

T.C.  
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
MUHASEBE PROGRAMI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**FİRMADA DEĞER YARATAN UNSURLAR VE  
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE  
FİRMA DEĞERLEMESİ UYGULAMASI**

Çağatay SERBEST

Danışman  
Prof. Dr. Nergis TEK

2007

## Yemin Metni

Tezli Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “**Firmada Değer Yaratın Unsurlar Ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Firma Değerlemesi Uygulaması**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Çağatay SERBEST

## YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

### Öğrencinin

Adı ve Soyadı

: ÇAĞATAY SERBEST

Anabilim Dalı

: İŞLETME

Programı

: MUHASEBE

Tez Konusu

: FİRMADA DEĞER YARATAN UNSURLAR VE  
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ İLE  
FİRMA DEĞERLEMESİ UYGULAMASI

Sınav Tarihi ve Saati

:

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün ..... tarih ve ..... Sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliğinin 18.maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini ..... dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI

OY BİRLİĞİ ile

DÜZELTME

OY ÇOKLUĞU

RED edilmesine

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır.

Öğrenci sınava gelmemiştir.

\* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.

\*\* Bu halde adayın kaydı silinir.

\*\*\* Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.

Evet

Tez mevcut hali ile basılabilir.

Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.

Tezin basımı gerekliliği yoktur.

JÜRİ ÜYELERİ

İMZA

.....

Başarılı

Düzeltme

Red

.....

.....

Başarılı

Düzeltme

Red

.....

.....

Başarılı

Düzeltme

Red

.....

## ÖZET

Tezli Yüksek Lisans

Firmada Değer Yaratın Unsurlar Ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Firma Değerlemesi Uygulaması

Çağatay SERBEST

Dokuz Eylül Üniversitesi  
Sosyal Bilimleri Enstitüsü  
İşletme Anabilim Dalı  
Muhasebe Programı

**Firmaların varlığı ve yarattıkları değerler, ekonomik hayatın oluşumu ve gelişiminde en önemli rolü oynayan etkenlerdir. Kamu veya özel sektörde faaliyet gösteren firmaların değerlerinin belirlenmesi bir anlamda ekonominin gidişatı için de bir gösterge sayılmaktadır.**

**Bir firmanın varlıklarının değerlendirilmesi işlemi, söz konusu firmanın hisse senetlerinin piyasa değerleri konusunda yapılan bir dizi tahminden ibarettir. Değerleme işlemleri sonucunda bulunan değerler subjektif içerikleri nedeniyle farklı sonuçlar ortaya koyabilirler. Değerleme çalışmalarında değerleyicinin amacı, sahip olduğu bilgi birikimi, çalışmayı derinden etkilemekte olup, farklı yöntemlerin farklı kişilerce yapılması durumunda firma değerinin farklı belirlenmesi mümkün olabilmektedir.**

**Önemli olan, mevcut durumun en başından en sonuna kadar titizlikle yürütülecek firma içi ve firma dışı çalışmalarla ve uygulanacak temel ilkeler ve yöntemlerle en başarılı sonuca ulaşmaktır. Bunun için de yapılması gereken; bir firma kültürü oluşturmak ve bu yolda ilerlemektir.**

**Günümüzde önemini hızla hissettiğimiz entelektüel sermaye, ekonomik katma değer ve şirket birleşmeleri konularının firma değeri yaratması ve bunun ölçümünü kolaylaştırması noktası göz ardı edilmeyecek kadar açıktır. Konu başından ciddi ve ayrıntılı bir biçimde ele alınarak sonuca ulaştırılmalıdır.**

**Anahtar Kelimeler:** 1) Değer, 2) Ekonomik Katma Değer, 3) Şirket Evlilikleri, 4) Entelektüel Sermaye, 5) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

## **ABSTRACT**

Master Thesis

Factors Of Creating Value In Firm And An Application Of Firm Valuation With  
Discounted Cash Flows Method

Çağatay SERBEST

Dokuz Eylul University  
Institute Of Social Sciences  
Department of Accounting

**Presence of firms and the values that they create are the important factors for economic life to be formed and improved. Realizing the importance of the firms that are performing in private and public sector indicates the way that economy goes on.**

**By estimating the values of shares of firms this target may be achieved. Because of the subjective contents of the values different results may received. The purpose, knowledge background affects the estimated values so if the study is applied by different people and different methods the value may be determined differently.**

**Analyzing the existing condition with methods that are applied within the firms and out also is the most important objective. For achieving this point a firm culture must be created and firms should improve this comprehension.**

**It is obvious that Intellectual Capital, Economic Value Added and Mergers are critical points for creating value and study should be handled with every detail.**

**Key Worlds: 1) Value, 2)Ekonomic Value Added, 3) Mergers,  
4) Intellectual Capital, 5) Discounted Cash Flows Method**

YEMİN METNİ	ii
TUTANAK	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLO LİSTESİ	xii
ŞEKİL LİSTESİ	xiii
KISALTMALAR	xiv
GİRİŞ	xv

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **DEĞERLEME VE FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI**

1.1	Firma Amacı ve Firma Değeri .....	1
1.2	Başlıca Değer Kavramları .....	3
1.2.1	Nominal Değer .....	3
1.2.2	Defter Değeri.....	4
1.2.3	Piyasa Değeri.....	4
1.2.4	Tasfiye Değeri .....	5
1.2.5	İşleyen Teşebbüs Değeri .....	5
1.2.6	Gerçek Değer.....	6
1.2.7	Hurda Değeri .....	6
1.3	Değerleme Kavramı .....	6
1.4	Değerleme Hakkındaki Genellemeler .....	8
1.5	Değerlemeye İhtiyaç Duyulmasının Nedenleri.....	9
1.6	Değerlemeyi Etkileyen Faktörler .....	11
1.7	Risk ve Belirsizlik .....	12
1.7.1	Riskin Türleri .....	13
1.7.1.1	Sistemik Risk.....	13
1.7.1.1.1	Satın Alma Riski.....	13
1.7.1.1.2	Faiz Oranı Riski.....	13
1.7.1.1.3	Piyasa Riski .....	14
1.7.1.2	Sistemik Olmayan Risk .....	14
1.8	Firma Değeri ve Finansal Tablolar .....	15

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **SERMAYE YAPISI VE SERMAYE MALİYETİ**

2.1	Sermaye Yapısı Kararları.....	19
2.1.1	Optimal Sermaye Yapısı Teorileri .....	19
2.1.1.1	Net Gelir Yaklaşımı.....	20
2.1.1.2	Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	21
2.1.1.3	Geleneksel Yaklaşım.....	22
2.1.1.4	Modigliani – Miller Yaklaşımı .....	23
2.1.2	Sermaye Yapısının Genel Değerlendirmesi .....	24
2.2	Sermaye Maliyeti .....	25
2.2.1	Borç Maliyeti - Tahvil Maliyeti .....	26
2.2.2	Özsermaye Maliyeti .....	28
2.2.2.1	Özsermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli ile Hesaplanması .	28
2.2.2.2	Özsermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli İle Hesaplanması .....	30
2.2.2.2.1	Risksiz Getiri Oranının Belirlenmesi .....	32
2.2.2.2.2	Piyasa Risk Priminin Belirlenmesi .....	32
2.2.2.2.3	Beta Kavramı ve Özellikleri .....	32
2.2.3	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	35

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIM YÖNTEMİ**

3.1	İndirgenmiş Nakit Akımlarını Esas Alan Değerleme Yöntemleri .....	39
3.2	İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminde Değerleme Süreci.....	40
3.3	İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminin Girdileri.....	41
3.3.1	Nakit Akımları.....	43
3.3.1.1	Firma Değeri Modeline Göre Nakit Akımlarının Oluşumu ..	43
3.3.1.2	Özsermaye Değeri Modeline Göre Nakit Akımlarının Oluşumu .....	45
3.3.2	Sürdürülen Değer Ve Hesaplanması .....	46
3.4	İndirgenmiş Nakit Akım Analizindeki En Önemli Değişkenler .....	50

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **EKONOMİK KATMA DEĞER**

4.1	Değer Odaklı Yönetim .....	53
4.2	Ekonomik Katma Değer.....	56
4.2.1	Ekonomik Katma Değerin Özellikleri.....	56
4.3	Ekonomik Katma Değerin Uygulanma Süreci.....	59
4.4	Ekonomik Katma Değerin Hesaplanmasında Muhasebe Düzeltmeleri .....	61
4.4.1	Stok Değerleme Yöntemlerinin Düzeltilmesi .....	62
4.4.2	Vergi ve Yasal Yükümlülüklerin Düzeltilmesi .....	63
4.4.3	Peştamallık ve Şerefiye Değeri, Patent, Hakların Düzeltilmesi.....	63
4.4.4	Araştırma – Geliştirme Giderlerinin Düzeltilmesi .....	64
4.4.5	Finansman Giderlerinin Düzeltilmesi .....	64
4.4.6	Finansal Kiralama İşlemlerinin Düzeltilmesi.....	64
4.4.7	Amortismanların Düzeltilmesi .....	65
4.5	Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri .....	65
4.6	Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması .....	67
4.7	Ekonomik Katma Değer ve Firma Değeri .....	70

## **BEŞİNCİ BÖLÜM**

### **ENTELEKTÜEL SERMAYE**

5.1	Entelektüel Sermayenin Tanımı ve Özellikleri .....	75
5.2	Entelektüel Sermayenin Unsurları .....	76
5.2.1	İnsan Sermayesi.....	77
5.2.2	Yapısal Sermaye.....	78
5.2.3	Müşteri Sermayesi.....	78
5.3	Entelektüel Sermayenin Raporlanması .....	79
5.3.1	Skandia Kılavuzu ve Raporlama .....	81
5.4	Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi .....	82
5.5	Entelektüel Sermayenin İşletme Düzeyinde Ölçülmesi ve Yöntemleri.....	83
5.5.1	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi .....	84
5.5.2	Tobin'in Q Oranı .....	85
5.5.3	Maddi Olmayan Varlıkların Değerinin Hesaplanması.....	86



5.6	Entelektüel Sermaye ve Firma Değeri .....	87
-----	---	----

## **ALTINCI BÖLÜM**

### **ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI**

6.1	Şirket Birleşme ve Satın Almaları.....	91
6.2	Şirket Birleşmelerinin Nedenleri.....	93
6.3	Şirket Birleşmelerinin Türleri .....	94
6.4	Birleşme ve Ekonomik Kazanç İlişkisi .....	96
6.5	Birleşme Satın Alma ve Firma Değeri .....	97

## **YEDİNCİ BÖLÜM**

### **FİNANSAL TABLOLAR ANALİZİ**

7.1	Finansal Tablolar Analizin Tanımı .....	100
7.2	Finansal Analizin Önemi.....	100
7.3	Oran Analiz Yöntemi .....	101
7.3.1	Oranların Sınıflandırılması.....	102
7.3.1.1	İşletme İçi Finansal Oranlar .....	102
7.3.1.2	Endüstri Finansal Oranları.....	103
7.3.2	Oranlar.....	103
7.3.2.1	Likidite Oranları .....	103
7.3.2.2	Finansal Yapı ile İlgili Oranlar.....	105
7.3.2.3	Faaliyet Oranları.....	108
7.3.2.4	Karlılık Oranları .....	111

## **SEKİZİNCİ BÖLÜM**

### **İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLAR YÖNTEMİ İLE FİRMA DEĞERLEMESİ**

#### **UYGULAMASI**

8.1	Gıda Sektörü.....	113
8.1.1	Gıda Sektörünün Durumu .....	113
8.1.2	Sektörün Sorunları.....	114
8.1.3	Çözüm Önerileri .....	116

8.1.4	Dokuzuncu Plan Döneminde (2007-2013) Sektörde Beklenen Gelişmeler.....	119
8.2	İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma ve Özsermaye Değerinin Hesaplanmasına İlişkin Uygulama.....	122
8.2.1	XYZ Firması....	122
8.2.2	XYZ Firmasının Üç Yıllık Bilançoları.....	123
8.2.3	XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları .....	124
8.2.4	Rasyo Analizleri.....	125
8.2.5	Rasyo Analizlerinin Yorumlanması .....	125
8.2.6	XYZ Firmasının Üç Yıllık Düzenlenmiş Bilançoları .....	130
8.2.7	XYZ Firmasının Üç Yıllık Düzenlenmiş Gelir Tabloları .....	131
8.2.8.	XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları (Düzeltilmiş).....	132
8.2.9	Firma İle İlgili Tahminler.....	133
8.2.9.1	Tahminler .....	134
8.2.9.2	SWOT Analizi .....	135
8.2.10	Net İşletme Sermayesindeki Değişimin Standart Firma Değeri Modeline Göre Hesaplanması .....	140
8.2.11	Firmaya Olan Serbest Nakit Akımlarının Standart Firma Değeri Modeline Göre Hesaplanması .....	142
8.2.12	İskonto Oranının Belirlenmesi .....	143
8.2.13	Firma Değerinin Standart Firma Değeri Modeline Göre Hesaplanması.. .....	144
8.2.14	Sürdürülen Değerin Bulunması .....	145
8.2.15	Firma ve Özsermaye Değerinin Hesaplanması .....	146
	<b>SONUÇ</b> .....	148
	<b>KAYNAKÇA</b> .....	155

## TABLO LİSTESİ

Tablo 1	: Değerlemenin Basamakları.....	s.41
Tablo 2	: Firma Değeri Modeline Göre Nakit Akımları .....	s.44
Tablo 3	: Özsermaye Değeri Modeline Göre Nakit Akımları.....	s.45
Tablo 4	: Kritik Değişkenler Ve Sürdürülen Değer Üzerindeki Etkiler.....	s.52
Tablo 5	: Eva Hesaplanmasında Muhasebe Düzeltmeleri.....	s.62
Tablo 6	: Firmanın Piyasa Değerinin Defter Değerinden Fazla Olduğu Zamandaki MVA Ve EVA Arasındaki İlişki.....	s.66
Tablo 7	: Firmanın Piyasa Değerinin Defter Değerinden Az Olduğu Zamandaki MVA Ve EVA Arasındaki İlişki.....	s.67
Tablo 8	: Eva'nın Hesaplanması .....	s.69
Tablo 9	: Gıda Sanayii Talep, Üretim ve Dış Ticaret Projeksiyon Değerleri .....	s.125
Tablo 10	: XYZ Firmasının Üç Yıllık Bilançoları .....	s.123
Tablo 11	: XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları.....	s.124
Tablo 12	: XYZ Firmasının Rasyo Analizleri.....	s.125
Tablo 13	: XYZ Firmasının Üç Yıllık Bilançoları (Düzenlenmiş) .....	s.130
Tablo 14	: XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları (Düzenlenmiş) .....	s.131
Tablo 15	: XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları (Düzeltilmiş) .....	s.132
Tablo 16	: XYZ Firmasının Gerçekleşen ve Tahmini Bilançoları.....	s.137
Tablo 17	: XYZ Firmasının Gerçekleşen ve Tahmini Gelir Tabloları.....	s.139
Tablo 18	: XYZ Firmasının Standart Firma Değerine göre Net İşletme Sermayesindeki Değişimi .....	s.140
Tablo 19	: XYZ Firmasının Standart Firma Değerine Göre Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları .....	s.142
Tablo 20	: İskonto Oranının Belirlenmesi.....	s.144
Tablo 21	: İndirgenmiş Nakit Akımlarının Bulunması .....	s.144

## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1	: Portföyün Sistemik Ve Sistemik Olmayan Riski .....	s.15
Şekil 2	: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti Oluşumu .....	s.20
Şekil 3	: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti Oluşumu .....	s.21
Şekil 4	: Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyetinin Oluşumu .....	s.23
Şekil 5	: Menkul Kıymet Pazar Doğrusu .....	s.34
Şekil 6	: Sürdürülen Değer Hesaplama Yöntemleri .....	s.50
Şekil 7	: Değer Odaklı Yönetimin Unsurları.....	s.55
Şekil 8	: EVA Yöntemi .....	s.59
Şekil 9	: Değere Odaklı Yönetim .....	s.72
Şekil 10	: Entelektüel Sermayenin Unsurları .....	s.77
Şekil 11	: Skandia Kılavuzu.....	s.81
Şekil 12	: Değer Yaratan Harita .....	s.89

## KISALTMALAR

İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
CAPM	: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model )
$\beta$	: Beta Katsayısı
a.g.e	: Adı Geçen Eser
EVA	: Ekonomik Katma Değer ( Economic Value Added )
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımı
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ( Weighted-average Cost of Capital )
MVA	: Piyasa Katma Değeri ( Market Value Added )
MM Yaklaşım:	Modigliani-Miller Yaklaşımı
DED	: Sürdürülen Değer
FVAÖK	: Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
FVÖK	: Faiz Vergi Öncesi Kar
EBIT	: Faiz Vergi Öncesi Kar ( Earnings Before Interest and Taxes )
FIFO	: İlk Giren İlk Çıkar ( First In First Out )
NOPAT	: Vergiden Sonraki Faaliyet Karı ( Net Operating Profit After Taxes )
MVGO	: Maddi Varlık Getiri Oranı
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BD <sub>AB</sub>	: A ve B şirketlerinin birleşerek elde edecekleri bugünkü değer

## GİRİŞ

Günümüzde küreselleşme olgusunun giderek daha yoğun yaşanmasıyla ve ülke ekonomilerinde yaygınlaşan liberalleşme hareketleriyle sermaye; kişiler, kurumlar ve ülkeler arasında daha kolay ve hızlı bir şekilde transfer edilebilmektedir. Küreselleşen ve rekabetin hızla arttığı ekonomik ve finansal ortamda, değer ve değerlendirme kavramları ön plana çıkmaktadır. Modern finansman anlayışının temelini oluşturan, ihtiyaç duyulan fonların en uygun zaman ve şartlarda elde edilmesinin yanında bu fonların en verimli ve karlı yatırım seçeneklerinde değerlendirilmesi ilkesi, kişi ve kurumları değerlendirme faaliyetine yönlendirmektedir. Firma değerinin maksimize edilmesi amacı ve bu amaca uygun yönetim yaklaşım ve stratejilerinin geliştirilmesi, finansal yönetim çerçevesinde, firma değerlemesini ön plana çıkarmaktadır.

Bu tezde son yıllarda önemi artan ve çok sıklıkla kullanılan “İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi” incelenmiş ve bu yöntem ile bir uygulama yapılmıştır. Birinci bölümde bunun için öncelikle geniş bir literatür taramasına yer verilmiştir. Değer ve değerlendirme ile ilgili konulardan başlanarak konuya girilmiştir. Değerlemeye neden ihtiyaç duyulması gerektiği gibi konular işlenmiştir. Değerlemede sıklıkla karşılaşılan risk faktörü ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır.

Daha sonra ikinci bölümde İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemini için gereken bilgilerin nereden ve nasıl elde edeceği, bunların nasıl yorumlanacağı ve nasıl kullanılacağı konusunda bilgi verilmiştir. Bu doğrultuda sermaye yapısının nasıl olması gerektiği ve sermaye maliyetinin nasıl hesaplandığı hakkında bilgi verilmiştir.

Üçüncü bölümde “İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi” anlatılmış ve bu yöntemde önemlilik arz eden nakit akımlarının ve sürdürülen değerlerin nasıl hesaplanacağı üzerinde durulmuştur.

Dördüncü, beşinci ve altıncı bölümlerde günümüzde çekiciliğini hızla artıran ve hakkında bilgili olunmamasının ve uygulanamaması sonucunda ciddi firma

sorunları ile karşı karşıya kalınan “Ekonomik Katma Değer” ve “Entelektüel Sermaye” konuları ayrıntılı bir şekilde incelenmiş, ayrıca “Şirket Birleşmeleri ve Satın Almaları” hakkında değer yaratma üzerine bilgiler verilmiştir. Bu konular son olarak firma değeri ile ilişkilendirilip önemi vurgulanmaya çalışılmıştır.

Yedinci bölümde İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminde önem arz eden geçmiş yılların analiz edilmesi, finansal analiz konusu incelenerek giderilmeye çalışılmıştır ve ayrıntılı bir şekilde rasyo analizinden söz edilmiştir.

Son olarak sekizinci bölümde seçilen bir sektörde uygulama çalışması yapılmıştır. Çalışmada sektörün durumu, sorunları ve bu sorunları gidermek için yapılan çalışmalar ele alınmıştır. Türkiye'nin bu sektör ile beklentileri incelenmiş ve uygulama için yapılan tahminler bu bilgiler, geçmiş durumun analiz edilmesi ve kişisel izlenimler doğrultusunda tahminlenmiştir.

Sonuç bölümünde genel bir değerlendirme yapılarak tez'e son verilmiştir. Sonuç bölümünde ayrıntılı bir şekilde öneri ve çıkarılan sonuç kısımları yer almıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## DEĞERLEME VE FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI

### 1.1 Firma Amacı ve Firma Değeri

İşletme kavramı iş kökünden gelmekte ve üç anlamı kapsamaktadır. Bunlar çalıştırma, işyeri ve üretim birimi kavramlarıdır. Pek çok yazar, bu üç temel kavram üzerinde işletme tanımı yapmışlardır. E.James'e göre işletme, esas olarak piyasa için bazı mal ya da hizmet üretimi amacı güden ve diğer organizmalardan finansal bakımdan bağımsız olan bir organizmadır. H.Truchy'e göre işletme, iktisadi faaliyetlerin insansal ve maddesel etmenlerinin gruplaşmış ve uyumlaştırılmış bir iktisadi birimdir. A.Amonn ise işletmeyi, üretim amacıyla kurulmuş ve teknik bakımdan bir tümlük ve tamlık gösteren üretim araçlarının bileşimi olarak tarif etmiştir.<sup>1</sup> Hitler Almanya'sının ülkemize kazandırdığı birçok bilim adamlarından biri olan Alfred Isaac'a göre, üretim faaliyetinde bulunan ve ihtiyaçların tatminine doğrudan ve dolayısıyla katılan her iktisadi birime firma denir.<sup>2</sup>

Başka bir açıdan bakıldığında firma, üretim faktörlerini (sermaye, doğal kaynaklar ve emek) bilinçli, yararlı ve uyumlu olarak bir araya getirerek ortaya mal ya da hizmet ürünü koyan ekonomik kuruluşlardır. Sermaye fiziki değerleri, emek insan gücünü ve doğal kaynaklar toprak, orman, maden gibi yer altı ve yerüstü zenginlikleri ifade eder.<sup>3</sup>

Çağdaş işletmecilik anlayışına uygun bir tanımlama ise “toplumsal ihtiyaçların karşılanmasında rol oynayan firmalar, sahiplerine yeterli bir getiri sağlayacak fiyatlardan, müşterilerine mal ve hizmet satmayı amaçlayan ekonomik birimler” şeklinde verilebilir.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Karavardar, Alper; “Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı, İstanbul 2003, s.2

<sup>2</sup> Mucuk, İsmet; **Temel İşletme Bilgileri**, 1.Basım, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001, s.3

<sup>3</sup> Ergün, Devrim; Yılmaz, Haşim; **Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Staja Başlama**, 6. Basım, İstanbul, Derin Yayınları, 2005, s.493

<sup>4</sup> Yıldırım, Oya; Tek, Nergis; **Finansal Muhasebe**, Birleşik Matbaacılık, İzmir-2004, s.3



Hukuk alanına uygun yapılmış tanım ise bize şu şekilde bildirilmiştir; “firma, iki ya da daha fazla gerçek veya tüzel kişinin, ortak bir amaç uğruna servet, zeka ve emeklerini birleştirmeleri hususunda yaptıkları bir sözleşmedir.”<sup>5</sup>

Bu noktada altı çizilmesi gereken en önemli yer ortak amaç kelimesidir. Çalışmayı bir noktadan başlatmak istiyorsak işte o nokta budur. Bütün çalışmanın girişi aslında sadece amaç kelimesidir ve en ince ayrıntısına kadar ele alınması gerekmektedir.

Amaçlar, firmanın ulaşmak istedikleri hedefleri belirleyen yönetsel planların en geniş grubu olarak firma başarısının temelini oluşturmaktadır. Firmaların uzun dönemdeki temel amacı kazançlarını maksimum kılmak ve dolayısıyla kar elde etmek olmasına karşın, gelişen bir takım ekonomik ve sosyal yapılanmalarla beraber kazanç dışındaki başka konularda amaç edinilmesi gereği ortaya çıkmıştır.<sup>6</sup>

Artık günümüzde firmanın amacı, firmanın piyasa değerini, dolayısıyla firma sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarma olarak tanımlanmaktadır. Finans konusunu ele alan yeni yazıların hemen hepsinde işletmelerin amaçlarının pazar değerlerini yükseltmek olduğu vurgulanmaktadır. Finans literatüründe sıkça kullanılan firmanın cari pazar değerini yükseltmekle firmanın pay senetlerinin pazar değerini maksimize etmek; işletmenin servetini yükseltmek, işletmenin net bugünkü değerini yükseltmek ifadeleri aynı anlamlarda kullanılmaktadır. Alınan risk ne kadar büyükse beklenen nakit akışı da o kadar büyük olacaktır. Firmanın net şimdiki değerinin maksimum kılınması amacının sağlanması, firmanın sahip olduğu varlıkların her birinin etkin kullanılıp, belirtilen amaca en fazla katkıyı verecek şekilde yönetilmeleriyle mümkündür.<sup>7</sup>

Finansal yönetimin amacı hisse senedi başına kârın en yükseğe çıkartılması olarak da kabul edilebilir. Ancak bu amaç her zaman genel kabul görmeyebilir. Çünkü bu amaç, beklenen kârın riskini ya da belirsizliğini dikkate almaz. Bazı yatırımlar az riskli, bazı yatırımlar ise çok riskli olabilir. Risklerin artması hisse

<sup>5</sup> Onal, Güngör; **Temel İşletmecilik Bilgisi**, 3.Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2000, s.6

<sup>6</sup> Şimşek, Şerif; **İşletme Bilgilerine Giriş**, 7.Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2000, s.43

<sup>7</sup> Demirkol, İsmet; **“Firma Değeri ve Genel Çerçevesi”**, <http://www.finanskulup.org.tr>, 15.02.2007

senedi başına düşecek beklenen gelirin belirsizliğini arttırır. İki işletmenin gelecekte hisse senedi başına düşecek kârı aynı olabilir. Ancak bunlardan biri için beklenen nakit akışları, diğerinin beklenen gelir akışına oranla daha belirsiz ise, o işletmenin hisse senedinin piyasa fiyatı diğerine göre daha düşük olacaktır. Finansal yönetimin amacı sadece hisse senedi başına kârı en yükseğe çıkarmak olsaydı, bu durumda birçok işletme kâr payı ödememe yolunu seçerdi. İşletme de bir başka yatırım fırsatı bulamazsa kârlarını dağıtmayarak menkul kıymetlere (hisse senedi, tahvil, kâr ortaklığı belgesi) yatırmakla hisse başına kârlarını arttırma yoluna başvurabilirdi. Bu nedenle hisse senedi başına kârın en yükseğe çıkartılması, tek başına doyurucu bir amaç değildir. Hisse senedi sahiplerine kâr payı ödenmesi de gerekmektedir.

İşletmenin piyasa değerinin en yükseğe çıkartılmasıyla anonim şirketlerde, hisse senedinin piyasa değeri en yükseğe çıkarılmış olmakta, başka deyişle, ortakların varlıklarının değeri en yükseğe çıkarılmış olmaktadır. İşletmenin piyasa değerini veya ortakların varlıklarının değerini en yükseğe çıkarma; işletme yönetiminin başarısını ve kaynakların çeşitli varlıklara dağılımını göz önünde tutması açısından daha rasyonel bir amaç olarak kabul edilebilir.<sup>8</sup>

Madem ki amaç değer yaratmak olarak tanımlandı ve gerçekten de değer, olmasa olmazlar arasına girdiğinden bahsedildi, belli başlı değer kavramlarını inceleyerek konuya devam etmekte fayda vardır..

## **1.2 Başlıca Değer Kavramları**

Yukarıda da bahsettiğimiz gibi değerlemenin tam olarak anlaşılabilmesi, değere ilişkin kavramların açıklanmasını gerektirmektedir.

### **1.2.1 Nominal Değer**

Nominal değer, bir varlığın kağıt üzerindeki ( itibari ) değeri olup, genelde hisse senedi ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Nominal

---

<sup>8</sup> Çelik, Faik; **Preston Universty Finansal Yönetim Ders Notları**, Giriş ve Temel kavramlar, <http://www.cantemizel.com>, 13.01.2007

değer; sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına düşen kar payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine atfedilen değeri ifade etmektedir. Türkiye’de hisse senetlerinin nominal değerinin olması hukuki bir zorunluluktur. İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin nominal değeri 1 YTL olarak kabul edilmektedir.<sup>9</sup>

### 1.2.2 Defter Değeri

İşletmenin sahip olduğu bir varlığın muhasebe defterlerinde kayıtlı bulunan değerini ifade eder. Varlıkların çoğu, defterlerde tarihi maliyetleriyle kayıtlı bulunduğundan, bu varlıkların defter değerleri, onların piyasa değerlerini yansıtmaz. Defter değeri kavramıyla ilgili olarak çok sık kullanılan bir terim, "net defter değeri"dir.<sup>10</sup> Net defter değeri, duran varlığın brüt defter değerinden o duran varlıkla ilgili birikmiş amortismanlar düşüldükten sonra kalan değerdir.<sup>11</sup> Bir sabit varlığın satışından sağlanan kâr ya da zarar, sabit varlığın satışından sağlanan gelirle, sabit varlığın net defter değeri arasındaki fark olarak belirlenir.<sup>12</sup>

### 1.2.3 Piyasa Değeri

Piyasa değeri borsaya kote olan işletme değeri olan firmaların, sermaye piyasasındaki arz ve talep dengelerine uygun olarak oluşmuş pazar değeridir. Bu değerın hesaplanmasında hisse senedi sayısı ile cari fiyatı çarpılması sonucu bulunan bu tutar piyasa değeri olarak kabul edilmektedir. Yasal mevzuata bakıldığında Vergi Usul Kanununun 263. maddesinde tanımlanmış olup, bu tanımda “Borsa rayici, gerek menkul kıymetler ve kambiyo borsasına gerekse ticaret borsalarına kayıtlı olan iktisadi kıymetlerin değerlemeden evvelki son muamele gününde borsadaki muamelelerin ortalama değerini ifade eder. Normal temevvüçler dışında fiyatlarda bariz kararsızlıklar görülen hallerde, son muamele günü yerine değerlemeye takaddüm eden otuz gün içindeki ortalama rayici esas olarak aldirmaya Maliye Bakanlığı yetkilidir” denilmektedir. Yasal tanımlamadan da görüleceği üzere piyasa

<sup>9</sup> Ercan, Metin Kamil; Öztürk M. Başaran; **Firma Değerlemesi , Banka Uygulaması**, 1. Basım, Literatür Yayıncılık, 2006, s.4

<sup>10</sup> <http://www.ekonomi.name/kavramlar/defter-degeri.html>, 15.02.2007

<sup>11</sup> **Türkiye Muhasebe Standardı** – 8, Maddi, Maddi Olmayan Duran Varlıklar ile Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar

<sup>12</sup> <http://www.ekonomi.name/kavramlar/defter-degeri.html>, 15.02.2007

koşullarına göre tespit olunan piyasa değeri, makro ekonomik dengeler ile sektörel gelişmelere paralel olarak dalgalanmalar gösterebilmekte, gerçek değerden farklılık arz edebilmektedir.

Pazar değeri, alıcının almaya, satıcının ise satmaya istekli oldukları ve hiçbir zorluluk altında olmadan hareket ettikleri, konu ile ilgili olaylardan her iki tarafında yeterli bilgiye sahip olduğu fiyattır.<sup>13</sup>

#### 1.2.4 Tasfiye Değeri

Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır.<sup>14</sup> Hisse senedinin tasfiye değerini farklı kılan en önemli unsur, işletmenin varlıklarının piyasa değerinin tasfiye değerinden farklı olmasıdır. Bu farklılık maddi ve maddi olmayan varlıkların değerindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Teorik açıdan, hisse senedinin piyasa değerinin tasfiye değerinin altında olmaması gerekmektedir. Bir başka ifadeyle, firmanın hisse başına tasfiye değeri, ilgili hisse senedinin piyasa değeri için alt sınırı oluşturmaktadır.<sup>15</sup>

#### 1.2.5 İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen Teşebbüs Değeri firmayı yalnızca somut veriler çerçevesinde değil, sahip olduğu örgüt yapısı, personeli, sosyal ilişkileri, hakları vs. ile inceler. İşleyen Teşebbüs değeri firma satın almayı veya yeni bir firma kurmayı planlayanlar için önemli ölçüde etkili olur. örgüt Değeri denen İşleyen Teşebbüs Değerinde ölçülemeyen etkenlerin varlığı göz ardı edilmemelidir. İşleyen Teşebbüs Değerinde tüm varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınır.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Karavardar, Alper; a.g.e, s.25

<sup>14</sup> Serin, Gül Reyhan; “ Nakit Akışı Bazında Firma Değerlemesi ”, **Aktive Dergisi**, No:38, Eylül-Ekim 2004, s.1

<sup>15</sup> Ercan, Metin Kamil; Öztürk, M. Başaran; a.g.e, s.5

<sup>16</sup> Yılmaz, Ferimah Yusufi; “ Firma Değerleme ”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Programı, İstanbul 2002, s.104

### 1.2.6 Gerçek Değer

Aynı bilgi düzeyine sahip ve tarafların elden çıkarmak için hiçbir baskıya maruz kalmadığı, rasyonel kişiler arasındaki alışverişte ortaya çıkan değerdir. Genellikle bir varlığın gerçek değeri, tasfiye değeri ve işleyen teşebbüs değerinin büyük olanıdır. Gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri düşük ise, firmanın tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değerinden daha yüksektir ve bu durumda firmanın gerçek değeri tasfiye değerine eşittir. İşleyen teşebbüs değerinin daha yüksek olduğu durumlarda ise, firmanın tasfiye değeri bir anlam ifade etmez ve gerçek değer olarak işleyen teşebbüs değeri alınır.<sup>17</sup>

### 1.2.7 Hurda Değeri

Makine, teçhizat vb. gibi yatırımlarda, bu yatırımın gerçekleşmesinden belli bir süre sonra makine ve teçhizatın ekonomik ömrünü doldurması nedeniyle satılması halinde ele geçen tutar, bu makine veya teçhizatın hurda değerini simgeler. Bazı yatırımlarda, makine veya teçhizatın ekonomik ömürleri sonunda ortaya çıkan hurda değeri, işletmeye önemli bir nakit girişi sağladığı için, hurda değeri alınacak yatırım kararını etkileyecek önemde olabilir. Bundan ötürü, yatırım kararı verilirken, hurda değerinin tahmin edilmesi önemli bir konu olmaktadır.<sup>18</sup>

Görüldüğü gibi değer kavramı çeşitli anlamları bünyesinde barındırmaktadır. Değer kelimesini kullanacak olan kişi amacı doğrultusundaki anlamı veren ifadeyi kullanmalıdır. Değerin çeşitli anlamlarını inceledikten sonra değerlendirme kavramının ne olduğuna ve önemine değinmede fayda vardır.

