almaları Türk Perakende Sektöründe Bir Araştırma*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karaman.
- Akgüç, Ö. (2011). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın, İstanbul.
- Akındıpe, O. S. (2014). “The Role of Raw Material Management in Production Operations”. *International Journal of Managing Value and Supply Chains (IJMVSC)*, 5(3): 37-44.
- Akin, H. ve Kurşunel, F. (2010). “TMS-2’ye göre Stokların Değerlemesinde Özellik Arz Eden Durumlar”. *Sosyal Bilimler MYO Dergisi*, 13(1-2): 311-330.
- Akkuş, B. (2010). *Paraya Hükmetmenin Sırrı Finans Yönetim*. Kum Saati Yayınları, İstanbul.
- Aktaş, R. ve Deran, A. (2006). “Fair Value Karşılığı Olarak Gerçeğe Uygun Değer Kavramı ve Tespit Hiyerarşisi”. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(2): 153-166.
- Al-Abedallat, A. Z. ve Al Shabib, D. K. (2012). “Impact of The Investment and Gross Domestic Product on the Amman Stock Exchange Index”. *Investment Management and Financial Innovations*, 9(3): 130-136.

- Alagöz, A. (2007). “IFRS-3: İşletme Birleşmeleri Standardı Çerçevesinde Ters İktisap Uygulamaları”. *V. Uluslararası Türk Dünyası Sosyal Bilimler Kongresi*. Haziran 2007, Celalabat, Kırgızistan, s. 1-15.
- Alkan, G. İ. ve Demireli, E. (2007). “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2): 27-39.
- Alkin, E., Yıldırım, K. ve Özer, M. (2008). *İktisada Giriş*. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Altay, E. (2004). *Sermaye Piyasasında Varlık Fiyatlama Teorileri: Sermaye Piyasası Teorisi ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi*. Derin Yayınları, İstanbul.
- Antic, T., Antic, L. ve Pancić, M. (2007). “Brand Valuation”. *Interdisciplinary Management Research*, 4: 199-214.
- Antill, N. ve Lee, K. (2012). *Company Valuation under IFRS – Interpreting and Forecasting Accounts Using International Financial Reporting Standards*. Harriman House Ltd., Hampshire.
- Arslan, F. M. (2012). *Endüstriyel Pazarlama Rekabetsel Yaklaşım*. Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- Arumugam, T. T. (2007). *An Analysis of Discounted Cash Flow (DCF) Approach to Business Valuation in Sri Lanka*. Doctor of Philosophy. St Clements University, Sri Lanka.
- Aslan, Y. (1999). “Amerikan Rekabet Hukuku Sistemi”. *Rekabet Kurumu Perşembe Konferansları Yayınları*, 65-101.
- Aspatore Inc. (2005). *Inside The Minds, Antitrust Laws Leading Lawyers Offer Winning Legal Strategies For Interpreting & Analyzing Antitrust Regulations*. USA.
- Ateş, M. (2009). “AB’ye Uyum Bağlamında Türk Rekabet Hukuku ve Politikasına Genel Bir Bakış”. *Ankara Barosu Fikri Mülkiyet ve Rekabet Hukuku Dergisi*, 9(1): 55-87.
- Ay, S. (2012). “Türkiye’de İşsizliğin Nedenleri: İstihdam Politikaları Üzerine Bir Değerlendirme”. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 19(2): 321-341.
- Aydın, Y. (2012). “Firma Değerleme Yöntemleri”. *Kırklareli Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 1(1): 87-110.
- Aydın, N., Başar, M. ve Coşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık, Ankara.

- Aydın, N., Coşkun, M., Bakır, H., Ceylan, A. ve Başar, M. (2004). *Finansal Yönetim*. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Aypek, N. ve Kayahan, C. (2010). “Kur Riskinden Korunmada Range Forward Kullanımı”. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, (1): 1-17.
- Aytekin, A. (2005). “Yatırım Projelerinin Bilgisayar Paket Programı ile Değerlendirilmesi”. *ZKÜ Bartın Orman Fakültesi Dergisi*, 7(7): 62-71.
- Bahar, O. ve Kozak, M. (2006). *Turizm Ekonomisi*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Bakır, H. (2009). *Gayrimenkul Değerlemesi ve Finans Matematiği*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Bal, E. Ç. (2008). *Muhasebede Değerleme ve Firma Değeri ile İlişkinin Tespiti*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Balaban, Ö. ve Okutan E. Y. (2007-2009). “Ekonomik Krizlerin Bir Sonucu Olarak Stratejik İşbirlikleri ve Şirket Birleşmelerinde Yönetimsel Uyumun Değerlendirilmesine Yönelik Bir Araştırma”. *Journal Of Azerbaijani Studies*, 12(2): 299-310.
- Bancel, F. ve Mittoo, U. R. (2009). “Why Do European Firms Go Public?”. *European Financial Management*, 15(4): 844–884.
- Banga, R. (2003). “Impact of Government Policies and Investment Agreements on FDI Inflows”. *Indian Council For Research On International Economic Relations*, Working Paper No. 116, 1-47.
- Barclays Bank. (2007). “Annex to the Securities Account Agreement Financial Instruments Glossary”. Paris.
- Barker, R. (2001). *Determining Value – Valuation Models and Financial Statements*. Financial Times Prentice Hall, London.
- Barnichon, R. ve Figura, A. (2010). “What Drives Movements in the Unemployment Rate? A Decomposition of the Beveridge Curve”. *Finance and Economics Discussion Series*, Working Paper No. 2010-48, 1-37.
- Basık, F. O. (2012). *Rekabet Stratejisinde Maliyet Yönetimi*. Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bastı, E. ve Yılmaz, T. (2013). “İMKB’de İşlem Gören Yerli ve Yabancı İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değerine (MVA) Dayalı Performans Analizi”. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 50(578): 55-74.

- Bayrakdaroğlu, A. ve Ünlü, U. (2009). “Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından IMKB ve NYSE’nin Karşılaştırmalı Analizi”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(1): 287-312.
- Beaver, W., Kettler, P. ve Scholes, M. (1970). “The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures”. *The Accounting Review*, 45(4): 654-682.
- Beaver, W. ve Manegold, J. (1975). “The Association Between Market-Determined and Accounting-Determined Measures of Systematic Risk: Some Further Evidence”. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10(2): 231-284.
- Bekçi, İ. ve Özal, H. (2010). “Stratejik Maliyet Yönetiminin Sağlık Sektöründe Uygulanabilirliğine Yönelik Bir Araştırma”. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2(3): 78-97.
- Berkowitz, M. K. (1998). “Estimating the Market Risk for Nontraded Securities: An Application to Canadian Public Utilities”. *International Review of Financial Analysis*, 7(2): 171-179.
- Besley, S. ve Brigham, E. F. (2005). *Essentials of Managerial Finance*. South-Western, Thomson Corporation, Ohio.
- Bhutta, N. T. ve Hasan, A. (2013). “Impact of Firm Specific Factors on Profitability of Firms in Food Sector”. *Open Journal of Accounting*, (2): 19-25.
- Bilir, H. ve Kulalı, İ. (2014). “İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırılmalı Analizi”. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1): 38-64.
- Bischoff-Turner, S. (2008). “From Strategic Planning to Strategic Positioning”. *Conservation Impact*, 1-15.
- Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A. J. (2013). *Essentials of Investments*. McGraw Hill Companies Inc., New York.
- Bodie, Z., Kane, A. ve Marcus, A. J. (2003). *Essentials of Investments*. McGraw Hill Companies Inc., New York.
- Bodie, Z. ve Merton, R. C. (1998). *Finance*. Prentice Hall Inc., New Jersey.
- Bodlender, J. ve Gerty, M. (1995). “Investment and Privatisation in International Tourism”. *Horwath Tourism & Leisure Consulting*, 1-25.

- Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. (Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan ve H. Doğukanlı), Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Brigham, E. F. ve Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management*. South-Western, Thomson Corporation, Ohio.
- Bull, R. (2008). *Financial Ratios, How to Use Financial Ratios to Maximise Value and Success for Your Business*. CIMA Publishing, Oxford.
- Bushman, R., Dai, Z. ve Zhang, W. (2013). "Management Team Incentive Dispersion and Firm Performance". *AAA FARS Conference*. Eylül 2013, Texas, s. 1-50.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. (2007). *Finansal Yönetim*. Özkan Matbaacılık, Ankara.
- Cadle, J., Paul, D. ve Turner, P. (2010). "Business Analysis Techniques: 72 Essential Tools for Success". *BCS The Chartered Institute for IT*, 1-37.
- Can, T. ve Yılmaz, N. T. (2014). "Devlet ve Piyasa Arasındaki Oyunun Reel Büyümeye Etkisi". *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 43(2): 261-270.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H., Düzakın, H. ve İskenderoğlu, Ö. (2005). "Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB' de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Deneme". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (28): 24-36.
- Ceylan, A. ve Anbar, A. (2014). *Modern İşletmecilik*. Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.
- Ceylan, A. (2001). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Kitabevi, Bursa.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. Beta Yayınları, İstanbul.
- Charitou, M. S., Elfani, M. ve Lois, P. (2010). "The Effect Of Working Capital Management On Firm's Profitability: Empirical Evidence From An Emerging Market". *Journal of Business & Economics Research*, 8(12): 63-68.
- Chung, K. H. ve Pruitt, S. W. (1994). "A Simple Approximation of Tobin's Q". *Financial Management*, 23(3): 70-74.
- Civelek, M. A. ve Durukan, M. B. (2011). *Investments*. Efil Yayınevi, Ankara.
- Coşar, Y. (2008). "Otel İşletmelerinde Rekabet Üstünlüğünü Etkileyen Faktörler: Yöneticiler Üzerine Bir Araştırma". *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 19(1): 45-56.
- Çakıcı, C. (2008). *Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı*. Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.



- Çakır, H. M. ve Gürcan, Z. (2012). “Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi”. *Mali Çözüm Dergisi*, (113): 79-108.
- Çakır, H. M. ve Küçükkaplan, İ. (2012). “İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000–2009 Dönemi İçin Analizi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (53): 69-86.
- Çam, M. (2006). “Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (FTMY) Birlikte Kullanımı”. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 15(2): 95-118.
- Çetiner, E. (2002). *Konaklama İşletmelerinde Muhasebe Uygulamaları*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Çetinkaya, Ö. (2006). “Rekabet Stratejilerinin Belirlenmesinde Portföy Analizi ve Tarıf Üzerine Bir Araştırma”. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(3): 57-76.
- Çımat, A. ve Bahar, O. (2003). “Turizm Sektörünün Türkiye Ekonomisi İçindeki Yeri ve Önemi Üzerine Bir Değerlendirme”. *Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi*, (6): 1-18.
- Çolak, M. (2006). *Şirket Birleşmeleri ve Rekabete Etkileri*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Çucu, G. (2010). *Butik Otellerin Rekabet Üstünlüğü Sağlamada Kullandığı Pazarlama Stratejileri: İzmir İli Örneği*. Kültür ve Turizm Bakanlığı Yatırım ve İşletmeler Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Dağlı, H. “Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarında Sermaye Bütçelenmesi  $t$  Düzeltilmiş Bugünkü Değer (DBD) Yöntemi”. *MMO Bildiriler Kitabı*, 1: 150-158.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation*. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Demir, V. ve Bahadır, O. (2007). “UFRS (TFRS)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı”. *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, 7(23): 65-79.
- Demireli, E. ve Kurt, G. (2006). “Yatırım Kararlarının Değerlendirilmesinde Alternatif Bir Yöntem: Reel Opsiyon”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(3): 118-132.