### 1.3 Değerleme Kavramı

Firma yönetimi açısından değerlendirme faaliyetleri: gerçekçi bir fiyat politikasının belirlenmesinde ve firmanın mevcut değerinin saptanarak bu değer nasıl artırılacağı konusunda firma yöneticilerine yardımcı olur. Böylelikle

<sup>17</sup> Büyükbingöl, Burcu; "Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması", (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2003, s.5

<sup>18</sup> <http://www.malihaber.com/modules.php?name=Encyclopedia&op=content&tid=705>, 26.02.2007

firmanın ihtiyaç duyduğu sermaye firmaya çekilebilmektedir.<sup>19</sup>

Bir yöneticinin finanstaki bir konuda karar alacağını varsayalım. Bunun için ilk düşünmesi gereken firma değerini maksimum kılmaktır. Hisse senedi ihraç ettiğinde gereken tek olay hisse senedi fiyatını maksimum yapmaktır. Bir firmadan beklentimiz yatırımcı olarak yatırımlarımızın getiri oranlarının iyi olması ve zamanında değerlendiriliyor olmasıdır. Sokaktaki insanlara sorduğunuzda firmanın amacı ne olmalıdır diye, verilecek öncelikli yanıt kar olacaktır.<sup>20</sup> İşte firmalara düşen görev bu noktada yatırımcıların kar etmesini sağlamaktır.

Bir varlığın değerinin saptanması değerlendirme faaliyetini oluşturur. Değerleme iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir firmanın bina, arsa, makine-teçhizat, mal stoku, v.s. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanmaktadır.<sup>21</sup> Bir başka tanımlamaya göre değerlendirme, spesifik bir amaç için, belirli bir tarihte firma değerinin belirlenmesidir.<sup>22</sup> Bu tanımlama ile değerlemenin;

- belirli bir zaman veya zaman dilimi,
- belirli bir amaç için yapıldığı vurgulanmaktadır.

daha öncede bahsettiğimiz gibi amacımız ve uygulama zamanımız bizim için çok önemlidir. Bu iki temel nokta üzerinde hareket eden bir firmanın başarıyı yakalaması kaçınılmaz bir sonudur. Bunun için yapılması gereken temel nokta öncelikli olarak değerlendirme amacının belirlenmesi ve buna uygun bir zemin hazırlandığında çalışmaya geçilmesidir.

Altı çizilmesi gereken durum, değerlendirme metodu değerlendirme amacına bağımlı olmamalı ise de, önemli olan amaca hesaplamadan önce karar vermektir. Değerleme

---

<sup>19</sup> Önal, Yıldırım Beyazıt; Karadeniz, Erdinç; Kandır, Serkan Yılmaz; “Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB’ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 14, Sayı 2, 2005, s.370

<sup>20</sup> , C. J.; **Business Finance**, London Butterworths & Company, 1991, s.13

<sup>21</sup> Alpman, Gökhan; “ Değerleme Teorisi, Şirket Değerleme ve Bir Değerleme Uygulaması ”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2003, s.2

<sup>22</sup> Yılğör, Ayşe Gül; “İşletme Değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı , Ankara 1998, s.7

zorunlu satın almadan açık piyasa işlemlerine kadar sıralanan bir çok amacı gerektirir. Değerlemeyi gerektiren ana amaç satım içindir. Gelecek günler için fiyatın tahmin edilmesi piyasa tavsiyesine benzerdir.<sup>23</sup>

#### 1.4 Değerleme Hakkındaki Genellemeler

Değerleme yapılacak ise biraz sonra altı çizecek noktaların kabullenilmesi gerekmektedir. Bir değerlemede olmazsa olmaz olarak ifade edebilecek bu noktalar şunlardır;<sup>24</sup>

- *Değerleme modelleri kantitatif olduğu sürece değerlendirme objektiftir:* Değerleme ne fen bilimleri gibi ne de objektif bir araştırmadaki gibi kesin doğruları içerir. Kullandığımız yöntem kantitatif olabilir ama kullandığımız veriler her zaman tam doğruyu göstermediği için çıkan sonuç bu nedenle süreçten etkilenmiş olmaktadır. Bu süreci etkileyen bir neden de yöneticinin fikir ve düşünceleridir. Değerleme yapmadan önce yönetici kendini bu konuya doğru arındırmalıdır.
- *İyi araştırılmış ve iyi yapılmış bir değerlendirme kıymetlidir:* Herhangi bir değerlendirme modelinden elde edilen değer, piyasadaki bilgiler kadar firmanın kendine özgü bilgilerinden de etkilenir. Yani yeni bir bilgi ortaya çıktığında değerde ona göre değişecektir. Finansal piyasalardan bilgi akışı olduğunda, firma tarafından yapılan değerlendirme hızlı yaşanmakta ve bu nedenle güncelleştirilmiş bilgilerin kullanılması gerekmektedir.
- *İyi bir değerlendirme değerini kesin tahminini sağlar:* Çok dikkatli ve ayrıntılı yapılan bir değerlemenin sonunda bile, firmanın geleceği ile ilgili faktörlerde ve ekonomide belirsizlikler olacaktır. Değerlemeden mutlak belirliliği beklemek ya da talep etmek gerçekçi olmayacaktır. Bunun nedeni nakit akımlarının ve indirgenme oranlarının hatalarla tahmin edilmesidir.
- *Bir model ne kadar kantitatif olursa, değerlendirme o kadar iyi olur:* Modellerin faydalı olabilmesi için onların çalışmasını sağlayan verilerin hata içermemesi gerekmektedir. Eğer ödevlerinizi yanlış yaparsanız ve girdileri yanlış elde

<sup>23</sup> French, Nick; "The valuation of specialised property: A review of valuation methods ", **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Dec 2004 Volume: 22 Issue: 6, s.535

<sup>24</sup> Damodaran, Aswath; **Investment Valuation**, John Wiley & Sons., Inc., 1996, s.2-4

ederseniz, çıktılarınız buna göre etkilenecektir ve hatalı olacaktır. Genellikle kaliteli bir değerlendirme için zaman harcanarak elde edilen veriler gerekmektedir.

- *Piyasa genellikle yanlıştır:* Yapılan değerlemelerin çoğunda karşılaştırma ölçütü olarak fiyat baz alınır. Eğer bu değer piyasa fiyatından anlamlı derecede farklılıklar gösteriyorsa iki seçenek karşımıza çıkar: birincisi, değerlendirme yanlıştır piyasa doğrudur. İkincisi, piyasa yanlıştır değerlendirme doğrudur. Etkinlikten uzak piyasalarda piyasaların doğru sinyali vermeyeceği kanısına inanılmaktadır.
- *Değerleme sonunda oluşan ürün esastır, değerlendirme süreci önemli değildir:* Kullanılan değerlendirme modellerinde değerlendirme sürecinden etkilenebilemenin önemli sakıncaları vardır. Değerleme süreci bize bazı önemli soruların yanıtını vermektedir. Örneğin, yüksek oranlı büyüme için uygun fiyat nedir?, Marka isminin değeri nedir?, Proje getirilerini yükseltmek ne kadar önemlidir?

Değerlemeyi bu temel noktalar üzerine kuran bireyler, doğru sonuca ulaşmak için bu yolda önemli bir adım atmış olmaktadır.

#### **1.4 Değerlemeye İhtiyaç Duyulmasının Nedenleri**

Firma değerinin tespit edilmesi bazen toplumun belirli bir kesimini, bazen de toplumun tamamını ilgilendirmektedir. Bu açıdan firma ve varlıkların değerlerinin tespit edilmesi önem arz etmektedir. Firma değerinin belirlenme nedenleri şöyle sıralanabilir:<sup>25</sup>

- Mali yapının yeniden düzenlenmesi; mali yapısı bozulmuş olan şirketler mali yapılarını düzeltmek için varlıklarının bir kısmını satmak zorunda kalabilirler. Bu satış için ise, varlıkların değerinin bulunması gerekmektedir.
- Yeni yatırımların finansmanı; getirisi yüksek olabilecek bir alanda yeni yatırımların finansmanı için şirket/varlıklar elden çıkarılabilir. Şirket yeni

<sup>25</sup> Yazıcı, Kuddusi; “Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri”, Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi Başkanlığı, Ağustos 1997, s.12



yatırımlar için uygun kaynak bulamamışsa ve kendi varlıklarını satması daha uygun olacaksa, bu varlıklarını satarak yeni yatırımlarını finanse edebilir.

- İflas; firmaların iflas etmeleri halinde, şirketin tüm varlıkları tasfiye edilerek firmanın tasfiye değeri bulunacaktır.
- İpotek yapılması gerektiğinde, ipotek yapılacak firma veya varlığın değer tespitine ihtiyaç duyulacaktır.
- Firmaların büyüme istekleri, firmalar arası birleşme; son yıllarda firmalar diğer firmaları tamamen veya kısmen satın alarak büyümeyi tercih etmektedirler. Firmalar arası birleşme veya satın almaların nedeni; birleşme sonucu firmanın değerinin firmaların tek tek değerlerinden daha büyük olacağını düşünülmesidir (sinerji etkisi).
- Ortaklıktan ayrılma veya yeni ortak olma durumu ile hisse senetlerinin halka arzında; böyle bir durumda da ortağın kendi payına düşen hisseyi alarak ortaklıktan ayrılması için veya hisse senetlerinin halka arzında hisse senedi fiyatının tespiti için şirket değerinin saptanmasına ihtiyaç duyulacaktır.
- Ortaklar arasında kâr dağıtım oranının değiştirilmesi gerektiğinde; ortaklar bilgi ve yeteneklerini ortaya koyarak firma kazancı ve şerefiyenin oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Ortakların bilgi, yetenek veya çalışmalarının değişikliğe uğraması ile kazanç ve şerefiye değerine katkıları değişebilecektir. Örneğin; ortaklardan birisinin, yaşlanması veya sağlık nedenleri ile tam olarak çalışmaması durumunda, firma faaliyetlerine katkısı azalabilir. Bunun sonucunda, yeni bir kar dağıtım oranının saptanabilmesi için şirketin toplam değerinin ve şerefiye değerinin tespit edilmesi gerekecektir.
- Ödenecek emlak ve veraset vergilerinin belirlenmesi gerektiğinde şirket değerinin bilinmesine ihtiyaç duyulacaktır.
- Kamuya yararlı dernekler ve vakıflar ile hayır kurumlarına yardımlarda; firma hisse senetlerinin ya da varlıklarının belirli bir kısmının hayır kurumlarına bağışlanması ve bağışlanan varlıkların değerinin vergiden düşülmesine imkan tanınması durumunda, değerlendirilmesi gerekecektir.
- Boşanma ve miras davalarında; varlıkların eşler ve murisler arasında paylaşılmasında varlıkların değerinin tespiti gerekecektir.
- Özelleştirme; devletin ekonomideki ağırlığını azaltmak, piyasa ekonomisinin etkin çalışmasını sağlamak, verimliliği artırmak gibi nedenlerle kamu

kuruluşlarının özel sektöre devri yapılmaktadır. Bu devir işlemlerinde de firmanın değer tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.

Bu faktörler göz önünde tutulduğunda, her ihtiyaç karşısında bir de bu ihtiyacı etkileyen faktörler bulunmaktadır. Bir firma ne kadar çok burada sözü edilen konular neticesinde değerlemeye ihtiyaç duyuyor ise, aynı noktalar değerlemeyi etkileyen faktörler içinde geçerlidir.

### **1.5 Değerlemeyi Etkileyen Faktörler**

Firma değerini etkileyen faktörlerin değer üzerindeki etkileri değerlemenin yapıldığı zaman ve yere göre değişim gösterebilmektedir. Bu faktörler kısaca şunlardır:<sup>26</sup>

- Faaliyette bulunduğu sektör ve ekonominin genel ekonomik yapısı,
- Faaliyet gösterdiği sektöre giriş koşulları,
- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki büyüme hızı,
- Faaliyette kullanılan makine ve teçhizatın durumu,
- Ar-ge faaliyetleri, kullandığı teknoloji,
- Firmanın kuruluş yeri, geçmişi, büyüklüğü, teknolojisi, şerefıyesi,
- Firmanın sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesi,
- Firmanın geçmişteki kârları ve potansiyel kazanç gücü, temettü politikaları, temettü dağıtabilme kapasitesi,
- Firmanın gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı, yatırım projeleri ve bunların ekonomik ömürleri,
- Firmanın mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,

Burada iyi bir değerlemeci, hiçbir ayrıntıyı atlamadan değerlemeyi sonuca ulaştırmak zorundadır. Çünkü yukarıda da bahsedildiği gibi ne kadar çok veri değerlemeye girerse değerlemenin sonucu o kadar gerçeğe yakın olur.

---

<sup>26</sup> Karavardar, Alper; a.g.e, s.37

## 1.6 Risk ve Belirsizlik

Risk ve belirsizlik değerleme konusunda kendinden söz ettiren iki kavramdır. Değerlemenin tahminlere dayalı olmasını göz önüne getirilenecek olursa, geleceğin bilinmemesi ve veri sıkıntısının bulunması bu iki kavramın öneminin daha da açık bir şekilde hissedilmesini sağlar.

Akademik literatürde risk ve belirsizlik çoğu zaman birbiri yerine kullanılmaktadır. Risk, belirsizlik için aynı anlamı veren bir ifade olarak görülüyor. Bu terimlerin anlamlarının tam olarak tanımlanması önemlidir.<sup>27</sup>

Belirsizlik : Belirsizlik, yapılacak analizlerde bilginin yetersiz veya eksik olmasından kaynaklanır. Yatırımların neticesini etkileyen koşullarda belirsizliği elemine etmek yeterli bilgiye sahip olmadan imkansızdır.<sup>28</sup>

Risk : Yaklaşık hayatın her safhasında çevre ve iş için yaratılan fırsatlar ve problemler olarak tanımlanabilmektedir.<sup>29</sup>

İki kavram arasındaki farkı şu örnekle açıklayabiliriz, bir hisse senedinin gelecekteki fiyatı, o hisse senedinin geçmiş fiyatlarının analizi sonucu tahmin ediliyor ise riskten söz ediliyor demektir. Oysa, aynı hisse senedinin geçmiş fiyatları ile ilgili bilgiler yoksa, gelecekteki fiyat tahminleri birtakım varsayımlarla yapılabilir bu durumda belirsizlikten söz edilir.<sup>30</sup>

Değerlemenin neticesi, sadece geleceği doğru olarak tahmin ettiğimizde kesindir. Bakıldığında bu uygun değildir, çünkü her zaman bir gerçek risk faktörü karşımıza çıkar.<sup>31</sup> Yatırım değerlendirilmesinde risk kavramının bilinmesi gereklidir. Risk çeşitleri ve ölçümü bu açıdan önem taşır.

---

<sup>27</sup> French, Nick; Gabrielli, Laura; "The uncertainty of valuation", **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Dec 2004, Volume: 22, Issue: 6, Page: 485

<sup>28</sup> Lorenz, David; Trück, Stefan; Lützkendorf, Thomas; "Addressing risk and uncertainty in property valuations: a viewpoint from Germany", **Journal of Property Investment & Finance**, Year: 2006 Volume: 24 Issue: 5 Page: 400 - 433

<sup>29</sup> Treischmann, James S. Ve diğerleri; **Risk Management and Insurance**, Thomson South-Western Published, 2005, United States of America, s. 3

<sup>30</sup> Usta, Öcal; **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara 2005, s.231

<sup>31</sup> French, Nick; Gabrielli, Laura; a.g.e, Page: 485

### **1.6.1 Riskin Türleri**

Riski türlerine ayırmak değerlemeyi yapacak kişi için faydalı olacaktır. Çünkü herhangi bir riskin nedeninin ne olduğunu bilerek analiz yapmak daha faydalı olacaktır. Çeşitli uygulama alanlarında farklı risklerle karşılaşan insanlar bu riskleri etkilenme düzeylerine göre sınıflara ayırmayı anlamlı bulmuşlardır.

Firmalar ve özellikle menkul kıymet yatırımcılarının karşılaştığı riskler sistematik ve sistematik olmayan riskler şeklinde bir ayrıma tabi tutulur.

#### **1.6.1.1 Sistematik Risk**

Sistematik risk, tüm yatırımların getirilerini etkileyen risk olarak tanımlanır. Piyasa bir bütün olarak yükselme trendine girdiğinde menkul kıymetlerin bir çoğunun fiyatları yükselir. Bir finansal varlığın getirileri ile kendi sınıfındaki tüm finansal varlıkların getirileri arasında sistematik bir ilişki mevcuttur. Bu sistematik ilişkinin varlığından dolayı menkul kıymetlerden oluşturulacak bir portföy ile çeşitlendirme yapmak, riskin bu tür kaynağını azaltmaz. Bu yüzden sistematik risk, “çeşitlendirilemeyen risk” olarak ifade edilmektedir.<sup>32</sup> Satın alma, faiz oranı ve piyasa riski bu gruba girer.

##### **1.6.1.1.1 Satın Alma Riski**

Yatırımcının yatırdığı paradan daha az satın alma gücü elde etmesi olasılığına ilişkindir. Tahviller bu riskten çok etkilenir. Çünkü, tahvili çıkaran firma enflasyon dönemlerinde ana para ve faizi daha ucuz (düşük değerli) paralarla öder. Ancak hisse senetlerinin getirisi enflasyonla birlikte artış gösterebilir.

##### **1.6.1.1.2 Faiz Oranı Riski**

Faiz oranları ile para ve sermaye piyasalarının koşulları değişirken ilgili menkul değerlerin değerinde ortaya çıkan dalgalanmaları anlatır. Bu risk sabit getirili

---

<sup>32</sup> Usta, Öcal; a.g.e, s.231-232

menkul değerlere özgüdür. Örneğin, faiz oranları yükselirse (düşerse), tahvil fiyatları düşer (yükselir).

### **1.6.1.1.3 Piyasa Riski**

Firmanın kazanç gücünde temel bir değişme olmaksızın bir bütün olarak hisse senedi piyasasında ortaya çıkan değişmelerden ortaya çıkar ve değişik hisse senetlerinin fiyatlarını değişik ölçüde etkiler. Bu risk, politik ve ekonomik belirsizlikten ortaya çıkabilir.<sup>33</sup>

### **1.6.1.2 Sistemik Olmayan Risk**

Bu risk, firmaya has olan ve firmadan doğan riski ifade eder. Aşağıdaki faktörlerden doğan risk sistemik olmayan riski gösterir:

- Yönetimin yeteneği ve firmayla ilgili kararları
- Grevler
- Hammadde sağlama imkanları
- Teknoloji, üretim, pazarlama, personel ve finansman yapısı verimliliği
- Çevre düzenlemesi v.b. hükümet kararları
- İç ve dış rekabet

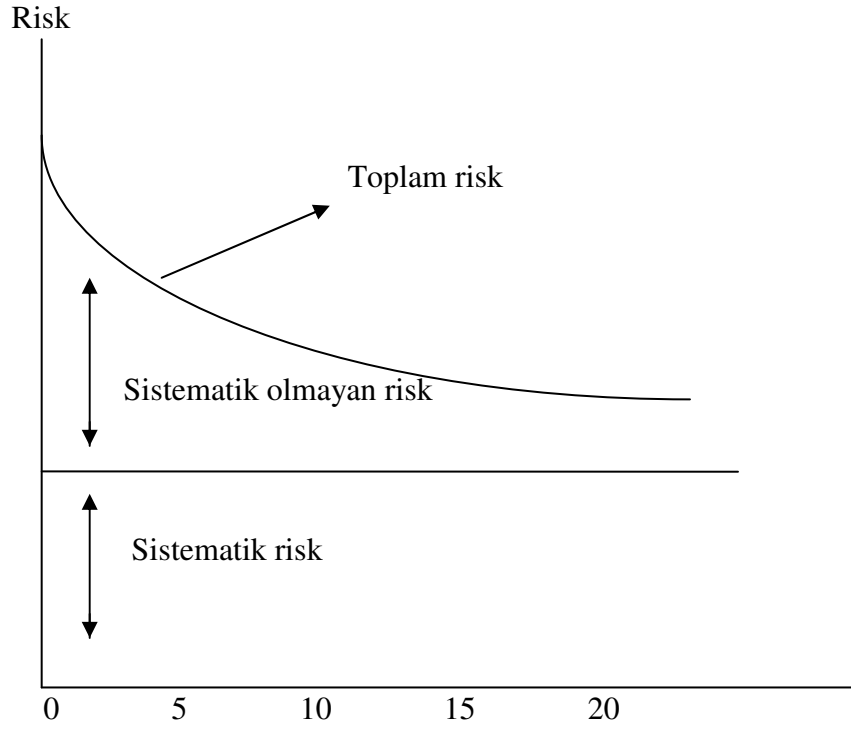
Sistemik olmayan risk firmanın kendisinden doğduğu için, şekil 1'de gösterildiği gibi, önemli bir bölümü farklılaştırma suretiyle elimine edilebilir. Portföyü oluşturan menkul değer sayısı ne kadar çok olursa olsun yani farklılaştırma yapılsın, sistemik olmayan riskin de tamamını elimine etmek mümkün olmaz. Amaç, sistemik risk elimine edilemediğine göre, bu riski mümkün olduğu ölçüde minimize edebilmektir.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Tefik, Arman T.; "Risk Analizine Giriş", 1. Basım, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1997, s.122

<sup>34</sup> Okka, Osman; "Finansal Yönetim Örnek Olayları", Nobel Yayın Dağıtım, Aralık 2005, s.319

**Şekil 1 : Portföyün Sistematik Ve Sistematik Olmayan Riski**



### **1.7 Firma Değeri ve Finansal Tablolar**

Firma analizinde ise, firmanın muhasebe kayıtları ve finansal tabloları esas teşkil etmektedir. İşte bu noktada muhasebe tekniği ve muhasebecinin rolü ve önemi ortaya çıkmaktadır. Zira, bazı olayların ya da muamelelerin farklı şekillerde muhasebeleştirilebilmesi, yani muhasebenin yasal düzenlemeler çerçevesinde muhasebeciye birden fazla seçme hakkı vermesi, finansal tabloların karşılaştırılabilir olma özelliğini zedelemekte ve farklı şekillerde yorumlanmalarına yol açmaktadır.

Aynı şirketin farklı amaçlarla farklı uygulamalar yapması sonucu farklı kâr rakamlarının açıklanması mümkün olabilmektedir. Örneğin olağandışı satış gelirlerinin (hisse senedi satış primleri, sabit kıymet satış gelirleri gibi) satış hasılatı olarak gösterilmesi; stokların basit ortalama, ağırlıklı ortalama, ilk giren ilk çıkar, gibi farklı yöntemlerle değerlendirilmesi sonucu farklı stok değerlerine ulaşılması; farklı

yorumlara sebebiyet vermektedir.

Aynı şekilde amortismanlarla ilgili düzenlemeler çerçevesinde doğrusal amortisman yöntemini uygulayan bir firma amortisman ayırmaya başladığı ilk yıllarda, azalan bakiyeler yönteminin uygulanması durumunda ise amortisman ayırdığı son yıllarda daha kârlı görülecek, eksik amortisman ayrılması durumunda ise ekonomik kâr kavramından uzaklaşılacaktır.

Amortismanlarla ilgili bir diğer konu, kuruluş dönemi giderlerinin istenirse aktifleştirilmesi, istenirse gider yazılabilesidir. Aktifleştirilen kuruluş dönemi giderleri eşit miktarlarda ve beş yıl içinde itfa olunur, aktifleştirilmeyen kuruluş dönemi giderleri ise kuruluş dönemi zararlarını oluşturur ve gelecek beş yıl içinde safi kurum kazancının belirlenmesini sağlar.

Stoklar, alacaklar gibi muhasebe kalemlerine karşılık ayrılması ya da ayrılmaması, finansman giderlerinin yatırım maliyetine eklenmesi veya kurumlar vergisi istisnaları da, finansal tabloların farklı şekillerde ortaya çıkmasına sebebiyet verebilmektedir.

Yatırımların finansmanında kullanılan kredilerin ödenen ya da tahakkuk eden finansman giderlerinin yatırım maliyetine eklenerek amortisman tabi tutulması gerekir. Ancak, işletme dönemine ait finansman giderleri ile ilgili olduğu yılda doğrudan gider yazılabileceği gibi istenilirse amortisman tabi tutulmak üzere aktifleştirilebilir. Dolayısıyla, faaliyet sonuçlarını kârlı ya da zararlı göstermek isteyen işletmelerin finansman giderlerini kısmen ya da tamamen aktifleştirmesi mümkündür.<sup>35</sup> Bu noktada Uluslararası Muhasebe Standardında değinilen borçlanma finansman giderlerinin nasıl olacağına değinilmelidir. Firmaların kullandıkları kaynaklarla ilgili olarak ortaya çıkan finansman harcamalarının muhasebeleştirilmesine ilişkin uygulamalar 23 no'lu Uluslararası Muhasebe Standardında (IAS 23) yer almaktadır. Standartta bu konu borçlanma maliyetleri başlığı altında ele alınmış ve borçlanma maliyetleri “herhangi bir firma tarafından

<sup>35</sup> Arslan, Kahraman; “Hisse Senedi Değerlendirme Modelleri ve Mali Tabloların Önemi” İstanbul SMMMÖ Mali Çözüm Dergisi, Sayı 59, Nisan-Mayıs-Haziran 2002, s.6-7

borçlanılan fonlarla ilgili olarak katılan faiz, kur farkları, komisyon ve benzeri harcamalar” olarak tanımlanmıştır.

Standartta finansman harcamalarının muhasebeleştirilmesine yönelik “Temel Yöntem” ve “Uygulanabilir Alternatif Yöntem” olmak üzere iki yöntem belirtilmiştir. Bu yöntemlerden “Temel Yöntem” finansman harcamalarının gerçekleştikleri anda gider olarak muhasebeleştirilmesi ve gelir tablosunda raporlanması gerektirirken, “Uygulanabilir Alternatif Yöntem” özellikli varlıkların (qualifying asset) satın alınması, inşası veya üretimi ile doğrudan ilgisi bulunan borçlanma maliyetlerinin varlığın bir parçası olarak muhasebeleştirilmesini ve bilançonun aktifinde raporlanmasını mümkün kılmaktadır. Finansman harcamalarının gider ya da maliyet olarak muhasebeleştirilmesi ancak ilgili varlığın özellikli varlık (qualifying asset) olup olmadığının bilinmesi ile mümkün olmaktadır. Bu nedenle standart özellikli varlık (qualifying asset) kavramına da bir açıklama getirmiştir. Bu açıklamaya göre özellikli varlık (qualifying asset) “amaçlandığı şekilde kullanıma ya da satışa hazır duruma getirilebilmesi uzun bir süreyi gerektiren varlıklar” olarak tanımlanmıştır. Satılabilir duruma getirilmesi uzun süreyi gerektiren stoklar, üretim tesisleri, enerji üretim santralleri, inşa edilmekte olan yer altı ve yerüstü düzenleri ile binalar, ilgili Standartta özellikli varlıklara örnek olarak verilmiştir. Tüm bunların dışında kalan yatırımlar, elde edildikleri zaman amaçlandığı şekilde kullanıma ya da satışa hazır halde olan varlıklar, sürekli olarak veya kısa sürelerde tekrarlanarak üretilen büyük miktarlardaki stoklar özellikli varlık olarak kabul edilmemektedir.<sup>36</sup>

Finansal raporlar iş dünyasının ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz kalırsa yatırımcılar ekonomik beklentilerini hiç bir zaman gerçekleştiremezler. Bu da bizlere iş dünyasına doğru ve güvenilir muhasebe uygulamaları ile finansal raporlar sunan muhasebenin ekonomik büyüme ve başarıda önemli bir rolü olduğunu göstermektedir.

---

<sup>36</sup> Kepçe, Nazlı; “Finansman Harcamalarının Muhasebeleştirilmesi Ve Mali Tablolarda Raporlanması”, **İSMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Ekim-Kasım-Aralık 2001, Sayı 57, s.1-2



Bu örneklerden de anlaşılacağı üzere, hisse senetlerinin piyasa değerinin gerçekçi biçimde belirlenmesine esas teşkil eden finansal tabloların objektif ve gerçekçi bir şekilde hazırlanması büyük önem taşımaktadır.

Bu temel nokta, muhasebe mesleğinin ve muhasebecinin bu konudaki rolünü ve önemini de ortaya çıkarmakta ve aynı zamanda muhasebecilere büyük bir sorumluluk yüklemektedir. Bu sorumluluğun sınırları, sermaye piyasasında fon arz ve talep edenlerin çıkarlarının korunmasından, sermaye piyasasının gelişmesine katkı sağlamaya kadar uzanan geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır.

Bu sorumluluğun noksansız biçimde yerine getirilmesine paralel olarak, “ekonominin unsurlarını toplum adına denetleyen Türk muhasebe mesleğinin üyelerini, ülkemizde ve uluslararası düzeyde saygın bir konuma getirmek” şeklinde tanımlanan misyon ve vizyonun gerçekleştirilmesine de önemli ölçüde hizmet edilmiş olunacaktır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE YAPISI VE SERMAYE MALİYETİ

Sermaye yapısı kararları her firma için önem taşır. Bu önem, firmalarda getiriye en yüksek tutara çıkarma ihtiyacından ve kararların firmaların rekabet ortamındaki gücü üzerindeki etkisinden kaynaklanmaktadır. Borçlanma da, sermaye yapısı kararlarında önemli bir yere sahiptir. Genel olarak, firmalar birçok alternatif sermaye yapılarından birini tercih edebilirler. Büyük miktarlarda ya da çok az borç kullanabilirler. Finansal kiralama yapabilir, teminat kullanabilir, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ihraç edebilir, forward sözleşmeleri veya swap işlemleri yapabilirler. Birçok farklı yatırım aracını sayısız birleşimlerde kullanabilirler. Firmaların sermaye yapısını açıklayan birçok teori geliştirilmiştir. Ancak, teorik olarak tanımlanmasına karşın, finansal yönetim araştırmacıları optimal sermaye yapısını belirleyememişlerdir. Firmalar borçlanmada, kısa süreli ya da uzun süreli tercihleri kullanmak zorundadır.<sup>37</sup>

#### 2.1 Sermaye Yapısı Kararları

##### 2.1.1 Optimal Sermaye Yapısı Teorileri

Optimal sermaye yapısı, sermaye maliyetini en düşük düzeyde gerçekleştirip firma piyasa değerini maksimize etmeyi sağlayan sermaye yapısıdır. Optimal sermaye yapısını oluşturma konusundaki yaklaşımlar<sup>38</sup> şunlardır,

- Net gelir yaklaşımı
- Net faaliyet geliri yaklaşımı
- Geleneksel yaklaşım
- Miller ve Modigliani yaklaşımı

---

<sup>37</sup> Demir, Defne; “Firmaların Borçlanma Yapılarının Aktif Karlılıklarına Etkisi ve İMKB’de İşlem Gören Firmalar Üzerinde Bir Araştırma”, **İstanbul SMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 75, Nisan-Mayıs 2006, s.93

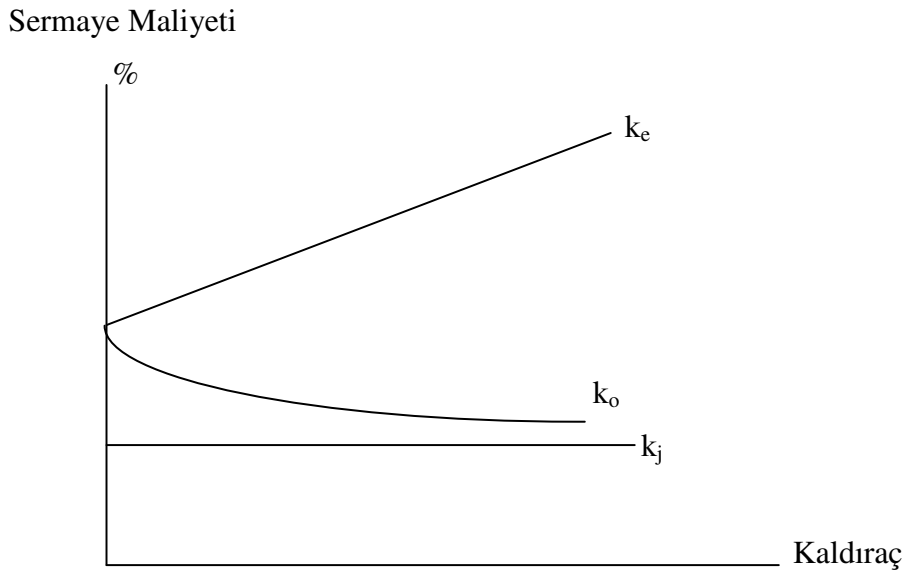
<sup>38</sup> Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, **Finansal Yönetim notları**, [http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim\\_notlari/finansal\\_yonetim\\_ileri.pdf](http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/finansal_yonetim_ileri.pdf), 05.03.2007

### 2.1.1.1 Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımı, firmanın değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünü en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşımdır. Firmanın istediği kadar borç kullanarak özsermaye maliyetini düşürebilme ve piyasa değerini yükseltebilme olanağına sahip olduğunu savunmaktadır. Net gelir yaklaşımı, özsermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğu ve borç ve özsermaye maliyetlerinin çeşitli sermaye yapıları için sabit kaldığı varsayımlarına dayanmaktadır. Bu varsayımlar altında firmanın sermaye yapısında yapacağı değişiklik sonucunda, faaliyet ve finansal riskinde olabilecek artış ortak ve kredi verenler açısından olumsuz bir durum olarak değerlendirilmemektedir.

Net gelir yaklaşımının özü, firmanın ortalama sermaye maliyeti ve toplam piyasa değerinin, firmanın sermaye yapısına bağlı olmasıdır. Firma mümkün olan en yüksek kaldıraç derecesini kullanarak optimal sermaye yapısına ulaşmaktadır.<sup>39</sup>

#### Şekil 2 : Net gelir yaklaşımına göre sermaye maliyeti oluşumu



Kaynak: Usta, Öcal; a.g.e, s.46

<sup>39</sup> Yücel, Emel; "Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana'da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama", (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Mersin 2006, s.8-9

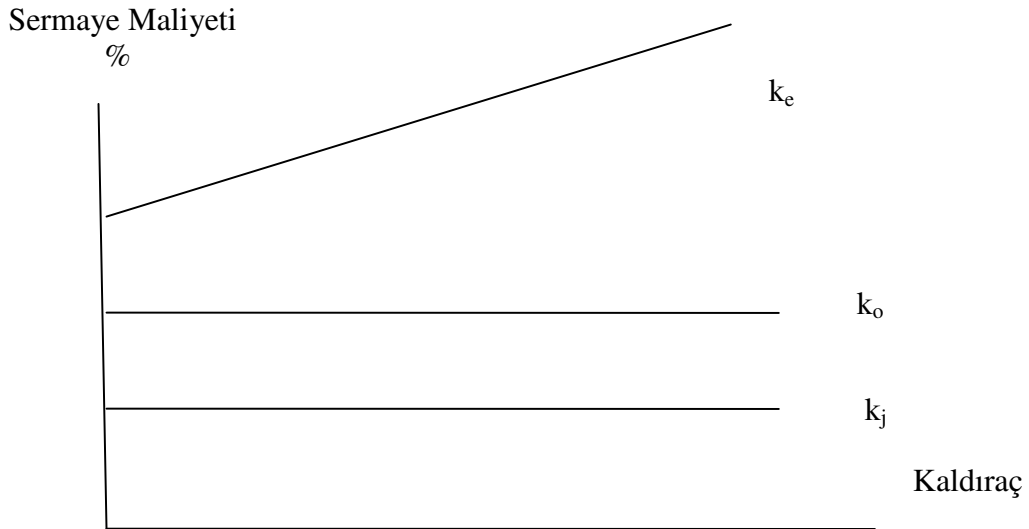
Bu şekilde net gelir yaklaşımının bir sonucu olarak  $k_j < k_e$  olduğu sürece, optimum sermaye yapısının maksimum borçlanma durumunda oluştuğunu göstermektedir. Bu varsayımına göre firma, kaldıraç oranını artırmak suretiyle toplam maliyetini azaltabilir ve piyasa değerini artırabilir.

### 2.1.1.2 Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımı, firmanın toplam sermaye maliyetinin, borçlarının ve dolaşımdaki pay senetlerinin değerinin kullanılan kaldıraç derecesinden bağımsız olduğu görüşü olarak tanımlanabilir.

Dolayısıyla sermaye yapısının, ortalama sermaye maliyeti ve piyasa değeri üzerinde etkisi yoktur. Fakat borç arttıkça özsermayenin karlılığı yükselir. Çünkü işletme riskli hale geldiğine göre daha yüksek oranda kâr dağıtması söz konusudur. Sonuç olarak kaldıraç oranı arttıkça, firmanın riski ve hissedarların kârının arttığı varsayılmaktadır.<sup>40</sup>

### Şekil 3 : Net faaliyet geliri yaklaşımına göre sermaye maliyeti oluşumu



Kaynak: Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; “Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim”, Gazi Kitabevi, Ankara, Ocak-2005, s.231

<sup>40</sup> Özaltın, Oğuzhan; “Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Isparta 2006, s.11

Şekil 3'e göre, firmanın ortalama sermaye maliyetinden daha ucuz borç sağlaması halinde, bu riski alan hissedarlara daha fazla kar payı ödemek durumunda kalması nedeniyle özsermaye maliyeti yükselmektedir. Özsermaye maliyetindeki artış, uzun süreli borcun sağladığı faydayı ortadan kaldırmakta ve buna bağlı olarak ortalama sermaye maliyeti sabit kalmaktadır. Böylece firmanın sermaye bileşiminin firma değeri üzerinde etkisi olmamaktadır.

### 2.1.1.3 Geleneksel Yaklaşım

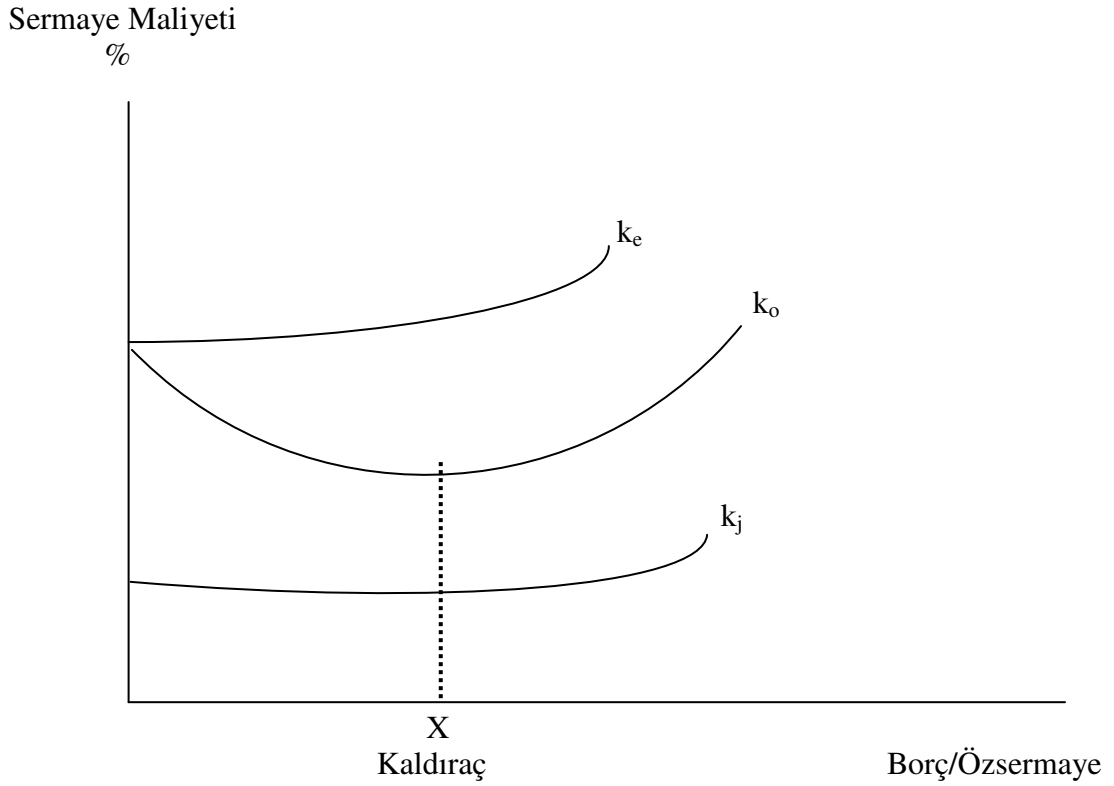
Geleneksel yaklaşım; firmanın bir tek optimal sermaye yapısı olduğunu ve firma finansal kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebileceğini ve pazar değerini artırabileceğini kabul eder. Geleneksel yaklaşıma göre, net faaliyet geliri yaklaşımında olduğu gibi, borç sermaye maliyeti hem vergiden düşülebildiği için hem de ortaklar yüksek risk derecesinde daha yüksek oranda getiri bekleediklerinden, öz sermaye maliyeti yabancı sermaye maliyetinden daha yüksektir. Bu sebeple firma daha çok yabancı kaynak kullanarak öz sermaye maliyetini (iskonto oranını) düşürebilir ve firmanın gelecekteki nakit akımları bu sermaye maliyeti ile ıskontoya tutulacağı için, dolayısıyla firmanın pazar değeri artmış olacaktır. Optimal nokta aşıldıktan sonra, risklilik sebebiyle, hem borç sermaye sahipleri hem de öz sermaye sahipleri daha fazla getiri talep edecekleri için toplam sermaye maliyeti yükselir ve firmanın pazar değeri düşer.<sup>41</sup>

Şekil 4'de,  $k_e$  nin oranının kaldıraçla birlikte artarak yükseldiği farzediliyor. Halbuki  $k_i$  anlamlı kaldıraç seviyesinden sonra yükselmeye başlıyor. Öncelikle, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kaldıraçla birlikte azalıyor çünkü  $k_e$  deki yükselme ucuz sermaye borçlanmasını karşılamıyor. Sonuç olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti  $k_o$ , makul kaldıraç kullanımıyla azalıyor. Belli bir noktadan sonra  $k_e$  deki artış sermaye yapısındaki ucuz sermaye borçlanmasını fazlasıyla karşılıyor ve  $k_o$  yükselmeye başlıyor.  $k_o$  da ki yükselme  $k_i$  deki yükselmeyi tetikliyor ve  $k_i$  de yükselmeye başlıyor. Şekil 1.c'ye göre optimal sermaye yapısı X noktasıdır. Böylece geleneksel nokta sermaye maliyetinin firmanın sermaye yapısından bağımsız olmadığını belirtir. Bunun ise optimal sermaye yapısı olduğunu söyler.

---

<sup>41</sup> Okka, Osman; a.g.e, s.373

#### Şekil 4 : Geleneksel yaklaşıma göre sermaye maliyetinin oluşumu



Kaynak: Van Horne; James C.; “Financial Management and Policy”, Tenth Edition, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, New Jersey 1995, s.262

#### 2.1.1.4 Modigliani – Miller Yaklaşımı

Firmaların finansal yapı konusundaki tartışmalarının temelini Modigliani-Miller’in önermeleri oluşturur.<sup>42</sup> Modigliani-Miller yaklaşımına göre bir firmanın sermaye yapısını değiştirerek o firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemek olanaksızdır. Finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun, firmanın sermaye maliyeti değişmez.<sup>43</sup> Yani daha düşük maliyetli borca başvurmak ortalama sermaye maliyetini düşürmeyeceği gibi firmanın piyasa değerini de yükseltmez. Çünkü işletmenin sermaye maliyeti ve piyasa değeri sermaye yapısından farklıdır. Ayrıca

<sup>42</sup> Yılığör, Ayşe Gül; “İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 20, Sayı 1, Yıl 2005, s.16

<sup>43</sup> Türko, Metin; **Finansal Yönetim**, Erzurum Üniversitesi Yayınları, No:765, Erzurum 1994, s.505

toplam risk de firmanın borçlarının sermayesine olan oranının değişmesinden etkilenmez.<sup>44</sup>

Buraya kadar yapılan açıklamalar ışığında elde ettiğimiz bazı sonuçları sermaye yapısı hakkında genel değerlendirmeler yaparak özetleyebiliriz.

### 2.1.2 Sermaye Yapısının Genel Değerlendirmesi

Doğru sermaye yapısına karar vermek için kullanılacak temel ilkeler maddeler halinde şu şekilde açıklanabilir.<sup>45</sup>

- Eğer çok iyi bir piyasa ve vergi yoksa, istediğiniz sermaye yapısını seçin. Bu Modigliani Miller tarafından analiz edilmişti. Yatırımcılar maliyet olmadan kaldıraç değiştirebilirler ve bu nedenle firmanın kaldıraç seçiminin önemi yoktur.
- Eğer faiz giderleri vergisiz ise, ne kadar büyük kaldıraç miktarı olursa o kadar büyük vergi tasarrufu olur (diğer koşullar eşit). Verginin etkisini düşünecek olursak, yüksek kaldıraç miktarı demek düşük vergi demektir, bu da firmaya fayda sağlar.
- Eğer faiz giderleri vergisiz ise, yüksek vergi oranı büyük miktarda vergi tasarrufunu getirir (diğer koşullar eşit). Yüksek vergi oranı firmanın vergiden kaçınmasını zorunlu kılar. Bunun anlamı ise, yüksek vergi oranı kaldıraçın kullanılmasıyla büyük tasarrufu beraberinde getirir. Sonuç olarak, firma yüksek vergi grubunda ise diğer firmalara göre daha fazla kaldıraç kullanmalıdır (diğer koşullar eşit).
- Kaldıraçın değeri firmanın finansal tehlikesini azaltan bir etkidir. Fazla kaldıraç kullanmak büyük vergi faydası getirir ama riski ve beklenen finansal tehlike maliyetini artırır. Bu noktada yöneticinin karar vermesi gereken nokta, yükselen vergi tasarrufu ve yükselen finansal tehlike maliyeti arasında finansal kaldıraç kullanım seviyesini düşünmektir.

---

<sup>44</sup> Erdoğan, Muammer; **İşletme Finansı**, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu, Yayın no:2, Diyarbakır 1990, s.212

<sup>45</sup> Kolb, Robert W.; Rodriguez, Ricardo J.; **Principles of Finance**, Second Edition, D.C.Heath and Company, 1992, s.571-572-573

- Firmanın varlıklarını likidite etmek ne kadar zorsa, finansal tehlikenin muhtemel cezası da o kadar büyük olur. Likit varlıklara sahip firma için finansal tehlike çok maliyetli olmayacaktır. Çünkü değerinde önemli bir azalma olmadan likit varlıklarını tamamen kolayca nakite çevirebilir. Tam tersine, likit olmayan aktiflere sahip firma, ağır bir şekilde uzmanlaşmış insan sermayesine bağlı, finansal tehlike maliyetinden büyük derecede zarar görecektir. Genel olarak firma aktiflerinin az likit olması, finansal kaldıraç düzeyinin az olarak kullanılmasını gerektirir.

## 2.2 Sermaye Maliyeti

Firma değerlemesi için öncelikli olarak sermaye maliyetinin hesaplanması gerekmektedir. Hesaplanan sermaye maliyeti firmaya serbest nakit akımları ( Free Cash Flows to Firm-FCFF ) yöntemi ile yapılan değerlemede iskonto oranı olarak kullanılmaktadır. Sermaye maliyeti ile kastedilen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (Weighted-average Cost of Capital-WACC )'dir. Bir yatırımın kabul koşulu, söz konusu yatırımın iç getiri oranının ( Internal Rate of return-IRR ), en azından bu yatırım için kullanılan kaynakların maliyetine, başka bir deyişle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine eşit olması gerekmektedir.<sup>46</sup>

Sermaye maliyeti, firma yöneticilerinin karar almalarında kilit unsurlardan birini oluşturmaktadır. Örneğin, yöneticiler yapacakları yatırımlarla ilgili projeler arasında seçim yaparken, çoğu kez kıstas olarak sermaye maliyetini esas alırlar. Çünkü sermaye maliyeti oranı projelerin finansmanı için gerekli olan fonların maliyetini yansıttığı gibi projenin sağlaması gereken en düşük getiriye de belirlemektedir.<sup>47</sup>

---

<sup>46</sup> Ercan, Metin Kamil ve diğerleri; a.g.e, s.14

<sup>47</sup> Chambers, Nurgül; **Firma Değerlemesi**,1. Basım, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005, s.36



### 2.2.1 Borç Maliyeti - Tahvil Maliyeti

Firmalar uzun dönemli borçlanabilmek amacı ile tahvil çıkartırlar. Tahvil maliyeti hesabında vergi sonrası tahvil maliyeti dikkate alınmaktadır. Uzun dönemli finansman kaynakları arasında borçlanma karşılığı ödenen faiz matrahtan düşürülebildiği için tahvil ile borçlanma önemli finansman kaynağıdır.<sup>48</sup> Firmalar almış oldukları borçlara ait faizleri vergi matrahından düşerek daha az vergi ödeme imkanına kavuşurlar. bu durum hissedarlar için daha fazla kar anlamına geldiği için firmanın hisselerini daha değerli kılar. Sonuçta, borçla finanslama, özsermaye ile finanslamaya göre avantajlı olur.

Tahvillerin maliyeti, nominal değerlerinin üstünde veya altında bir değerle satılmaları ve çıkarma giderlerinin eklenmesi nedeniyle karmaşık bir hale gelir. Örneğin, A firmasının 1000 YTL nominal değerli, 5 yıl vadeli tahvilinin %45 faizli olarak satışa sunulduğunu varsayalım. Tahvil çıkarma giderleri düşüldükten sonra 950 YTL nakit girişi sağlanmış olursa, tahvil ile borçlanmanın firmaya maliyeti nedir?

A şirketi tahvil yoluyla sağlanan sermaye karşılığı, yılda 450 YTL faiz ve 5 yılın sonunda ise tahvil sahiplerine her bir tahvil için 1000 YTL ödeyecektir. Bu durumda tahvil maliyeti A firmasına %45'ten yüksektir. Çünkü firmaya tahvilin satışıyla 950 YTL nakit girişi olmuştur. Fakat 5 yılın sonunda 1000 YTL ödeyecektir. 950 YTL ile 1000 YTL arasındaki fark, A firmasının 5 yıllık sürenin sonunda ödeyeceği ek bir giderdir. A firmasının 5 yılda 50 YTL lık bir ek ödemede bulunması zorunluluğu nedeniyle, her tahvil için ( 50:5=10 ) yılda 10 YTL lık fazla bir gider ödemesi gerektirmektedir.

---

<sup>48</sup> Yükçü, Süleyman ve diğerleri; **Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir 1999, s. 893

O halde;

$$k = \frac{r + \frac{(P - F)}{n}}{\frac{P + F}{2}}$$

k = Tahvil maliyeti

r = Tahvilin yıllık faiz tutarı

P = Tahvilin nominal değeri

F = Tahvilin piyasa fiyatı

n = Tahvilin süresi

Formül yardımıyla, tahvilin maliyeti:

$$k = \frac{450 + \frac{(1000 - 950)}{5}}{\frac{1000 + 950}{2}} = k = \frac{450 + 10}{975}$$

k = % 47 olur.

A firması, tahvil yoluyla sağlanan sermayenin vergiden sonraki maliyetini hesaplamak isterse, vergiden önceki bu maliyette bazı ayarlamalar yapması gereklidir.<sup>49</sup> Formülde sunulduğu gibi,<sup>50</sup>

$$K_d (\text{Cost of Capital}) = k (1 - t)$$

Bu firmanın %20 kurumlar vergisi ödeyeceğini kabul edecek olursak, faiz olarak ödeyeceği her liradan 0.20 YTL'lık kurumlar vergisinin düşülmesi

<sup>49</sup> Usta, Öcal; a.g.e, s.41-42

<sup>50</sup> Black, Stanley B.; Hirt, Geoffrey A.; **Foundations of Financial Management**, Fifth Edition, Richard D. IRWIN, Inc, 1989, s.305

gerekmektedir. Buna göre tahvil sahiplerine ödenecek faizin sadece %80'i A firması tarafından ödenmiş olacaktır. Sonuçta A firmasının vergiden sonraki faiz maliyetinin (  $0,47 \times 0,80 = 0,38$  ) %38 olduğu görülür. Faizlerin gider olarak gösterilip kurumlar vergisi matrahından düşülmesi “vergi sığınağı” olarak tanımlanmakta ve borç yoluyla sağlanan sermayeyi daha çekici hale getirmektedir.<sup>51</sup>

### 2.2.2 Özsermaye Maliyeti

Borçlarda olduğu gibi, öz sermayenin firma için maliyeti, firmanın adî hisse senetleri sahiplerinin firmadan talep ettikleri getiri oranına eşittir. Firma öz sermayeyi iki yönden elde eder:

- *İç kaynaklar*, dağıtılmayan kârlar yoluyla sağlanan öz sermaye,
- *Dış kaynaklar*, yeni hisse ihraç etmek suretiyle sağlanan öz sermaye.

Firmanın iç kaynaklarından elde ettiği öz sermayesinin maliyeti dış kaynaklarından elde ettiği öz sermayenin maliyetinden daha küçüktür. Çünkü dağıtılmayan kârlarda böyle bir gider yoktur. Dağıtılmayan kârlar, pazar tarafından satın alındığı için, firmanın hisse senetlerinin pazar değerini yükseltici etki yapar. Hisse senetlerinin maliyetini ölçmek için bazı modeller geliştirilmiştir.<sup>52</sup>

#### 2.2.2.1 Özsermaye Maliyetinin Kar Payı Modeli ile Hesaplanması

Bu modelde bir hisse senedinin bugünkü değerinin hisseye ileride ödenecek kar paylarının toplamının bugünkü değerine eşit olduğu kabul edilir. Buna göre hisse senedinin bugünkü değeri aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanabilir;<sup>53</sup>

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k_s} + \frac{D_2}{1+k_s} + \frac{d_\infty}{1+k_s} \quad (1)$$

<sup>51</sup> Usta, Öcal; a.g.e, s.42

<sup>52</sup> Okka, Osman; a.g.e, s.347

<sup>53</sup> Yükçü, Süleyman ve diğerleri; a.g.e, s. 897

$P_0$  = Hisse senedinin değeri

$D_1$  = Birinci yılın sonunda ödenen kar payı

$k_s$  = Hisse senedinin gerekli getirisi ( required rate of return )

Eğer kar paylarının büyüme oranının sabit ve  $k_s$  den az olduğu varsayılırsa eşitlik (1) şu şekle dönüşür.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_s - g} \quad (2)$$

$g$  = kar payı büyüme oranı

Eşitlik (2) den  $k_s$  yatırımcı için gereken getiri oranı hesaplanabilir. Bu oranda firmanın özsermaye maliyetine eşit olmaktadır.

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Özsermaye maliyeti birinci yılın sonunda dağıtılması beklenen kar payı miktarının hisse senedinin o günkü değerine bölünmesi ve kar payı dağıtımında beklenen büyüme oranına eklenerek bulunabilir. Kar payı dağıtımı vergiden sonra yapıldığı için herhangi bir vergi ayarlaması gerekmemektedir.

### 2.2.2.2 Özsermaye Maliyetinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli İle Hesaplanması

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli ( CAPM ) William Sharpe ( 1964 ) ve John Lintner ( 1965 ) tarafından varlıkları fiyatlama teorisi olarak ortaya çıkartılmıştır. Kırk yıl sonra, CAPM yaygın olarak firmaların sermaye maliyetlerini tahmin etme ve yönetilen portföylerin değerlendirilmesi gibi uygulamalarda kullanılıyor.<sup>54</sup>

CAPM'e göre bir finansal varlığın fiyatı ( değeri ) aşağıdaki formülle bulunur.

$$E(R_i) = R_F + \beta_i [ E(R_M) - R_F ]$$

Burada,

$E(R_i)$  = Yatırımın beklenen getirisini (verimini)

$E(R_M)$  = Pazarın beklenen verimini (İMKB indeksinin getirisini)

$\beta_i$  = Sistemik, kaçınılmayan risk ölçüsü, başka bir deyişle,  $R_i$ 'nin  $R_M$  üzerindeki regresyon katsayısını

$R_F$  = Risksiz faiz oranını (örneğin, hazine bonosu faiz oranını) temsil etmektedir.

Yukarıdaki denkleme göre belirli bir yatırımın beklenen getirisi iki terimin toplamından oluşur; Risksiz faiz oranı ve Risk primi.

Risk primi,  $\beta_i [ E(R_M) - R_F ]$  formülünden hesaplanmakta olup: bu risk primi, pazar (piyasa) risk priminin  $[ E(R_M) - R_F ]$  belirli bir yatırımın değişkenlik indeksi ya da sistemik riski ile çarpımından oluşur. Bu indeks,  $\beta_i$ , beta katsayısı olarak adlandırılmakta olup, yatırımın getirileriyle pazar getirileri arasındaki duyarlılığı ölçer. Başka bir anlatımla beta, kaçınılması olanaksız olan ekonomiye özgü riski ölçer.

---

<sup>54</sup> Fama, Eugene F.; French, Kenneth R.; "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", CRSP Working Paper No. 550; **Tuck Business School Working Paper**, No. 03-26, August 2003, s.1

CAPM'in en önemli varsayımı, etkin sermaye pazarlarının varlığı ve yatırımların özdeş beklentilere sahip olmasıdır.

Ayrıca çok iyi çeşitlendirilmiş bir cüzdanın (rassal olarak seçilmiş yirmi ya da daha fazla yatırımın) toplam riski, yalnızca sistematik riske eşit olabilecektir. Bu nedenle belirli bir yatırımın en önemli risk kaynağı, getirilerinin pazar getirilerine göre duyarlılığı olmaktadır. Dolayısıyla herhangi bir yatırım için beta, yatırımın riskini gösteren yeterli bir ölçüdür; risk primleri de beta riskine göre oransal bir özellik gösterecektir. Bu görüş, bir projenin riskini firma riskine marjinal katkısı olarak gören ve bu projenin getirisi ile firma etkinliklerinin getirilerinin kovaryansı ile ölçen toplam risk yaklaşımından farklıdır.

Yukarıdaki denklemin en önemli üstünlüğü, tahmini yapılması gereken tek etkenin beta katsayısı olmasıdır. Diğer etkenler, pazarın belirlediği etkenler olup: çeşitli veri kaynaklarından kolay bir biçimde sağlanabilir.

Yatırım kararlarıyla CAPM arasındaki ilişki şöyle ortaya konabilir. Yönetimin amacının firmanın değerini başka bir deyişle paydaşların servetini ençoklama olduğu konusunda bir görüş birliği vardır. Varlıklar, bu varlıklardan sağlanacak nakit akımları riske göre ayarlanmış verim oranı üzerinden iskontolanarak pazarda değerlendirilir. Riske göre ayarlanmış verim oranı, pazar risk primi ile yatırımın pazara göre değişkenliğini yansıtır. Bu nedenle proje değerlemede tek bir projenin beklenen nakit akımları önce CAPM'ce belirlenen riske göre ayarlanmış verim oranı (sermaye maliyeti) ile iskontolanmalıdır. Bundan sonra firmanın değerini artıran herhangi bir proje kabul edilmelidir.<sup>55</sup>

CAPM modelinde bahsi geçen risklerin ayrıntılı bir değerlendirmesi yapılmalıdır. Bu denklemi etkileyen faktörlerin bilinmesi ve elde edilecek verilerle risk bileşenlerinin gerçeğe en yakın olasılıkla tahmin edilmesiyle denklem sonucunda bulunan değer bizim için en yararlı değer olacaktır. Daha önceki bölümde de belirtildiği gibi riski en aza indirmek firma başarısını artıracaktır. Bu sebeple

---

<sup>55</sup> Tefvik, Arman T.; a.g.e, s.35-36

denklemdede sözü edilen risksiz getiri oranı, piyasa riski ve beta katsayısını incelemek gerekecektir.

#### **2.2.2.2.1 Risksiz Getiri Oranının Belirlenmesi**

Risksiz getiri oranı (  $R_F$  ), kurumsal olarak ödenmeme riski olmayan bir menkul kıymet veya menkul kıymetlerden oluşan portföyün getiri oranıdır. Risksiz getiri oranı olarak, hazine bonolarının faiz oranı, 10 yıllık devlet tahvillerinin faiz oranı, otuz yıllık devlet tahvillerinin veya eurobond'ların faiz oranı kullanılabilir. Genellikle risksiz getiri oranı olarak dikkate alınacak faiz oranının belirlenmesinde bu faiz oranının firmanın değerini tespit için tahminlenen nakit akımlarının süresiyle uyumlu olmasına dikkat edilir. Bu nedenle on yıllık uzun vadeli faiz oranını yansıtan devlet tahvillerinin referans olarak alınması daha anlamlıdır. Hazine bonoları kısa vadeli faiz oranını yansıttığı için tercih edilmez. Dolayısıyla, uzun vadeli faiz oranını yansıtacak, örneğin 10 yıllık eurobond faiz oranı, sermayenin maliyetinin hesaplanmasında risksiz faiz oranı olarak dikkate alınabilir.<sup>56</sup>

#### **2.2.2.2.2 Piyasa risk priminin belirlenmesi**

Piyasa risk primi (  $[ E(R_M) - R_F ]$  ), piyasa portföyünün beklenen getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. CAPM modelinde risk primi hesaplanırken, menkul kıymetin geçmişteki ortalama getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri arasındaki fark kullanılmaktadır.<sup>57</sup>

#### **2.2.2.2.3 Beta Kavramı ve Özellikleri**

Her finansal yatırım riskini de beraberinde getirir. Gelecekte piyasa koşullarının ne olacağının tam olarak bilinmemesinden dolayı yapılan yatırımların ilerideki değeri de kesin olarak tespit edilemez. Ancak istatistiksel yöntemler kullanılarak yapılan yatırımların beklenen değeri değişik olasılıklar altında analiz

---

<sup>56</sup> Köse, Abdurrahman; "Banka Değerlemesi: İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı", **Aktive Dergisi**, No 29, Mart-Nisan 2003, s.7

<sup>57</sup> Köse, Abdurrahman; a.g.e, s.7

edilebilir.<sup>58</sup>

Finansal piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerle ilgili iki taraf söz konusudur. Bu taraflar, ilgili menkul kıymeti çıkaran firma ve bu menkul kıymete yatırım yapan tasarruf sahibi yatırımcılardır. Bir menkul kıymet, yatırımcı açısından bir getiri ifade ederken; çıkaran firma açısından da özkaynak maliyeti içermektedir. Gerek yatırımcıların menkul kıymetlere yatırım yaparken risk ve getiri arasında ilişki kurması, gerekse de firmaların sermaye maliyeti hesaplamalarında özkaynak maliyetinin bilinmesi gereği, menkul kıymetlere ait risklerin sağlıklı ve doğru bir şekilde ölçülmesini kaçınılmaz kılmaktadır.<sup>59</sup>

Menkul kıymet pazar doğrusu (security market line - SML) sermaye varlık fiyatlandırma modelinin temel fikrini ifade etmektedir; bir menkul kıymetin beklenen getirisi betayla ölçülen riskle doğrusal olarak artar.<sup>60</sup> Model menkul değerlere yatırım yapan yatırımcıların beta olarak adlandırılan sistematik ya da denetlenemeyen risk kadar ödüllendirildiğini varsaymaktadır. Diğer risklerden kaçınılabileceği ve yatırımcıların bu risklerden dolayı ödüllendirilemeyeceği modelin bir başka varsayımıdır.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> Bolgün, K. Evren; Akçay, M. Barış; **Risk Yönetimi: Gelişmekte Olan Türk Finans Piyasasında Entegre Risk Ölçüm ve Yönetim Uygulamaları**, Scala Yayıncılık, 2. Basım, İstanbul, 2005, s.41

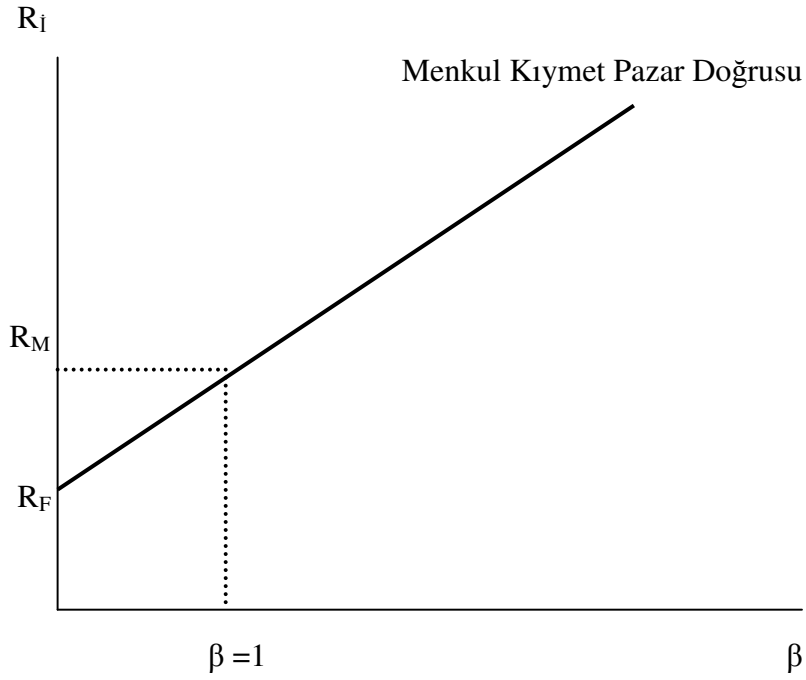
<sup>59</sup> Kırılı, Mustafa; "Halka Açık Olmayan Şirketlerde Sistemik Risk Ölçüsü Beta Katsayısının Tahmin Edilmesi", **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Yıl 2006, Cilt 13, Sayı 1, s.131

<sup>60</sup> Kolb, Robert W.; Rodriguez, Ricardo J.; (Çeviren : Ali İhsan Karacan), **Finansal Yönetim**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın no:35, 1996, s.246

<sup>61</sup> Tefik, Arman T.; a.g.e, s.126



### Şekil 5 : Menkul Kıymet Pazar Doğrusu



Kaynak : Schall, Lawrence D.; Haley, Charles W.; “Introduction to Financial Management”, Sixth Edition, McGraw-Hill, Inc, 1991, s.192

Varlığın risk değeri firmanın hisse senedi değeri ile denk ise  $\beta=1.0$ , eğer varlık ortalamanın üstünde bir riske sahipse  $\beta$  1.0’ı aşar ve eğer varlık ortalamanın altında riskli ise  $\beta$  1.0’den azdır.<sup>62</sup> Beta hakkında hatırd tutulması gereken noktalar şu şekilde özetlenebilir:<sup>63</sup>

- Beta, bir menkul kıymetin çeşitlendirmeye giderilemeyen riskini ya da piyasa riskini ölçmektedir.
- Piyasanın beta değeri 1 kabul edilmektedir.
- Hisse senetlerinin pozitif ya da negatif beta değerlerine sahip olmasına karşın; bunların önemli bir bölümünün betası pozitiftir.
- 1’den büyük beta değerine sahip hisse senetleri, piyasa getirisindeki değişikliklere karşı daha duyarlı olup, piyasaya göre daha riskli kabul

<sup>62</sup> Higgins, Robert C.; **Analysis for Financial Management**, Second Edition, Richard D. IRWIN, Inc, 1989, s.269

<sup>63</sup> Gürbüz, A. Osman; Ergincan, Yakup; **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayıncılık, 1. Basım, 2004, s.82

edilirler. Betası 1'in altında olan hisse senetleri, piyasaya oranla daha az risklidir.

- Daha yüksek bir riske sahip olduğu için beta değeri daha yüksek çıkan bir hisse senedinden beklenen getiri oranı yüksek olmalıdır.
- Daha düşük bir riske sahip olduğu için beta değeri daha düşük çıkan bir hisse senedinden beklenen getiri oranı düşük olmalıdır.

CAPM modeli için gerekli olan girdileri inceledikten sonra, önemli olan başka bir konuya, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine geçilmektedir. Bu verinin ileride incelenecek İndirgenmiş Nakit Akımları metodunda risk faktörleri kadar önem taşıması onun ayrıntılı şekilde incelenmesine neden oluyor.

### 2.2.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Bir firmanın sermaye maliyeti, firmanın hisse senetlerinin yatırımcılar tarafından satın alınmasını gerektirecek en düşük getiri oranı olarak tanımlanabilir. Bu getiri oranı, paranın zaman değerini de kapsayan getiri ve risk priminin toplamına eşit olmalıdır. Hisse senedi sahipleri yalnızca firmanın kazançlarından artı kalan üzerinde hak sahibi olduklarından riskleri de yüksektir ve buna bağlı olarak getirilerinin de yüksek olmasını isterler. Başka bir açıdan sermaye maliyeti, firmanın toplam nakit akışlarını kapitalize etmekte kullanılan oran olarak da tanımlanabilir. Böyle bir durumda sermaye maliyeti, firmanın tek tek yaptığı faaliyetlerin beklenen getirilerinin ağırlıklı ortalamasıdır.<sup>64</sup>

Eğer bir firmanın sermayesi sadece borçlarından oluşsaydı, sermaye maliyeti borçlara ödenen faizin vergiden sonraki maliyeti olacaktı. Firma borç almaz ve ayrıcalıklı hisse senedi çıkarmazsa, sermayesi yalnızca özsermayeden oluşacak ve sermaye maliyeti adi hisse senedi sahiplerinin beklenen getirilerinden ibaret olacaktı. Ancak gerçekte bu durumlarla karşılaşmak oldukça güçtür. Firmaların sermayesi, birden fazla sermaye unsurunun bir araya getirilmesiyle oluşmaktadır. Çeşitli kaynaklardan sağlanan bu sermaye unsurlarının ayrı ayrı maliyetleri vardır. Sermaye unsurlarının bir araya gelmesiyle oluşan sermayenin maliyeti, ağırlıklı ortalama

---

<sup>64</sup> Chambers, Nurgül; a.g.e, s.90

sermaye maliyeti ile hesaplanır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise çeşitli fon kaynaklarının vergiden sonraki maliyetlerinin bu kaynakların sermaye içindeki payları ile çarpımlarının toplamıdır.<sup>65</sup>

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti formül ile açıklanacak olursa,<sup>66</sup>

$$r^* = r_D (1 - T_c) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

$r^*$  = Sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti

$r_D$  = Firmanın paylarının pazar getiri oranı

$r_E$  = Firmanın hisselerinin beklenen getiri oranı (firmanın iş riskine ve borç rasyosuna

bağlı olan)

$T_c$  = Marjinal firma gelir vergisi oranı

$D, E$  = Özsermaye'nin ve borcun pazar değeri

$V = D + E$  = Firmanın varlıklarının toplam pazar değeri

Konu bir örnekle tamamlanacak olursa;<sup>67</sup>

B.B. Lean Co. 1,4 milyon ihraç edilmiş adi hisse senedine sahiptir ve hisse başına \$20 ile satılır. Firmanın borcu nominal değerinin %93'ü ile kote olan tahvilden oluşmaktadır ve toplam nominal değer \$5 milyondur. Fiyatın getirisi %11'dir. Risksiz faiz oranı %8 ve piyasa risk primi %7'dir. Hesaplanmış beta katsayısı 0,74 ve firma vergi oranı %34 ise Lean Co.'nin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplayalım.