- Demirhan, D. (2009). “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”. *Ege Akademik Bakış*, 9(2): 677-697.
- DePamphilis, D. (2011). *Mergers and Acquisitions Basics*. Elsevier Inc., Oxford.
- Dias, D. A., Richmond, C. ve Wright, M. L. J. (2014). “The Stock Of External Sovereign Debt: Can We Take The Data At ‘Face Value’?”. *Journal Of International Economics*, (94): 1–17.
- Dimitar, T. (2013). “Franchising: Business Formula of 21st Century”. *3rd International Conference on Tourism and Hospitality Management*. June 2013, Athens, s. 318-327.
- Dinçer, Ö. (2004). *Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası*. Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- Donat, B. (2010). “Impact of Technology on the Business Strategy Performance Relationship in Building Core Competence in Uganda Small Medium Enterprises (SME’s)”. *Proceedings of the 7th International Conference on Innovation & Management*. 4-5 Aralık 2010, Wuhan, China, s. 39-43.
- Duguleana, L. ve Duguleana, C. (2014). “Brand Valuation Methodologies and Practices”. *Bulletin of the Transilvania University of Braşov Series V: Economic Sciences*, 56(1): 43-52.
- Dukes, W. P. (2006). “Business Valuation Basics for Attorneys”. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 1(1): 1-19.
- Duport, J. (2010). “Understanding Sale Leaseback Transactions”. *Lucernex Technologies Inc.*, 1-8.
- Düzer, M. (2008). *Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB’de Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Edworthy, E. ve Wallis, G. (2009). “Research and Development as a Value Creating Asset”. *Productivity Measurement and Analysis*, 303-335.
- Elitaş, C. (2010). *Konaklama Muhasebesi*. Afyon Kocatepe Üniversitesi IIBF İşletme Bölümü, Afyonkarahisar.
- Er, H. ve Kaya, İ. (2012). “The Relationship Between Accounting Beta and CAPM: Evidence From Turkey”. *International Journal of Social Sciences And Humanity Studies*, 4(2): 233-243.

- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2014). *Değere Dayalı İşletme Finansı – Finansal Yönetim*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Küçük Kaplan, İ. Başcı, E. S. ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi*. Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B. ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Erden, S. A. (2004). *Üretim Ortamları Maliyet Yönetim Sistemleri İlişkisi ve Stratejik Maliyet Yönetimi*. Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Erdoğan, H. (1995). *Ekonomik Sosyal Kültürel Çevresel Yönleriyle Uluslararası Turizm*. Uludağ Üniversitesi Yayınları, Bursa.
- Ertaş, F. C. ve Coşkun, M. (2005). “Turizm İşletmelerinde Entellektüel Sermayenin Ölçülmesi ve İMKB’deki Turizm Şirketlerinde Ampirik Bir Uygulama”. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, (10): 121-138.
- Ernst & Young (EY). (2015). *Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2014 Raporu*. İstanbul.
- Ernst & Young (EY). (2014). *Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2013 Raporu*. İstanbul.
- Ernst & Young (EY). (2012). *Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2011 Raporu*. İstanbul.
- Ertuğrul, A. (2011). *Yenilikçi Küçük İşletmelerin Finansmanı: Türkiye Uygulaması*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Esen, Ş. ve Uyar, H. (2011). “Küresel Krizin Yerel Ekonomilere Etkileri: Bartın ve Karabük İli Otel İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma”. *EKEV Akademi Dergisi*, 15(46): 357-370.
- European Union (EU). (2013). *EU Competition Law Rules Applicable to Antitrust Enforcement Volume I: General Rules*. Luxembourg.
- Evans, M. H., CPA, CMA ve CFM. (2000). “Mergers & Acquisitions”. *Excellence in Financial Management*, 1-23.
- Exxon Mobil Corporation. (2007). *Antitrust and Competition Law Compliance Guide*. Texas.
- Ferahyan, A. (2012). “Entellektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Raporlanması ve Şirket Birleşmeleri Açısından Önemi”. *1. Uluslararası Entellektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Raporlanması Sempozyumu*. 30 Haziran-1 Temmuz 2012, İstanbul, s. 2-30.

- Fernandez, P. (2004). "Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations". *IESE Business School University of Navarra Working Paper*, No. 449, 1-33.
- Fernandez, P. ve Bilan, A. (2007). "110 Common Errors in Company Valuations". *IESE Business School University of Navarra Working Paper*, No. 714, 1-38.
- Finanz Ag Zürich. (2014). *Forfeiting An Introduction*. Zürich.
- Fishman, J. E. ve O'Rourke, B. (1998). "Value: More Than a Superficial Understanding Is Required". *Journal of the American Academy of Matrimonial Lawyers*, 15: 315-335.
- Foltz, J. C., Aracı, H. ve Kargin, M. (2002). "Mergers, Acquisitions, Joint Ventures, and Consolidations in Agribusiness: An Example of Acquisition (Acquisition of Continental Grain by Cargill)". *Yönetim ve Organizasyon Dergisi*, 9(1-2): 135-156.
- Frentzel, B. (2013). *Capital Structure Theory since Modigliani-Miller Development in the Search for the Optimal Leverage of the Firm*. Berlin School of Economics and Law, Bachelor Thesis, Berlin.
- Fung, M. K. Y., Ho, W. M. ve Zhu, L. (1999). "Effects of Government Policy Changes on the Private Sector Development in a Transitional Economy: A Long-run Analysis". *Journal Of Economic Development*, 24(2): 19-41.
- García-Pérez-de-Lema, D., Duréndez, A. ve Mariño, T. (2011). "A Strategic Decision For Growth, Financing and Survival of Small and Medium Family Businesses: Going Public in an Alternative Stock Market (MAB)". *Economics and Finance Review*, 1(8): 31 – 42.
- Gautam, B. P. (2008). "Opportunities and Challenges of Tourism Financing: A Study on Demand and Supply; Status, Structure, Composition and Effectiveness of Tourism Financing in Nepal". Boca Raton, Florida.
- Gorbon, M. (2012). "Şirket Değerleme Yöntemleri". *İş Yatırım*, TUYİD.
- Gönen, S. ve Demir, Ç. (2012). "Vergi Usul Kanunu ve KOBİ TFRS Bölüm 13 Açısından Stokların Karşılaştırılması". *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 4(2): 163-171.
- Grant, J. I. (2003). *Foundations of Economic Value Added*. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.

- Grant Thornton. (2009). *Financial Instruments – A Chief Financial Officer's Guide to Avoiding The Traps*. London.
- Greenstone, M. (2011). “The Importance of Research and Development (R&D) for U.S. Competitiveness and a Clean Energy Future”. *MIT Center for Energy and Environmental Policy Research*, 1-11.
- Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoğlu, K. ve Zulehner, C. (2003). “The Effects Of Mergers: An International Comparison”. *International Journal of Industrial Organization*, (21): 625-653.
- Güler, H. (2010). *Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Güleryüz, M. (2014). *Finansal Araçların Vergi Usul Kanunu ve Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları'na Göre İncelenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Okan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Gürbüz, A. O. ve Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Hameed, İ. ve Ume, A. (2011). “Impact of Monetary Policy on Gross Domestic Product (GDP)”. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(1): 1348-1361.
- Hatipoğlu, M. ve Yener, E. (2013). “Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BIST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama”. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(3): 7- 29.
- Heiskanen, V. (2010). “Of Capital Import: The Definition Of "Investment" In International Investment Law”. *ASA Special Series*, (34): 51-73.
- Hitchner, J. R. (2011). *Financial Valuation – Applications and Models*. John Wiley and Sons Inc., New Jersey.
- Howard, M. (2008). *Accounting and Business Valuation Methods*. CIMA Publishing, Oxford.
- Hsu, J. ve Jang, S. (2008). “The Determinant of the Hospitality Industry’s Unsystematic Risk: A Comparison Between Hotel and Restaurant Firms”. *International Journal of Hospitality & Tourism Administration*, 9(2): 105-127.

- Hu, J. L., Shieh, H. S. ve Ding, J. F. (2013). "Self-Positioning of International Tourist Hotels in Taiwan". *International Journal of Business and Management*, 8(17): 71-83.
- Ilıcak, A. (2003). "Sherman Antitröst Yasasının Ortaya Çıkışı: Yanılsamalar ve Gerçekler". Rekabet Kurumu, No. 0090, 1-71.
- ING Bank. (2014). *Financial Instruments*. Brussels.
- Institute of Management Accountants (IMA). (2009). *Business Valuation*. Montvale.
- IVSC (International Valuation Standards Council). (2011). *International Valuation Standards*. London.
- IVSC (International Valuation Standards Committee). (2003). "IVS 2- Valuation Bases Other Than Market Value". *International Valuation Standards Sixth Edition*, 108-120.
- Izumi, Y. (2006). "Leasing and Factoring". *Asian Development Bank Institute Seminar on SME Finance*, 1-14.
- İçöz, O. (2005). *Turizm Ekonomisi*. Turhan Kitabevi, Ankara.
- İlgüner, M. (2009). "Marka Değeri; Başarının En Önemli Göstergesi". *Çerçeve Dergisi*, (52): 168-174.
- İmamoğlu, A., Altun, N. S. ve Bağdat, A. (2013). "Dönem Sonu Muhasebe İşlemleri". *Düzce Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Ders Notları*, Düzce.
- İnam, M. (2007). *Sermaye Piyasası*. Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- İpçioğlu, İ., Haşit, G. ve Dertli, D. (2009). "Teknolojik Değişimin Yarattığı Etki Türleri İle İşgörenlerin Demografik Özellikleri Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi: Bir Tekstil Firması Örneği". *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 11(1): 121-149.
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Atioğlu, E. (2012). "Türk Bankacılık Sektöründe Büyüme, Büyüklük ve Sermaye Yapısı Kararlarının Karlılığa Etkisinin Analizi". *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7(1): 291-311.
- Jackson, L. A. (2005). "Financing Sources: An Examination Of The Types Of Financing Available To Small And Medium Sized Hospitality Operations". *Consortium Journal of Hospitality & Tourism*, 9(1): 45-57.
- Kahraman, N. (1997). *Turizm Yatırım Projeleri Analizi*. Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Kaiser, U. (2008). "A primer in Entrepreneurship". *University of Zurich-Institute for Strategy and Business Economics Ders Notları*, 1-17.