<sup>65</sup> Ceylan, Ali; **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000, s.178

<sup>66</sup> Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill Publishing Company, 1988, s.451

<sup>67</sup> Ross, Stephen A., ve diğerleri; **Fundamentals of Corporate Finance**, Richard D. IRWIN, Inc, 1991, s.453

Öncelikle özsermaye ve borç maliyetini CAPM yöntemine göre hesaplanabilir.

$$\%8 + 0,74 \times \%7 = \%13,18$$

Toplam özsermaye değeri	1,4 milyon x \$20 = \$28 milyon.
Borcun toplam değeri	0,93 x \$5 milyon = \$4,65 milyon
Firmanın toplam piyasa değeri	\$28 milyon + \$4,65 milyon = \$32,65 milyon

Buradan sonra, WACC'yi kolaylıkla hesaplanır. Firmanın finansal faaliyetlerinde kullandığı özsermayenin yüzdesi

$$\frac{\$28 \text{ milyon}}{\$32,65 \text{ milyon}} = \% 85,76$$

Borcun yüzdesini bulmak için bu oranı 1 den çıkarmak yeterli olacaktır.

$$1 - 0,8576 = \% 14,24$$

Böylece WACC;

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \frac{E}{V} r_E + \frac{D}{V} r_D (1 - T_c) \\ &= 0,8576 \times \%13,18 + 0,1424 \times \%11 \times (1 - 0,34) \\ &= \% 12,34 \end{aligned}$$

olarak bulunur.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIM YÖNTEMİ

Her geçen gün ağırlaşan ekonomik koşullar ve artan rekabet ortamı firmaların varlıklarını sürdürmelerini zorlaştırmaktadır. Firmaların, amaçlarını gerçekleştirebilmeleri için gerekli olan girdilerin fiyatlarının yükselmesi sonucu kaynak ihtiyaçları artmıştır. Bununla beraber kaynak sağlayan kişi ve kurumların sağlayacakları fonların maliyetlerini arttırmaları, firmaları sermaye piyasalarına yöneltmiştir. Sermaye piyasalarının geliştiği ülkelerde firmalar, uygun kaynak bulabilmeleri ve devamlı büyümeyi gerçekleştirebilmeleri için firma değerlerini gerçekçi olarak saptayarak, artırma yoluna gitmektedirler. Menkul kıymet borsalarında hisseleri işlem gören firmalar, hissedarlarını memnun etmek için piyasa değerlerini hissedarları açısından arttırmak zorundadırlar. Firma değerini gerçekçi olarak belirleyemeyen ve yükseltmemeyen firmalar günümüz yeni ekonomik düzeninde ulusal ve uluslar arası rekabette başarılı olamayacaklardır.<sup>68</sup>

Geleceğin tahmini ne kadar doğru olursa değerlendirme de o kadar sağlam olur. Değerleme sürecinde gelecek tahminlerinin çözümlenmesinin önemi vurgulanmaktadır. Bu nedenle varlık yatırımlarının piyasa değerini ve fiyatını doğru tahmin etmek için üretilen her yöntem sağlamlık içermelidir.<sup>69</sup>

Finans literatüründe kâra getirilen eleştiriler çerçevesinde firma amacı “Firmanın Net Bugünkü Değerini hissedarlar açısından maksimum kılmak” olarak tanımlanmaktadır. Firma amacı olarak görülen firma değeri; varlık ve kaynakların muhasebede kayıtlı değerlerinden farklı anlamlar içermekte ve işletmenin geleceğiyle ilgili değerleri de (paranın zaman değeri ve risk faktörü gibi) bünyesinde taşımaktadır. Firma değerinin tespitinde çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımları klasik (İndirgenmiş Net Nakit Akışları) ve modern yaklaşımlar (Ekonomik Katma Değer, Pazar Katma Değeri, Nakit Katma Değer, Hissedar Katma Değer) olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu yaklaşımlar arasında işletmenin

<sup>68</sup> Önal, Yıldırım Beyazıt ve diğerleri; a.g.e, s.369-370

<sup>69</sup> French, Nick; Gabrielli, Laura; “Discounted Cash Flow: Accounting For Uncertainty”, **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Dec 2005, Volume: 23, Issue: 1, Page: 77

gelecekteki kazanma gücünün dikkate alınması, sahip olunan varlıklar dışında, firma üzerinde etkili olan, varlıkların etkin kullanımı işletmenin kaynak yapısı, işletme yönetiminin örgüt, üretim, pazarlama ve finansman anlayışı gibi faktörleri de değerlendirmeye dahil ettiği için<sup>70</sup>, bütün yaşanan tartışmalara rağmen çoğu yazarların üzerinde durduğu ortak nokta, İndirgenmiş Nakit Akımı yönteminin hala piyasa değerini tahmin etmede ve varlıkların duyarlılıklarını test etmede en iyi yöntem olduğudur.<sup>71</sup>

Firma değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, firmanın gelecekteki nakit yaratma potansiyeli üzerine kurulmuştur. İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi'nde, firma değeri, firmanın gelecekte yaratacağı belirli bir indirgeme oranı ile değerlendirme tarihi itibari ile bugünkü değere indirgenerek bulunmaktadır. İndirgeme oranı, tahmin edilen nakit akımlarının ve piyasanın getiri oranının bir fonksiyonu olarak karşımıza çıkmakta olup; riskli varlıklar ve projeler için daha yüksek, daha az riskli varlıklar ve projeler için ise daha düşük olmaktadır.<sup>72</sup>

### 3.1 İndirgenmiş Nakit Akımlarını Esas Alan Değerleme Yöntemleri

İndirgenmiş nakit akımları ile firma değerlemesinde iki yöntem firma değerlemesini açıklamaktadır. Bunlar Firmaya Ait Serbest Nakit Akımlarının ve Özkaynağa Ait Serbest Nakit Akımlarının indirgenmesi yöntemleridir. Firmaya Ait Serbest Nakit Akımları ( Free Cashflows to the Firm – FCFF ) uygulamasında önce firmanın faaliyetlerinden kaynaklanan toplam değeri hesaplanır. Daha sonra bu değerden finansal borçlar ve diğer yükümlülükler düşülür ve ortaklara kalan özkaynakların değeri bulunur. Özkaynağa Ait Serbest Nakit Akımlarında ise ( Free Cashflows to the Equity – FCFE ), doğrudan ortaklara kalan özkaynakların değeri bulunur. İndirgenme oranları her bir nakit akımı kaynağının riskini yansıtacak

<sup>70</sup> Zaif, Figen; “Firma Değeri Açısından Kar ve Nakit Kavramı: İMKB’de Deneysel Bir İnceleme”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Eylül 2005, s.41-42

<sup>71</sup> Verginis, Constantinos S.; Taylor, J. Stephen; “Stakeholders' Perceptions Of The DCF Method In Hotel Valuations”, **Journal of Property Management**, Year: Dec 2004 Volume: 22 Issue: 5 Page: 363

<sup>72</sup> Kırılı, Mustafa; “Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değerin Belirlenmesi”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Yıl 2005, Cilt 12, Sayı 2, s.158

şekilde doğru seçilirse, her iki yönetime göre hesaplanan firma değeri de tam olarak aynı sonucu verir.<sup>73</sup>

Firma borçlarında önemli değişkenlerin olduğu durumlarda özsermaye ye olan nakit akımlarını hesaplamak oldukça zordur. Bu nedenle yüksek finansal kaldıraca sahip ve borç rasyolarında önemli değişikliklerin gerçekleşmesi beklenen firmalarda, firmaya olan serbest nakit akımları yöntemi kullanmak en uygun yol olabilecektir. Borcu fazla olan ve satışları dönemsel olarak farklılık gösteren firmalarda genellikle özsermaye ye olan serbest nakit akımları negatif çıkmaktadır. Bu da bu yöntemin uygulanışını zorlaştıran diğer önemli bir faktördür. Firmaya olan nakit akımları yönteminde ise nakit akımı borcun maliyeti olan finansman giderlerinden önce hesaplandığı için negatif çıkma olasılığı düşüktür.<sup>74</sup>

### 3.2 İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminde Değerleme Süreci

İyi analiz edilecek bir süreçte, uygulanacak yöntem mutlaka başarılı sonuçlar verecektir. Bu doğrultuda değerlendirme sürecini bir dizi madde ile oluşturmak gerekecektir.

Bu yaklaşım temelini; her varlığın gelecekte beklenen nakit akışlarının şimdiki değeri olan “şimdiki değer” kuralından almıştır.<sup>75</sup> İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminde firmanın geçmiş verileri ve performansı analiz edilerek, geleceğe ilişkin nakit akımları tahmin edilir. Nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılacak indirmeme oranı, firmanın nakit akımlarının riskliliğini yansıtacak bir şekilde, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak belirlenir. Nakit akımlarının tahmin süreci sonunda, firmanın sonsuza dek alacağı değer, Sürdürülen Değer (Continuing Value, Terminal Value) olarak belirlenir. Son aşamada ise gerekli hesaplamalar yapılarak firma değerine ulaşılır.<sup>76</sup>

---

<sup>73</sup> Copeland, Tom E. Ve diğerleri; **Valuation–Measuring and Managing the Value of Companies**, McKinsey & Company Inc., 1996, s.137

<sup>74</sup> Chambers, Nurgül; a.g.e, s.228

<sup>75</sup> Damodaran, Aswath; a.g.e, s.9

<sup>76</sup> Ercan, Metin Kamil ve diğerleri; **Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003, s.5

**Tablo 1 : Değerlemenin Basamakları**

Geçmiş performansını analiz et	<ul style="list-style-type: none"><li>• Yatırılan sermayeyi ve FVÖK'ı hesapla</li><li>• Değer kaynaklarını hesapla</li><li>• Geçmiş performansını yorumla</li><li>• Finansal sağlığını analiz et</li></ul>
Performansını tahmin et	<ul style="list-style-type: none"><li>• Stratejik pozisyonunu anla</li><li>• Performans senaryoları üret</li><li>• Parametreleri tahmin et</li><li>• Tahminlerin olabirliğini kontrol et</li></ul>
Sermaye maliyetini tahmin et	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sermaye yapısında borç-öz kaynak oranına bak</li><li>• Öz kaynak maliyetini tahmin et</li><li>• Borç maliyetini tahmin et</li></ul>
Nihai değeri tahmin et	<ul style="list-style-type: none"><li>• Uygun bir teknik seç</li><li>• Tahmin dönemi seç</li><li>• Parametreleri tahmin et</li><li>• Nihai değeri bugünkü değere iskontola</li></ul>
Hesapla ve sonuçları yorumla	<ul style="list-style-type: none"><li>• Hesapla ve test sonuçlarını bul</li><li>• Sonuçları yorumla</li></ul>

Kaynak : Serin, Gül Reyhan; a.g.e, s.5

### **3.3 İndirgenmiş Nakit Akım Yönteminin Girdileri**

İndirgenmiş Nakit Akımı Yönteminin girdilerini doğru tespit etmek ve bu girdileri akılcı bir şekilde yonteme uygulamak gerekir. Bunun için öncelikle bu girdilerin neler olduğuna ve nasıl elde edileceğine karar vermek gerekecektir. Veriler sağlandığında yontemin uygulanması aşamasına geçilecektir.



İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminde nakit akımları belirli bir projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilmekte ve bu dönemin sonunda firmanın bir Sürdürülen Değer (Continuing Value, Terminal Value) alacağı kabul edilmektedir. İndirgenmiş Nakit Akımlar Yönteminde firmanın değeri (V) şu şekilde matematiksel olarak ifade edilmektedir.<sup>77</sup>

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{\text{Continuing Value}_n}{(1+k)^n}$$

Burada;

V : Firma değerini,

CF<sub>t</sub> : t dönemindeki nakit akımı ,

k : İndirgeme oranını ,

n : Nakit akımlarının tahmin süresini,

Continuing Value<sub>n</sub> : Firmanın tahmin dönemi sonundaki Sürdürülen Değerini

ifade etmektedir.

Yukarıdaki eşitlikte de görülebileceği gibi İndirgenmiş Nakit Akımlar Yöntemi'nin Nakit Akımları , İndirgeme Oran ve Sürdürülen Değer olmak üzere üç temel girdisi bulunmaktadır. Bu üç temel girdi aşağıda ayrıntılı olarak analiz edilecektir.

---

<sup>77</sup> Kırılı, Mustafa; a.g.e, s.159-160

### 3.3.1 Nakit Akımları

#### 3.3.1.1 Firma Değeri Modeline Göre Nakit Akımlarının Oluşumu

Bu noktada çözülmesi gereken olay nakit akımlarını oluşturacak kalemlerin doğru bir şekilde seçilmesidir. Daha nceki bölümlerde de bahsedildiği gibi muhasebe kayıt ortamında yapılacak uygulama farklılıkları nakit akımlarını etkileyecektir. Bu sebeple firmaların ortak bir dil konusunda değerleme işlemlerini tek tip düzenleme ile yapmalarını savunmaktayım. Bu olursa her firma için değerleme sınırları eşitlenmiş olur ve gerçek rekabet için değerler ortaya çıkar. Kıyaslama olanakları daha fazla bir şekilde artar.

Aşağıdaki tablodan görüleceği üzere faaliyet sonucu yaratılan serbest nakit akımlarını hesaplamak için faiz ve vergiden önceki kar esas alınır. Bu kar üzerinden öncelikle vergiler ödenir, daha sonra amortismanlar eklenir. İşletme sermayesindeki değişimin pozitif ya da negatif olmasına göre ekleme ya da çıkarma işlemleri yapılır. Yatırım harcamaları da düşüldükten sonra kalan tutar için diğer aktif ve pasiflerdeki net değişimler olumlu ya da olumsuz olmasına göre dikkate alınır. Bu işlemler sonucunda faaliyetlerle ilgili serbest nakit akımları ortaya çıkar.<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup> Chambers, Nurgül; a.g.e, s.226

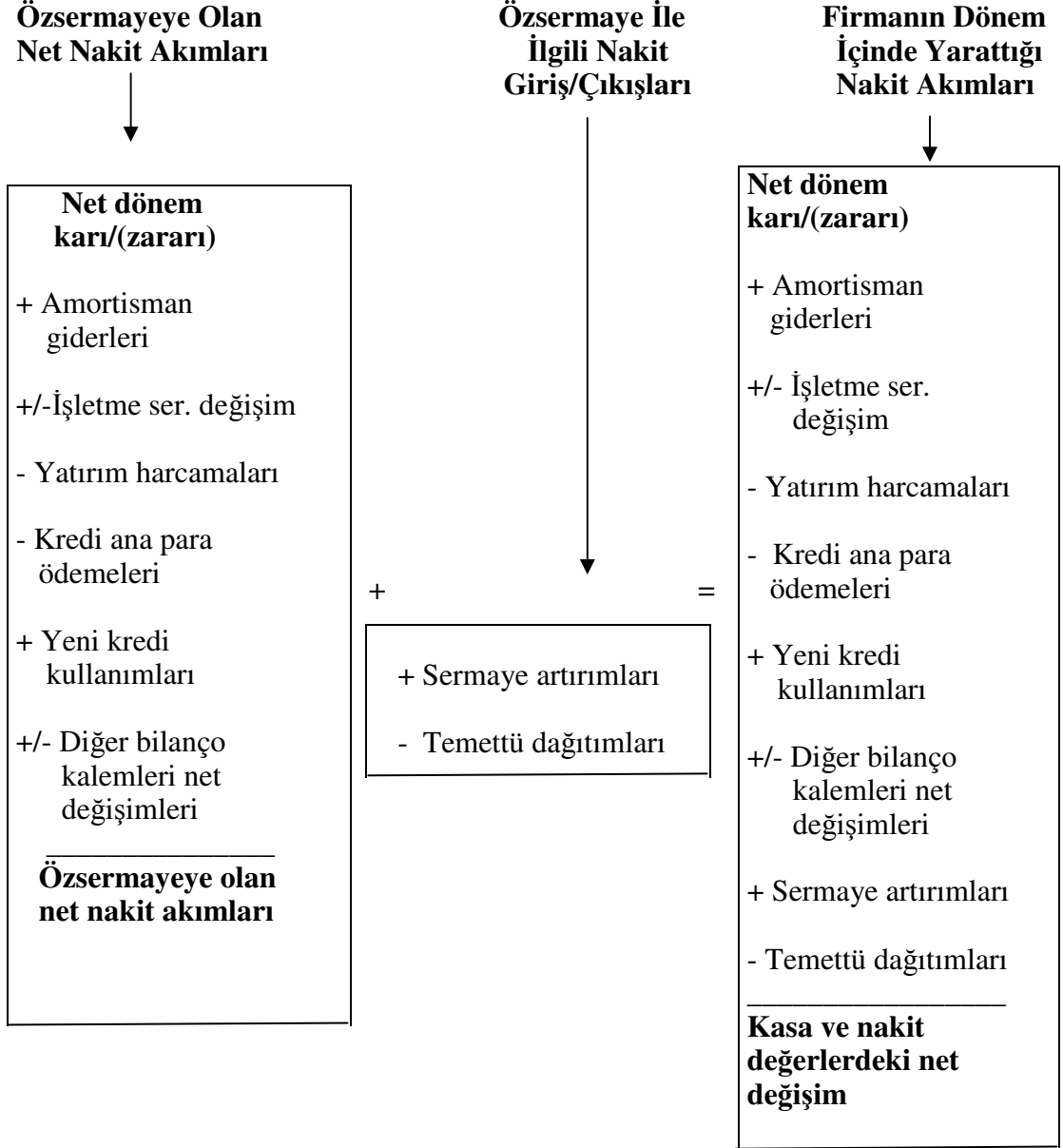
**Tablo 2 : Firma Değeri Modeline Göre Nakit Akımları**

<b>Faaliyet Sonucu Yaratılan Serbest Nakit Akımları Akımları</b>	<b>Faaliyet Dışı Finansal Nakit Giriş/Çıkışları</b>	<b>Firmanın Dönem İçinde Yarattığı Nakit</b>
<p>↓</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"><p style="text-align: center;"><b>FVÖK</b></p><ul style="list-style-type: none"><li>- FVÖK üzerinden ödenen vergi</li><li>+ Amortisman giderleri</li><li>+/- İşletme ser. değişim</li><li>- Yatırım harcamaları</li><li>+/- Diğer aktif / pasiflerdeki net değişimler</li></ul><p style="text-align: center;">=</p><p style="text-align: center;"><b>Faaliyetlerle ilgili serbest nakit akımları</b></p></div>	<p>↓</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"><ul style="list-style-type: none"><li>+/- Finansal gelirler giderler</li><li>- Kredi ana para ödemeleri</li><li>+ Yeni kredi kullanımları</li></ul></div> <p style="text-align: center;">+</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"><ul style="list-style-type: none"><li>+ Sermaye artırımları</li><li>- Temettü dağıtımları</li></ul></div> <p style="text-align: center;">=</p>	<p>↓</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"><p style="text-align: center;"><b>Net satışlar</b></p><ul style="list-style-type: none"><li>- Satışların maliyeti</li></ul><hr/><p style="text-align: center;"><b>Brüt kar</b></p><ul style="list-style-type: none"><li>- Satış, pazarlama giderleri</li><li>- Genel yönetim giderleri</li></ul><hr/><p style="text-align: center;"><b>FVAÖK</b></p><ul style="list-style-type: none"><li>- Amortisman giderleri</li></ul><hr/><p style="text-align: center;"><b>FVÖK</b></p><ul style="list-style-type: none"><li>+/- Finansal gelirler / giderler</li><li>+/- Olağandışı gelirler / giderler</li></ul><hr/><p style="text-align: center;"><b>Vergi öncesi kar/zarar</b></p><ul style="list-style-type: none"><li>- FVÖK üzerinden vergi karşılığı</li><li>- Finansal ve olağan gelir/gider kalemleri üzerinden oluşan ek vergi yükü(avantajı)</li></ul><hr/><p style="text-align: center;"><b>Dönem karı(zararı)</b></p><ul style="list-style-type: none"><li>+ Amortismanlar</li><li>+/- İşletme sermayesindeki değişim</li><li>- Yatırım harcamaları kredi ana para ödemeleri</li><li>+ Yeni kredi kullanımları</li><li>+/- Diğer bilanço kalemlerindeki net değişimler</li><li>+ Sermaye artırımları</li><li>- Temettü dağıtımları</li></ul><hr/><p style="text-align: center;"><b>Kasa ve nakit değerlerindeki net değişim</b></p></div>

Kaynak: Chambers, Nurgül; a.g.e, s.225

### 3.3.1.2 Özsermaye Değeri Modeline Göre Nakit Akımlarının Oluşumu

**Tablo 3 : Özsermaye Değeri Modeline Göre Nakit Akımları**



Kaynak: Chambers, Nurgül; a.g.e, s.227

Özsermayeye olan net nakit akımlarına ilişkin oluşumun önceki tabloda yer alan faaliyetlerle ilgili serbest nakit akımlarından ilk farkı hesaplamaya faiz ve vergiden önceki kar yerine dönem karından başlanmasıdır. İkinci fark ise sermaye artırımları ile kar payı dağıtımlarının oluşumunda dikkate alınışıdır. Özsermaye ile ilgili nakit giriş çıkışları sermaye artırımları ile kar payı dağıtımlarından oluşmaktadır. Özsermaye değeri modelinde de firma değeri yaklaşımda olduğu gibi firmanın dönem içindeki yarattığı nakit akımları kasa ve nakit değerlerdeki net değişim ile ortaya çıkar.<sup>79</sup>

### 3.3.2 Sürdürülen Değer Ve Hesaplanması

Sürdürülen Değer'in tanımında tam bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bazen, projeler için, sürekli ile hurda değeri aynı anlamda kullanılmaktadır. Bu yaklaşıma göre, bir projenin Sürdürülen Değer'i, projenin hurda değeri ile aynı anlamdadır ve Sürdürülen Değer, bir ekipmanın ekonomik ömrünün sonundaki satış değerinden söz konusu ekipmanın elden çıkarılması için katlanılan giderlerin düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Sürdürülen Değer, bir firma veya projenin değerinin önemli bir bölümünü temsil edebilmektedir. Bir proje dahilindeki üretim ekipmanının faydalı ömrü sonundaki hurda değeri, bugünkü değerinin %10'undan daha az bir değere sahip olabilir. Ancak bir firmanın Sürdürülen Değer'i, bugünkü değerinin %50'sinden daha fazla değere sahip olabilir. Bu nedenle, Sürdürülen Değer'in doğru bir biçimde belirlenmesi, firma veya projenin değerlendirilmesinde kritik bir öneme sahiptir.<sup>80</sup>

Firma değerlendirme metotlarındaki temel özellik, firmanın finansal performansını tahminlerken dönemi iki ayrı zamana ayırmaktır. Birinci dönem, yaklaşık olarak açık tahmin dönemi olarak adlandırılır ve tahminen 10-15 yıllık dönemi kapsar. Seçilen değerlendirme özelliği tahmin edilen yıllık değeri belirler ve bu da tahminlenen yıllık gelir tablosundan ve bilançodan gelir. İkinci dönem Sürdürülen Değer dönemidir.<sup>81</sup> Ayrıca Sürdürülen Değer dönemi kapalı tahmin dönemi olarak da bilinir. Açık tahmin dönemi boyunca her bir yıl için hesaplanan nakit akımları, az

<sup>79</sup> Chambers, Nurgül; a.g.e, s.227-228

<sup>80</sup> Önal, Yıldırım Beyazıt ve diğerleri; a.g.e, s.372

<sup>81</sup> Jennergren, Peter; "Continuing Value In Firm Valuation By The Discounted Cash Flow Model", *European Journal of Operational Research*, October 2006, s.2

sayıdaki yıllarda nakit akımlarının mantıklı doğrulukta tahmin edilebilme olasılığını ihtiva eder. Sürdürülen Değer dönemi için yıl yıl nakit akımını tahmin etmek zordur ve fazla zaman alır. Çünkü bu ileriki dönemde ne meydana geleceğinin tahmin edilme sidir. Bunun yerine bu değer, açık dönemden sonra ilk yıldan başlayarak sonsuza kadar devam eden dönemde indirgenmiş nakit akımına eş değer bir değerle hesaplanır. Sonuç olarak firma değerinin hesaplanışını şu şekilde açıklayabiliriz.<sup>82</sup>

$$\text{Firma değeri} = \text{Açık tahmin dönemi boyunca nakit akımlarının şimdiki değeri} \\ + \text{Açık dönemden sonraki nakit akımlarının şimdiki değeri} \\ (\text{Sürdürülen Değer})$$

Sürdürülen Değerin hesaplanmasında 3 yaklaşım mevcuttur:

Tasfiye değeri yaklaşımı firmanın son yılda varlıklarının tasfiye edilmiş olacağı varsayımına dayanır. Buna göre firmanın varlıklarının ikinci elden satış değeri son yıl için tahmin edilmeli ve o zaman ki borçlardan çıkarılmalıdır. Tasfiye metodu kapalı olarak farzeder ki, firma varlıklarını satar ve işini sona erdirir.

Çoklu metot Sürdürülen Değerin tahmininde son yıldaki tahmin edilen gelir, kar veya defter değerini gerektirir. Çoklu metot değerlendirme çalışmalarındaki zorlukları ortaya koyan karşılaştırılabilir firmalar temeline dayanır. Çoklu metodun iki karışık ve uygulanması zor durumu vardır. Birincisi, gelir, kar ya da defter değeri çoklusunun son zamanda aynı kalacağı beklentisi gerçeklik içermez. İkincisi, aynı karlılıkta ve büyüme eğiliminde firmaların bulunma zorluğudur.

Nakit akış bazlı metot, nakit akımlarının sonsuza kadar sabit bir oranda sürekli artacağını farzeder. Bu durum sonsuz zaman modelinin uygulamasına izin verir. Bir firmanın t gibi bir son zamanda  $CF_t$  gibi bir nakit akımı yarattığını varsayarsak ve bunun gibi nakit akımları bu son zamandan sonra sabit büyüme oranı olan g ile büyürse, t yılından sonra nakit akımlarının şimdiki değerini WACC

---

<sup>82</sup> Frykman, David; Tolleryd, Jakob; **Corporate Valuation: An Easy Guide To Measuring Value**, Prentice Hall, 2003, s.78-79

indirgeme oranı ile indirgersek şu formüle ulaşırız;<sup>83</sup>

$$X = \frac{CF_{t+1}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^t}$$

buradan;

$$X = \frac{CF_t (1+g)}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^t}$$

Nakit akış bazlı modelde, Sürdürülen Değer'in büyüme oranına(g) duyarlılığı, diğer faktörlerden daha fazladır.Hiçbir firma sonsuza dek içinde bulunduğu ekonominin büyüme oranından daha yüksek bir oranda büyüyemez. Bu modelde büyüme oranı belirlenirken aşağıdaki hususlar dikkate alınmalıdır:<sup>84</sup>

- i.) Firmanın faaliyetlerinin yerel olarak sınırlı olması veya firmanın uluslararası ölçekte faaliyet göstermesi. Uluslararası düzeyde faaliyette bulunan firmalar için büyüme oranı belirlenirken global ekonominin faktörleri ve sınırlılıkları dikkate alınır.
- ii.) Değerleme yapılırken dikkate alınan girdi faktörlerinin veya bağımsız değişkenlerin nominal veya reel olarak kullanılıyor olması .Eğer diğer tüm girdi faktörlerinde nominal değerler baz alındıysa, büyüme oranı da nominal olarak belirlenmelidir. Eğer diğer tüm girdi faktörlerinde reel değerler baz alındıysa, büyüme oranı beklenen enflasyon oranından arındırılıp reel olarak belirlenmelidir.
- iii.) Değerlemenin yapıldığı para biriminin cinsi, büyüme oranının belirlenmesinde dikkate alınmalıdır.Zaman içerisinde değer kaybı yüksek bir para birimi temelinde değerlendirme söz konusu ise, büyüme oranı da buna paralel olarak, değer kaybı daha düşük bir para birimine kıyasla, daha yüksek bir düzeyde belirlenmelidir.

<sup>83</sup> Akbulut, Saltuk Buğra; "An Overview of Company Valuation Techniques With Implementation to Major Turkish Companies", (Unpublished Master Thesis), Boğaziçi Universty, Science Institute, Industrial Engineering Program, İstanbul 2006, s.41-42

<sup>84</sup> Kırılı, Mustafa; a.g.e, s.164

Sürdürülen Değerin hesaplanmasında şu üç aşama kullanılır;<sup>85</sup>

- Bu yıldan sonsuza kadar sabit büyüme tahmin edilir,  $g$ ,
- Açık tahmin döneminin son yılı için tahmin edilen nakit akımı alınır ve sabit büyüme faktörü ile çarpılır.  $(1+g)$
- Uygun indirgeme oranından sabit büyüme düşülerek fark bulunur.

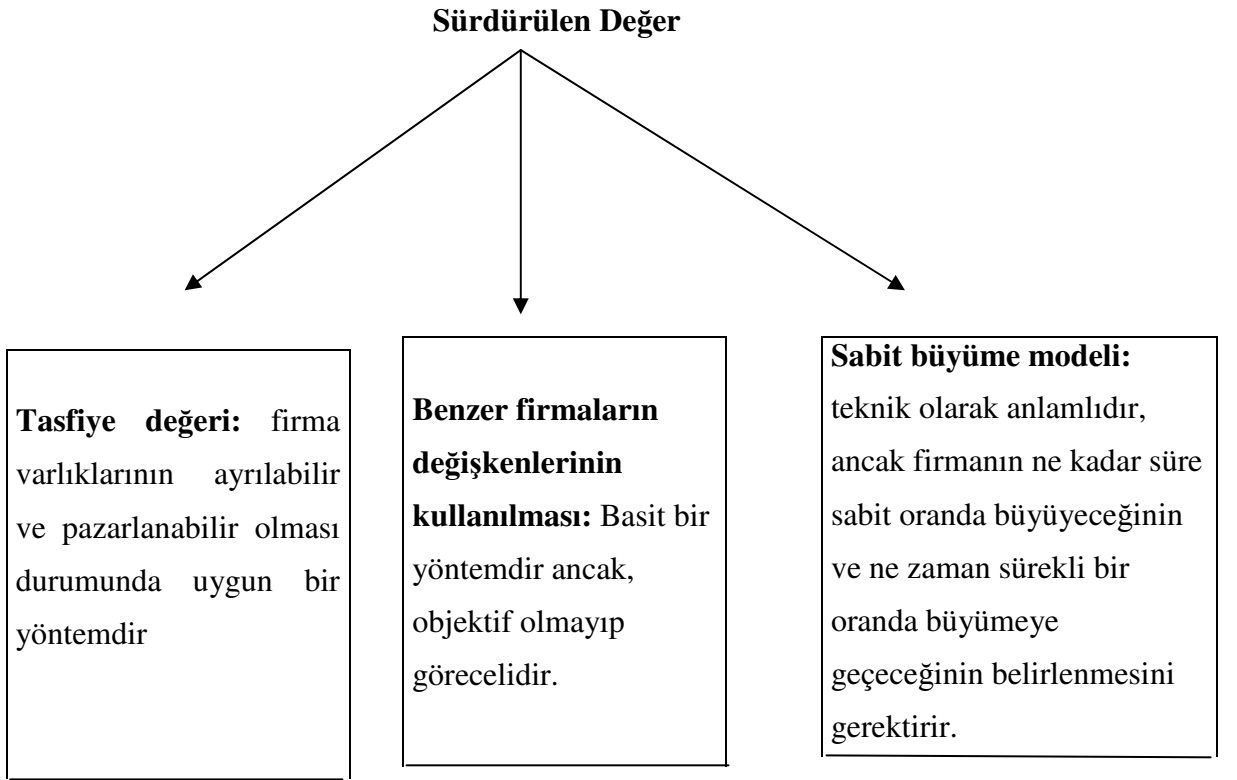
Özetle üzerinde durulacak tek ve en önemli nokta Sürdürülen Değerin hangi zaman diliminden sonra başlayacağıdır. Bu önemli nokta değerlendirilecek kişinin deneyimine kalmış bir durumdur. Analizi keseceği nokta ve Sürdürülen Değer olarak hesaplayacağı büyüklük gerçek değerle bulunan sonuç karşılaştırıldığında analizin ne kadar doğrulukla yapıldığının ölçüsü olmaktadır. Yanlış seçilecek duraksama noktası analizin sonucunu da büyük ölçüde etkileyecektir.

---

<sup>85</sup> Frykman, David, Tolleryd, Jakob, a.g.e, s.82



## Şekil 6 : Sürdürülen Değer Hesaplama Yöntemleri



Kaynak : Önal, Yıldırım Beyazıt ve diğerleri; a.g.e, s.374

### 3.4 İndirgenmiş Nakit Akım Analizindeki En Önemli Değişkenler

İndirgenmiş nakit akımı metodu hazırlarken hangi girdi değişkeninin kritik olduğu ve neyin üzerinde yoğunlaşmanız gerektiğini sorabilirsiniz. Önceden de bahsedildiği gibi beş değişken nakit akımını etkiler;<sup>86</sup>

- Yatırımlar
- Vergiler
- Amortisman
- İşletme sermayesindeki değişim
- EBIT

<sup>86</sup> Frykman, David; Tolleryd, Jakob; a.g.e, s.87-88

Tabiki EBIT (Earnings Before Interest, Taxes – Faiz ve Vergiden önceki kazanç) çoğu firmada değer üzerinde en büyük etkiye sahiptir. EBIT’i analiz etmek, firmanın gelirlerini analiz etmekle önemli derecede ilgilidir. Çünkü bu firmanın maliyetlerinin genellikle onun gelirlerine göre daha kolay bir şekilde tahmin edilmesiyle yakından ilişkilidir. Maliyetler sıklıkla gelirlere göre yönetimin kontrolü altındadır. Çünkü gelirler dış faktörlerden daha çok etkilenirler. Bu yüzden, maliyetler genellikle olağanüstü bir şey meydana çıkmadıktan sonra dikkatli ve profesyonel bir sürecin olduğu varsayımı altında daha doğru tahmin edilir. Sonuç olarak, gelirdeki artış/azalışın tahmin edilmesi ve gelirdeki eğilim gelecek nakit akımlarının tahmin edileceği zaman tek başına en önemli değişkendir.

Gelir tahmininden başka dört alan daha ekstra dikkat gerektirir;

- Gelir ve işletme sermayesindeki değişim arasındaki tarihsel ilişki ve bunun gelecekte nasıl gelişeceğini tahmini
- Açık değer dönemi için EBIT
- Sürdürülen Değer dönemi için faaliyet karındaki büyüme
- Sermaye maliyeti. Nakit akımlarının tahmininde gerçekten içsel riskleri karşılar

Tablo 3.4 bu kritik parametrelerdeki değişikliğin (diğer bütün değişkenler sabit tutuluyor) kuramsal firma değerini nasıl etkilediğini göstermektedir. Tablo 3.4’den yukarıdaki değişkenlerde küçük bir değişimin olmasında bile firma değerinde önemli etkilerin olduğunu görüyoruz. Başka bir anlatımla, bu değişkenleri olabildiğince doğru tahmin etmek en önemli iştir. Sıra ile bu değişkenler firma faaliyetlerinin temelini teşkil eder ve güçler, zayıflıklar, fırsatlar ve tehditler onu kabul eder.