- Kaplow, L. ve Shapiro, C. (2007). "Antitrust". *Handbook of Law and Economics*, 2: 1073-1225.
- Karacaer, S. ve Kapusuzoğlu, A. (2010) "İMKB Turizm Sektöründe Entellektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisinin Analizi". *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 21(1): 98-108.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y. ve Önal, Y. B. (2009). "Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Değerleme ve Bütünsel Değerin Hesaplanması: Hipotetik Bir Uygulama". *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 20(2): 149-168.
- Karalar, R., Özalp, İ., Maviş, F., Geylan, R., Tenekecioğlu, B., şahin, M., Çömlekçi, F. ve Aydın, N. (2008). *Genel İşletme*. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- Kaya, A., Coşkun, A. ve Ekşi, H. İ. (2013). "şirket Birleşme ve Devralmalarının şirketlerin Finansal Performansı Üzerine Etkisi: Topsis Analizi ile BIST'te Bir Uygulama". *17. Finans Sempozyumu*. 23-26 Ekim 2013, Muğla, s. 51-60.
- Kayalı, C. A., Yereli, A. N. ve Ada, ř. (2007). "Entellektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi Kullanılarak Entellektüel Sermayenin Firma Değerü Üzerindeki Etkisinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma". *Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 14(1): 67-90.
- Kelley Drye, (2014). *Premeger Antitrust Requirements The 2014 Hart-Scott-Rodino Premeger Notification Sourcebook*. Washington.
- Khan, W. ve Sattar, A. (2014). "Impact of Interest Rate Changes on the Profitability of four Major Commercial Banks in Pakistan". *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(1): 142-154.
- Kimiyu, M. W. (2013). "Distribution Systems And Sales Volume Case Study: Cooper Motors Coporation Uganda Limited (CMC)". *Makerere University A Research Report*, Kampala.
- Klapper, L. (2005). "The Role of Factoring for Financing Small and Medium Enterprises". *The World Bank*, 1-37.
- Kleinert, J. ve Klodt, H. (2002). "Causes and Consequences of Merger Waves". *Kiel Working Paper*, No. 1092, 1-28.
- Koçyiğit, M. (2009). "Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin Q Oranı İle Ölçülmesi". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (44): 179-189.
- Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*. Alfa Yayınları, İstanbul.

- Köse, M. (2010). *Şirketlerde Yatay Birleşme ve Devirler: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Köse, A. (2008). *Stratejik Yönetim*. Kumsaati Yayınları, İstanbul.
- KPMG. (2011). *Türkiye Şirket Birleşme ve Satın Alma Raporu*, İstanbul.
- Kumar, B. R. ve Suhas, K. M. (2008). "Valuation of Indian Companies - An Analytical Perspective". *Asia Pacific Business Review*, 4(1): 93-104.
- Kurşunmaden, F. (2009). "Değer Mühendisliği Açısından İşletmelerdeki Entellektüel Sermaye Unsurlarının Analizi". *Khazar Journal of Humanities and Social Sciences*, 12(2): 40-58.
- Kurtuldu, A. (2007). *Hastane İşletmelerine Özgü Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Hastane Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Kutukız, D. ve Tunçbilek, M. (2009). "Küreselleşme Sürecinde Firma Değeri ve Yönetim Sürecindeki Değişimler". *Journal of Azerbaijani Studies*, 18-26.
- Küçükaltan, K. D. ve Açıkgöz, A. F. (2011). "Uluslararası Otel İşletmelerinin Finansmanı: Martı Otel İşletmeleri AŞ Örneği". *Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Metinleri*, (2): 1-28.
- Küçükaltan, K. D. ve Eskin, İ. (2008). "Türkiye'deki Otel İşletmelerine Bir Finansman Modeli Olarak Teşvikler". *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2): 158-172.
- MacKay, P. ve Phillips, G. M. (2005). "How Does Industry Affect Firm Financial Structure". *The Review of Financial Studies*, 18(4): 1433-1466.
- Manhas, P. S. (2010). "Strategic Brand Positioning Analysis through Comparison of Cognitive and Conative Perceptions". *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 15(29): 15-33.
- Mard, M. J., Hitchner, J. R. ve Hyden, S. D. (2011). *Valuation for Financial Reporting- Fair Value, Business Combinations, Intangible Assets, Goodwill, and Impairment Analysis*. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- McAfee, R. P. ve Vakkur, N. V. (2004). "The Strategic Abuse of the Antitrust Laws". *Journal of Strategic Management Education*, 1(3): 1-18.



- Met, Ö. (2007). “Konaklama İşletmelerinin Değerini Etkileyen Faktörlerin Analizi ve Değerleme Yaklaşımları”. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, (1): 42-58.
- Miclea, C. S. ve Sacui, V. (2012). “The Levels of Value in Business Valuation. The Discount For Lack of Marketability”. *The Journal Of The Faculty Of Economics*, 1(2): 572-576.
- Minarik, M. (2007). *Cost Leadership & Differentiation - An Investigation of the Fundamental Trade-off between Porter's Cost Leadership and Differentiation Strategies*. M.Sc. Thesis in International Business. Stockholm School of Economics, Stockholm.
- Moir, L. (2000). “Financial Instruments”. *Management Quarterly Part 8*, 25-30.
- Moyer, R. C., McGuigan, J. R. ve Kretlow, W. J. (1995). *Contemporary Financial Management*. West Publishing Company, St. Paul.
- Mutindi, U. J. M., Namusonge, G. S. ve Obwogi, J., (2013). “Effects of Strategic Management Drivers on The Performance of Hotel Industry in Kenyan Coast”. *European Journal of Business and Innovation Research*, 2(1): 63-92.
- Mühim, S. A. (2012). *Şirket Birleşmeleri (Mergers) ve Havayolu Şirketlerinde Merger Uygulamalarına Örnekler*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Kültür Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Nayyar, P. R. (1993). “On the Measurement of Competitive Strategy: Evidence from A Large Multiproduct U.S. Firm”. *Academy of Management Journal*, 36(6): 1652-1669.
- OECD Publishing. (2011). *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*. Paris.
- Onat, O. K. (2006). *Devralma Yoluyla Şirket Birleşmelerinde Birleşme Sonrası Mali Performansın Oranlar Yöntemiyle Belirlenmesi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Organ, İ. ve Bozdoğan, D. (2012). “Türkiye’de Opsiyon Sözleşmelerinin Kullanım Alanı ve Vergilendirilmesi”. *Yeni Fikir Uluslararası Hakemli Akademik Fikir Araştırma Dergisi*, 4(9): 49-63.
- Oymak, O. (2009). *Firma Değerlemesi ve Bankacılık Uygulaması*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Örten, R., Kaval, H. ve Karapınar, A. (2008). *Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları Uygulama ve Yorumları*. Gazi Kitabevi, Ankara.

- Özdemir, F. S. ve Arslan, S. (2007). “Enflasyon Muhasebesinde Kullanılan Yöntemlerin Karşılaştırmalı Analizi”. *Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi*, (2): 87-104.
- Paksoy, H. M. ve Öztürk, M. (2006). “Otel İşletmelerinde Entelektüel Sermayenin Oluşumu: Gap Örneği”. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 4(2): 133-158.
- Paschall, M. A. (2002). “Back to the Future”. *Business Valuation Review*, 21(2): 1-12.
- Petitt, B. S. ve Ferris, K. R. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions*. Pearson Education Inc., New Jersey.
- Poyraz, E., Engin, K. ve Bulut, Z. A. (2006). “Konaklama İşletmelerinin Çağdaş Finans Tekniklerinden Yararlanma İmkanları (Güney Ege-Akdeniz Örneği)”. *Mevzuat Dergisi*, 9(99).
- Price Waterhouse Coopers (PWC). (2005). *Birleşme ve Satın Alma İşlemleri, Şirket Değerlemeleri*. İstanbul.
- Putu, M., Moeljadi, Djumahir ve Djazuli, A. (2014). “Factors Affecting Firms Value of Indonesia Public Manufacturing Firms”. *International Journal of Business and Management Invention*, 3(2): 35-44.
- Ramadani, V. (2012). “The Importance Of Angel Investors In Financing The Growth Of Small And Medium Sized Enterprises”. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(7): 306-322.
- Raquib, A., Musif, P. B. ve Mohamed, M. B. (2003). “Strategic Issues Relating to Corporate Mergers and Acquisitions for Small and Medium Companies, A Thoughtful Analysis from the Viewpoint of Challenges of Changes”. *Asia Pacific Management Review*, 8(1): 99-112.
- Reed, T. S. (2000). *The Effect of Initial Public Offering (IPO) Firm Legitimacy on Cooperative Agreements and Performance*. Doctoral Thesis. Faculty of the Graduate School of the University of Colorado, Colorado.
- Reilly, F. K. ve Norton, E. A. (2003). *Investments*. South-Western, Thomson Learning, Ohio.
- Robert, A., Wallace, W. ve Moles, P. (2012). *Mergers and Acquisitions*. Edinburgh Business School Course Text, Edinburgh.
- Rosentraub, M. S. ve Joo, M. (2009). “Tourism and Economic Development: Which Investments Produce Gains for Regions?”. *Tourism Management*, (30): 759–770.

- Rushmore, S. ve Rubin, K. E. (1984). "The Valuation of Hotels and Motels for Assessment Purposes". *The Appraisal Journal*, 270-288.
- Sağlam, N., Şengel, S. ve Öztürk, B. (2009). *UFRS-UMS Uyumlu TMS: Türkiye Muhasebe Standartları Uygulaması*. Maliye ve Hukuk Yayınları, Ankara.
- Sanyal, P. ve Mann, C. L. (2010). "The Financial Structure of Startup Firms: The Role of Assets, Information, and Entrepreneur Characteristics". *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper*, No.10/17, 1-29.
- Sarıaslan, A. S. (2003). *Sermaye Bütçelemesinde Risk Analizi Yöntemleri ve Değerlendirilmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Sarıca, S. (2008). "ABD, AB ve Türkiye'nin Firma Birleşmelerine Yaklaşımı". *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 4(1-4): 51-82.
- Sarıgül, H. ve Kurşunel, F. (2012). "Bankacılık Sektöründe Birleşme ve Satın Alma Nedenleri: 2001–2011 Türkiye Örnekleri". *11. Ulusal İşletmecilik Kongresi*, Mayıs 2012, Konya.
- Sayarı, N. (2008). *IFRS 3R Kapsamında İşletme Birleşmeleri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Schaeffer, B. S. ve Ogulnick, S. (2008). "Why Valuing Franchise Businesses is Different from Valuing Other Businesses", *Business Appraisal Practice*, (Spring 2008): 37-41.
- Scott, P. G., Elliott, S. F., Gray, L. J., Hewitson, T. W., Lechmere, D. J., Lewis, D. ve Needleman, P. D. (1996). "An Alternative to The Net Premium Valuation Method For Statutory Reporting". *British Actuarial Journal*, 2(3): 527-621.
- Serbest, Ç. (2007). *Firmada Değer Yaratan Unsurlar ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi Uygulaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2012). *Yatırım Yaparken Nelere Dikkat Etmeliyim?*. SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları –1, Ankara.
- Shantha, A. W. A. (2011). "Perception of Stakeholders' on Tourism Investments in Sri Lanka". *ISEM International Conference*. Bangkok, Thailand, s. 1-6.
- Sharma, A. K. ve Kumar, S. (2010). "Economic Value Added (EVA) - Literature Review and Relevant Issues". *International Journal of Economics and Finance*, 2(2): 200-220.