**Tablo 4 : Kritik Değişkenler Ve Sürdürülen Değer Üzerindeki Etkiler**

	WACC	FCF <sub>t</sub>	FCF <sub>g</sub>	Terminal Value	% Örneğe dayalı değer
Temel senaryo	%15	40,822	%5	408,220	%100
Senaryo 1	%15	45,000	%5	450,000	%110
Senaryo 2	%15	35,000	%5	350,000	% 86
Senaryo 3	%20	40,822	%5	272,147	% 67
Senaryo 4	%10	40,822	%5	816,440	%200
Senaryo 5	%15	40,822	%10	816,440	%200
Senaryo 6	%15	40,822	%3	340,183	%83

FCF<sub>t</sub> açık dönemin son yılındaki nakit akımları, FCF<sub>g</sub> nakit akımlarının sonsuzluktaki büyüme oranı, WACC ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti. Terminal value sürdürülen değer.

WACC : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

FCF<sub>t</sub> : t zamanda Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları

FCF<sub>g</sub> : g büyüme oranı ile Nakit Akımları

Terminal Value : Sürdürülen Değer

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### EKONOMİK KATMA DEĞER

#### 4.1 Değer Odaklı Yönetim

Hisse değeri kavramı ( Shareholder Value ) geçmişte önemli yanlış anlamalara neden olmuştur. Tartışmaların merkezinde özellikle karar alma açısından önem arz eden ve zamanla farklılaşan görüşler ile, firma yönetiminin gerçekteki faaliyetlerine dayalı kurumsal ana yaklaşımın karışımı yer almaktaydı. Firma yönetiminde değer yaratmaya ilişkin bu karşıt görüşler çerçevesinde bugün bir konsensüs doğmuş olup ve buna göre değer odaklı yönetim çerçevesinde işlemsel ve stratejik kararların alınmasındaki esas; bu kararların tüm ilgili işletme gruplarının (müşteriler, çalışanlar...vs) ihtiyaçları dikkate alınarak, hissedarlar lehine uzun vadeli firma değeri artışına ya da uzun vadeli artı değer kazanımına göre alınması şeklinde belirtilmiştir.<sup>87</sup>

İş dünyasında artan rekabet, yaygınlaşan şirket birleşmeleri, e-ticaretin kullanılmasının artması ve yaşanan teknolojik gelişmeler sonucunda, yaratıcı yöneticilere ve yeni yönetsel tekniklere duyulan ihtiyaç artmıştır.<sup>88</sup> Firmaya yatırım yapan yatırımcılar, bu yatırımlarının karşılığında getiri elde etmeyi amaçlarlar. Yatırımcılar açısından bu getiri, yaratılmış bir getiri olarak da ifade edilebilir. Firmaların faaliyetleri sonucunda değer yaratması, firmanın ortaklarının özsermaye değerlerinin artırılması anlamına gelir. Gerek firma faaliyetlerinin doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi, gerekse firmaya yatırım yapanların servetlerinin ne kadar artırıldığı belirlenebilmesi bakımından, bir dönem içinde yaratılan değer tam ve gerçeğe uygun şekilde hesaplanması önem taşımaktadır. Muhasebe ve finansman teorisinde, bu amaçla geliştirilmiş çok sayıda ölçüt ve hesaplama yöntemi bulunmaktadır. Bu amaçlar çerçevesinde firma yöneticilerinin üzerinde durması

---

<sup>87</sup> Vettiger, Thomas; Volkart, Rudolf; "Ekonomik Katma Değer: Economic Value Added (EVA)", (Çeviren: Argun DOĞAN), **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Yıl 4, Ocak 2004, s.117

<sup>88</sup> Ercan, Metin Kamil; Öztürk, M. Başaran; a.g.e, s.81

gereken konu hangi yöntemin en iyi sonucu verdiğini araştırmak olmalıdır.<sup>89</sup>

Modern işletmecilikte artık değer odaklı yönetimin öneminin hissedildiği şu dönemde firmaların bu yönetim anlayışının avantajlarını ve dezavantajlarını iyi etüt etmeleri gerekmektedir.

Değer yönetiminin üstün ve zayıf yönleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.<sup>90</sup>

#### Üstün yönleri:

- Firmanın iç ve dış çevresinde kullanılabilir ortak kavramları oluşturması,
- Performansın değerlendirilmesinde kullanılabilir güçlü bir araç olması,
- Değer yaratan ve yaratmayan faaliyetleri belirleyerek en uygun kaynak tahsisini sağlaması,
- Önemli bir stratejik yönetim aracı olması,
- Yöneticilerin değer yaratan unsurlar üzerinde yoğunlaşmasını sağlaması,
- En uygun sermaye yapısını sağlayarak firma değerini olumlu etkilemesi.

#### Zayıf yönleri:

- Yapısının karmaşık olması,
- Uygulanmasının firma için bir maliyet oluşturması,
- Hesaplamalarının ayrıntılı ve karmaşık olması,
- Gerektiği şekilde uygulanmadığı durumlarda yalnızca teorik boyutta kalması.

---

<sup>89</sup> Çelik, Orhan; "İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom A.ř.de Uygulanması", **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Gelişme ve Toplum Araştırmaları Merkezi, Working Paper Series**, Nisan 2002, s.1

<sup>90</sup> Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e, s.334-335

### Şekil 7 : Değer Odaklı Yönetimin Unsurları



Yukarıdaki şekil Değer Odaklı Yönetimin unsurlarını anlatmaktadır. Değer Odaklı Yönetim anlayışında öncelikli unsur değer yaratmaktır ki bu, bir firmanın gelecek değerini nasıl üretebileceğini ya da eğer değer zaten yaratılmışsa bunun nasıl geliştirileceğinin yerine geçmiştir. İkinci unsur değer yönetimidir. Bu unsur örgütdan etkili idare, örgüt kültüründe değişme, iyi iletişim ağları ve güçlü liderlik ister. Son unsur değer ölçümüdür. Bu unsur ise firmanın performans ölçümünde kullandığı hem finansal hem de finansal olmayan değerlendirme araçlarından bahseder.<sup>91</sup>

Değer Odaklı Yönetim her firmanın sahip olması gereken bir anlayıştır. Bu anlayışa sahip olmak tabiki tek başına yeterli bir unsur değildir. Bu anlayışı destekleyen temel konular bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi ekonomik katma değerdir ki, değeri baz alan değer odaklı yönetim yaklaşımın en önemli savunucularındandır.

<sup>91</sup> Gupta, Shaveta; "Value based Performance Management - Creating Value for Shareholders", **The Icfai Journal of Management Research**, Vol. 6, No. 1, pp. 41, January 2007

## 4.2 Ekonomik Katma Değer

### 4.2.1 Ekonomik Katma Değerin Özellikleri

Kar amaçlı bir işletmenin yönetimi, pay sahiplerine değer yaratmak zorundadır. Diğer bir deyişle, yönetim sermaye maliyetini telafi edecek yeterli değeri yaratmak zorundadır. Eğer bir işletmenin getirileri onun sermaye maliyetinin altında ise, işletme pay sahiplerinin değerini yok ediyor demektir. Yönetim bu durumu tersine çevirmek için harekete geçmek zorundadır. Firma yönetimi, harekete geçebilmek için öncelikle yaratılan ya da yok edilen değeri hesaplamak durumundadır. Bu değeri hesaplama ile ilgili muhasebe ve finansmanda bir çok ölçü vardır. Yatırım karlılığı ve öz sermaye karlılığı gibi geleneksel performans ölçüleri değerlemelerinde sermaye maliyetini dikkate almadıklarından, yaratılan değeri doğru olarak ölçmede yetersizdirler. Değere dayalı performans ölçüleri arasında en popüler olanı Ekonomik Katma Değer ( Economic Value Added – EVA )’dir.<sup>92</sup>

Uygun performans ölçümü, yönetim faaliyetlerinin firma değerini nasıl etkilediğini değerlendirmeli. Bunun için performans ölçümü en azından üç şeyi içine almalıdır.

- sermaye yatırımı miktarını
- sermayeden kazanılan getiriyi ve
- sermaye maliyetini ( WACC – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti )

Acaba getiriyi, kullanılan sermayeyi ve kullanılan sermaye maliyetini hesaplamasında içeren bir ölçüm var mıdır? Stern Stewart Corporation bu soruya kuşkusuzca cevap verir ve bunun Ekonomik Katma Değer olduğunu açıklar.<sup>93</sup> Stern Stewart Corporation tarafından geliştirilen Ekonomik Katma Değer metodu, temelde kuruluşun hissedarlarının gelirine odaklanmaktadır.<sup>94</sup>

---

<sup>92</sup> Parlakkaya, Raif; “Maliyet ve Performans Ölçüm Aracı Olarak Tümüleşik Faaliyet Tabanlı Maliyetleme ve Ekonomik Katma Değer Sistemi” **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 2, 2003, s.75

<sup>93</sup> Irala, L. Reddy; Reddy, Raghunatha; “Performans Evaluation, Economic Value Added and Managerial Behaviour”, **Journal of PES Business Review**, Vol. 01, No.01, January 2006, s.2

<sup>94</sup> Stern Stewart Corporation, What Is EVA?, <http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php>, 19.02.2007

EVA, bir işletmenin gerçek ekonomik karını hesaplamaya olanak sağlar. Bir işletmenin EVA veya ekonomik karı, vergi sonrası net faaliyet karı ile o karı elde etmek için kullanılan sermaye maliyeti arasındaki farktır.<sup>95</sup> Daha önce de belirtildiği gibi EVA temel olarak; şirket performansının bir ölçüsüdür ve sermaye maliyetini dikkate alarak diğer ölçülerden farklılaşmaktadır. Fakat EVA, performans ölçüsünün ötesinde bir kavramdır. Buna göre EVA, şirket hedeflerinin saptanmasından stratejik planlamaya, bütçelemeden fiyatlama, teşvik sistemi oluşturulmasından insan kaynaklarına kadar uzanan bir finansal yönetim sistemidir.<sup>96</sup>

EVA, işletmelerin bir muhasebe döneminde elde ettiği “ekonomik” kârı ölçmeyi amaçlamaktadır. Bu açıdan bakıldığında EVA, muhasebe kârından farklıdır. Muhasebe uygulamaları kârı, gelirlerin giderleri aşan kısmı olarak tanımlamaktadır. Karın muhasebe verilerine dayalı olarak hesaplanması, muhasebe teorisinden kaynaklanan sorunların kâr kavramında içerilmesi sonucunu doğurmaktadır. Ekonomi teorisine göre ise; yatırımcılar, kârlarını maksimize etmek istediklerinden, sermaye en iyi getiriye elde edecek yatırım alanlarına yatırımları gerekir. Sermayenin en iyi yatırım alanına yatırılması, farklı yatırım alternatiflerinin birlikte değerlendirilmesi sonucunda belirlenebilir. Karar aşamasında farklı yatırım alternatiflerinin değerlendirilmesi, kaynakları bu alanda kullanmanın getirdiği alternatif maliyetin de hesaplamaya katılmasını gerektirmektedir. Bu değerlendirmeler göz önüne alındığında “ekonomik kâr”, tüm kaynakların alternatif maliyetlerinin içerildiği kâr olarak ifade edilebilir. Muhasebe anlamında gelirler, giderler ve kâr kavramları, kaynakların maliyetleri hakkında çok fazla bilgi içermemektedir. Özellikle bu kaynakların alternatif maliyetleri hakkında ek bir bilgi yer almamaktadır. Bu şekilde işletme faaliyet sonuçlarının “ekonomik kâr” mantığı ile değerlendirilmesi, muhasebe teorisinin sakıncalarını ortadan kaldıracaktır.<sup>97</sup>

EVA firmanın tümü için hesaplanabileceği gibi her bölüm ve her mamul için de hesaplanabilir. Bu yönüyle EVA, gerek firma gerekse bölüm ve mamul bazında

---

<sup>95</sup> Hacirüstemoğlu, Rüstem, ve diğerleri; “Etkin Performans Ölçüm Aracı EVA(Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kar Yaklaşımı), **İstanbul SMMM Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 59, Nisan-Mayıs-Haziran 2002, s.12.

<sup>96</sup> Türker, İpek; “Ekonomik Katma Değer ( EVA )’in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Yıl 5, Mayıs 2005, s.129

<sup>97</sup> Çelik, Orhan; a.g.e, s.4



kaynak kullanımının etkinliğini değerlendirme olanağı sağlar. Yöneticiler;<sup>98</sup>

- Yatırılan fonları sabit tutarken gelirle ilgili faaliyetleri artırmak,
- Gelirle ilgili faaliyetleri sabit tutarken varlıkları azaltmak,
- Kaynakları firmanın sermaye maliyetinden daha yüksek getiri sağlayan varlıklara yatırmak suretiyle ekonomik karı artırabilirler

EVA aşağıda belirtilen şu üç özelliği nedeniyle önemli bir tekniktir:<sup>99</sup>

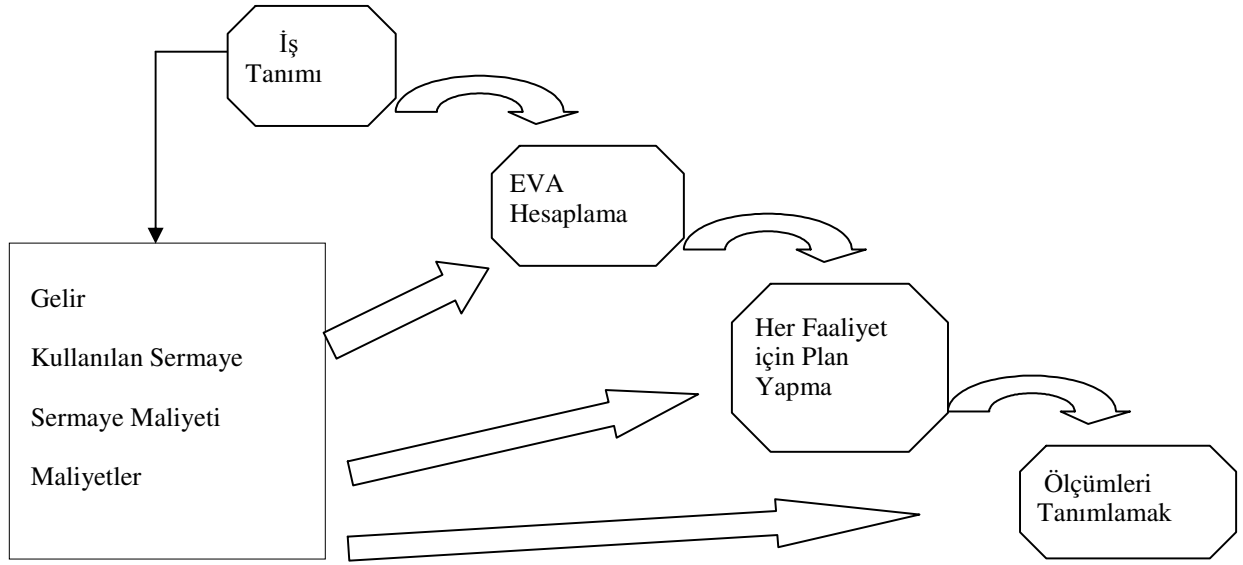
- EVA genel muhasebe ilkeleri tarafından sınırlandırılmış değildir. Kullanıcıları ekonomik değeri artırmak için gerekli düzenlemeleri yapmaya isteklidir.
- EVA hisse senedi sahiplerinin hisse değerini artırmak için üzerine düşen görevleri yerine getirmede yalnızca üst düzey yöneticileri değil, örgütün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

---

<sup>98</sup> Parlakkaya, Raif; a.g.e, s.76

<sup>99</sup> Chambers, Nurgül; a.g.e, s.27

### Şekil 8 : EVA Yöntemi



Kaynak : <http://www.2gc.co.uk/pdf/2GC-bscEVAp.pdf>, 23.02.2007

Yukarıdaki şekil EVA yönteminin örgüt içinde değer yaratan anahtarların tanımlanmasına yardımcı olduğundan bahseder. Bütün finansal ve finansal olmayan unsurların ayrılması firmada değer artırılmasına yardımcı olur.

### 4.3 Ekonomik Katma Değerin Uygulanma Süreci

Firmaların EVA sistemini kabul etmeleri ve uygulamaya başlamaları, o firmaların başarılı olacağına, daha fazla değer yaratacağına güvencesi değildir. Başarı için firmanın bir kazanma stratejisi ve uygun bir örgüt yapısı olmalıdır. Bunların mevcut olduğu varsayımı altında, EVA uygulamalarının başarılı olabilmesi için firma bünyesinde dört temel aşamadan geçilmesi gerekmektedir. Bu aşamalar aşağıda sıralanmıştır.<sup>100</sup>

1. Aşama: EVA bir firma içinde karın farklı bir şekilde hesaplanmasından daha fazla anlam ifade eder. Firma kültürünün, mevcut tutum ve davranışlarının değişmesini gerekli kılabilir. Bu nedenle başta EVA sistemine karşı yönetim kurulunun ve üst yönetimin bakış açısı ve tavrı olumlu olmalıdır.

<sup>100</sup> Chambers, Nurgül; a.g.e, s.32-33

2. Aşama: Uygulanacak EVA programının getirdiği ana kararlar, yönetim kurulu onayı ile alınmalıdır. Bu kararlar arasında mutlaka EVA ölçüm merkezlerinin hangi şekilde tanımlanacağı ve EVA'nın nasıl hesaplanacağı yer almalıdır. Hesaplama aşamasından önce yapılacak muhasebe düzeltmelerinin neler olacağı, firmanın muhasebe sisteminde değişiklikler yapmak gerekip gerekmediği, EVA'nın hangi sıklıkla hesaplanacağı ve bütün kuruma ait sermaye maliyeti mi yoksa departmanlarla ilgili sermaye maliyetinin mi kullanılacağı kararlaştırılmalıdır. Ayrıca, yönetim kurulu ödüllendirme sistemi ile ilgili kararlarda almalıdır.

3. Aşama: Uygulanacak EVA programının getirdiği ana kararlar, yönetim kurulu onayı ile alınmalıdır. Bu kararlar arasında mutlaka EVA ölçüm merkezlerinin hangi şekilde tanımlanacağı ve EVA'nın nasıl hesaplanacağı yer almalıdır. Hesaplama aşamasından önce yapılacak muhasebe düzeltmelerinin neler olacağı, firmanın muhasebe sisteminde değişiklikler yapmak gerekip gerekmediği, EVA'nın hangi sıklıkla hesaplanacağı ve bütün kuruma ait sermaye maliyeti mi yoksa departmanlarla ilgili sermaye maliyetinin mi kullanılacağı kararlaştırılmalıdır. Ayrıca, yönetim kurulu ödüllendirme sistemi ile ilgili kararlarda almalıdır.

4. Aşama: Bütün sistemle ilgili ayrıntılı bir uygulama planının geliştirilmesi gerekmektedir.

5. Aşama: Eğitim programının başlatılması EVA sisteminin başarıyla uygulanabilmesi için bulunulması gereken son aşama olacaktır. Eğitim programları çerçevesinde kimlerin eğitime ihtiyacı olacağı ve eğitim ihtiyaçlarının nasıl karşılanacağı saptanmalıdır.

Bu aşamaları firma içinde uygulayan bir yönetim kuşkusuz ki başarılı olacaktır. Hem değer yaratılmış olacaktır hem de bu değerle firma değeri artırılmış olacaktır.

EVA'nın klasik muhasebeden farklı anlamlar içerdiğinden bahsedildi. Bu farklılıkları firma kendi içinde uygulayacağı düzenlemelerle sağlayacaktır. Şimdi bu düzenlemelere bir göz atmakta fayda vardır.

#### 4.4 EVA'nın Hesaplanmasında Muhasebe Düzeltmeleri

EVA'yı hesaplarırken farklılıkların maddi olduğu ve yönetimin seçtiği muhasebe politikaları ve yöntemleriyle sonucu etkileyebildiği bütün durumlarda, muhasebede düzeltme yapmak gerekir.<sup>101</sup> Çünkü geleneksel muhasebe sistemi işlemlerin gerçek ekonomik yapısını göstermeyebilir. Bunun için muhasebe çerçevesinden ekonomik çerçeveye geçiş koşuldur.<sup>102</sup> Bu da muhasebe düzeltmeleri ile sağlanır.

Bu nedenle herhangi bir şirket için EVA hesaplanırken yapılması gereken ilk çalışma Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkelerinde ve Muhasebe Politikalarında yapılacak olan muhasebe düzeltmelerinin belirlenmesidir. Geleneksel finansal oranlara bağlı finansal analizler yanıltıcı olmaktadır. Geleceğin analizi gerekmektedir, geçen sene ne oldu demek sadece bir hikaye olarak kalmaktadır. Böylece geçmişin rasyo oranlarının toplanması, hisse başına getirinin eklenmesi gibi durumlar değer ölçümünde artık yeterli olmamaktadır. EVA bütün bu geleneksel finansal oranları gözden geçirir. Ama bunun içinde EVA'nın ayarlanmış,düzeltilmiş olması gerekmektedir.<sup>103</sup>

---

<sup>101</sup> Çelik, Orhan; a.g.e, s.4

<sup>102</sup> Hacirüstemoğlu, Rüstem ve diğerleri; a.g.e, s.13

<sup>103</sup> Velez-Pareja, Ignacio; "Value Creation and its Measurement: A Critical Look at EVA", **Universidad Tecnológica de Bolívar School of Business, Case and Teaching Paper Series**, May, 1999

**Tablo 5 : EVA Hesaplanmasında Muhasebe Düzeltmeleri**

<b>Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartlarına Dayalı Düzeltmelerin Yapıldığı Kalemler</b>	<b>Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartları Uygulaması</b>	<b>Düzeltilmenin Niteliği</b>
Pazarlama Giderleri ve Araştırma Geliştirme Maliyetleri	Giderleştirilir.	Aktifleştirilir ve amortisman ayrılır.
Ertelenmiş Vergi	Aktif veya Pasif kalem olarak muhasebeleştirilir.	Nakde dayalı raporlama yapabilmek için ters kayıt yapılır.
Şerefiye Değeri	Aktifleştirilir ve en fazla 20 yıl içinde amortismanı tamamlanır.	Başlangıçta aktif tutarını yansıtması amacıyla amortismanlar ters kayda tabi tutulur.
Faaliyet Leasingi	Giderleştirilir.	Aktifleştirilir ve amortisman ayrılır; ilgili faizler ve diğer yükümlülükler kaydedilir.
Karşılığı kalmayan Alacaklar	Tahmin edilip, tahakkuk ettirilirlir.	Nakde dayalı raporlama yapabilmek için birikmiş tahakkuklara ters kayıt yapılır.
Hareketli Ortalama Yöntemi	Hareketli Ortalamaya izin verilir.	FIFO'ya çevrilir.
Devam Etmekte Olan İnşaat İşleri	Aktifleştirilir.	Aktiflerden çıkarılır.
Devam Etmeyen Faaliyetler	Aktiflere ve gelirlere dahil edilir.	Aktiflerden ve gelirlere çıkarılır.

Kaynak : Biddle, Gary C. Ve diğerleri; "Evidence on EVA", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No. 2, Summer 1999, s.25

#### **4.4.1 Stok Değerleme Yöntemlerinin Düzeltilmesi**

Fiyatlar genel seviyesi yükselme gösterirken, en son alınan ilk madde malzemelerin fiyatı hep öncekilerden daha yüksek olacağından, son alınanların üretime gönderilmesiyle ilk madde ve malzeme maliyetleri devamlı olarak yüksek seyredecektir. Bu da maliyetler ile satış fiyatı arasındaki kar marjını küçülterek daha

düşük kar elde edilmesine neden olacaktır.<sup>104</sup> Bunun sakıncasını kaldırmak için yapılması gereken örneğin, stok değerlendirme yönteminde Hareketli Ortalama yerine FIFO yönteminin düzeltme işleminde baz alınarak uygulanmasıdır. Böylece eski stoklar önce satılıp tüketildiğinde hem faaliyet karı hem de ekonomik kar yükselecek, firmanın net varlığı da aynı miktarda artacaktır.

#### **4.4.2 Vergi ve Yasal Yükümlülüklerin Düzeltilmesi**

İşletmelerin ödenecek vergi ve yasal yükümlülükleri; vergi mevzuatına göre belirlenen ve öz sermayedeki artışı simgeleyen dönem karı üzerinden hesaplanır. EVA'nın dönem karı, muhasebe düzeltmelerini esas aldığından vergiye tabi olan kar matrahının değişmesi gerekmektedir. Bu nedenle EVA uygulamalarında vergi tutarı düzeltilmiş dönem karı üzerinden hesaplanarak bilançoda gösterilmektedir. Bilanço denkliği açısından hesaplanması gereken bu vergi tutarının firmanın içinde bulunduğu ülkenin mevzuatına göre devlete ödenecek vergiyi değiştirmesi söz konusu değildir. Bu nedenle burada hesaplanan vergi farkı fiilen ödenmeyeceğinden vergiden sonraki net kar artacaktır.<sup>105</sup>

#### **4.4.3 Peştamallık ve Şerefiye Değeri, Patent, Hakların Düzeltilmesi**

Patent, marka ve haklar, peştamallık ve şerefiye değeri amortismanına tabi maddi olmayan nitelikteki iktisadi varlıklardır. Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkelerine göre amortismanına tabi tutulmaktadır. Bu değerlere ayrılan ve itfa payı olarak adlandırılan amortismanlar dönem karını azaltacağından tüketim payları düzeltmeleri yapılmalıdır. Tüketim payları nakit çıkışı gerektirmediğinden kara geri eklenerek kar düzeltmeleri yapılmalıdır. EVA hesaplamalarında şerefiye, patent ve haklar için ayrılan tüketim payları tutarları, bu kalemlerin piyasa değerleri üzerinden hesaplanmalı ve bulunan tutar vergiden önceki faaliyet karına eklenmelidir.<sup>106</sup>

---

<sup>104</sup> Yükçü, Süleyman; **Yönetim Açısından Maliyet Muhasebesi**, 5. Baskı, Birleşik Matbaacılık, İzmir, 2005, s.100

<sup>105</sup> Türker, İpek; a.g.e, s.143-144

<sup>106</sup> Türker, İpek; a.g.e, s.144

#### 4.4.4 Araştırma – Geliştirme Giderlerinin Düzeltilmesi

Araştırma ve geliştirme, pazarlama, satış, dağıtım ve insan kaynakları gibi maddi olmayan duran varlıklara yüksek yatırım yapan şirketlerin uzun dönemde maddi duran varlıklara harcama yapan şirketlere oranla daha yüksek ekonomik katma değer ve yatırım verim oranı göstermeleri, aktifleştirme ve gider yazma yöntemleri arasındaki farkın sonuç rakamlarına bir yansımasıdır. Muhasebeciler, araştırma-geliştirme faaliyetleri için harcama kaydı yaparlar. Aslında araştırma-geliştirme harcamaları faydaları gelecekte görülecek yatırım harcamalarıdır. EVA sisteminde bu harcamalar yatırım kalemi gibi bilançoda gösterilir ve araştırmanın kaç yıl sonra tamamlanıp, firma üzerinde etkileri görülecekse o süre içinde amortisman ayrılır. Bu durumda NOPAT hesaplanırken sadece o yıla ait amortisman tutarı gider yazılır.<sup>107</sup>

#### 4.4.5 Finansman Giderlerinin Düzeltilmesi

Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkelerine göre; kredi kullanımından kaynaklanan kredi faiz gideri tutarları gelir tablosunda niteliğine göre gider olarak gösterilir. Bu durum kârı azaltıcı bir etkiye neden olur. EVA hesaplamalarında ise finansman giderleri faiz yükü olarak kaynak maliyetine dahil edilmektedir. Bu nedenle gelir tablosundaki finansman giderleri kâr düzeltmesinde kârdan indirim olarak görülmeyip kâra eklenir. Faiz giderleri stokların maliyetine eklenerek varlıkların miktarı artırılır.<sup>108</sup>

#### 4.4.6 Finansal Kiralama İşlemlerinin Düzeltilmesi

Firmalarının performanslarının ölçümü açısından daha anlamlı bir EVA elde etmek için kiralanmış varlıklar bilançonun aktifinde gösterilirken bunlara ilişkin yükümlülüklerde vadelerine göre pasifteki kalemlere yerleştirilmektedirler. Firmanın faaliyet konusu ile ilgili olarak kiraladığı bu varlıklarla ilgili ödemelerinin bir bölümü finansman maliyeti olması dolayısıyla ile NOPAT'e vergi etkisi de dikkate

<sup>107</sup> Korkmaz, Tuba Kale; Özdemir, Mine Akdeniz; "Ekonomik Katma Değer-EVA nedir?", **Aktive Dergisi**, Kasım-Aralık 2003, No: 33, s.7

<sup>108</sup> Türker, İpek; a.g.e, s.145

alınarak eklenerek sermaye yüküne yansıtılır. Anılan düzeltmeye göre leasing bedelleri firmanın borçlanma maliyeti esas alınmak suretiyle bilanço gününe indirgenerek yatırım tutarına eklenir. Oluşan finansman maliyeti ile ilgili olarak da leasing bedeli borçlanma oranıyla çarpılarak NOPAT'e eklenir. Bu düzeltmenin temel amacı finansal bir maliyeti temsil eden faaliyet giderlerini aktifleştirmek ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde dikkate almaktır.<sup>109</sup>

#### 4.4.7 Amortismanların Düzeltilmesi

Amortismanlar nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerdir. Nakit çıkışı yaratmadığı halde gelir tablosunda gider olarak yansıtılması dönem karını ve vergi karşılığını azaltıcı bir etkiye sahiptir . EVA hesaplamalarında düzeltilmiş net kâr değerine ulaşmak için amortismanlar kâra geri eklenerek düzeltmeye tabi tutulurlar.<sup>110</sup>

#### 4.5 Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri

Stewart Piyasa Katma Değerini (Market Value Added-MVA) sermayenin defter değerini aşan piyasa değeri olarak tanımlamıştır. Eğer MVA pozitif çıkarsa firma, yatırımcıları için değer yaratmış demektir. Stern ve Shiely'e göre, piyasa değeri açıklanmak için hesaplamanın yapıldığı tarihte sermaye piyasa fiyatı ile, borç ise defter değeri baz alınarak yapılır. Stern ve Shiely ayrıca EVA ve MVA arasında güçlü bir kolerasyon olduğunu ileri sürerler.<sup>111</sup>

MVA, gelecekte beklenen EVA'nın bugünkü değerine indirgenmesi olarak tanımlanabilir.

MVA = Gelecekteki EVA'ların bugüne indirgenmesi

---

<sup>109</sup> Türker, İpek; a.g.e, s.146

<sup>110</sup> Türker İpek; a.g.e, s.147

<sup>111</sup> Ramana D. Venkata; "Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences", 8th Capital Markets Conference, **Indian Institute of Capital Markets Paper**, 2005, s.3

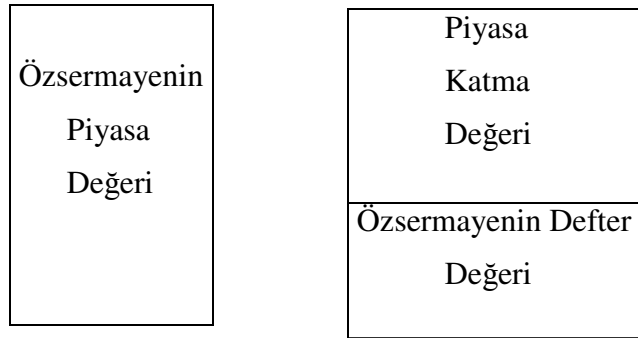


Ayrıca borcun piyasa ve defter değerinin eşit olduğu hakkında varsayım kolaylaştırılırsa,

$$\text{Sermayenin Piyasa Değeri} = \text{Sermayenin Defter Değeri} + \text{MVA}$$

olur.

Tablo 6 ve Tablo 7 Piyasa Değeri, EVA ve MVA arasındaki bağlantıyı gösterir.<sup>112</sup>



$$= \frac{\text{EVA}_1}{(1+\text{WACC})^1} + \frac{\text{EVA}_2}{(1+\text{WACC})^2} + \frac{\text{EVA}_3}{(1+\text{WACC})^3} + \dots$$

**Tablo 6 : Firmanın Piyasa Değerinin Defter Değerinden Fazla Olduğu Zamandaki MVA Ve EVA Arasındaki İlişkidir.**

<sup>112</sup> Irala, L. Reddy; Reddy, Raghunatha; a.g.e, s.4

Özsermayenin Defter Değeri	<table border="1"> <tr> <td style="text-align: center;">           Piyasa Değer Kaybı         </td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">           Özsermayenin Piyasa Değeri         </td> </tr> </table>	Piyasa Değer Kaybı	Özsermayenin Piyasa Değeri
Piyasa Değer Kaybı			
Özsermayenin Piyasa Değeri			

$$= \frac{-EVA_1}{(1+WACC)^1} + \frac{-EVA_2}{(1+WACC)^2} + \frac{-EVA_3}{(1+WACC)^3} + \dots$$

**Tablo 7 : Firmanın Piyasa Değerinin Defter Değerinden Az Olduğu Zamandaki MVA Ve EVA Arasındaki İlişkidir.**

Bu tablolar net bir şekilde gösteriyor ki, ekonomik katma değer firmaya artı bir piyasa katma değeri kazandırır. Firmalar artık bu tabloyu yakalamak için çaba sarf etmektedirler.

Ekonomik katma değerın temel özelliklerinden ve uygulanma aşamalarından bahsedildikten sonra onun görsel olarak ne ifade ettiğı açıkladı. Bu görsellik, bu konunun önemini daha iyi hissettirdi. Şimdi bu görselliğı verilere dökmek için EVA'nın nasıl hesaplandığını inceleneyecektir.

#### 4.6 Ekonomik Katma Değer'in Hesaplanması

EVA yaklaşımı esas olarak performans kriterini servet kriterine nazaran daha önemseyen bir sistemdir. Bu açıdan "performansın finansal ölçümü" olarak tanımlanmaktadır. EVA vergiden sonraki net faaliyet karından ( NOPAT ) sonra kalan artıktır. Bu kar yatırımcıların yatırdıkları para kadar kazanç talep etmeleriyle azalmaktadır.<sup>113</sup>

<sup>113</sup> Weaver, Steve; "Economik Value Added and Its Alternatives", **Student Accountant Magazine**, June-July 2006, s.59

Burada şuna dikkat çekmek gerekir. Vergiden sonraki faaliyet karına faiz yükü eklenmemiştir. Formülü bu şekilde geliştirecek olursak;<sup>114</sup>

$$\text{EVA} = \text{Vergiden sonraki Net Faaliyet Kârı (NOPAT)} - \left[ \text{O Dönemdeki Varlıkların Defter Değeri} \times \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} \right]$$

NOPAT: Kâr amortismandan ve vergiden arındırılmıştır ama faiz maliyetinden arındırılmamıştır. Böylece NOPAT yatırımcılarına getiri sağlamak için borçsuz bir kâr havuzu sunar.