- Sipahi, B., Yanık, S. ve Aytürk, Y. (2011). *Şirket Değerleme Yaklaşımları*. Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Sparling, D. ve Turvey, C. G. (2003). “Further Thoughts on the Relationship Between Economic Value Added and Stock Market Performance”. *Agribusiness*, 19(2): 255–267.
- Steiger, F. (2008). “The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods”. *European Business School Seminar Paper*, 1-21.
- Şahin, M. (2011). “ABD Rekabet Hukuku Politikasında Reform Çalışmaları”. *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (9): 1-8.
- Şahin, İ. E. ve Yılmaz, B. (2010). “Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri”. *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 13(19): 63-74.
- Şenel, S. A. (2007). “Turizm Sektöründe Yatırım Kararları”. *Selçuk Üniversitesi Karaman İİ.B.F. Dergisi*, 9(12): 1-12.
- Şiker, P. ve Akın, M. (2012). “Konaklama İşletmelerinde Konumlandırmanın Tüketici Algılamaları Üzerinde Etkinliğinin İncelenmesi”. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 5(1): 54-68.
- Şimşak, F. N. C. ve Hacıhasanoğlu, E. (2010). “Gerçeğe Uygun Değer ve Kriz: Tartışmalı İlişki”. *MARC Working Paper Series*, Working Paper No. 2010-01, 1-25.
- Takacs, A. (2007). “The Practical Application Of Discounted Cash-Flow Based Valuation Methods”. *Studia Universitatis Babeş Bolyai – Oeconomica*, 52(2): 13-28.
- Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2003). “İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri Ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama”. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 3(1), 1-7.
- Tatlı, E. (2013). “Üniversite Reklamlarında Konumlandırma Mesajlarının Kullanımı”. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimleri Dergisi*, 12(23): 289-316.
- Teker, S. ve Teker, D. (2012). “Tourism Projects Financing: A Public-Private-Partnership Model”. *Business Management Dynamics*, 2(5): 5-11.
- Tevfik, A. T. (2005). *Hisse Senedi Değerlemesi*. Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Tezcan, K., Önal, Y. B., Karadeniz, E. ve Kandır, S. Y. (2007). *Türk Turizm Sektörü ve Vergi Uygulamaları*. Nobel Kitabevi, Adana.

- The Institute of Cost Accountants of India (ICAI). (2013). *Financial Analysis and Business Valuation*. Kolkata.
- Thomas, L., Herd, T. J., Dickman, K., Lanius, J. ve Francis, N. (2012). “Using Mergers and Acquisitions to Achieve Strategic Objectives and High Performance in the Consumer Goods and Services Industry”. *Accenture*, 1-15.
- Tınaz, O. F. (2009). *Otel Değerleme*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Timur, N. ve Özmen, A. (2009). *Stratejik Küresel Pazarlama*. Eflatun Yayınevi, Ankara.
- Tokay, S. H. ve Deran, A. (2008). “Türkiye Muhasebe Ve Finansal Raporlama Standartları’nda Değerleme Ölçüleri”. *Mali Çözüm Dergisi*, (90): 15-47.
- TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği), (2008). “Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz”. *Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi Klavuzu*, 1-161.
- Türk, Z. (2004). “Stratejik Yönetim Muhasebesi Yaklaşımı: Değer Zinciri Maliyet Analizi”. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 59(3): 231-253.
- Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği (TDUB). (2011). *Türkiye Değerleme Standartları Çalışması 1.Versiyon*. İstanbul.
- Uçma, T. ve Köroğlu, Ç. (2006). “Çağdaş Finans Tekniklerinden Barter Tekniği ve Turizm Sektöründe Uygulaması”. *Mevzuat Dergisi*, 9(98).
- Uluslan, H. (2008). “Değerleme Esasları ve Finansal Tabloların Niteliksel Özellikleri Açısından İncelenmesi”. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(1): 129–154.
- Uluslan, H. (2007). “Finansal Raporlama Açısından Değerleme”. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16(2): 525-544.
- Unkovic, N. (2011). “Overview of Private Company Mergers and Acquisitions”. *Squire, Sanders & Dempsey (US) LLP*, 1-10.
- Usta, Ö. (2005). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Detay Yayıncılık, Ankara.
- Ülgen, H. ve Mirze, K. S. (2013). *İşletmelerde Stratejik Yönetim*. Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- Ünlü, S. (2008). *Firma Değerlemesi ve Alternatif Değerleme Yaklaşımları*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Üreten, A. ve Ercan, M. K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Üstündağ, E. (2005). “Yatırım Projeleri Değerlendirme Kriterleri”. *Sümae Yunus Araştırma Bülteni*, 5(3): 5-7.
- Valipour, H., Birjandi, H. ve Honarbakhsh, S. (2012). “The Effects of Cost Leadership Strategy and Product Differentiation Strategy on the Performance of Firms”. *Journal of Asian Business Strategy*, 2(1): 14-23.
- Varner, B. L. (2006). “Government Privatization History, Examples, and Issues”. *Commission on Government Forecasting and Accountability*, 1-28.
- VAULT. (2005). *Valuation Techniques*. Vault Guide to Finance Interviews, New York.
- Vural, G., Sökmen, A. G. ve Çetenak, E. H. (2012). “Affects of Working Capital Management on Firm’s Performance: Evidence from Turkey”. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4): 488-495.
- Waigama, S. M. S. (2008). *Privatization Process And Asset Valuation: A Case Study of Tanzania*. Doctoral Thesis. Building and Real Estate Economics School of Architecture and the Built Environment Royal Institute of Technology, Stockholm.
- Walter, G. A. ve Barney, J. B. (1990). “Management Objectives in Mergers and Acquisitions”. *Strategic Management Journal*, 11(1): 79-86.
- Warner, J. B., Watts, R. L. ve Wruck, K. H. (1988). “Stock Prices and Top Management Changes”. *Journal of Financial Economics*, (20): 461-492.
- Yalçın, S. (2006). “Rekabet Avantajı Sağlamada Stratejik Maliyet Yönetiminin Muhasebe Uygulamalarıyla İlişkileri”. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (15): 15-34.
- Yazıcı, T. C., Dinçer, I. ve Balsarı, Z. (2006). *Gayrimenkul Değerleme Yöntemleri Sınava Hazırlık Eğitimi*. Değerleme Uzmanları Derneği, İstanbul.
- Yıldız, H. (2007). “Avrupa Birliği Ortak Rekabet Politikası ve Türkiye”. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*, (12): 1-12.
- Yılğör, A. G. ve Yücel, E. (2007). “Sermaye Yapısı Kararlarına İlişkin Mersin ve Adana İllerinde Bir Uygulama”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (35): 1-15.

- Yılmaz, L. (2009). *Enerji Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Özelleştirilmesinde Firma Değerlemesi Sorunu ve Tüpraş Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla.
- Yılmaz, M. (2010). *Şirket Birleşme ve Devralmalarının Getiri Üzerinde Etkisi ve İMKB’da Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yörük, N. ve Ban, Ü. (2006). “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (30): 88-101.
- Zaif, F. A. (2007). *Muhasebe Verilerine Dayalı Risk Ölçümü*. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Zengin, B. (2010). “Turizm Sektörünün Türkiye Ekonomisine Reel ve Moneter Etkileri”. *Akademik İncelemeler Dergisi*, 5(1): 102-126.
- Zephyr. (2014). *Zephyr Annual M&A Report Global 2014*. London.
- Zephyr. (2013). *Zephyr Annual M&A Report Global 2013*. London.
- Zephyr. (2012). *Zephyr Annual M&A Report Global 2012*. London.
- Zephyr. (2011). *Zephyr Annual M&A Report Global 2011*. London.
- Zephyr. (2010). *Zephyr Annual M&A Report Global 2010*. London.
- Zephyr. (2009). *Zephyr Annual M&A Report Global 2009*. London.
- Zoppa, A. ve McMahon, R. G. P. (2002). “Pecking Order Theory And The Financial Structure Of Manufacturing SMEs From Australia’s Business Longitudinal Survey”. *School of Commerce Research Paper Series*, No. 02-1, 1-29.
- Zyla, M. L. (2013). *Fair Value Measurement Practical Guidance and Implementation*. John Wiley & Sons Inc., New Jersey.

### **İnternet Kaynakları**

- Akşam Gazetesi, “87 Yıllık Kamil Koç, Actera Group’a Satıldı”.  
[www.aksam.com.tr/ekonomi/87-yillik-kamil-koc-actera-groupa-satildi/haber-213142](http://www.aksam.com.tr/ekonomi/87-yillik-kamil-koc-actera-groupa-satildi/haber-213142).  
 (erişim tarihi: 30.10.2014).
- Ateşoğlu, K.V., “Değerleme”. [www.sakaryavdb.gov.tr/DOCUMENT/DEĞERLEME.pdf](http://www.sakaryavdb.gov.tr/DOCUMENT/DEĞERLEME.pdf). (erişim tarihi: 01.11.2013).

“Basics of Interest Rates”. <http://ecedweb.unomaha.edu/ve/library/boir.pdf>. (erişim tarihi: 25.12.2014).

Boston University School of Management, “Techniques in Finance & Valuation”. [http://management.bu.edu/files/2011/01/UFC\\_Valuation.pdf](http://management.bu.edu/files/2011/01/UFC_Valuation.pdf). (erişim tarihi: 30.09.2014).

CBA, “Classification of Financial Instruments”. [https://www.cba.am/Storage/EN/publications/statistics/monetary\\_stat\\_manual/class.pdf](https://www.cba.am/Storage/EN/publications/statistics/monetary_stat_manual/class.pdf). (erişim tarihi: 10.09.2014).

“Characteristics Of Good Investment”. <http://www.uniquesolutions.co.in/html/articles/Article1.pdf>. (erişim tarihi: 27.09.2014).

ESC Consulting Ltd./Legal Dept., “4054 Sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanunun Uygulama Esasları”. <http://www.esrcr.com/postmaster/RKHK.pdf>. (erişim tarihi: 20.09.2014).