EVA, genel olarak işletme faaliyetlerinden elde edilen net faaliyet kârından işletmeye yatırılan sermayenin net tutarının çıkarılması ile elde edilir. İşletmenin faaliyetlerinin sürdürmek için kullandığı sermayenin (yatırılan sermaye) net tutarı, beklenen olarak da ifade edilebilecektir. Bu tanıma dayalı olarak EVA eşitlik yardımı ile şu şekilde ifade edilebilir:

$$\text{EVA} = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Kârı} - \text{Beklenen Kâr}$$

Burada beklenen kâr olarak ifade edilen kavram işletmenin faaliyet kârı elde edebilmek için kullandığı sermayenin bir diğer değışle yaptığı yatırımdan beklediğı minimum getiri oranıdır. İşletmeye yatırım yapanların işletme varlıklarından olan talep hakları, yatırılan sermaye olarak ifade edilir. Beklenen kâr şu şekilde ifade edilebilir;<sup>115</sup>

$$\text{Beklenen Kâr} = \text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti}$$

EVA = Vergi Sonrası Faaliyet Kârı – (Toplam Sermaye x Sermaye Maliyeti) eşitliğı ile hesaplanır.

<sup>114</sup> Anand, Manoj, ve diğrleri; “Economic Value Added: Business Performance Measure of Shareholder Value”, **Journal of the Management Accountant**, May 1999, s.352

<sup>115</sup> Weissenrieder, Fredrik; “Value Based Management: Economic Value Added or Cash Flow Added?”, **Gothenburg Studies in Financial Economics Working Paper**, Study no.1997:3, s.7-8

**Tablo 8 :EVA'nın Hesaplanması**

<b>EVA'nın Hesaplanması</b>
EVA = NOPLAT – ( Sermaye x Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti )
<b>NOPLAT'ın hesaplanması</b> ( Vergiden sonraki net faaliyet kârı )
+ LIFO stoklarındaki artış
+ Şüpheli alacak miktarındaki artış
+ Aktifleştirilmiş net Ar-Ge giderlerindeki artış
+ Faiz gideri ya da Faaliyet kiralamasındaki artış
+ Diğer faaliyet geliri ( gider )
- Nakit işletme vergisi
<b>Sermayenin hesaplanması</b> ( Kullanılan Sermayenin Ekonomik Defter Değeri )
Öz sermayenin defter değeri
+ İmtiyazlı hisse senedi
+ Azınlık hisseleri
+ Faiz getiren kısa vadeli borç ( örn: kısa vadeli banka kredisi )
+ Uzun vadeli borç
+ LIFO stoğu
+ Şüpheli alacak miktarı
+ Ertelenmiş gelir vergisi miktarı
+ Aktifleştirilmiş net Ar-Ge
+ Aktifleştirilmiş kiralama yükümlülüğü
+ Aktifleştirilmemiş kiralamaların şimdiki değeri
<b>WACC'nin hesaplanması</b> ( Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti )
( borç oranı * vergiden sonraki borcun maliyeti ) + ( özsermaye oranı * özsermaye maliyeti )

Kaynak : Ramezani, Cyrus A.; Soenen, Luc A. and Jung, Alan Robert; "Growth, Corporate Profitability, and Shareholder Value Creation", Working Paper Series, March, 2001, s.24

#### 4.7 Ekonomik Katma Değer ve Firma Değeri

Anlaşıldığı üzere değer odaklı yönetim, firma artı değerini ortaya koyan ve nihai bir ayarlama yapan, firmayı ilgilendiren tüm gruplarla ilgili entegre bir yönetim anlayışıdır. EVA yaklaşımı bu komple yaklaşım içinde birincil olarak, performans ölçümü açısından hem döneme ilişkin değer kazanımını, hem de planlama çerçevesinde geleceğe dönük firma değerlendirmesini olanaklı kılan bir hesaplama yöntemini ortaya koymaktadır.<sup>116</sup> Firmalar bu zamana kadar verimlilik artışı için çok sayıda teknik ve yöntem kullanmışlardır. Ama bunların hiçbiri değeri hedef olarak seçmemişlerdir. EVA bunu başararak firma değeri ile ilgilenmiştir. EVA bir yöntemden çok firma kültürü, firma psikolojisi olmalıdır. EVA'nın firma tarafından benimsenmesi gerekmektedir.<sup>117</sup>

EVA Değer Odaklı Yönetimi destekleyen bir yöntemdir. EVA'nın gelişmesiyle firma değerinin artması arasında sıkı bir ilişki vardır. Çünkü EVA'nın geliştirilmesi demek firmanın Değer Odaklı Yönetim anlayışında köklü bir değişim yaratması demektir. Bu ise firmaya piyasa değeri kazandırarak firmanın değerini yatırımcılar gözünde artırmak demektir.

Firmalar artık "Değer Odaklı Yönetim"de kendileri için en uygun yerine getirecekleri süreci seçmektedirler. Eğer fazla ayrıntıya girmeden değer analizi yapılırsa bu tam gerçekçi bir sonuç vermez. Bu analizi daha iyi yapmak daha öncede bahsedildiği gibi muhasebede yapılacak ayarlama ve düzeltmelere bağlıdır.

Ekonomik katma değer firmanın mevcut varlıklarına ve gelecekteki büyüme potansiyeline odaklanan bir yaklaşım olmaktadır.<sup>118</sup> EVA'nın gelişmesi demek firmanın büyümesi demektir. Firmanın büyümesi ise bundan dolayı firma değerinin artırılması demektir.

Ekonomik katma değer analizi sermaye maliyeti dahil tüm maliyetlerin üzerindeki katma değeri ölçerek, aslında üretimin tüm faktörlerinin verimliliğini

<sup>116</sup> Vettiger, Thomas; Volkart, Rudolf; (Çeviren: Argun DOĞAN), a.g.e, s.121

<sup>117</sup> Bhattacharyya, Asish K.; Phani, B. V.; "Economic Value Added - A General Perspective", **Working Paper Series**, <http://ssrn.com/abstract=545444>, 23.02.2007

<sup>118</sup> Ercan, Metin Kamil; Öztürk, M. Başaran; a.g.e, s.92

ölçmüş olur. Tek başına, belli bir ürünün veya hizmetin niçin katma değer sağlamadığını veya bu konuda ne yapılması gerektiğini anlatmaz. Ama neyin öğrenilmesi gerektiğini ve harekete geçme zamanı olduğunu gösterir. Ekonomik katma değer analizi aynı zamanda neyin iyi işlediğini anlamak için de kullanılmaktadır. Hangi ürünler, hizmetler, süreçler veya faaliyetlerin olağandan yüksek verimlilik sağladığını ve yüksek değer kattığını gösterir.<sup>119</sup>

Sonuç olarak EVA tüm dünyada özellikle firma değeri maksimizasyonu amacı doğrultusunda oldukça kabul görmüş ve hakkında finans literatüründe çalışmalar yapılmış bir yöntemdir. Ancak Ülkemizde gerek teorisyenlerin bir kısmınca gerekse firmalar bazında henüz kabul görmemiş bir yöntemdir. Ancak firma değeri maksimizasyonu amacının firmalar için en önemli amaç olduğu günümüzde özellikle ülkemizdeki sadece büyük firmaların değil özellikle küçük ve orta ölçekli firmalarca da en azından incelenmesi gereken bir konudur.<sup>120</sup>

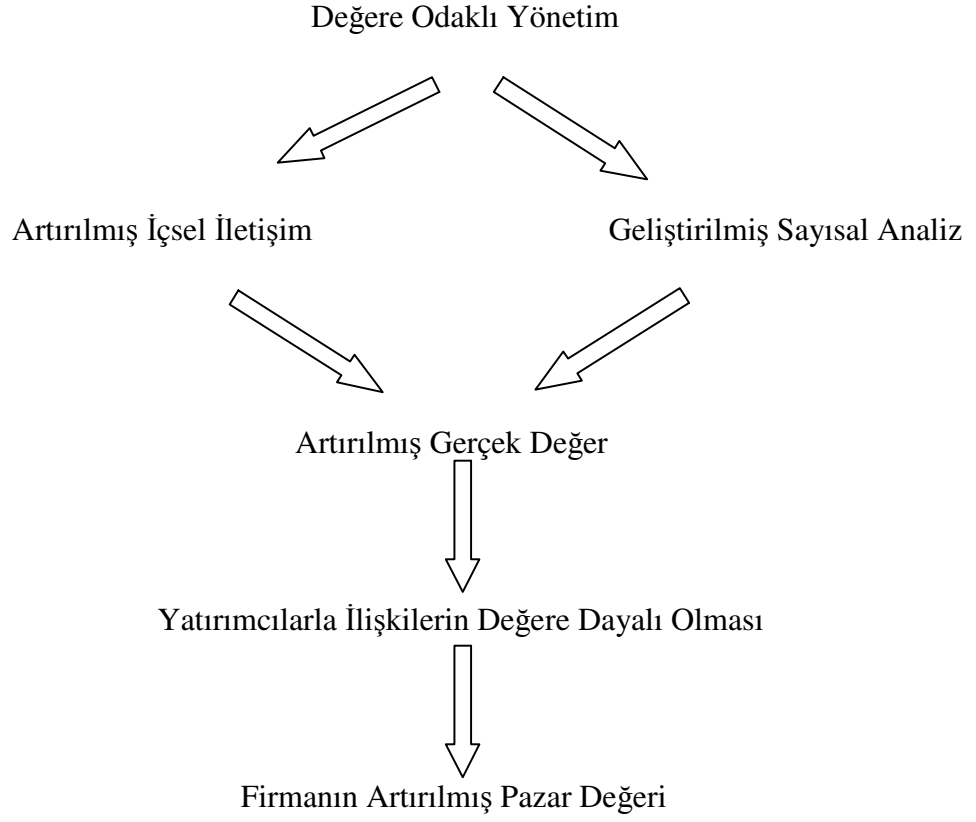
Şekil 9'dan da anlaşılacağı üzere değer odaklı yönetim felsefesi ile başlayan yol, firma içi istekli çalışanlarla ve bu çalışmalarını yerinde ve zamanında kontrol eden veri destekli yöneticilerle geliştirilerek değer artması sağlanmaktadır. Firma içi değer artması ile dışa açılan yöneticilerin müşteriler ile sıkı bir değer ilişkisi kurması ile pazar değerinde ki artış sağlanmaktadır. Buda bize firma içi ve firma dışı değer yaratmanın toplamda ki pazar değerini nasıl etkilediğini göstermiş olmaktadır.

---

<sup>119</sup> Drucker, Peter F.; 21. Yüzyıl İçin Yönetim Tartışmaları, (Çeviren: İrfan Bahçivangil; Gülenay Gabron), Epsilon Yayınları, Haziran 2007, s.132

<sup>120</sup> Karadeniz, Erdiç; "Şirket Değerlemesinde EVA (Economic Value Added): Reklam Kokan Bir Balon mu? Yoksa Bilimsel Bir Yöntem mi?", Ağustos 2006, <http://iktisat.wordpress.com/2006/08/14/sirket-degerlemesinde-eva-economic-value-added-reklam-kokan-bir-balon-mu-yoksa-bilimsel-bir-yontem-mi/>, 26.02.2007

## Şekil 9 : Değere Odaklı Yönetim



Kaynak : WEÏSSENRİEDER Fredrik, a.g.e, s.36

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### ENTELEKTÜEL SERMAYE

Bilginin çağdaş işletmecilik anlayışında sermayenin önemli bir unsuru haline gelmesi, sermaye ile ifade edilen çok çeşitli maddi olmayan varlıklara sahip olma, onları kullanma ve yönetme gibi konuları gündeme getirmiştir.<sup>121</sup> Sermaye yoğun, yığın üretim sistemleri yerini bilgi ve teknoloji yoğun üretime bırakmış, dolayısıyla bilgi, yetenek, iyi yönetilen örgüt ve süreçler, kendini yenileme ve bu dönüşümü gerçekleştirme çabasında olan işletmelerin en temel varlıkları olmuştur. İşletmecilik alanında “donanım” yaklaşımından “yazılım” yaklaşımına geçiş olarak da ifade edilen bu dönüşüm ise, önemli ölçüde entelektüel sermaye ile karakterize edilmektedir.<sup>122</sup>

Çoğu firma günümüzde karlılığı, yeni iş fırsatlarının belirlenmesi ve ortaya çıkarılması olarak tanımlamaktadır. Yeni iş fırsatlarını ortaya çıkaramayan firmalar kendilerini geçen rakip firmaları izlerken, gelirlerinin düştüğünü ve uzun dönem karlılıklarının azaldığını görür. Benzer şekilde yeni iş üretme güçlerini etkili şekilde yönetemeyen firmalar hisse senedi fiyatlarının durgunlaştığını veya düştüğünü görür.<sup>123</sup> Bir firma rekabet ortamında bir avantaj yakalamak istiyor ise, elinde diğer firmalarda bulunmayan değerli kaynakları bulundurmaya zorundadır. Geçmişin işletme kaynakları olan; hammadde, sermaye ve makineler yerine günümüzde marka, teknik bilgi, müşteri sadakati, beceri ve yaratıcılık önem kazanmaktadır.<sup>124</sup>

Entelektüel sermayeye olan ilgi pek çok nedenle artmıştır. Bu nedenlerden biri entelektüel sermayenin hisse senedi borsaları ve firmaların değerlemesine olan etkisidir. Diğer bir neden maddi olmayan varlık yatırımları miktarının artmasıyla

---

<sup>121</sup> Yıldız, Birol; Tenekecioğlu, Berrin; “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi ve İMKB 100 İşletmelerinde Görgül Bir Çalışma”, **Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Kasım 2004, s.580

<sup>122</sup> Acar, Durmuş; Dağlar, Hüseyin; “Entelektüel Sermayenin Ölçülmesinde Muhasebe Bilgi Sisteminin Katkısı”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Yıl:4, Sayı:15, Ocak 2005, s.23-24

<sup>123</sup> Nickerson, Jack A.; Silverman, Brain S.; “Intellectual Capital Management Strategy”, **Journal of Knowledge Management**, Vol. 1, No. 4, June 1998, p.320

<sup>124</sup> Yereli, Ayşe N.; Gerşil, Gülşen; “Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 12, Sayı 2, 2005, s.17



borsadaki hisselerin yüksek değişkenlik kazanmasıdır. Entelektüel sermayeyi ilgi konusu yapan bir diğer neden 90'lı yıllarda yayınlanan ve maddi olmayan varlıkların yatırımlarının çıktılarını inceleyen çalışmalarlardır. Son bir neden de örgütlerdeki iç dinamiklerin daha iyi anlaşılmasıdır.<sup>125</sup>

Günümüzde hızla gelişen bilişim sektöründe önemli bir yer edinen entelektüel sermaye kavramı, firma değerlemesinde belirleyici bir role sahiptir. Bu kavram firmalar tarafından daha dikkatle ele alınmaya başlanmıştır. Bilançoda maddi olmayan varlıklar arasında gösterilmeyen entelektüel sermaye, günümüz firmalarının en önemli sorunu haline gelmiştir.<sup>126</sup> Firmaların sahip oldukları entelektüel sermaye unsurları, insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesi olarak üçe ayrılmaktadır. Söz konusu entelektüel sermaye unsurlarının işletmelerde maddi olmayan varlıklar olarak biçimlenmiş halini, patentler, teknik bilgi, markalar, şerefîye ve lisans anlaşmaları gibi değerler oluşturmaktadır. Varolan muhasebe sistemi ile firmaların sahip oldukları maddi olmayan varlıkların bir kısmı ölçülüp aktifleştirilmekte, bir kısmı direkt gider olarak kaydedilmekte bir kısmı ise ölçülememekte ve finansal tablolara yansıtılmamaktadır. Bu gibi nedenlerden dolayı anlaşılacağı üzere bugün firmalar için hazırlanan bilançolar işletmenin gerek gerçek değerini ortaya koymada gerekse firmaların sahip oldukları entelektüel varlıkların (bir bütün olarak maddi olmayan varlıkların) değerlerini göstermede yetersiz kaldığı görülmektedir.

Bütün başarılı firmalar maddi olmayan varlıkların bütününe hakim olmakla kalmaz aynı zamanda diğer maddi ve maddi olmayan varlıklarla beraber bir bütün oluşturarak bu varlık tipine vurgu yapar.<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> Otlu, Fikret; Aksu, İbrahim; "Entelektüel Sermaye Yönetimi", **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 10, Sayı 1, 2005, s.174

<sup>126</sup> Demirkol, İsmet; "Entellektüel Sermaye ", [http://www.ekodialog.com/makaleler/entellektuel\\_sermaye.html](http://www.ekodialog.com/makaleler/entellektuel_sermaye.html), 18.01.2007

<sup>127</sup> Hussi, Tomi; Ahonen, Guy; "Managing Intangible Assets – A Question Of Integration And Delicate Balance", **Journal of Intellcetual Capital**, Cilt 3, Sayı 3, 2002, s.285

## 5.1 Entelektüel Sermayenin Tanımı ve Özellikleri

Entelektüel sermaye kavramının tarihsel gelişimine bakıldığında entelektüel sermaye konusundaki ilk çalışmaların John Kenneth Galbraith'e ait olduğu görülmektedir. Ünlü ekonomist J. K. Galbraith 1969 yılında yakın dostu Michael Kalacki'ye yazmış olduğu bir mektupta sahip oldukları birçok şeyi entelektüel sermayeye borçlu olduklarını belirterek entelektüel sermayenin varlığını ve önemini vurgulamaya çalışmıştır. Arkasından 1975 yılında Michael Kalacki makalesinde "Acaba kaçımız son on yılda elde ettiğimiz entelektüel sermayenin farkındayız" ifadesini kullanmıştır.<sup>128</sup> Günümüzdeki anlamıyla ise entelektüel sermaye kavramı ilk kez Thomas Stewart'ın 1991 yılında kaleme aldığı "Beyin Gücü" adlı makalesi ile gündeme taşınmıştır.<sup>129</sup>

Entelektüel sermaye; müşteriler, süreçler, veritabanları, markalar ve sistemlerle bütünleşen ve sürdürülebilir rekabet avantajı yaratmada önemli bir role sahip, soyut ve çok yönlü bir kavramdır. Entelektüel sermayenin sürdürülebilir rekabet avantajı ve üstün bir finansal performans yaratmadaki önemli rolü tüm çevrelerce kabul görmesine rağmen; tanımına dair henüz bir uzlaşma meydana gelmiş değildir.<sup>130</sup>

Çeşitli kaynaklarda entelektüel sermaye tanımları mevcuttur. Bir kaynak entelektüel sermayeden "daha yüksek değerli varlıklar üretmek için şekillendirilmiş, elde edilmiş ve güçlendirilmiş entelektüel madde"<sup>131</sup> olarak bahsederken farklı bir kaynakta "bir şirketteki insanlar tarafından bilinen ve şirkete rekabet üstünlüğü kazandıran bütün şeylerin toplamı"<sup>132</sup> şeklinde tanımlanmıştır. Buna göre entelektüel sermaye için geniş bir tanım yapılabilir. *Entelektüel sermaye; kâr'a dönüştürülebilen bilgidir, ki bu bilgi işletmelerin fikirlerinin, yeniliklerinin, teknolojilerinin, genel bilgilerinin, bilgisayar programlarının, dizaynlarının, veri kullanma yeteneklerinin,*

<sup>128</sup> Acar, Durmuş; Dağlar, Hüseyin; s.24

<sup>129</sup> Öztürk, M. Başaran; Ban, Ünsal; "Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi", **Asomedy Dergisi**, Nisan 2003, s.54

<sup>130</sup> Keskin, Halit; "Entelektüel Sermaye Nedir?", **Gebze İleri Teknoloji Enstitüsü e-bülten**, Yıl 1, Sayı 14, Kasım 2005

<sup>131</sup> Bayazıtılı, Ercan; "Entelektüel Sermaye Gelecek Binyılın Katma-Değer Başarısında Anahtar", **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Yıl 1, Ekim 2000, s.120

<sup>132</sup> İşevi, A. Semih; Çelme, Burçin; "Bilgi Çağında Yeni Hazine: Entelektüel Sermayeye Çağrı Yakalamak", **Bilgi Dünyası Dergisi**, Yıl 6, Sayı 2, 2005, s.258

*ilişkilerinin, süreçlerinin, müşteri ilişkilerinin, yaratıcılıklarının ve yayınlarının bir bütünüdür.*<sup>133</sup>

Entelektüel sermaye ile ilgili çalışmaların kurumsal olarak ulaştığı sonuçların aşağıdaki gibi özetlenmesi mümkündür.<sup>134</sup>

- Entelektüel sermaye, işletme bilançosunda tam olarak elde edilemeyen maddi olmayan varlıkların toplamıdır
- Entelektüel sermaye, işletmelerin rekabet üstünlüğünün kalıcılığının sağlanmasının temel kaynağıdır
- İşletmenin entelektüel sermayesinin yönetimi önemli bir yönetsel sorumluluktur
- Entelektüel sermayedeki artış veya azalışların, entelektüel performans olarak adlandırılması mümkündür; ölçülebilir ve görünür hale getirilebilmektedir
- Entelektüel sermayeyi ölçmek ve görünür hale getirmek için sistematik bir yaklaşım, işletmelerin türüne, büyüklüğüne, yapısına, sahiplerine ve coğrafi yerleşimine bağlı olmaksızın artan bir şekilde değerli hale gelmektedir.

## **5.2 Entelektüel Sermayenin Unsurları**

Pazar değeri ile finansal sermaye arasındaki fark olarak ortaya çıkan entelektüel sermayenin unsurları; insan sermayesi, yapısal sermaye ve müşteri sermayesidir. Entelektüel sermayenin belirlenmesinde, belirtilen bu unsurlardan birinin göz ardı edilerek diğerlerinin tek başlarına değerlendirilmeleri söz konusu değildir. Çünkü bu unsurların birbirleriyle olan karşılıklı ilişkileri sonucunda entelektüel sermaye ortaya çıkmaktadır. Bu unsurlardan insan sermayesi işletmenin işgörenlerine, yapısal sermaye işletme içindeki dahili yapı ve biçimsel olmayan ilişkilere ve müşteri sermayesi ise başta müşteriler olmak üzere işletmenin ilişkide bulunduğu insan ve insan dışındaki faktörlere odaklanmaktadır.<sup>135</sup>

Literatürde pek çok sınıflandırma olmasına karşın yapılan incelemeler sonucunda aşağıdaki şekilde bir ayırma gidilmiştir. Finansal sermaye ve entelektüel

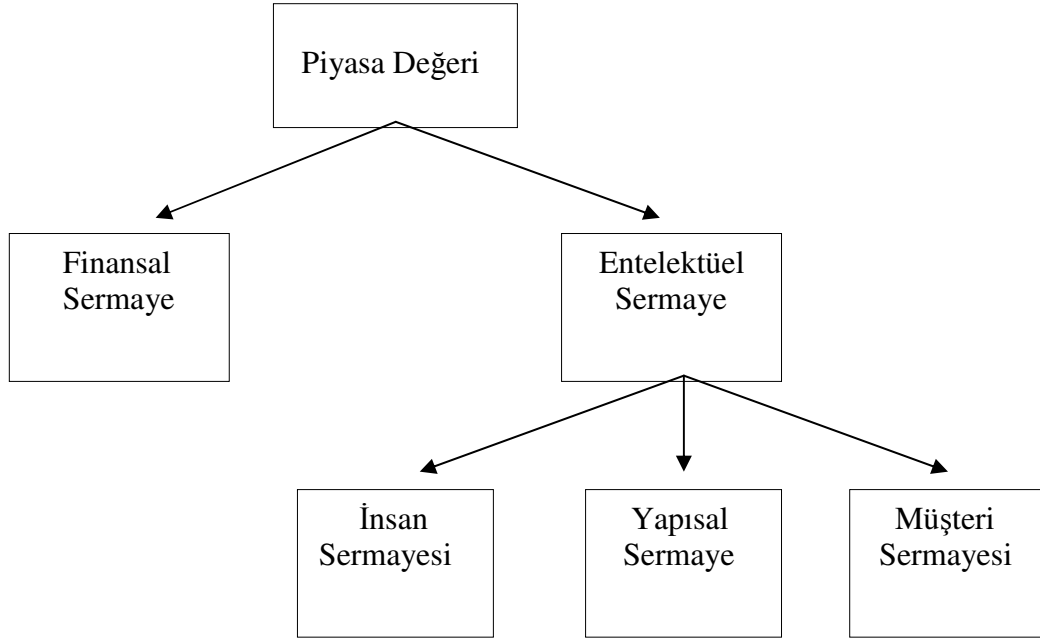
<sup>133</sup> Acar, Durmuş; Dağlar, Hüseyin; a.g.e, s.25

<sup>134</sup> Çelik, Arzum Erken; Perçin, Selçuk; "Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi", **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Yıl 1, Ekim 2000, s.113

<sup>135</sup> Acar, Durmuş; Dağlar, Hüseyin; a.g.e, s.26

sermayeyi ayıran bu sistem modern piyasa değeri tanımlamasına uymaktadır. Şekil 10'da da görüldüğü gibi, entelektüel sermayeyi oluşturan bileşenler literatürde yapılan sınıflamalar dikkate alınarak üç başlık halinde toplanmıştır.

### Şekil 10 : Entelektüel Sermayenin Unsurları



Kaynak: İşevi, A. Semih; Çelme, Burçin; a.g.e, s.259

#### 5.2.1 İnsan sermayesi

İçinde bulunduğumuz bilgi çağında işletmelerin ana hedefi insan sermayesini verimli bir şekilde kullanmaktır. İşletmelerin içinde bulunduğu kızgın rekabet ortamı onların sahip oldukları insan sermayesini verimsiz kullanma lüksünü ortadan kaldırmaktadır. Bu nedenle işletmeler, bünyelerinde bulunan insanların tümünü işin içine katmakta ve onların sahip oldukları fikirlerden maksimum düzeyde yararlanma yoluna gitmektedirler. Bünyesinde bulunan insanların sahip oldukları bilgilerden en iyi biçimde yararlanmada işletmenin kollektif yeteneği olarak da belirtilen insan sermayesinin bileşenlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür;<sup>136</sup>

<sup>136</sup> Guthrie, James; (2001), "The Management, Measurement and the Reporting of Intellectual Capital", **Journal of Intellectual Capital**, Cilt.2, Sayı:1, s.35

- Teknik bilgi (know –how)
- Eğitim
- Mesleki yeterlilik
- Bilgi üretimine yönelik çalışmalar
- Yetenek/beceri oluşturmaya yönelik çalışmalar
- Girişimcilik coşkusu, mucitlik, kabullenici ve reddedici yetenekler, değişimcilik

### 5.2.2 Yapısal Sermaye

İşletmelerin müşterileri için mal üretmesi ve teslimini sağlayan strateji, yapı, sistem ve süreçlerin toplamını ifade etmektedir. Kısaca, piyasanın ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla geliştirilen örgütsel kapasitedir. İşletmede oluşturulan bilgi birikimi ve düzeyi, verilerin elde edilmesi, işlenmesi ve uygulanması sürecini kapsar.<sup>137</sup>

Yapısal sermaye unsurları, insan sermayesinin mal ve hizmete dönüşümünü sağlamakta ve sürekli olarak işletmede kalmaktadır. Dolayısıyla yapısal sermaye insan sermayesinden daha önemli olmaktadır. Doğu Holding Yönetim Kurulu Başkanı, holding bünyesinde yaşanan, bazı firmaların satışı ve devredilmesine ilişkin küçülme faaliyetlerini yorumlarken, entelektüel sermaye ile ilgili şu ifadelerde bulunmuştur; “..Her mevsimin adamı olmanın imkanı yok. Şirketteki kültür yapısına, yönetimine, entelektüel sermayesine uygun olan işlerde olmak gerekiyor”<sup>138</sup>

### 5.2.3 Müşteri sermayesi

Son dönemlerde müşteri odaklılık, müşteri memnuniyeti, müşteri kraldır, maaşını kuruluştan alma müşteriden al anlayışı, müşteri sadakati gibi kavramlar iş dünyasının, işletmecilik anlayışının oldukça fazla duyulan kavramları olmuştur. Bu kavramlar müşteri sermayesinin önemini vurgulayan kavramlardır. Değeri en

<sup>137</sup> Yereli, Ayşe N.; Gerşil, Gülşen; a.g.e, s.19

<sup>138</sup> Uzay, Şaban; Savaş, Orhan; “Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi: Mobilya Sektöründe Karşılaştırılmalı Bir Uygulama Örneği”, *Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Sayı 20, Ocak-Haziran 2003, s.166

belirgin olan entelektüel varlık müşteridir. Ayrıca işletmelerdeki tüm yeniliklerin kaynağında müşteriden gelen talep ya da önerilerin, beklentilerin müşteri sermayesi bileşeni olarak fırsatlara dönüştürülmesi bulunur.<sup>139</sup>

Müşteri sermayesinin unsurlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:<sup>140</sup>

- Markalar
- İşle ilgili işbirliği
- Müşteriler
- Lisans anlaşmaları
- Müşteri sadakati
- İstenen nitelikteki sözleşmeler
- İşletme adı
- Franchising anlaşmalar
- Dağıtım kanalları

Entelektüel sermaye bileşenlerine göz attıktan sonra bu bileşenlerin hangi temel noktalarını göz önünde bulundurarak bir firma kültürü haline getireceğimiz konusunda bilgi vermek yararlı olacaktır. Bunun için günümüzde büyük firmaların kullandığı skandia kılavuzu diye adlandırılan raporlama sistemini inceleyeceğiz.

### 5.3 Entelektüel Sermayenin Raporlanması

#### 5.3.1 Skandia Kılavuzu ve Raporlama

İşletmenin mali tablolarından bilanço, işletme içi ve işletme dışı muhasebe bilgi kullanıcıları için stratejik karar verme mekanizması olarak düşünülür ise; bu mekanizma da işletmenin finansal ve finansal olmayan bilgilerini doğru sunma becerisi önem kazanmaktadır. Fakat geleneksel muhasebe sistemi içerisinde entelektüel sermaye unsurlarının ölçülmesi ve raporlanması günümüz için mümkün olmayabilir. Bunun başlıca nedenleri şunlardır;<sup>141</sup>

- Entelektüel sermaye unsurlarının işletme mali tablolarından bilanço üzerinde

<sup>139</sup> Özçer, Necip; “Entelektüel Sermaye”,  
[http://www.ugurzel.com/makale/makaleler/entelektuel\\_sermaye.htm](http://www.ugurzel.com/makale/makaleler/entelektuel_sermaye.htm)

<sup>140</sup> Çıkrıkçı, Mustafa; Daştan, Abdülkerim; “Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması”, **Bankacılar Dergisi**, S.43, 2002, s.23

<sup>141</sup> Yereli, Ayşe N.; Gerşil, Gülşen; a.g.e, s.25

gösterilmesi genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinden parayla ölçülme kavramına ters düşmektedir. Bu ölçütler maddi olmayan unsurlar oldukları için parayla ölçülmeleri ve raporlanmalar zordur.

- Geleneksel muhasebe sistemi, işletme gelirlerini tablolara yansıtmakta tarihsel maliyetleme sistemini kullanmaktadır. Fakat entelektüel sermaye unsurları şu an ve gelecekte fayda getirecek katma değer unsurlarıdır. Dolayısı ile bunların tarihsel değerlerle işletme bilânçolarında gösterilmesi işletmenin entelektüel sermayesini doğru ölçememesine neden olabilir.
- Geleneksel muhasebe sisteminde, işletme varlıklar için dönemsel olarak ayrılan yıpranma payı yani amortisman söz konusudur. MSUGT ne göre maddi duran varlıklar yanında maddi olmayan duran varlıklar da bu kurala tabidir. Fakat bu entelektüel sermaye için geçerli değildir. Örneğin entelektüel sermaye varlıklarından biri olan bilginin kullanılması durumunda değeri düşmez tam tersine bilgi yeni bilgileri beraberinde getirir ve geliştirir.
- Entelektüel sermayenin temel özelliği işletmeyi bir bütün olarak ele alması ve değerlendirmesidir. Fakat Geleneksel muhasebe sisteminde işletmenin varlık ve borçlarının ayrı değerlendirilmesi gerekliliği söz konusudur.

Literatürde entelektüel sermayenin raporlanmasında çeşitli yaklaşımlar mevcuttur. Bunlardan Skandia şirketi tarafından uygulandığı için önem kazanan yaklaşım; Skandia Kılavuzunu incelenecektir.

Bu yaklaşım entelektüel sermaye raporlamasında, şekilden de anlaşılacağı üzere beş boyut üzerinde durmuştur;<sup>142</sup>

1) Finansal Boyut:

Anahtar performans rasyoları, bilanço ve gelir tablosu oranlarını içerir. Örneğin; toplam giderler, brüt katkı, faaliyet sonuçları vb.

2) Müşteri Boyutu:

Pazara nüfuz edebilme kabiliyetinin ölçülmesine dönük çalışmaları içerir. Örneğin; Pazar payları primi, satış gücü, hata oranı, müşteri memnuniyeti indeksi vb.

---

<sup>142</sup> Otlu, Fikret; Aksu, İbrahim; a.g.e, s.184-185

3) Süreç Boyutu:

Kullanılan faaliyet yöntemlerine ve bilgi teknolojileri destek seviyesine dayanmaktadır. Örneğin; başarısız veri dosyalarının sayısı, ortalama cevap verme süresi vb.

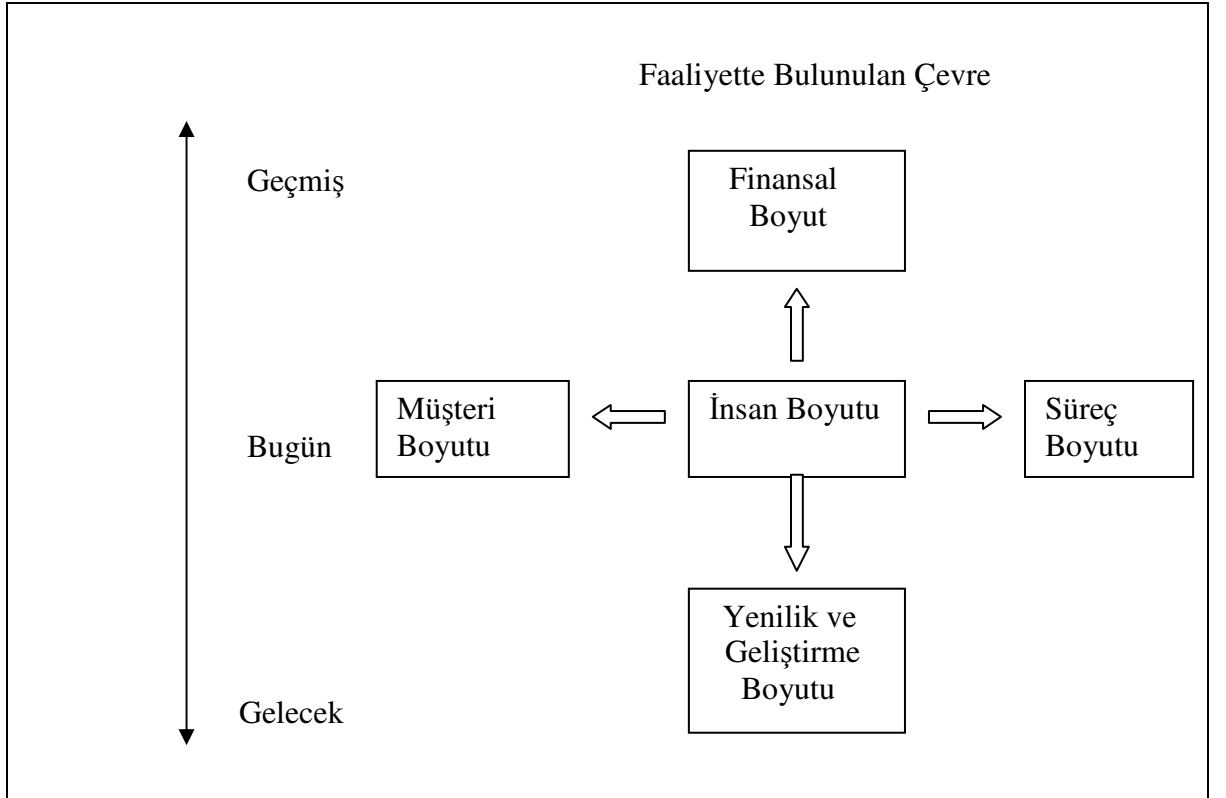
4) Yenileme ve Geliştirme Boyutu:

Kaynakların gelecekteki iş şekilleri ve yöntemlerine uygun yönlendirilip yönlendirilmediğini ölçer. Örneğin; yeni ürünlerin sayısı, bilgi teknolojileri gideri/yönetim giderleri vb.