Federal Reserve, “Federal Trade Commission Act Section 5: Unfair or Deceptive Acts or Practices”. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/cch/ftca.pdf>. (erişim tarihi: 02.11.2014).

Federal Trade Commission (FTC), “FTC Fact Sheet: Antitrust Laws: A Brief History”. [http://www.consumer.ftc.gov/sites/default/files/games/offsite/youarehere/pages/pdf/FTC-Competition\\_Antitrust-Laws.pdf](http://www.consumer.ftc.gov/sites/default/files/games/offsite/youarehere/pages/pdf/FTC-Competition_Antitrust-Laws.pdf). (erişim tarihi: 11.09.2014).

Federal Trade Commission (FTC), “Premerger Notification Program”. <http://www.ftc.gov/enforcement/premerger-notification-program>. (erişim tarihi: 11.09.2014a).

“Financial Structure Analysis”. [http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/705/14/15\\_chapter6.pdf](http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/705/14/15_chapter6.pdf). (erişim tarihi: 11.11.2014).

“Firm Valuation: Cost Of Capital And APV Approaches”. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch15.pdf>. (erişim tarihi: 30.09.2014).

Gallagher, P. D., “Sale – Leaseback”. Siegel-Gallagher’s White Paper Series, <http://sg-re.com/brokerage/wp-content/uploads/2013/09/SG-Sales-Leaseback.pdf>. (erişim tarihi: 15.11.2014).



- Gelir İdaresi Başkanlığı (GİB), “Yıllar İtibariyle Kurumlar Vergisi Oranları”.  
[http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user\\_upload/Yararli\\_Bilgiler/2007\\_KV\\_Oranlari.html](http://www.gib.gov.tr/fileadmin/user_upload/Yararli_Bilgiler/2007_KV_Oranlari.html).  
 (erişim tarihi: 29.12.2014).
- Gündüz, Z., “Şirketlerin Değeri Nasıl Belirlenir?”. Price Waterhouse Coopers (PWC),  
<https://www.vergiportali.com/doc/sirketdegeri.pdf>. (erişim tarihi: 10.11.2014).
- HT Ekonomi, “115 Yıllık Fiat İtalya'yı Terk Ediyor”.  
<http://ekonomi.haberturk.com/otomobil/haber/975857-115-yillik-fiat-italyayi-terk-ediyor>. (erişim tarihi: 30.10.2014).
- Hürriyet Ekonomi, “Denizbank Belçikalı Dexia'ya Satıldı”.  
<http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=4502366&tarih=2006-05-31>.  
 (erişim tarihi: 30.01.2015).
- IFAC, (2001). “IPSAS 15- Financial Instruments: Disclosure and Presentation”.  
[http://www.ifac.org/sites/default/files/publications/files/A23\\_IPSAS\\_15.pdf](http://www.ifac.org/sites/default/files/publications/files/A23_IPSAS_15.pdf). (erişim tarihi: 30.01.2015).
- “Investment”. <http://www.newagepublishers.com/samplechapter/001584.pdf>. (erişim tarihi: 16.11.2014).
- Investopedia, (2010). "The Basics of Mergers and Acquisitions".  
<http://www.investopedia.com/university/mergers/>. 1-15. (erişim tarihi: 30.10.2014).
- IVSC, “About The International Valuation Standards Council”.  
<http://www.ivsc.org/content/about-international-valuation-standards-council-ivsc>.  
 (erişim Tarihi: 22.11.2014).
- Larsson, S. ve Wallenberg, C., (2002). “Motives for and Evaluation Criteria of Mergers and Acquisitions”. <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:17329/FULLTEXT01.pdf>. 1-85. (erişim tarihi: 30.10.2014).
- Malucha, M. (2009). “Business Valuation in Mergers and Acquisitions”.  
[http://www.malucha.pl/publikacje/3\\_BV\\_in\\_mergers\\_and\\_acquisitions.pdf](http://www.malucha.pl/publikacje/3_BV_in_mergers_and_acquisitions.pdf). 1-27.  
 (erişim tarihi: 30.10.2014).
- Marks, R.E., “Mergers and Acquisitions”.  
<http://www.agsm.edu.au/bobm/teaching/ECL/lect07.pdf>. (erişim tarihi: 10.10.2014).
- “Meaning Of Investment”.

[http://imsmo.weebly.com/uploads/1/5/0/7/15071506/investment\\_management\\_unit\\_1.pdf](http://imsmo.weebly.com/uploads/1/5/0/7/15071506/investment_management_unit_1.pdf). (erişim tarihi: 27.09.2014).

Merger Market, “Mergermarket M&A Trend Report: Q1 2014”. [www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com). (erişim tarihi: 11.09.2014).

Milliyet Ekonomi, (2007). “Ülker, Dünya Devi Godiva'yı Satın Aldı”. <http://www.milliyet.com.tr/2007/12/21/ekonomi/aeko.html>. (erişim tarihi: 14.11.2014).

Milliyet Ekonomi, (2014). “Bimeks'in Electroworld ile Birleşme Başvurusu”. <http://www.milliyet.com.tr/bimeks-in-electroworld-ile/ekonomi/detay/1961244/default.htm>. (erişim tarihi: 14.11.2014).

Motis, J., (2007). “Mergers and Acquisitions Motives”. <http://economics.soc.uoc.gr/wpa/docs/paper2mottis.pdf>. 1-30. (erişim tarihi: 30.10.2014).

NTVMSNBC Ekonomi, (2014). “Ülker, United Biscuits'i Satın Aldı”. <http://www.ntvmsnbc.com/id/25548006/>. (erişim tarihi: 14.11.2014).

NTVMSNBC Ekonomi, (2014a). “Paşabahçe Yabancılara Satıldı”. <http://www.ntvmsnbc.com/id/25545790/>. (erişim tarihi: 23.10.2014).

NTVMSNBC Ekonomi, (2006). “Google, YouTube’u Aldı”. <http://arsiv.ntvmsnbc.com/news/387497.asp>. (erişim tarihi: 14.11.2014).

Pfaffenbach, K., (2014). “M&A Financial Advisory Review”. [http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-3Q14-\(E\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-3Q14-(E).pdf). (erişim tarihi: 14.11.2014).

Rekabet Kurumu, “Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ (Tebliğ No: 2010/4)”. [http://www.rekabet.gov.tr/File/?path=ROOT/1/Documents/S%C4%B1k%C3%A7a+Sorulan+Soru/tebli\\_g83.pdf](http://www.rekabet.gov.tr/File/?path=ROOT/1/Documents/S%C4%B1k%C3%A7a+Sorulan+Soru/tebli_g83.pdf). (erişim tarihi: 11.11.2014).

Sabah, “Otel Satış Fırtınası”. [www.sabah.com.tr/akdeniz/2013/01/22/otel-satis-furyasi](http://www.sabah.com.tr/akdeniz/2013/01/22/otel-satis-furyasi). (erişim tarihi: 30.10.2014).

Shapiro, A. “Foundations of Finance: Forwards and Futures”. Lecture Notes 16, <http://people.stern.nyu.edu/ashapiro/courses/B01.231103/FFL16.pdf>. 1-15. (erişim tarihi: 30.10.2014).

- SIPA, Columbia Office of Career Services, “Interviews - Financial Modeling”.  
<https://sipa.columbia.edu/sites/default/files/Interviews-Financial%20Modeling.pdf>.  
 (erişim tarihi: 30.09.2014).
- SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), “Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”.  
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=591&fn=591.pdf>.  
 (erişim tarihi: 22.11.2014).
- Steger, U. ve Kummer, C., (2007). “Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure”. 1-30.  
[https://www.imd.org/research/publications/upload/Steger\\_Kummer\\_WP\\_2007\\_11.pdf](https://www.imd.org/research/publications/upload/Steger_Kummer_WP_2007_11.pdf).  
 (erişim tarihi: 30.10.2014).
- TCMB, “Gösterge Niteliğindeki Merkez Bankası Kurları”.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Doviz+Kurlari/Gosterge+Niteligindeki+Merkez+Bankasi+Kurlarii>. (erişim tarihi: 29.12.2014).
- TCMB, “İhale Yöntemi ile Satılan Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri”.  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/piyasa+verileri/ihale+yontemi+ile+satilan+hazine+bonolari+ve+devlet+tahvilleri?veri>.  
 (erişim tarihi: 29.12.2014a).
- “TEFE Genel Endeksi”. <http://www.verginet.net/dtt/1/TEFE-Genel-Endeksi.aspx>. (erişim tarihi: 15.11.2014).
- “TEFE Tutarları”. [http://www.malidanisman.com/Guncel\\_Tefe\\_Oranlari\\_Enflasyon.htm](http://www.malidanisman.com/Guncel_Tefe_Oranlari_Enflasyon.htm).  
 (erişim tarihi: 15.11.2014).
- Türk Ticaret Kanunu (TTK), “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu”.  
<http://hukuk.gtb.gov.tr/mevzuat/kanunlar>. (erişim tarihi: 05.04.2015).
- Uluslararası Değerleme Standartları 2, “Pazar Değeri Dışındaki Değerleme Esasları”.  
[http://www.bilgedenetim.com/makaleler/haber\\_oku.php?haber\\_id=4](http://www.bilgedenetim.com/makaleler/haber_oku.php?haber_id=4). (erişim tarihi: 29.12.2014).
- Uzmanpara Milliyet, (2015). “Satın Alma ve Birleşmelerde Bir İlk: 5 trilyon \$”.  
<http://uzmanpara.milliyet.com.tr/haber-detay/gundem2/satin-alma-ve-birlesmelerde-bir-ilk-5-trilyon-brsatin-alma-ve-birlesmelerde-bir-ilk-5-trilyon-/35000/35679/>. (erişim tarihi: 29.12.2015).

Winning, A., (2013). “M&A Financial Advisory Review”.

[http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2013\\_Global\\_MandA\\_Financial\\_Advisory\\_Review.pdf](http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2013_Global_MandA_Financial_Advisory_Review.pdf). (erişim tarihi: 30.10.2014).

Yapı Kredi, “Yapı Kredi Hakkında”. <http://www.yapikredi.com.tr/yatirimci-iliskileri/yapikredi-hakkinda/>. (erişim tarihi: 28.01.2015).

Yavaş A., (2013). “TMS/TFRS’de Şirket Birleşmesi ve Bölünmesi - Temel Kavramlar”. <http://admin.abdullahyavas.com/dosyalar/TFRSBirlesmeBolunmeKavramlar.pdf>. (erişim tarihi: 28.04.2015).



## EKLER

### EK 1- YILSONU İTİBARI İLE BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI (2007-2013)

<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	2.825.605	3.235.349	2.656.431	3.586.192	2.990.480	2.519.521	3.039.441
Hazır Değerler	120.425	35.536	136.978	174.204	806.478	495.592	295.550
Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	723.163	929.050	540.002	895.192	904.784	900.267	1.407.534
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	419.701	540.540	360.060	365.668	24.712	48.304	103.677
Stoklar	1.421.542	1.368.114	1.444.094	2.053.739	644.787	672.812	947.301
Diğer Dönen Varlıklar	140.774	362.109	175.297	97.389	609.719	402.546	285.380
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	24.231.981	27.932.956	28.002.315	32.816.694	35.791.746	37.440.153	38.466.235
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	1.069.105	2.279.105	1.529.105	1.529.105	2.159.105	2.199.105	2.269.105
Maddi Duran Varlıklar	22.883.523	25.374.680	26.194.039	27.650.119	29.995.171	35.196.305	36.099.648
Araziler ve Arsalar	3.598.137	4.073.137	4.236.505	4.115.504	3.640.504	6.998.803	6.998.803
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	10.456.129	10.827.787	14.896.677	17.057.805	19.788.941	21.081.813	22.331.771
Makine-Tesis ve Cihazlar	3.502.631	3.511.105	4.096.383	4.135.250	4.331.830	5.083.177	5.172.248
Diğer Maddi Duran Varlıklar	3.940.630	4.269.190	5.557.773	5.513.658	5.720.690	5.669.997	6.058.093
Birikmiş Amortismanlar (-)	-2.131.403	-2.131.403	-2.969.686	-3.661.561	-3.846.180	-3.996.871	-4.820.653
Yapılmakta Olan Yatırımlar	3.517.399	4.824.864	376.387	489.463	359.387	359.387	359.387
Verilen Siparis Avansları	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	279.171	279.171	279.171	3.637.470	3.637.470	0	76.559
Diğer Duran Varlıklar	182	0	0	0	0	44.742	20.922
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	27.057.586	31.168.305	30.658.746	36.402.886	38.782.226	39.959.674	41.505.676

**EK 1- YILSONU İTİBARI İLE BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI (2007-2013) - DEVAMI**

<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	8.304.952	8.269.437	6.810.755	10.234.800	3.113.756	1.755.162	1.978.645
Finansal Borçlar	5.698.120	5.414.067	5.000.789	4.236.589	134.567	138.764	630.183
Ticari Borçlar	2.154.959	2.447.086	995.625	532.571	547.980	673.106	854.793
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	299.909	239.022	809.452	5.461.170	2.426.753	940.031	480.229
Alınan Sipariş Avansları	151.964	169.262	4.889	4.470	4.456	3.261	13.440
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	5.480.266	7.928.394	7.161.327	7.769.711	12.219.000	12.008.817	11.234.085
Finansal Borçlar	5.480.266	7.928.394	7.161.327	7.769.711	12.219.000	12.008.817	11.234.085
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0
<b>ÖZSERMAYE</b>	13.272.368	14.970.474	16.686.664	18.398.374	23.449.470	26.195.695	28.292.946
Sermaye	10.250.388	10.250.388	10.250.388	10.250.388	13.500.000	13.500.000	13.500.000
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0	0	0	0	0	0
Emisyon Primi	0	0	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	0	0	0	0	0	0	0
İştiraklerde Y.D.D.A.	0	0	0	0	0	0	0
Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0
Yedekler	845.357	845.357	845.357	845.357	845.357	845.357	845.357
Net Dönem Kârı	1.732.770	1.698.106	1.716.190	1.711.709	1.801.485	2.746.225	2.097.251
Dönem Zararı (-)	0	0	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	443.853	2.176.623	3.874.729	5.590.919	7.302.629	9.104.114	11.850.338
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>27.057.586</b>	<b>31.168.305</b>	<b>30.658.746</b>	<b>36.402.885</b>	<b>38.782.226</b>	<b>39.959.674</b>	<b>41.505.676</b>

**EK 1- YILSONU İTİBARI İLE BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI (2007-2013) - DEVAMI**

<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Brüt Satışlar	8.398.698	10.266.852	8.676.853	9.385.157	12.069.009	11.655.617	13.088.279
Yurtiçi Satışlar	8.398.698	10.266.852	8.676.853	9.385.157	12.028.358	11.655.617	13.088.279
Yurtdışı Satışlar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Satışlar	0	0	0	0	40.650	0	0
Satışlardan İndirimler (-)	-32.111	-34.235	-22.948	-14.987	-14.523	-8.894	-3.546
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>8.366.587</b>	<b>10.232.617</b>	<b>8.653.905</b>	<b>9.370.170</b>	<b>12.054.486</b>	<b>11.646.723</b>	<b>13.084.733</b>
Satışların Maliyeti (-)	-5.154.368	-6.023.236	-4.405.472	-5.082.385	-5.274.030	-6.250.690	-6.591.402
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)</b>	<b>3.212.219</b>	<b>4.209.381</b>	<b>4.248.433</b>	<b>4.287.785</b>	<b>6.780.456</b>	<b>5.396.033</b>	<b>6.493.332</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-1.268.287	-1.681.371	-1.073.900	-1.672.306	-1.552.567	-1.981.588	-1.791.561
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>1.943.932</b>	<b>2.528.010</b>	<b>3.174.533</b>	<b>2.615.479</b>	<b>5.227.889</b>	<b>3.414.445</b>	<b>4.701.771</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar	668.512	435.750	437.971	1.033.664	865.537	1.097.955	852.316
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-85.009	-36.929	-33.928	-30.905	-470.374	-175.733	-160.577
Finansman Giderleri (-)	-477.222	-963.911	-1.468.961	-1.548.942	-3.417.660	-1.138.518	-3.149.188
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-477.222	-963.911	-1.468.961	-1.548.942		-29.925	-34.915
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	0	0	-3.417.660	-1.108.593	-3.114.273
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>2.050.213</b>	<b>1.962.920</b>	<b>2.109.615</b>	<b>2.069.296</b>	<b>2.205.392</b>	<b>3.198.149</b>	<b>2.244.322</b>
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	115.917	254.777	226.784	103.812	51.903	234.952	377.406
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	-168	-95.064	-191.161	-33.471	-5.438	-320	-164
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>2.165.962</b>	<b>2.122.633</b>	<b>2.145.238</b>	<b>2.139.637</b>	<b>2.251.856</b>	<b>3.432.781</b>	<b>2.621.564</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	433.192	424.527	429.048	427.927	450.371	686.556	524.313
<b>NET DÖNEM KARI</b>	<b>1.732.770</b>	<b>1.698.106</b>	<b>1.716.190</b>	<b>1.711.709</b>	<b>1.801.485</b>	<b>2.746.225</b>	<b>2.097.251</b>

**EK 2- BİLANÇO VE GELİR TABLOLARININ ENFLASYON KATSAYILARINA GÖRE DÜZELTİLMESİ (2007-2013)**

<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	4.376.862	4.633.020	3.591.495	4.454.050	3.277.566	2.695.888	3.039.441
Hazır Değerler	186.538	50.888	185.194	216.361	883.900	530.283	295.550
Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.120.179	1.330.400	730.083	1.111.828	991.643	963.286	1.407.534
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	650.117	774.053	486.801	454.160	27.084	51.685	103.677
Stoklar	2.201.969	1.959.139	1.952.415	2.550.744	706.686	719.909	947.301
Diğer Dönen Varlıklar	218.059	518.540	237.002	120.957	668.252	430.724	285.380
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	37.535.339	39.999.993	37.859.130	40.758.334	39.227.754	40.060.963	38.466.235
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	1.656.044	3.263.678	2.067.350	1.899.149	2.366.379	2.353.043	2.269.105
Maddi Duran Varlıklar	35.446.577	36.336.542	35.414.341	34.341.448	32.874.708	37.660.047	36.099.648
Araziler ve Arsalar	5.573.514	5.832.732	5.727.755	5.111.456	3.989.992	7.488.719	6.998.803
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	16.196.544	15.505.391	20.140.307	21.185.794	21.688.679	22.557.540	22.331.771
Makine-Tesis ve Cihazlar	5.425.575	5.027.902	5.538.310	5.135.981	4.747.686	5.438.999	5.172.248
Diğer Maddi Duran Varlıklar	6.104.036	6.113.480	7.514.109	6.847.963	6.269.876	6.066.896	6.058.093
Birikmiş Amortismanlar (-)	-3.301.543	-3.052.169	-4.015.015	-4.547.659	-4.215.413	-4.276.652	-4.820.653
Yapılmakta Olan Yatırımlar	5.448.451	6.909.205	508.875	607.913	393.888	384.544	359.387
Verilen Siparis Avansları	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	432.436	399.773	377.439	4.517.737	3.986.667	0	76.559
Diğer Duran Varlıklar	282	0	0	0	0	47.874	20.922
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	41.912.201	44.633.013	41.450.625	45.212.384	42.505.320	42.756.851	41.505.676



**EK 2- BİLANÇO VE GELİR TABLOLARININ ENFLASYON KATSAYILARINA GÖRE DÜZELTİLMESİ (2007-2013) - DEVAMI**

<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	12.864.371	11.841.834	9.208.141	12.711.622	3.412.676	1.878.023	1.978.645
Finansal Borçlar	8.826.388	7.752.944	6.761.067	5.261.843	147.485	148.478	630.183
Ticari Borçlar	3.338.031	3.504.227	1.346.085	661.454	600.586	720.223	854.793
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	464.559	342.280	1.094.379	6.782.774	2.659.722	1.005.833	480.229
Alınan Sipariş Avansları	235.392	242.383	6.610	5.552	4.883	3.489	13.440
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	8.488.932	11.353.460	9.682.114	9.649.981	13.392.024	12.849.434	11.234.085
Finansal Borçlar	8.488.932	11.353.460	9.682.114	9.649.981	13.392.024	12.849.434	11.234.085
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0
<b>ÖZSERMAYE</b>	20.558.897	21.437.719	22.560.370	22.850.781	25.700.620	28.029.394	28.292.946
Sermaye	15.877.851	14.678.556	13.858.525	12.730.982	14.796.000	14.445.000	13.500.000
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0	0	0	0	0	0
Emisyon Primi	0	0	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	0	0	0	0	0	0	0
İştiraklerde Y.D.D.A.	0	0	0	0	0	0	0
Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0
Yedekler	1.309.458	1.210.551	1.142.923	1.049.933	926.511	904.532	845.357
Net Dönem Kârı	2.684.060	2.431.688	2.320.289	2.125.943	1.974.427	2.938.461	2.097.251
Dönem Zararı (-)	-1.295.571	-1.197.713	-1.130.802	-1.038.799	-916.686	-894.939	-836.392
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	1.983.100	4.314.637	6.369.436	7.982.721	8.920.367	10.636.341	12.686.730
<b>PASİF TOPLAMI</b>	41.912.200	44.633.013	41.450.625	45.212.384	42.505.320	42.756.851	41.505.676