5) İnsan Boyutu:

Bu boyut, çalışanların eğitim seviyesine, liderlerin gelişmesine ve ekip ruhuna dayanır. Örneğin; çalışanların sayısı, yetkilendirme indeksi, iş eğitimi verilen gün sayısı vb.

**Şekil 11 : Skandia Kılavuzu**



Kaynak: Malhotra, Yogesh; "Knowledge Assets in the Global Economy: Assessment of National Intellectual Capital", Journal of Global Information Management, Yıl 8, Sayı 3, Temmuz-Eylül 2000, s.8



Görüldüğü gibi Skandia kılavuzu bu alanda yapılan en değerli çalışmalardan bir tanesidir. Ele almış olduğu temel noktalar ve süreçlerle bunlara atıfta bulunması entelektüel sermayeyi nasıl düşünmemizi sağlayan bir araçtır. Başarısından da anlaşılacağı üzere bu yönlü gelişen bir firma ne geçmişte kalır ne de bugünle ilgilenir. Böyle düşünen bir firma için temel felsefe gelecektir ve bunu entelektüel sermayeye sahip olmakla nasıl sağlayacağı temelleri üzerinde kuruludur.

#### **5.4 Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi**

Entelektüel sermaye, işletmeler için rekabet edebilmenin ve piyasada var olabilmenin bir ön koşulu haline gelmiş bulunmaktadır. Bu derece önemli bir hal alan ve mali tablolarda görünmeyen bu varlıkların ölçülmesi ve değerlendirilmesinin gerekliliği açıkça ortadadır.<sup>143</sup>

İşletmelerin sahip oldukları maddi varlıkların değerlerini tarihi maliyet, yenileme ikame maliyeti gibi maliyet ölçüleriyle küçük farklılıklarla olmakla birlikte belirlemeleri mümkündür. Neticede elle tutulur, gözle görülür varlıklar oldukları için ve gerek ediniminde katlanılan bir maliyetin olması gerekse değerlendirme anında piyasada alım satımı yapılması halinde belirli bir fiyatının oluşması nedeniyle eskime paylarını da dikkate alarak işletmelerin söz konusu varlıklara değer biçilmeleri mümkündür.<sup>144</sup>

Entelektüel sermayenin ölçülmesi noktasında ise durum çok daha farklıdır. Bilindiği üzere entelektüel sermayenin soyut varlıklardan oluşması ve işletmeden işletmeye farklılıklar arz etmesi nedeniyle maddi varlıklara göre ölçülmesi daha zor ve sorunludur. Entelektüel sermayenin özünü bilgi ve bilgi tabanlı unsurlar oluşturmaktadır. Bilgi ve bilgi tabanlı unsurları ölçmek oldukça güç ve karmaşık bir konudur. En genel şekliyle entelektüel sermayenin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark şeklinde ortaya çıkartılabileceği kabul edilmekle birlikte bu yöntemin geçerliliği için işletmenin halka açık olması mecburiyeti bulunmaktadır. Entelektüel sermayenin ölçülmesi noktasındaki söz konusu sorunlara rağmen entelektüel

---

<sup>143</sup> Öztürk, M. Başaran; Ban, Ünsal; a.g.e, s.56

<sup>144</sup> Çıkrıkçı, Mustafa; Daştan, Abdülkerim; a.g.e, s.23

sermayenin ölçülmesinin önemli faydaları bulunmaktadır ve bu ölçümün işletmeye sağlayacağı faydalar aşağıdaki gibi sıralanabilir:<sup>145</sup>

- İşletme yöneticilerinin işletmelerinin entelektüel değerlerini görünür bir biçimde ortaya koymaları durumunda kredi kurumlarına entelektüel varlıkları teminat olarak gösterebilir ve bunun sonucunda da daha geniş borçlanma olanakları doğar.
- Halka açık olan ya da açılmayı planlayan işletmelerin entelektüel sermayelerini ve bu sermayelerinin gelecek dönemlerde yaratacağı muhtemel gelir potansiyelini göstermeleri, hisse senetlerinin piyasa performansını olumlu yönde etkiler.
- Yüksek piyasa değerine sahip işletmeler, satın alma, birleşme gibi özel finansal durumlarda bu yüksek değerlerinin kaynağını yatırımcılara gösterebilme olanağını bulur.
- Entelektüel sermayenin rakamsallaştırılması, rakipler karşısındaki durumun analiz edilerek üstün ve zayıf yönlerin belirlenmesinde ve zayıf yönlerin geliştirilmesi çabalarının hız kazanmasına katkı sağlar.

### **5.5 Entelektüel Sermayenin İşletme Düzeyinde Ölçülmesi ve Yöntemleri**

Entelektüel sermayeyi ölçmek için kullanılan iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Entelektüel Sermayenin Bileşenlerine Göre Ölçülmesi Yaklaşımı, işletmenin sahip olduğu entelektüel sermayenin her bir bileşeninin ayrı ayrı dikkate alınarak finansal açıdan ölçülmesini gerektirmektedir. Entelektüel Sermayenin İşletme Düzeyinde Ölçülmesi Yaklaşımı'nda ise işletmenin sahip olduğu entelektüel sermaye, bütünsel olarak değerlendirilmektedir.<sup>146</sup>

Her iki yöntemde uygulama alanının olmasına rağmen, kredi kurumlarının, potansiyel yatırımcıların, ve işletme ile çalışan tedarikçilerin, işletmeyi bir bütün olarak değerlendirmek istemeleri, entelektüel sermayenin işletme düzeyinde ölçülmesini gerekli kılmaktadır.<sup>147</sup> İşletme düzeyinde entelektüel sermayeyi ölçme üç

---

<sup>145</sup> Acar, Durmuş; Dalğar, Hüseyin; a.g.e, s.33

<sup>146</sup> Çelik, Arzum Erken; Perçin, Selçuk; a.g.e, s.114

<sup>147</sup> Üzay, Şaban; Savaş, Orhan; a.g.e, s.167

başlık halinde toplanır:

- Piyasa Değeri / Defter Değeri
- Tobin'in q oranı
- Maddi olmayan varlıkların değerinin hesaplanması

Bu yöntemlerin ana fikri, hisse senedi piyasasının işletmeye verdiği değer ne olduğunu, işletmenin bilançosunda yer alan, işletme değeri ile kıyaslayarak belirlemektir. Aradaki fark, genel muhasebe sistemleri ile belirlenemeyen maddi olmayan entelektüel sermayenin değeri olarak kabul edilmektedir. Entelektüel sermayenin genel bir karşılaştırmasının yapılabilmesi için önerilen bu yöntemlerin uygulanmasında kullanılan veriler, işletmenin denetlenmiş finansal tablolarından türetilmektedir.<sup>148</sup>

### 5.5.1 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Yöntemi

Günümüzde entelektüel sermayenin bilinen en yaygın göstergesi, hisse senetleri piyasasının işletmelere biçtiği değer belirlenmesinde kullanılan Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranıdır. Bir işletmenin aktiflerini finanse etmek üzere kullandığı öz kaynaklarının hisse senedi başına düşen payı o işletmenin hisse senetlerinin defter değerini göstermektedir. Bu değer, işletmenin tasfiyesi halinde, bir hisse senedinin alabileceği minimum değerdir. Firmanın dolaşımdaki hisse senetlerinin, belli bir tarihte işlem gördüğü piyasa fiyatının, aynı tarihteki hisse senedi başına düşen öz sermaye payına bölünmesi, Piyasa Değeri / Defter Değeri oranını vermektedir.<sup>149</sup>

Hisse senetlerinin borsadaki fiyatının değişkenliği ve çoğunlukla bu değişkenliğin firma dışı faktörler tarafından belirlenmesi, amortisman uygulamalarındaki yasal esnekliklerden dolayı defter değerinin gerektiğinden daha az gösterilme eğilimi, bu yöntemin en önemli sakıncalarını oluşturmaktadır.<sup>150</sup>

<sup>148</sup> Çelik, Arzum Erken; Perçin, Selçuk; a.g.e, s.115

<sup>149</sup> Özpeynirci, Rabia; "Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi:Konya Aykent Kunduracılar Sanayinde Bir Uygulama", **Konya Ticaret Odası e-Dergi**, Kasım 2006

<sup>150</sup> Uzay, Şaban; Savaş, Orhan; a.g.e, s.167

## 5.5.2 Tobin'in Q Oranı

Q oranı Nobel ödülü alan ekonomist James Tobin tarafından yatırım kararlarını tahmin etmeye yardımcı olmak için geliştirilmiştir. Tobin'nin q oranı aslında piyasa / defter oranı gibidir fakat ondan farkı, hesaplamada defter değeri yerine maddi varlıkları yerine koyma maliyetini incelemiş olmasıdır. Teori q oranının 1'den ve rekabetçilerinden büyük olması durumunu göz önüne alır. Bu durumda firmanın kendine yakın diğer rakiplerine göre karlı üretim yeteneğine sahip olduğu sonucuna ulaşılır.<sup>151</sup>

ES = Piyasa Değeri / Varlığın Yerine Koyma Maliyeti

Tobin'in Q oranının belirlenmesinde en önemli güçlük yerine koyma maliyetinin hesaplanmasıdır. Bu nedenle konuyla ilgili literatürde yerine koyma maliyetlerinin farklı yöntemlerle hesaplanması önemli bir yer tutmaktadır. Varlıkların pazar değerinin hesaplanması konusunda uzlaşa sağlanmış olarak görülmektedir.<sup>152</sup>

Gerek Tobin'in Q oranı yöntemi gerekse bir önceki adımda incelen piyasa değeri / defter değeri oranı yöntemi, aynı sektörde faaliyette bulunan, aynı piyasalara hizmet veren ve benzer türde maddi varlıklara sahip olan işletmelerin maddi olmayan varlıklarının karşılaştırılması ve işletmenin entelektüel sermayesinin değerinde yıllar itibariyle gerçekleşen değişikliklerin karşılaştırılması için uygun görünmektedir. Bununla birlikte yukarıda piyasa değeri/ defter değeri oranı yönteminde de belirtildiği gibi işletmenin borsada oluşan değerinin spekülasyon atakları gibi dış faktörlerden etkilenmesi yöntemin doğru sonuçlar vermesini olumsuz manada etkileyebilmektedir.<sup>153</sup>

---

<sup>151</sup> Luthy, David H.; "Intellectual Capital and Its Measurement", <http://www3.bus.osaka-cu.ac.jp/apira98/archives/pdfs/25.pdf>, 09.02.2007

<sup>152</sup> Canbaş, Serpil; Doğukanlı, Hatice; Düzakın, Hatice; "Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl 2004, Cilt 13, Sayı 2, s.58

<sup>153</sup> Çıkrıkçı, Mustafa; Daştan, Abdulkerim; a.g.e, s.25

### 5.5.3 Maddi Olmayan Varlıkların Değerinin Hesaplanması

Bu yöntem NCI şirketi tarafından işletmenin maddi olmayan varlıklarının gerçeğe uygun değerlerinin hesaplanması için geliştirilmiştir. Maddi olmayan varlıkların değerlerinin hesaplanması yöntemi, maddi varlıkların getirisinin fazla kısmını hesaplamakta ve bu tutar, maddi olmayan varlıkların getiri payını belirlemede kullanılmaktadır.<sup>154</sup>

Maddi olmayan varlıkların değerinin hesaplanmasında uygulanan adımlar şu şekildedir.<sup>155</sup>

Adım 1 : Üç yıl için ortalama vergi öncesi kar hesaplanır.

Adım 2 : Bilançoya bakılır ve üç yılın maddi varlıklarının ortalaması alınır.

Adım 3 : Kar ortalaması, maddi varlık ortalamasına bölünerek maddi duran varlıkların getirisi hesaplanır.

Adım 4 : Aynı üç yıl için sektörün maddi duran varlıklarının getiri oranı ( MVGO ) bulunur. Eğer MVGO, sektör ortalamasının altında ise bu yöntem çalışmayacaktır.

Adım 5 : Getiri fazlası hesaplanır. Sektörün MVGO ile işletmenin ortalama varlıkları çarpılır. Bu sektördeki ortalama bir işletmenin bu büyüklükteki maddi duran varlıklardan kazanabileceği tutarı göstermektedir.

Adım 6 : Üç yıl için ortalama vergi oranı hesaplanır ve bu fazla kısım ile çarpılır. Vergi sonrası büyüklüğe ulaşmak için getiri tutarından düşülür. Bu, maddi olmayan varlıklara ait primdir.

Adım 7 : Primlerin net bugünkü değeri hesaplanır. Bunun için işletmenin sermaye maliyeti kullanılabilir. Bu maddi olmayan varlıkların değeridir ve bilançoda yer almamıştır.

Bir örnek yardımıyla bu yöntem açıklanabilir:

<sup>154</sup> Çelik, Arzum Erken; Perçin, Selçuk; a.g.e, s.116

<sup>155</sup> IFAC; "Understanding Corporate Value: Managing And Reporting Intellectual Capital", **The Chartered Institute of Management Accountants**, September 2006

1. ADIM :	100 milyar TL
2. ADIM:	400 milyar TL
3. ADIM:	% 25 100 milyar / 400 milyar
4. ADIM:	Sektör ortalamasının % 15 olduğu varsayılmıştır.
5. ADIM:	40 milyar TL $400 \times \% 15 = 60$ $100 - 60 = 40$
6. ADIM:	26.8 milyar TL $40 \times \% 33 = 13.2$ $40 - 13.2 = 26.8$
7. ADIM:	268 milyar TL X. A.Ş.'nin sermaye maliyetinin % 10 olduğu varsayılmıştır.

Bu yöntem diğer iki yönteme göre daha zaman alıcı ve karmaşık olmasına rağmen aynı ve farklı sektörler arasındaki getiri karşılaştırmasını daha gerçekçi yapmaktadır.

Ancak bu yönteminde bazı olumsuz yönleri bulunmaktadır. İlk olarak getiri fazlalığının ölçülmesinde MVGO değerinin kullanılması her zaman doğru sonuçlar vermeyecektir. Değer aralığının da genişliğine bağlı olarak ortalama değerler, uç noktadaki değerlerden etkilenilmekte ve gerçeği tam olarak temsil etmeyen yüksek veya düşük değerler çıkmasına neden olabilmektedir.<sup>156</sup>

## 5.6 Entelektüel Sermaye ve Firma Değeri

İşletmelerin bilançolarında görülen fiziksel varlıklarının yanı sıra, bilgiye dayalı olarak ortaya çıkan maddi olmayan varlıkları da, firma değerlemesinde somut varlıklar kadar önem taşıyor hale gelmiştir. Maddi olmayan varlıkların mobilitesinin, maddi varlıklara oranla yüksek olması bu varlıkların önemini artıran bir unsur olmuş, şirketlerin piyasa değerinin belirlenmesinde maddi olmayan varlıkların paylarında meydana gelen artış, son dönemlerde daha da hızlanmış ve bu sebeple de firma

<sup>156</sup> IFAC; "The Measurement and Management of Intellectual Capital: An Introduction", International Management Accounting Study, **Financial and Management Accounting Committee**, IFAC, September 1998, par.46

değerlemesi süreci daha karmaşık hale gelmiştir.<sup>157</sup>

İşletmeler değer yaratmada ve örgüt hedeflerini başarmada maddi olmayan kaynaklarla birlikte maddi ve sermaye kaynaklarına güvenirlir. İşletme performansı ve başarısı örgütlerin kaynaklarını yönetmedeki sırrına bağlıdır. Eskiden işletme kaynaklarının %80'ini maddi ve sermaye kaynakları kapsarken, maddi olmayan varlıklar %20 civarlarındaydı. Bu oran gittikçe değişti ve 1999 yılı itibari ile maddi olmayan varlıkların oranı %80'e ulaşmıştır. Geniş çapta bu olayın bilinmesi ve söylenmesine karşın, önemli olanın bunun nasıl %80 olduğunun hesaplanması olmuştur. Firmanın entelektüel sermayesine yaklaşık olarak ulaşmak için o firmanın piyasa değerinden maddi ve sermaye kaynaklarının toplamı olan defter değerini çıkarmak gerekir. Örneğin, Microsoft'un defter değeri ( toplam varlıklarından toplam borçlarının çıkmış hali ) 31 Mart 2001 itibari ile 54.3 milyar dolardır. Bunun 1.4 milyar dolarını şerefiye 277 milyon dolarını da maddi olmayan varlıklar oluşturuyor. Firmanın piyasa değeri (hisse fiyatlarıyla dolaşımdaki hisse senetlerinin çarpımı) yaklaşık olarak hesaplandığında 301 milyar dolar olarak karşımıza çıkıyor. Net defter değerinden bu değeri düştüğümüzde maddi olmayan varlık değerinin 284.4 milyar dolar olduğunu görürüz. Hepimiz burada hemfikiriz ki bu, Microsoft'un entelektüel sermaye tutarıdır. Ve bu tutar firmanın toplam varlıklarının %82.4'ünü oluşturuyor.<sup>158</sup>

Son zamanlarda çoğu çalışmalar, muhasebe bilgilerinin düşüşte olduğunu gösteriyor. Firma değerinde maddi olmayan belirteçlerin önem kazanmasıyla artık özellikle ileriki aşamalar için kullanılan finansal ve finansal olmayan verilerin önemi artıyor.<sup>159</sup>

Entelektüel sermayenin hedefi, entelektüel sermayenin yeniden değerlendirilmesi, dengelenmesi, kontrol edilmesi ve kimliklendirilmesi ile firmanın değer yaratma yeteneklerini geliştirmektir. Bu hem değer yaratma, hem de değer geliştirmeyi

---

<sup>157</sup> Öztürk, M. Başaran; Ban, Ünsal; **Asomedy Dergisi**, a.g.e, s.62

<sup>158</sup> "Intellectual Capital Management"

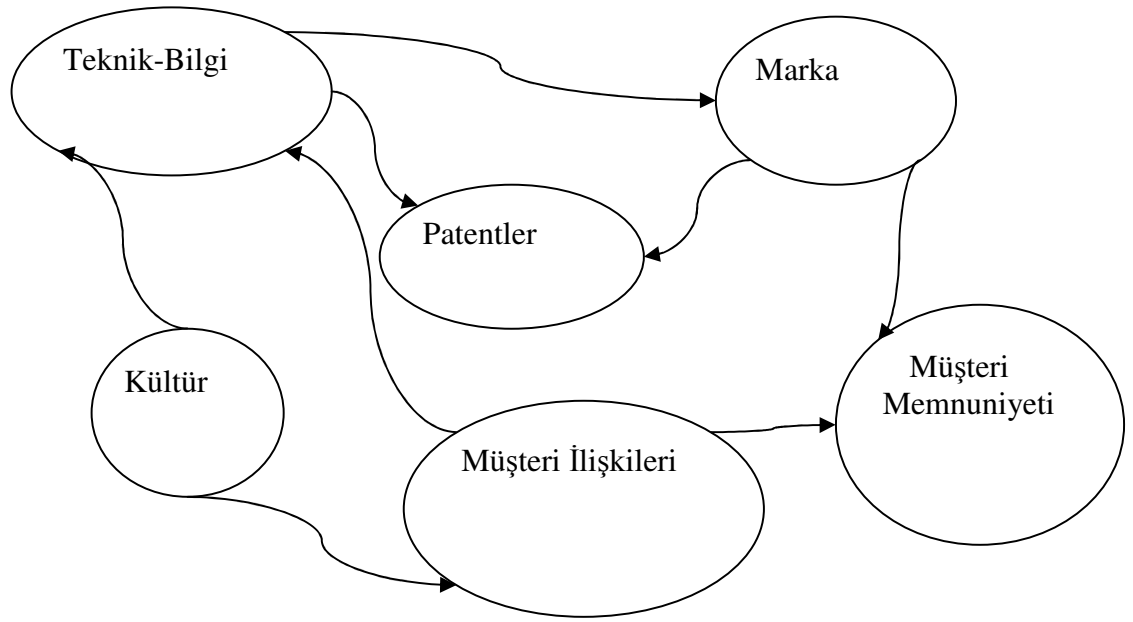
[http://media.wiley.com/product\\_data/excerpt/69/04712750/0471275069.pdf](http://media.wiley.com/product_data/excerpt/69/04712750/0471275069.pdf), 15.02.2007

<sup>159</sup> Garcia-Ayuso Manuel; "Factors explaining the inefficient valuation of intangibles", **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Year: Mar 2003, Volume: 16, Issue: 1, Page: 65

kapsar.<sup>160</sup> Sayıları hiç aklımdan çıkarmayan, bilimsel yönetim teokrasisine inanan, iddialarının doğruluğunu sadece ölçümler sonucu ortaya çıkaran muhasebeciler ve rasyonel yöneticiler entelektüel sermayenin şansı döndürmek için çok önemli olduğunu tartışıyorlar. Çünkü “bilgi”nin seçilmiş, yükselen, sanayi sonrası ve bilgi yoğun toplumlarda finansal etkisi vardır.<sup>161</sup>

Şekil 12’de de görüldüğü gibi artık entelektüel varlıklarda üstünlük yoksa değer yaratma şansı olmayacaktır. Firmanın değerini artıran bu araçlara önem verilmesi gerekmektedir.

### Şekil 12 : Değer Yaratan Harita



Kaynak : Marr, Bernard; Schiuma, Giovanni; Neely, Andy; “The dynamics of value creation: mapping your intellectual performance drivers”, *Journal of Intellectual Capital*, Year: Jun 2004 Volume: 5 Issue: 2 Page: 319

<sup>160</sup> Akdemir, Ali; “Entelektüel Sermaye Konseptinin İşletmecilik Anlayışındaki Dönüşümleri”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Yıl 1998, Sayı 3(Güz), s.67

<sup>161</sup> Chaharbaghi, Kazem, Cripps, Sandy, “Intellectual Capital: Direction, Not Blind Faith”, *Journal of Intellectual Capital*, Year: 2006 Volume: 7 Issue: 1 Page: 30



Günümüzde artık değer yaratan unsur açık bir şekilde entelektüel sermayedir. Klasik pazarlama anlayışı yerini firma içinde etkin bir şekilde rol oynayan entelektüel varlıklara, entelektüel mülkiyete ve entelektüel sermayeye bırakmıştır. Entelektüel sermaye yönetimi hızla ilgi görmüş ve rekabet avantajı yakalamak için olmazsa olmazlar arasına girmiştir. Bir firma artık patent, marka, know-how vb. yaratamıyorsa rekabetten uzaklaşmaya ve gelecekte değişmesi beklenen piyasa anlayışında yok olmaya mahkum kalacaktır. Finans ve muhasebe anlayışında ileride köklü bir devrim yapacağını beklediğimiz entelektüel sermayenin firma değerlemesinde etkisi çok büyüktür. Artık tek başına maddi varlıkların, hisse senetlerinin değerlemesi firmanın gerçek değerini ortaya koymakta yetersiz kalmaktadır.

Şimdiden finansçıların maddi varlıkları ölçmek yerine maddi olmayan varlıklara yönelme eğiliminde olmaları, muhasebe yöneticilerinin “Yönetim muhasebesi mi? Entelektüel sermaye yönetimi mi? Diye ortada kalmaları bu konunun ne kadar önemli olduğunu gözler önüne sermektedir.”

Bugün bir firmanın defter değerinin çok çok üzerinde seyreden bir piyasa değerine sahip olması onun maddi olmayan varlıklarına ne kadar çok önem gösterdiğinin sonucu olarak yorumlanmaktadır.

Sonuç olarak, firmaların entelektüel sermaye konusunda gelişim göstermeleri yanında, finans ve muhasebe dallarında da bu konuda bir adım atılıp, artık maddi olmayan sermayenin de finansal tablolarda gösterilmesi konusunda çalışmalarını hızlandırmaları gerekmektedir. Gelişen ve sürekli olarak değişen bu ortamda hissedarlar diye adlandırdığımız ve artık firmamızın gerçek amacını oluşturan yatırımcıların bu bilgiyi açık ve net bir şekilde görmeleri gerektiği düşünülmektedir.

## ALTINCI BÖLÜM

### ŞİRKET BİRLEŞMELERİ VE SATIN ALMALARI

Şirketlerin ortak amacı, sürekliliklerini sağlamaya çalışırken değerlerini maksimum seviyeye çıkarmak ve bunun yanı sıra ekonomik büyüme gerçekleştirerek ülkelerin refah düzeyini arttırmaktır.

Ekonomik büyüme olgusu özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkeler açısından çok önemlidir. Çünkü genel olarak gelişmekte olan ülkelerde sanayinin yapısı büyük oranda yaşam süreleri de ölçekleriyle paralel giden küçük ve orta ölçekli şirketlerden oluşmaktadır. Bu çok sayıda, dağınık, küçük ve çok verimli olmayan firmalardan oluşan sanayi yapısının değişmesi gerekmektedir.

Şirketlerin birleşme nedenlerini tek bir amaçla nitelemek mümkündür. Bir şirket diğer bir şirkete, *işletmenin net bugünkü değerini artıracığı düşüncesi ile yatırım yapar*. Yani; faaliyetlerini bağımsız olarak sürdüren şirketlerin birleşmeleri durumunda sahip olunacak piyasa değerinin, birleşen şirketlerin tek tek piyasa değerlerinin toplamından daha yüksek olması gerekir. Bu da sinerji etkisi olarak tanımlanır. Birleşmeler; birleşen şirketlerin kaynaklarını daha verimli kullanmaları sonucunu doğurur. Bu sayede şirketler düşük kapasite kullanımı gibi bir sorununu giderebilir.

#### 6.1 Şirket Birleşme ve Satın Almaları

İngilizce’de “Merger and Acquisitions” olarak adlandırılan “birleşme ve satın alma” operasyonları, sürekli yer değiştiren sermaye hareketleri neticesinde son yıllarda, dünyada olduğu gibi ülkemizde de oldukça önemli ve popüler birer kavram haline gelmiştir.

Genel anlamıyla Birleşme birden çok şirketin güçlerini ve varlıklarını yeni bir firma kurarak bir araya getirmeleri, Satın alma ise bir şirketin başka bir şirketin tamamını ya da bir kısmını satın alması olarak özetlenebilir. Doğal olarak, satın almada bir alıcı ve birde satın alınan vardır ve alıcı, bir şirketi kısmen ya da tamamen

aktifleri ve pasifleri ile satın alır ve genellikle firma kontrolünü de kısmen veya tamamen elinde bulundurur.

Şirketleri satın almaya ya da birleşmeye sevk eden pek çok neden olsa da, bunların başında büyüme ve güçlenme güdüsü yatmaktadır.<sup>162</sup>

Günümüz ekonomik koşulları, işletmeleri büyümeye zorlamaktadır. Çünkü, küçük işletmelerin devamlı olarak büyüyen ve hızlı teknolojik değişimlerin yaşandığı bir ekonomik ortamda, olduğu gibi varlıklarını sürdürmeleri mümkün değildir. Ekonomiler, serbest rekabet, monopol ve eksik rekabet piyasaları olmak üzere üç piyasadandır. Bir işletme, bu üç piyasadandır. Ancak, tam rekabet ve monopol piyasalar tam olarak gerçekleşmediği için işletmeler, çoğunlukla eksik rekabet piyasasında faaliyet gösterirler. Bu piyasa oturmuş, dengeye kavuşmuş bir piyasa şekli değildir. Böyle piyasada işletmeler çok defa acımasız rekabetten kaçınmak için, aralarında anlaşma yolunu seçerler. Ancak işletmelerin anlaşabilmesi için belirli bir büyüklüğe erişmesi gerekir. Küçük işletmelerin, büyümenin bir sonucu olarak ortaya çıkan dev işletmelerle rekabet etme imkanları çok sınırlıdır. Çevre koşulları, hızlı şehirleşme hareketleri, büyük bir hızla artan ihtiyaçlar ve var olma mücadelesi firmaları büyümeye teşvik etmektedir.<sup>163</sup>

Büyüme çabası günümüz işletmecilik anlayışının üzerinde durduğu konulardandır. Değer yaratmak için seçilen ve uygulanması gereken yöntemlerden bir tanesi olarak karşımıza çıkan birleşme ve satın alma konusu, büyüme dışında çeşitli nedenlerle de yapılmaktadır. Bu noktada şirketlerin birleşme ve satın alma nedenlerine ayrı başlıklar halinde göz atmak, büyüme dışındaki faktörlerinde anlaşılabilmesi için faydalı olacaktır.

---

<sup>162</sup> Kardeş, Erdal; “Şirket Birleşme ve Satın Almaları”, **Hukuki Platform Dergisi**, Yıl 1, Sayı 1, Ocak 2007, s.6

<sup>163</sup> Usta, Öcal; **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Anadolu Matbaacılık, İzmir 2002, s.148-149

## 6.2 Şirket Birleşmelerinin Nedenleri

Geleceğe yönelik yarış stratejik ortaklıkları gerekli kılmaktadır. Bilgi çağına ilişkin büyük fırsatların birçoğu, halen az sayıda şirketin tümüyle sahip olduğu yeteneklerin ve olanakların kaynaştırılmasını gerektirmektedir. Sadece birbirini tamamlayıcı güçlerin bir araya getirilmesi gibi olağan bir amaca hizmet etmek için değil, aynı zamanda potansiyel binlerce yeni pazar ve yeni teknolojileriyle bilgi ekonomisinin doğasında bulunan belirsizlikleri azaltmak ve öğrenmeyi hızlandırmak üzere kavrayış ve anlayışı bir araya getirme amacına hizmet etmek için de ortaklıklar gereklidir. İster dünya için ister gelecek için yarışsınlar, ortaklıklar yoluyla değer yaratımı peşinde olan şirketler şu üç faaliyetin herhangi birinde bulunabilirler; rakip ya da tamamlayıcı firmaların müşterek tercihi, müşterek uzmanlaşmış olanaklarının birleştirilmesi ve kaldıraç olarak kullanılması; kritik yeteneklerin öğrenilmesi ve içselleştirilmesi.<sup>164</sup>

Birleşme nedenlerini genelde şu şekilde açıklamak mümkündür:<sup>165</sup>

- 1) Büyük Ölçekte Faaliyette Bulunmanın Sağlayacağı Faydalar: Büyük ölçekte faaliyette bulunma, bir kısım faaliyetlerin maliyetini düşürebilir. Ölçek ekonomileri olarak da isimlendirilen bu faydaları sağlamanın bir yolu da birleşmedir.
- 2) Çeşitlendirme: Herhangi bir işletmenin faaliyette bulunduğu endüstrilerin sayısını artırma anlamındadır.
- 3) Finansal Nedenler: Hızlı büyüyen işletmeler büyümelerini finanslama da güçlüklerle karşılaşabilir. Bu işletmeler büyümelerini durdurmak yerine, düşünülen büyümeyi finaslama için gerekli olan likiditeyi, bu imkana sahip başka işletmelerle birleşerek elde edebilirler.
- 4) Psikolojik Unsurlar: Şirket birleşmelerinde ekonomik nedenler ön planda tutulmasına rağmen, psikolojik nedenlerin de önemli rol oynadığı gözlenmektedir. Kişilerin yönetsel ve finansal alanlarındaki yeteneklerini

<sup>164</sup> Aydınlan, Belgin; "Dışa Açılma Yolunda Stratejik Ortaklıklar ve Türk Şirketleri Açısından Önemi", *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, 2/2003, s.151

<sup>165</sup> Çalıyurt, Kıymet Tunca; "Şirket Birleşmeleri ve Havacılık Sektöründeki Uygulamaları" *Trakya Üniversitesi Dergisi, Sosyal Bilimler C Serisi*, Cilt 1, Sayı 1, Haziran 2000, s.12-13

gösterme arzusu, daha büyük örgütleri yönetme tutkusu, hırsı, şirketin devamını güvenceye alma duygusu, demode olma kuşkusu da birleşme kararlarında etkili olabilmektedir.

- 5) Şirketin Başarısızlıkları: Bir şirketin başarısızlığı ya ekonomik ya da finansal olabilir. Şirketin borç yükünün olmaması ve uygun bir yönetime sahip olması durumlarında bile, o şirket karlı bir biçimde işletilemiyorsa, ekonomik olarak başarısız bir şirkettir.
- 6) Bir Yönetime Sahip Olma: Günümüzde, amaç, en uygun endüstride faaliyette bulunmak, büyümeyi sürekli kılmak, istikrarı arttırarak güçlü bir pozisyon yaratmaktır. Bu nedenle, günümüzdeki dönem, “yönetim, yönlü birleşmeler” dönemi olarak isimlendirilmektedir.
- 7) Rekabetin azaltılması: Aynı endüstri kolunda faaliyet gösteren şirketler arasında yapılacak birleşmeler, rekabetin azaltılması açısından önemlidir. Birleşen şirketler toplam arzın daha büyük kısmına sahip olarak, pazarda bu güçten faydalanabilirler.
- 8) Vergi avantajı: Bir birleşme vergilendirilebilen veya vergilendirilemeyen karakterde olabilir. Vergilendirilebilir birleşme de, hisselerini satan hisse sahiplerine, hisselerini satmış ve bu durumda ortaya çıkan kar sebebiyle vergi ödemek zorunda oldukları şeklinde davranılır ve işlemler buna göre yapılır. Vergilendirilemeyen birleşmede ise, hisselerini satan hisse sahipleri eski hisselerini yenileriyle değiştiriyor gibi düşünülür. Bu durumda sermaye kazancı veya zararı ortaya çıkmaz. Bir başka deyişle, birleşmelerde verginin ortaya çıkıp çıkmaması işlem şekline, yani birleşmenin nakit ya da benzeri bir borç aracı karşılığı mı yoksa hisse senedi değişimi yoluyla mı gerçekleştirildiğine bağlıdır.

### **6.3 Şirket Birleşmelerinin Türleri**

İşletme birleşmeleri üç grupta incelenir. Yatay işletme birleşmeleri, dikey işletme birleşmeleri ve karma birleşmeler. Bu sınıflandırış, dışsal büyüme yönleri olarak da adlandırılmaktadır.