**EK 2- BİLANÇO VE GELİR TABLOLARININ ENFLASYON KATSAYILARINA GÖRE DÜZELTİLMESİ (2007-2013) - DEVAMI**

<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Brüt Satışlar	13.009.583	14.702.132	11.731.105	11.656.365	13.227.634	12.471.511	13.088.279
Yurtiçi Satışlar	13.009.583	14.702.132	11.731.105	11.656.365	13.183.081	12.471.511	13.088.279
Yurtdışı Satışlar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Satışlar	0	0	0	0	44.553	0	0
Satışlardan İndirimler (-)	-49.740	-49.025	-31.026	-18.613	-15.917	-9.516	-3.546
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>12.959.843</b>	<b>14.653.108</b>	<b>11.700.080</b>	<b>11.637.751</b>	<b>13.211.717</b>	<b>12.461.994</b>	<b>13.084.733</b>
Satışların Maliyeti (-)	-7.984.116	-8.625.274	-5.956.198	-6.312.322	-5.780.337	-6.688.239	-6.591.402
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)</b>	<b>4.975.727</b>	<b>6.027.834</b>	<b>5.743.881</b>	<b>5.325.430</b>	<b>7.431.380</b>	<b>5.773.756</b>	<b>6.493.332</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-1.964.577	-2.407.723	-1.451.913	-2.077.005	-1.701.613	-2.120.299	-1.791.561
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>3.011.151</b>	<b>3.620.110</b>	<b>4.291.969</b>	<b>3.248.425</b>	<b>5.729.767</b>	<b>3.653.457</b>	<b>4.701.771</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar	1.035.525	623.994	592.137	1.283.810	948.628	1.174.812	852.316
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-131.679	-52.882	-45.871	-38.385	-515.530	-188.035	-160.577
Finansman Giderleri (-)	-739.217	-1.380.321	-1.986.035	-1.923.786	-3.745.756	-1.218.215	-3.149.188
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-739.217	-1.380.321	-1.986.035	-1.923.786	0	-32.020	-34.915
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	0	0	-3.745.756	-1.186.195	-3.114.273
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>3.175.780</b>	<b>2.810.901</b>	<b>2.852.199</b>	<b>2.570.065</b>	<b>2.417.109</b>	<b>3.422.019</b>	<b>2.244.322</b>
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	179.555	364.841	306.612	128.935	56.885	251.399	377.406
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	-260	-136.132	-258.450	-41.571	-5.960	-343	-164
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>3.355.075</b>	<b>3.039.610</b>	<b>2.900.362</b>	<b>2.657.429</b>	<b>2.468.034</b>	<b>3.673.076</b>	<b>2.621.564</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	671.015	607.922	580.072	531.486	493.607	734.615	524.313
<b>NET DÖNEM KARI</b>	<b>2.684.060</b>	<b>2.431.688</b>	<b>2.320.289</b>	<b>2.125.943</b>	<b>1.974.427</b>	<b>2.938.461</b>	<b>2.097.251</b>

**EK 3- BİLANÇO VE GELİR TABLOLARININ USD (\$) OLARAK HAZIRLANMASI (2007-2013)**

<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	2.050.725	2.170.744	1.682.751	2.086.890	1.535.663	1.263.125	1.424.093
Hazır Değerler	87.400	23.843	86.770	101.373	414.141	248.458	138.476
Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	524.846	623.342	342.071	520.933	464.622	451.336	659.483
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	304.604	362.673	228.085	212.791	12.690	24.216	48.576
Stoklar	1.031.705	917.931	914.780	1.195.120	331.109	337.305	443.846
Diğer Dönen Varlıklar	102.169	242.956	111.044	56.673	313.101	201.811	133.711
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	17.586.721	18.741.504	17.738.429	19.096.816	18.379.681	18.770.071	18.022.881
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	775.919	1.529.156	968.631	889.823	1.108.738	1.102.489	1.063.161
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>	16.608.058	17.025.039	16.592.954	16.090.263	15.403.040	17.645.151	16.914.046
Araziler ve Arsalar	2.611.401	2.732.855	2.683.669	2.394.910	1.869.462	3.508.747	3.279.203
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düzenleri	7.588.691	7.264.860	9.436.493	9.926.343	10.161.964	10.569.058	10.463.276
Makine-Tesis ve Cihazlar	2.542.087	2.355.762	2.594.907	2.406.400	2.224.470	2.548.376	2.423.393
Diğer Maddi Duran Varlıklar	2.859.971	2.864.396	3.520.643	3.208.529	2.937.673	2.842.570	2.838.445
Birikmiş Amortismanlar (-)	-1.546.897	-1.430.056	-1.881.186	-2.130.749	-1.975.080	-2.003.773	-2.258.658
Yapılmakta Olan Yatırımlar	2.552.805	3.237.223	238.427	284.830	184.551	180.173	168.386
Verilen Siparis Avansları	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	202.613	187.309	176.844	2.116.730	1.867.904	0	35.871
Diğer Duran Varlıklar	132	0	0	0	0	22.431	9.803
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	19.637.446	20.912.249	19.421.180	21.183.706	19.915.345	20.033.196	19.446.974

**EK 3- BİLANÇO VE GELİR TABLOLARININ USD (\$) OLARAK HAZIRLANMASI (2007-2013) - DEVAMI**

<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	6.027.443	5.548.345	4.314.361	5.955.874	1.598.968	879.925	927.070
Finansal Borçlar	4.135.495	3.632.546	3.167.815	2.465.372	69.102	69.567	295.265
Ticari Borçlar	1.563.994	1.641.863	630.692	309.916	281.397	337.452	400.503
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	217.663	160.371	512.758	3.177.985	1.246.180	471.271	225.005
Alınan Sipariş Avansları	110.290	113.566	3.097	2.601	2.288	1.635	6.297
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	3.977.385	5.319.524	4.536.435	4.521.380	6.274.668	6.020.444	5.263.592
Finansal Borçlar	3.977.385	5.319.524	4.536.435	4.521.380	6.274.668	6.020.444	5.263.592
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0	0	0
<b>ÖZSERMAYE</b>	9.632.618	10.044.379	10.570.384	10.706.452	12.041.709	13.132.828	13.256.312
Sermaye	7.439.372	6.877.457	6.493.241	5.964.945	6.932.484	6.768.027	6.325.259
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0	0	0	0	0	0
Emisyon Primi	0	0	0	0	0	0	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	0	0	0	0	0	0	0
İştiraklerde Y.D.D.A.	0	0	0	0	0	0	0
Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0	0	0	0	0	0
Yedekler	613.530	567.189	535.502	491.933	434.105	423.807	396.082
Net Dönem Kârı	1.257.583	1.139.338	1.087.143	996.084	925.094	1.376.780	982.641
Dönem Zararı (-)	-607.024	-561.174	-529.823	-486.716	-429.502	-419.313	-391.881
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	929.157	2.021.570	2.984.321	3.740.206	4.179.528	4.983.527	5.944.211
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>19.637.446</b>	<b>20.912.249</b>	<b>19.421.180</b>	<b>21.183.706</b>	<b>19.915.345</b>	<b>20.033.197</b>	<b>19.446.974</b>

**EK 3- BİLANÇO VE GELİR TABLOLARININ USD (\$) OLARAK HAZIRLANMASI (2007-2013) - DEVAMI**

<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Brüt Satışlar	6.095.480	6.888.503	5.496.465	5.461.446	6.197.645	5.843.373	6.132.352
Yurtiçi Satışlar	6.095.480	6.888.503	5.496.465	5.461.446	6.176.770	5.843.373	6.132.352
Yurtdışı Satışlar	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Satışlar	0	0	0	0	20.875	0	0
Satışlardan İndirimler (-)	-23.305	-22.970	-14.537	-8.721	-7.458	-4.459	-1.661
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>6.072.175</b>	<b>6.865.533</b>	<b>5.481.928</b>	<b>5.452.725</b>	<b>6.190.187</b>	<b>5.838.914</b>	<b>6.130.691</b>
Satışların Maliyeti (-)	-3.740.859	-4.041.266	-2.790.703	-2.957.561	-2.708.306	-3.133.692	-3.088.320
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)</b>	<b>2.331.316</b>	<b>2.824.267</b>	<b>2.691.225</b>	<b>2.495.164</b>	<b>3.481.882</b>	<b>2.705.222</b>	<b>3.042.371</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-920.478	-1.128.109	-680.276	-973.155	-797.270	-993.440	-839.414
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>1.410.838</b>	<b>1.696.158</b>	<b>2.010.949</b>	<b>1.522.010</b>	<b>2.684.612</b>	<b>1.711.782</b>	<b>2.202.957</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar	485.183	292.365	277.438	601.514	444.468	550.444	399.342
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-61.697	-24.777	-21.492	-17.985	-241.545	-88.101	-75.237
Finansman Giderleri (-)	-346.351	-646.732	-930.532	-901.366	-1.755.028	-570.779	-1.475.513
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-346.351	-646.732	-930.532	-901.366	0	-15.003	-16.359
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	0	0	-1.755.028	-555.777	-1.459.154
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>1.487.973</b>	<b>1.317.013</b>	<b>1.336.363</b>	<b>1.204.172</b>	<b>1.132.507</b>	<b>1.603.345</b>	<b>1.051.549</b>
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	84.128	170.942	143.659	60.411	26.653	117.790	176.829
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	-122	-63.783	-121.093	-19.478	-2.793	-161	-77
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>1.571.979</b>	<b>1.424.172</b>	<b>1.358.929</b>	<b>1.245.106</b>	<b>1.156.367</b>	<b>1.720.974</b>	<b>1.228.301</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	314.396	284.834	271.786	249.021	231.273	344.195	245.660
<b>NET DÖNEM KARI</b>	<b>1.257.583</b>	<b>1.139.338</b>	<b>1.087.143</b>	<b>996.084</b>	<b>925.094</b>	<b>1.376.780</b>	<b>982.641</b>

**EK 4- GEÇMİŞ YILLAR NET FAALİYET KARI (\$) (2007-2013)**

<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Net Satışlar	6.072.175	6.865.533	5.481.928	5.452.725	6.190.187	5.838.914	6.130.691
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-2.197.688	-2.472.583	-1.220.401	-1.408.775	-1.231.166	-1.463.533	-1.458.640
Faaliyet Giderleri	-920.478	-1.128.109	-680.276	-973.155	-797.270	-993.440	-839.414
Amortisman Giderleri	-1.543.171	-1.568.683	-1.570.302	-1.548.786	-1.477.140	-1.670.159	-1.629.680
Faaliyet Kârı	1.410.838	1.696.158	2.010.949	1.522.010	2.684.612	1.711.782	2.202.957
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	-265.805	-408.863	-500.369	-353.970	-689.969	-351.312	-622.320
Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)	1.145.033	1.287.295	1.510.580	1.168.040	1.994.642	1.360.470	1.580.637

**EK 5- GEÇMİŞ YILLAR FAALİYETLER İÇİN YATIRILAN SERMAYE (\$) (2007-2013)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	2.050.725	2.170.744	1.682.751	2.086.890	1.535.663	1.263.125	1.424.093
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	1.891.947	1.915.799	1.146.546	3.490.502	1.529.865	810.357	631.805
Net İşletme Sermayesi	158.778	254.945	536.204	-1.403.612	5.798	452.768	792.288
Net Maddi Duran Varlıklar	16.608.058	17.025.039	16.592.954	16.090.263	15.403.040	17.645.151	16.914.046
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	132	0	0	0	0	22.431	9.803
<b>Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>	<b>16.766.967</b>	<b>17.279.985</b>	<b>17.129.158</b>	<b>14.686.651</b>	<b>15.408.838</b>	<b>18.120.350</b>	<b>17.716.137</b>
Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	202.613	187.309	176.844	2.116.730	1.867.904	0	35.871
Finansal Duran Varlıklar	775.919	1.529.156	968.631	889.823	1.108.738	1.102.489	1.063.161
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>17.745.499</b>	<b>18.996.450</b>	<b>18.274.634</b>	<b>17.693.204</b>	<b>18.385.479</b>	<b>19.222.839</b>	<b>18.815.169</b>
Ödenmiş Sermaye	7.439.372	6.877.457	6.493.241	5.964.945	6.932.484	6.768.027	6.325.259
Diğer Özkaynaklar	2.193.247	3.166.923	4.077.143	4.741.507	5.109.225	6.364.801	6.931.053
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>9.632.618</b>	<b>10.044.379</b>	<b>10.570.384</b>	<b>10.706.452</b>	<b>12.041.709</b>	<b>13.132.828</b>	<b>13.256.312</b>
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	8.112.880	8.952.071	7.704.250	6.986.752	6.343.770	6.090.012	5.558.857
<b>Toplam Finansman Kaynakları</b>	<b>17.745.498</b>	<b>18.996.450</b>	<b>18.274.634</b>	<b>17.693.204</b>	<b>18.385.479</b>	<b>19.222.839</b>	<b>18.815.169</b>

**EK 6- İŞLETMELERİN BETA KATSAYILARI VE SEKTÖRÜN ORTALAMA BETA KATSAYISI**

Yıllar	AYCES	FVORI	MAALT	MARTI	METUR	NTTUR	PKENT	TEKTU
2007-1	0,646	0,861	0,656	1,084	0,908	1,026	0,542	0,642
2007-2	0,707	0,934	0,673	1,144	0,944	1,095	0,547	0,715
2007-3	0,715	0,846	0,648	1,1	0,886	1,072	0,477	0,795
2007-4	0,667	0,843	0,65	1,009	0,824	1,037	0,493	0,863
2008-1	0,668	0,956	0,799	1,03	0,853	1,112	0,613	0,982
2008-2	0,663	0,938	0,813	0,996	0,84	1,109	0,627	1,035
2008-3	0,574	0,935	0,776	0,872	0,719	1,097	0,6	0,97
2008-4	0,603	0,905	0,841	0,822	0,729	0,934	0,583	0,946
2009-1	0,601	0,864	0,867	0,8	0,711	0,885	0,562	0,923
2009-2	0,609	0,843	0,88	0,766	0,712	0,836	0,557	0,9
2009-3	0,565	0,799	0,862	0,734	0,69	0,799	0,545	0,856
2009-4	0,528	0,779	0,879	0,725	0,705	0,791	0,575	0,794
2010-1	0,568	0,814	0,94	0,748	0,725	0,799	0,638	0,823
2010-2	0,532	0,774	0,894	0,738	0,748	0,719	0,658	0,808
2010-3	0,513	0,791	0,892	0,741	0,757	0,684	0,631	0,817
2010-4	0,481	0,7	0,858	0,74	0,789	0,601	0,611	0,824
2011-1	0,334	0,623	0,835	0,743	0,8	0,61	0,673	0,807
2011-2	0,382	0,695	0,823	0,788	0,813	0,576	0,73	0,826
2011-3	0,521	0,863	1,006	0,895	0,951	0,678	0,853	1,031
2011-4	0,539	0,902	1,075	0,953	0,99	0,731	0,927	1,083
2012-1	0,609	0,938	1,09	0,947	0,975	0,742	0,905	1,095
2012-2	0,56	0,875	0,987	0,922	0,978	0,738	0,791	1,076
2012-3	0,626	0,789	0,903	0,847	0,883	0,729	0,639	1,014
2012-4	0,669	0,774	0,889	0,857	0,869	0,743	0,615	1,037
2013-1	0,716	0,812	0,959	0,893	0,843	0,779	0,671	1,025
2013-2	0,752	0,878	0,982	0,988	0,802	0,768	0,59	0,949
2013-3	0,761	0,836	0,985	0,918	0,816	0,718	0,516	0,895
2013-4	0,701	0,758	0,899	0,911	0,716	0,631	0,436	0,791
2014-1	0,781	0,602	0,901	0,853	0,687	0,552	0,381	0,767
Ortalama	0,606586	0,8250689	0,87111	0,88152	0,81597	0,81348	0,620207	0,89962
<b>Sektör Ortalaması</b>								<b>0,792</b>



**EK 7- TEK-ART İŞLETMESİNİN ÇEYREK DÖNEM BETA KATSAYISI  
HESAPLAMA ÖRNEĞİ**

Tek-Art (2007-1.Çeyrek)						
Gözlem Sayısı (562)	Tarih	IMKB 100	X (I1795-I1796) / I1796	Kapanış	Y (K1795-K1796) / K1796	$\beta$
1795	30.03.2007	43.661	-0,00011	1,9	0,079545455	0,642
1796	29.03.2007	43.666	0,013603	1,76	0,005714286	
1797	28.03.2007	43.080	-0,00039	1,75	0,086956522	
1798	27.03.2007	43.097	-0,00386	1,61	0,052287582	
1799	26.03.2007	43.264	-0,00334	1,53	0	
1800	23.03.2007	43.409	0,003908	1,53	-0,012903226	
1801	22.03.2007	43.240	0,019355	1,55	-0,006410256	
1802	21.03.2007	42.419	0,014372	1,56	0,012987013	
1803	20.03.2007	41.818	-0,00248	1,54	-0,01910828	
1804	19.03.2007	41.922	0,002439	1,57	-0,030864198	
1805	16.03.2007	41.820	0,015172	1,62	0	
-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	
-	-	-	-	-	-	
2348	14.01.2005	26.363	-0,00491	4,04	-0,014634146	
2349	13.01.2005	26.493	0,00845	4,1	0	
2350	12.01.2005	26.271	0,006166	4,1	-0,009661836	
2351	11.01.2005	26.110	0,019723	4,14	0,014705882	
2352	10.01.2005	25.605	0,011735	4,08	0,02	
2353	07.01.2005	25.308	0,030372	4	0,005025126	
2354	06.01.2005	24.562	0,005691	3,98	0	
2355	05.01.2005	24.423	-0,02472	3,98	0,025773196	
2356	04.01.2005	25.042	-0,01584	3,88	0	
2357	03.01.2005	25.445	0,018941	3,88	0,010416667	

## Ö Z G E Ç M İ Ş

**Adı ve SOYADI** : Esin YELGEN

**Doğum Tarihi ve Yeri** : 18.11.1982 - Denizli

### **Eğitim Durumu**

**Mezun Olduğu Lise** : Denizli Lisesi, 1999

**Lisans Diploması** : Gazi Üniversitesi, Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Eğitimi, Konaklama İşletmeciliği Öğretmenliği Bölümü, Ankara, 2005.

**Yüksek Lisans Diploması:** Akdeniz Üniversitesi, Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı, Antalya, 2010.

**Tez Konusu** : Konaklama İşletmelerinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Uygulamaları: Alanya'da Bir Araştırma

**Yabancı Dil** : İngilizce

### **Bilimsel Faaliyetler**

#### **Sertifikalar:**

Şirket Değerleme, Deloitte Academy, 2013.

Diploma of English Programı, EmbassyCES-British Council, 2007.

Marketing, Advertising, Public Relations and English Language, M.L.S International College-British Council, 2007.

#### **Hakemli Dergilerde Yayınlanan Makaleler:**

Tetik, N. ve Yelgen, E. (2015). "Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının (UFRS) Muhasebe Kültürüne Etkisi Üzerine Otel İşletmelerinde Bir Araştırma". *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 8(3): 201-228.

Uyar, S. ve Yelgen, E. (2015). "The Use Of Linear Programming In Audit Task Planning". *Journal Of Accounting, Finance And Auditing Studies*, 1: 154-172.

Uyar, S. ve Yelgen, E. (2014). "Real Estate Investment Trusts In Accommodation Establishments: A Research In Alanya". *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1: 87-103.

Uyar, S. ve Yelgen, E. (2015). "Bilgi İfşası (Whistleblowing) ve Denetim". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 13: ss.85-106.

Uyar, S. ve Yelgen, E. (2012). "Turizm Sektörünün Muhasebe Eğitiminden Beklentileri". *Trakya Üniversitesi*, 14: 327-348.

Üngüren, E., Doğan, H. ve Yelgen, E. (2010). "Alanya Turist Profiline Yönelik Bir Araştırma". *Süleyman Demirel İİBF Dergisi*, 15: 79-100.

#### **Hakemli Kongre/Sempozyum Bildiri Kitaplarında Yer Alan Yayınlar:**

Yelgen, E. ve Tetik, G. N. (2014). "The Development Of Accounting in Turkey and Analysis of The Accounting Culture in terms of International Accounting and Financial Reporting Standards (IFRS)". *12th International Academic Conference*, 1-4 Eylül 2014, Prag, ÇEK CUM., 1396-1408.

#### **Diğer Yayınlar/Ansiklopedide Yazılan Konular:**

Aktaş, A. R., Üngüren, E., Yelgen, E., Şentürk, F. K. ve Özyurt, M. P. (2011). *Alanya Ekonomik Rapor 2010*. Alanya Ticaret Odası, Alanya.

#### **Katıldığı Bilimsel Kongre/Sempozyum ve Bilimsel Toplantılar:**

34. Türkiye Muhasebe Eğitimi Sempozyumu, Antalya, Mayıs 2015.

Prague 12th International Academic Conference, Prague, Eylül 2014.

VII. Araştırma Yöntemleri Semineri, Antalya, Ocak 2009.

International Tourism Conference 2008, Alanya, Kasım 2008.

#### **Etkinlik Organizasyonu:**

IV. Ulusal Kurumsal Yönetim, Yolsuzluk, Etik ve Sosyal Sorumluluk Konferansı, Düzenleme Kurulu Üyesi, Antalya, TÜRKİYE, Nisan 2012.

#### **İş Deneyimi**

**Çalıştığı Kurumlar:** Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Turizm İşletmeciliği ve Otelcilik Ana Bilim Dalı, 2009-2016.

**E-Posta** : [esinyelgen@akdeniz.edu.tr](mailto:esinyelgen@akdeniz.edu.tr)