Bu türleri kısaca şu şekilde açıklamak mümkündür:<sup>166</sup>

- 1) Yatay Birleşme: Bir işletmenin faaliyette bulunduğu iş kolundaki pazar payını artıracak yönde büyümesidir. İşletme yarattığı fonları aynı iş kolundaki yatırımlara ayırarak veya benzer malları üreten işletmeleri satın alarak ya da birleşerek yatay büyümeyi sağlayabilir.
- 2) Dikey Birleşme: Bir şirketin ya geriye doğru kendisine mal sağlayan şirketlerle ya da ileriye doğru kendi ürününü satın alan şirketlerle birleşmesi şeklinde olur.
- 3) Çapraz Birleşme: Aralarında mal ve hizmet üretimi ve pazarlaması konusunda benzerlik olmayan işletmelerin birleşmesidir. Bu birleşme ekonomik çeşitlendirme olarak da adlandırılır. Bu birleşmede amaç, çeşitlendirme ile riski azaltmak ve atıl fonların etkin bir şekilde kullanımını sağlamaktır.

Her birleşmenin kesinlikle başarılı olacağı söylenemez. Yüksek beklentiler içinde olunması, değerlemenin hatalı varsayımlara dayandırılması gibi birçok nedene dayanan başarısızlıklar olabilir. Tipik bir başarısızlık örneği verecek olursak şu şekilde olayı özetleyebiliriz. Satın alınacak şirket; sektörün ve şirketin getirisi ve büyümesine göre belirlenmektedir. Değerleme çalışmaları sonucunda bazı firmaların satın alınmasından vazgeçilir. Satın alınması en uygun şirket beklenir. Karar verilen şirketin değerlemesi sonucunda beklenen sinerji gerçekçi değil ise hayal kırıklığı yaratacaktır. Çünkü anlaşma her iki tarafın yüksek getiri beklentisi ile yapılır. Anlaşmadan sonra yaratılması beklenen sinerjinin gerçek olmadığı ortaya çıkar. Son olarak da şirketin gelirleri ve getiri oranı düşer.

Buraya kadar yapılan literatür taramasından sonra şirket birleşmelerinin ve satın almalarının firma değeri açısından önemine geçmek gerekecektir. Tez’de bu yönlü konuların işlenmiş olması, bu konunun da değer ile ilişkilendirilerek işlenmesini gerektirmektedir.

---

<sup>166</sup> Civan, Mehmet; Ekşi, İbrahim Halil; “KOBİ’lerde Yeniden Yapılanma ve Bu Bağlamda Şirket Birleşmeleri İle İlgili Bir Uygulama”, **1. Orta Anadolu Kongresi**, Ekim 2001, Nevşehir, s.397

## 6.4 Birleşme ve Ekonomik Kazanç İlişkisi

Birleşmeyi yapacak şirketin ilk düşüneceği konu, birleşme sonucunda bir ekonomik kazanç olup olmayacağıdır. Ekonomik kazanç ise ancak iki şirketin birleşerek sahip olacakları değer, ayrıyken olan toplam değerinden daha fazlaysa söz konusudur. bugünkü değerleri inceleyecek olursak;<sup>167</sup>

$BD_{AB}$  : A ve B şirketlerinin birleşerek elde edecekleri bugünkü değer

$BD_A$  : A şirketinin birleşme öncesi bugünkü değeri

$BD_B$  : B şirketinin birleşme öncesi bugünkü değeri, olsun

$$KAZANÇ = BD_{AB} - (BD_A + BD_B)$$

Eğer kazanç pozitif ise, birleşme için ekonomik bir gerekçe var demektir. Aynı zamanda B şirketiyle birleşmenin maliyetini, bedelini de düşünmek zorundayız. B şirketine ödemenin nakit ile yapıldığı basit durumu ele alacak olursak; B şirketiyle birleşmenin maliyeti, bedeli, yapılan nakit ödemenin B'nin ayrı bir şirket olarak değerini aşan kısmıdır. Bir başka ifadeyle;

$$MALİYET = \text{Nakit Ödeme} - BD_B$$

Böyle bir birleşmenin A'ya Net Bugünkü Değeri, kazanç ile maliyet arasındaki farkla ölçülür. Bu sebeple, birleşmeyi eğer aşağıda verilen net bugünkü değer pozitif ise gerçekleştirmeliyiz.

$$NBD = \text{Kazanç} - \text{Maliyet} = BD_{AB} - (BD_A + BD_B) - (\text{Nakit Ödeme} - BD_B)$$

---

<sup>167</sup> Şirket Birleşmeleri”, <http://www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html>, 24.05.2007

## 6.5 Birleşme, Satın Alma ve Firma Değeri

Çağdaş işletmecilikte temel amaç, kar maksimizasyonu olmaktan çıkmış, hissedarların piyasa değerinin maksimizasyonu haline gelmiş durumdadır. Buna göre daha çok kar eden ya da daha çok satış hasılatı elde eden işletmeler değil, piyasa fiyatını en yükseğe çıkararak işletmeler amaçlarına ulaşmış olacaktır. İşletmeleri birleşme ve satın almaya götüren nedenlerden biri de daha önce de belirtildiği gibi piyasada güçlü bir işletme imajı yaratarak işletmenin piyasa değerini ve dolayısıyla hissedarların kazancını arttırmaktır.<sup>168</sup>

Bugün birçok şirket fırsatları, avantajları değerlendirmek amacıyla ve ayrıca sinerji oluşturarak daha güçlü bir yapıya kavuşmak için birleşmeye yönelmektedirler.<sup>169</sup>

Hisse değerinin artmasına ve zaman içinde büyümenin kalıcı olmasına katkıda bulunan bir dizi faktörün, yönetimler tarafından anlaşılması, şirketlerin hisse değeri hedeflerine daha çabuk ve sağlam ulaşmalarını sağlayacaktır.<sup>170</sup>

Yatırımcıların gerçekleştirilen birleşme/satın alma işlemlerine bakışı da piyasa değerini yakından etkilemektedir. Birleşme veya satın alma sonuçlarının olumlu olduğuna inanılırsa, işletmelerin hisse senetlerinin değeri yükselecek ve piyasa değerini arttıracaktır.<sup>171</sup>

Birleşmeler, faaliyetlerin seviyesinin artmasını başarabilir. Örneğin, bir şirketin araştırma geliştirme faaliyetinde zayıf olduğunu ve pazarlamada güçlü olduğunu düşünelim. Diğer bir şirketinde bu özelliklerin tam tersine sahip olduğunu düşünelim. Birleşmeden sonra, iki şirketinde problemleri kalmayabilir. Bu olay sinerji kaynaklıdır.<sup>172</sup>

<sup>168</sup> Ada, Erhan ve diğerleri, “Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Stratejik Önemi ve İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerine Etkisi”, **Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi**, Cilt 6, Yıl 15, Sayı 15, Nisan 2006, s.34

<sup>169</sup> Tetik, Nevzat; Aksu, İbrahim; “Şirket Birleşmelerinin Sonuçları:Başarı ve Başarısızlık Göstergeleri,Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Ekim 2006, s.109

<sup>170</sup> Keleşoğlu, Nerses; Gümüslü, Gökhan; “Finansal Hizmet Sektöründe Şirket Birleşmeleri:Global Bir Bakış Açısı”, **Aktive Finans Dergisi**, Mayıs-Haziran 2002, s.3

<sup>171</sup> Ada, Erhan ve diğerleri, a.g.e, s.36

<sup>172</sup> Foltz, John C. ve diğerleri; “Mergers, Acquisitions, Joint Ventures, and Consolidations in



Küreselleşmeyle birlikte hızla artan şirket birleşmeleri ve satın almalarının yanı sıra hisse senedi piyasalarında gözlemlenen gelişmeler, şirketler için çok önemli ancak bilanço dışı bir varlık türünün öneminin belirginleşmesine katkıda bulunmuştur. Gözlemlenen bu gelişme, satın alma ya da birleşme anında ödenen veya üzerinde anlaşılan bedellerin, şirketlerin defter değerlerinin çok üzerinde olmasıdır. Satın alma şeklinde gerçekleşen şirket birleşmelerinde genel olarak bu olay şerefiye olarak adlandırılır.

Şerefiye en eski ama en popüler tanımıyla “ o bir şeydir ki, tanımlanması en basit, anlatılması en zordur. İyi ismin, ün’ün ve firma ilişkilerinin faydası ve avantajıdır. Müşterilere çekici güç getirir. Eskiden kurulmuş firmaları, yeni kurulmuş yeni işe başlamış firmalardan ayıran bir şeydir.”<sup>173</sup> şeklindedir.

Bu noktada satın almalarda ortaya şerefiye’nin incelenmesi gerekecektir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere şirketler birleşerek ya da satın alarak değer yaratırken bu şerefiyeyi de göz önünde bulundurmaları mecburiyetin deleridir.

Şerefiye mali açıdan bakıldığında bir şirket için ödenen fiyat ile şirketin net aktif değeri arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Aslında şerefiye kavramı şirketin geçmiş faaliyetleri sonucunda elde ettiği fakat varlıklarına yansımamış birikimlerin yanı sıra şirketin gelecekte sürdüreceği faaliyetleri ve pazardaki stratejik konumunu da içinde barındırır. Dolayısıyla şerefiye, maddi olmayan ama şirketin değer yaratmasında katkısı olan aşağıdaki unsurları içerir:<sup>174</sup>

- Şirketin ve hissedarlarının iş dünyasındaki ve sektördeki imajı
- Şirketin ürün veya hizmetlerinin pazardaki konumu ve/ya pazar payı
- Şirketin sahip olduğu markaların gücü ve/ya bilinirliği
- Şirketin know-how, lisans ve patent hakkı gibi sahip olduğu maddi olmayan duran varlıkları,

---

Agribusiness: An Example of Acquisitions”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F, Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1-2, Yıl 2002, s.140

<sup>173</sup> Dunse, Neil A.and others; “ Trade-Related Valuations And The Treatment Of Goodwill”, **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Jun 2004 Volume: 22 Issue: 3 Page: 238

<sup>174</sup> PricewaterhouseCoopers, “**Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları**” İnfomag Yayıncılık, Mart 2006, s.41-42

- Şirket yönetimi ve çalışanlarının tecrübesi, yetkinliği vb.

Birleşmelerin ve satın almaların yarattığı bu etkiler şirketlere değer yaratmaktadır. Bu değer satın almalarda ortaya çıkan şerefiyeler ve birleşmelerde ortaya çıkan sinerji etkileriyle firma amacını gerçekleştirmede yardımcı olmaktadır. Yani yaratılan bu değerlerle şirketler piyasada yüksek hissedar değerine ulaşmış olmaktadır.

Teorik olarak bu şekilde görülen olaylar, aslında ülkemiz için hiçte bu yönlü değildir. Şirket birleşmelerinin incelendiği bir çok kaynak taramasında şu sonuçlara ulaşılmaktadır. Şirketlerin satışlarının ve dolayısıyla karlılığının artması beklenmekteyken bunların olmaması. Yine şirketin borçlanma kapasitesinin artmasından dolayı kaldıraç oranının da artabileceği ve şirketin ucuz maliyetle borçlanma yoluyla finansmanı tercih ederek özsermaye karlılığını yükseltebileceği düşünülmekte fakat buda olumlu yanıt vermemiştir.<sup>175</sup> Buradan çıkan sonuç ülkemizde şirket birleşmelerinin tam olarak anlaşılmasından kaynaklanmaktadır. Hissedarlar birleşmeyi bütün yönleriyle bilmek isterler. Ülkemizde sır olarak saklanan hususlar bu sonucu doğurmaktadır.

---

<sup>175</sup> Mandacı, Pınar Evrim; “Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı Ve Performanslarına Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisat İşletme ve Finans İnceleme-Araştırma, Ağustos 2005, s.67

## YEDİNCİ BÖLÜM

### FİNANSAL TABLOLAR ANALİZİ

Firmalar finansal analize değerlendirme yaparken çok ihtiyaç duymaktadırlar. Bu bölümde değerlemede önemli bir yere sahip olan finansal analiz konusunda rasyo analizi olarak bilinen oranlar yardımıyla firma performansının belirlenmesi konusuna değinilecektir. Bu açıklamalardan önce finansal tablolar analizinin tanımı ve önemi hakkında bilgi verilmesinde fayda vardır.

#### 7.1 Finansal Tablolar Analizin Tanımı

Finansal tablolar analizi, analizi yapacak işletme ilgililerinin amaçlarına uygun olarak, bir veya birkaç döneme ait finansal tablolarda yer alan kalemlerin, gerek kendi aralarındaki gerekse bütünle olan ilişkilerinde çeşitli analiz tekniklerinden yararlanılarak incelenmesi, yorumlanması ve işletmenin içinde bulunduğu koşullarında göz önünde bulundurularak değerlendirilmesi işlemidir.<sup>176</sup> Daha geniş bir yaklaşımla finansal analiz; bir işletmenin mali durumunun ve mali yönden gelişmesinin yeterli olup olmadığını belirlemek için, mali tablo kalemlerindeki değişikliklerin, kalemler arasındaki ilişkilerin, zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesi ve gerektiğinde belirlenen standart ve sektör ortalaması ile karşılaştırılarak yorumlanması faaliyetlerinin bütünü olarak tanımlanabilir.<sup>177</sup>

#### 7.2 Finansal Analizin Önemi

İşletmelerde yöneticinin ana görevi işletmenin aktif ve pasifini yöneterek hedeflenen kara güvenli bir şekilde ulaşılmasını sağlamaktır. Yani işletme, ancak doğru bir *ekonomik yapı* (varlık yapısı) ve *finansal yapı* (kaynak yapısı) ile amaçlarını gerçekleştirebilir. Finansal tablolar analizi ile işletmenin mali durumu, karlılık durumu, mali yönden yeterli olup olunmadığı gibi konular incelenerek işletmelerin mevcut ve olması gereken durumu saptanmaktadır. Finansal durumla

<sup>176</sup> Akdoğan, Nalan; **Finansal Tablolar Ve Mali Analiz Teknikleri**, 6.Baskı, Ankara 1998, s. 507

<sup>177</sup> Lazol, İbrahim; **Mali Tablolar Analizi**, 1.Baskı, Bursa 1998, s.137

ilgili bilgilerin kaynağını da finansal tablolar oluşturur. Ancak bu tablolarda yer alan bilgilerin belirli teknikler kullanılarak analizi yapılmaz ise işletmenin ekonomik (iktisadi) ve mali yapısı ile bunların sonuçlarını anlamak mümkün olmaz.<sup>178</sup>

### 7.3 Oran Analiz Yöntemi

Finansal tablolar analizinde kullanılan en yaygın yöntemlerden birisi de oran yöntemi ile analiz tekniğidir. Bu analiz tekniğinde, finansal tablolardaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi veya birkaç katı olarak belirtilmektedir. "Rasyo yöntemi ile analiz" biçiminde adlandırılan bu yöntemde, hesap veya hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurulmak suretiyle, işletmenin; ekonomik ve mali yapısı ile kârlılık, çalışma durumu hakkında bir yargıya ulaşılmaya çalışılmaktadır. Mali analiz tekniğinde, oran sözcüğü, finansal tablolar analiziyle ilgili çalışmalar bakımından, herbiri aynı anlam taşıyan homojen değerler arasındaki oransal bağıntıları yansıtmaktadır. Başka bir anlatımla oran, iki kalem arasındaki ilişkinin basit matematik ifadesidir. Oranların hesaplanması tek başına bir amaç değildir. Önemli olan bir mali araç niteliğinde olan oranların, işletmenin amaçları ile bütünleştirilerek değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır. Oran analizinden beklenen yararın sağlanması ancak hesaplanan oranların iyi yorumlanması ve nedenlerinin araştırılması ile olanaklıdır. Bilindiği gibi finansal oranlar çok büyük miktardaki finansal verileri özetlemek ve firmaların performansını karşılaştırmak için uygun birer araçtır. Oranlar doğru soruları sormamıza yardımcı olur; bu soruları çok ender olarak yanıtlarlar. Oranların işletme amacı ile bütünleştirilerek yorumlanmasında bazı kıstaslardan yararlanılması zorunludur. Örneğin, işletme içinde hesaplanan oranları işletmenin geçmiş dönemlerinde hesaplanan oranlarla veya deneyler sonucunda bulunan genel kabul görmüş ölçülerle ya da işletmenin içinde bulunduğu endüstri kolu için geliştirilen oranlarla karşılaştırılması ve değerlendirmenin buna göre yapılması gerekir.<sup>179</sup>

Finansal oranların hesaplanması ve tahmini finansal durumun belirlenmesi işleminin temel noktalarından biridir. Finansal oranların gelişimi ve kullanımı için Karşılaştırmalar yapmak esastır. Bu noktada üç tane karşılaştırmadan bahsetmek

<sup>178</sup> Lazol, İbrahim; a.g.e. s.137-138

<sup>179</sup> Finansal Analiz; Araştırma Seri no:116, [www.maximumbilgi.com](http://www.maximumbilgi.com), 31.03.2007

mümkündür:<sup>180</sup>

- İlgili firmanın geçmişte yıllarda gösterdiği performansa ilişkin oranları esas alan karşılaştırma (Zaman Serisi Karşılaştırması)
- Genel ilke ve kuralları esas alan karşılaştırma (Benchmarking-Kıyaslama)
- Diğer firmalarda gerçekleşen oranlar ve sektör ortalamasını esas alan karşılaştırma (Çapraz Karşılaştırma)

### **7.3.1 Oranların Sınıflandırılması**

Finansal analizde kullanılan oranlar, hesaplanmış biçimlerine göre üç ana grupta toplanabilir.

- İşletme içi finansal oranlar,
- İşletme dışı verilere dayanılarak hesaplanan finansal oranlar,
- Endüstri finansal oranları (Standart oranlar).

#### **7.3.1.1 İşletme İçi Finansal Oranlar**

Bu oranlar, işletmenin yayımlanmış olduğu finansal tablolarda yer alan verilere dayanılarak hesaplanır. Başka bir anlatımla finansal tablolarda yer alan kalemler arasında çeşitli açılardan oransal bağıntılar kurulmak suretiyle, oranlar hesaplanmaktadır. Örneğin cari oran hesaplanmasında, işletmenin yayımlanmış olduğu finansal tablosunda yer alan dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasında matematiksel ilişki kurulmaktadır. İşletme Dışı Verilere Dayanılarak Hesaplanan Mali Oranlar Bu oranlar, işletmenin finansal tablolarında yer alan verileri ile bu işletme dışında elde edilen verilerin karşılaştırılması suretiyle ve aralarında matematiksel ilişkiler kurulmak suretiyle hesaplanmaktadır. Örneğin, borsaya kayıtlı işletmelerde, borsaya kote edilmiş hisse senetlerinin borsada oluşan fiyatları ile işletmenin finansal tablolarında yer alan çeşitli kalemleri arasındaki ilişkiler kurularak oranlar saptanması buna örnek olarak gösterilebilir.

---

<sup>180</sup> Horngren, Charles T., ve diğerleri; **Introduction To Financial Accounting**, Eight Edition, Prentice-Hall, 2002, s.569

### 7.3.1.2 Endüstri Finansal Oranları (Standart Oranlar)

Bu oranlar ise, tamamen işletme dışında hesaplanan ve işletmenin finansal tablolarında yer alan kalemleri ile direkt ilişkisi olmayan oranlardır. Söz konusu oranlar, endüstri için bir bütün olarak geliştirilmekte ve endüstri dalında faaliyette bulunan çok sayıdaki işletmelerin finansal oranlarının ortalamasına göre hesaplanmaktadır. Standart oranlar veya meslek oranları diye de anılan bu oranları, daha çok ilgili meslek kuruluşları veya kamu kuruluşları hesaplamaktadır. Endüstri oranları, endüstrinin tüm finansal durumu hakkında önemli bilgiler veriyor ise de tek bir işletme açısından durum farklıdır. İşletmeler için endüstri oranlarının önemi, kendi durumlarını değerlendirirken, oranlarının, iş kolundaki ortalamaya göre ne durumda olduğunu saptamaya olanak vermesi noktasında toplanmaktadır.<sup>181</sup>

Oranlar, işletme faaliyetlerinin değerlendirilmesindeki kullanılan biçimlerine göre bölümlenmektedir.

- Likidite Oranları
- Finansal Oranları
- Faaliyet Oranları
- Karlılık Oranları

### 7.3.2 Oranlar

#### 7.3.2.1 Likidite Oranları

#### Cari Oran

Cari oran, dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi gösterir. Bunun için, dönen varlıklar toplamının kısa vadeli kısa vadeli yabancı kaynaklar toplamına oranlanması gerekir. Bu formülün sonucu her bir YTL'lik kısa vadeli yabancı kaynak borcuna karşılık kaç YTL'lik dönen varlığın olduğunu ifade eder. Fiyat yükselmeleri ve dönen varlıkların değer kaybına uğraması olasılıkları

---

<sup>181</sup> Finansal Analiz; Araştırma Seri no:116, [www.maximumbilgi.com](http://www.maximumbilgi.com), 31.03.2007

dikkate alınarak cari oranın 2/1 olması genel kabul görmüştür.<sup>182</sup> Ancak, gelişmekte olan ülkelerde bankaların kısa vadeli borçlar vermeyi tercih etmesi nedeniyle cari oran daha düşük değerler almaktadır. Böyle durumlarda 1.5 civarındaki değerler kabul edilebilir.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

### Likidite Oranı

Likit kelimesi yakın gelecekteki finansal sorunları karşılayan nakit ihtiyacı olarak tanımlanır. Nakit, stokların paraya çevrilmesi, bankalardaki mevduatın paraya çevrilmesi veya müşterilerden alacakların tahsil edilmesiyle elde edilir. Likidite oranı dönen varlıklardan stokların çıkarılmasıyla elde edilen değer kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla elde edilen değer kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla hesaplanır.<sup>183</sup> Genellikle 1.00 civarında olması gerektiği kabul edilirken ülkemiz işletmelerinde 0.6-0.7 civarındadır.

$$\text{Likidite Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar} - \text{Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

### Nakit Oranı

İşletmenin alacaklarını tahsil edememesi ve elindeki stokları nakde çevirememesi durumunda borçlarını ödeyebilme yeteneğini gösterir. Bu durumda hemen para ve paraya kolayca çevrilebilecek varlıkların paraya dönüştürülmesi

<sup>182</sup> Erdoğan, Necmettin; **Mali Tablolar Ve Analizi**, Atila Yayıncılık Kitabevi, Ankara 1997, s.310

<sup>183</sup> Weetman, Pauline; **Financial And Management Accounting**, Third Edition, Prentic-Hall, 2003, s.367

gerekmektedir.<sup>184</sup>

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler + Menkul Kıymetler}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

Bu değerin en az 0.20 olması gerekir. Ancak firma stokları ihtiyaç duyulduğunda kolayca nakde çevrilebilecek durumdaysa veya işletmeye borcu olanlar güvenilir müşteriler ise bu oranın daha düşük çıkması kabul edilebilir.

### 7.3.2.2 Finansal Yapı ile İlgili Oranlar

#### Toplam Borç/Toplam Varlıklar Oranı(Kaldıraç Oranı)

Bu oran işletmenin ne ölçüde borca bağımlı olduğunu belirler. Yüksek bir kaldıraç oranı daha riskli bir firmayı ifade eder. Firmanın kazançları dalgalı olsa bile, borç ödemeleri sabit ve önceden ödeme planı bellidir. Sonuçta nakit akımı azalır, firma borçlarını ödeyemez duruma gelir. Uzun dönemli borçların firmanın geleceği için nasıl bir risk taşıdığı bilinmesine yardımcı olur.<sup>185</sup>

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Varlık}}$$

Bu oranın %50 civarında olması normal karşılanabilir. Ancak, yaşanan enflasyonun bilançoların pasif yapısı üzerindeki bozucu etkisi sonucu ülkemizde bu oranın %70'lere kadar çıktığı görülmektedir. Bunda ülkemizdeki sermaye kıtlığı ve borçlanmanın avantajlı olmasının rolü büyüktür. Ancak, borçlanma maliyetinin oldukça yüksek seyretmesi, bu durumu giderek ortadan kaldırmaktadır.

<sup>184</sup> Horngren, Charles T.; Walter, T. Harrison; **Financial Accounting**, Fifth Edition, Prentice-Hall, 2004, s.621

<sup>185</sup> Weetman, Pauline, a.g.e., s.369



## Öz Sermaye/Toplam Varlık Oranı

Bu oran, işletme varlıklarından yüzde kaçının ortaklar ve işletme sahibince finanse edildiğini gösterir. Orta ve uzun vadeli kredi değerini tespit amacıyla yaygın olarak kullanılır. Oranın yüksek olması işletmenin uzun vadeli yabancı kaynakları ile bunların faizlerini ödemede güçlükle karşılaşma ihtimalinin zayıf olduğunu gösterir.<sup>186</sup> Oran aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanır.

$$\frac{\text{Öz Sermaye}}{\text{Toplam Varlık}}$$

Bu oranın %50 civarında olması normal karşılanabilir. Ancak yaşanan enflasyon nedeniyle ülkemizde bu oran %30'lara kadar düşmektedir.

## Toplam Borç/Öz Sermaye Oranı

Bu oran işletmenin öz kaynakları ile yabancı kaynakları arasındaki ilişkiyi gösterir. Borçlanma oranının büyük olması yüksek finansal riske işaret etmektedir. Firma özkaynaklarının fazla olması ise, firmanın finansal yapısının sağlamlığının ve dışarıdan gelecek olumsuz etkilere karşı direncinin yüksek olduğunun bir göstergesi olabilir.<sup>187</sup> Oran yabancı kaynakların öz kaynaklara bölünmesi suretiyle aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\frac{\text{Toplam Yabancı Kaynaklar}}{\text{Öz Kaynaklar}}$$

<sup>186</sup> Lazol, İbrahim; **Mali Analiz Ve Enflasyon Muhasebesi Uygulamaları**, Ekin kitabevi Yayınları, 2000, s.56

<sup>187</sup> İvgen, Hünkar; **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, 2003, s.20

Oranın 1 olması öz kaynak borç dengesi açısından yeterli görülür. Oranın 1'den küçük olması işletme faaliyetlerinde kullanılan iktisadi varlıkların büyük kısmının öz kaynak ile finanse edildiğini gösterir. Buna karşılık oranın 1'in üstüne çıkması, üçüncü kişilerden sağlanan fonların ortaklardan sağlanan fonlardan daha fazla olduğunu gösterir

### **Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Varlık Oranı**

Pasif içinde kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığını gösteren bir orandır. Bir işletmenin çok fazla kısa vadeli borcu olması geri ödeme riskini artırır. bu oranın 1/3 seviyesini aşmaması uygun olur. Oranın yüksek olması aktiflerin büyük bölümünün kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Yatırımların değerlendirilmesi açısından çok önemlidir.<sup>188</sup>

$$\frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

### **Uzun Vadeli Borçlar/Kaynaklar Oranı**

Bu oran işletmenin sahip olduğu varlıkların ne kadarlık bir kısmının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Oran aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\frac{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı}}{\text{Pasif Toplamı}}$$

<sup>188</sup> Ercan, Metin Kamil; Ban, Ünsal; a.g.e., s.44

### 7.3.2.3 Faaliyet Oranları

#### Alacak Devir Hızı

Bir firmanın cari oranı değerlendirilirken kullanılan oranlardandır. Alacak devir hızı yavaş ise, normal olarak böyle bir firmanın cari oranının daha yüksek olması gerekir. Peşin satışlarla birlikte alacaklardan yapılan tahsilat, bir firmanın en önemli para girişini oluşturduğundan alacak devir hızı yüksek; başka bir deyişle alacaklarının tahsil süresi kısa olan bir firma; borç ödeme açısından zor durumlara düşmeden düşük bir cari oranlarla çalışabilir. Buna karşılık alacakların paraya dönüşümü yavaş olan bir firma, görece olarak yüksek bir cari oranla çalışmak zorundadır.<sup>189</sup>

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

Alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğini gösterir. Alacak devir hızı arttıkça alacakların likidite değeri artar.

$$\text{Ortalama Ticari Alacaklar :} \\ (\text{Dönem Başı Ticari Alacaklar} + \text{Dönem Sonu Ticari Alacaklar}) / 2$$

#### Alacakların Ortalama Tahsil Süresi

Alacak devir hızını tamamlayıcı bir orandır. İşletmenin fonlarını ortalama ne kadarlık bir süre için alacaklara bağladığını gösterir. Bu oranı aşağıdaki şekillerde hesaplamak mümkündür.

<sup>189</sup> Akgüç, Öztin; **Mali Tablolar Analizi**, Arayış Basım ve Yayıncılık, 10. Baskı, İstanbul 2002, s.385-386

$$\frac{360}{\text{Alacak Devir Hızı}}$$

veya

$$\frac{\text{Ticari Alacaklar}}{\text{Ortalama Günlük Net Satışlar}}$$

$$\text{Ortalama Günlük Satış : Net Satışlar / 360}$$

Bu oran, borçların ortalama ödeme süresi ile karşılaştırılarak değerlendirilmelidir.

### Stok Devir Hızı

Firmanın amacı kar marjını koruyarak stok devir hızını yükseltmektir. Kar oranı sabit olduğunda stokların hızlı dönmesi firma karlılığını artırır. Stok Devir hızının artması genellikle firmanın stok yönetiminin daha çok etkinlik kazandığını gösterir. Ancak, bu durum görece olarak firma stoklarının sık sık tükenmesinin bir sonucu da olabilmektedir. Stok devir hızı stokların satışlar yoluyla alacaklara dönüşüm hızı hakkında bilgi verir.<sup>190</sup>

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışların Maliyeti}}{\text{Ortalama Stoklar}}$$

$$\text{Ortalama Stoklar :} \\ (\text{Dönem Başı Stok} + \text{Dönem Sonu Stok}) / 2$$

<sup>190</sup> Lazol İbrahim, **Mali Analiz Ve Enflasyon Muhasebesi Uygulamaları**, a.g.e., s.60

### **Aktif Devir Hızı**

Bu oran, işletmenin aktif varlıklarının kaç katı satış yaptığını gösterir. Aktif devir hızının yüksek olması olumludur. Oranın büyük sanayi işletmelerinde 2 küçük sanayi işletmelerinde ise 2-4 arasında olmasının uygun olacağı ileri sürülmektedir.

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

### **Duran Varlık Devir Hızı**

$$\text{Duran Varlık Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Duran Varlıklar (net)}}$$

Duran varlık devir hızı duran varlıklara yapılan yatırımın seviyesini belirlemeye yardımcı olur. Oranın düşme eğilimi göstermesi kapasite kullanım oranının düştüğünü, duran varlıkların verimli kullanılmadığını gösterirken, oranın artış eğilimine girmesi kapasite kullanım oranının arttığını ve işletmenin duran varlıklarını verimli kullandığını gösterir.<sup>191</sup> Genel olarak sanayi işletmelerinde bu oranın 2 olması yeterli görülmektedir.

### **Öz Kaynaklar Devir Hızı**

$$\text{Öz Kaynaklar Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Öz Kaynaklar}}$$

<sup>191</sup> Jones, Kumen H., ve diğerleri; **Introduction To Financial Accounting: A User Perspective**, Second Edition, Prentice-Hall, 2000, s.462

$$\text{Ortalama Öz Kaynaklar :} \\ (\text{Dönem Başı Öz Kaynaklar} + \text{Dönem Sonu Öz Kaynaklar}) / 2$$

Bu oran öz kaynakların ne ölçüde verimli kullanıldığının tespit edilmesinde kullanılır. Oranın çok yüksek olması işletmenin faaliyetlerini büyük ölçüde borçlanmak suretiyle finanse ettiğini gösterir. Oranın düşük olması ise işletmenin öz kaynaklarını etkin olarak kullanmadığını ve işletmenin faaliyet seviyesinin gerektiğinden daha fazla öz kaynağa sahip olduğunu gösterir.<sup>192</sup>

### 7.3.2.4 Karlılık Oranları

#### Öz Kaynak Net Karlılık Oranı

$$\text{Öz Kaynak Net Karlılık Oranı} = \frac{\text{Dönem Net Karı}}{\text{Öz Kaynaklar}}$$

Serbest pazar ekonomilerinde bir firmaya sermaye yatırımı yapmaktaki amaç kar elde etmek olduğuna göre, elde edilen karın, o firmaya ayrılan sermayeye oranı, firmanın başarı ölçüsü olarak kabul edilebilir. Bu oran, işletmeye ortaklarca tahsis edilmiş değerlerin ne ölçüde etkin ve verimli olarak kullanıldığını tespit etmek amacıyla hesaplanır. İşletmenin öz kaynak karlılığını gösterir. Bu oranın yüksek olması olumludur.<sup>193</sup>

#### Brüt Satış Karı Oranı

$$\text{Brüt Satış Karı Oranı} = \frac{\text{Dönem Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

<sup>192</sup> Çubuk, Adem; Lazol, İbrahim; **Mali Tablolar Analizi**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara-2005, s.208

<sup>193</sup> Akgüç, Öztin; a.g.e., s.428

Bu oran işletmenin satış karlılığını gösterir. Bu oranın bir diğer adı da satış kar marjıdır. Bu oranın yüksek olması yanında değerlerin tutarları da önemlidir.

### **Faaliyet Karı Oranı**

$$\text{Faaliyet Karı Oranı} = \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satışlar}}$$

İş hacmi rantabilitesi olarak adlandırılan bu oran, bir firmanın esas faaliyetinin ne ölçüde karlı olduğunu ortaya koyar. Bu nedenle anılan oranın yüksek olması ve yükselme eğilimi göstermesi firmadan yana yorumlanacak bir gelişmedir.<sup>194</sup>

### **Aktif Karlılık Oranı**

$$\text{Aktif (Yatırım) Karlılık Oranı} = \frac{\text{Dönem Karı}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Bu oran, aktiflerin işletmede ne ölçüde karlı ve verimli kullanıldığını tespit amacıyla hesaplanır.

---

<sup>194</sup> Akgüç, Öztin; a.g.e., s.432

## SEKİZİNCİ BÖLÜM

### İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI YÖNTEMİ İLE FİRMA DEĞERLEMESİ UYGULAMASI

Bu çalışmada indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile bir firma değerlemesi uygulaması yapılacaktır. Bunun için gerekli olan bir sektör ve bu sektörde bulunan bir firmaya ihtiyaç vardır. Çalışmada gıda sektörü ele alınmış olup bu sektörden seçilen bir firma ile uygulama çalışması sürdürülmüştür.

#### 8.1 GIDA SEKTÖRÜ

Değerleme çalışması için gerekli olan sektör analizinin iyi bir şekilde yapılması için; sektör durumu, sektörün sorunları ve bu sorunların çözüm önerileri incelenmelidir.<sup>195</sup>

##### 8.1.1 Gıda Sektörünün Durumu

İnsanların yaşamlarını sürdürebilmeleri için ana ihtiyaçlarının başında beslenme ihtiyacı gelmektedir. Dünya nüfusundaki hızlı artış, tarımsal alanlardaki azalmayı beraberinde getirmekte bunun sonucunda da Gıda Sektörünün önemi her geçen gün artmaktadır.

Ülkemiz, bulunduğu coğrafi konumu ile, gıda sanayi için uygun koşullara sahiptir. Ancak, tarım ürünlerinin ham olarak değil, işlenip katma değeri artırılarak satılması sektörün gelişimi açısından önem taşımaktadır.

Gıda Sektörünün, milli gelirimiz içindeki payı %20'ler civarındadır. Özel tüketim harcaması dediğimiz harcamaların da %30'luk kısmı yiyecek ve içeceğe harcanmaktadır. AB'de de ferdi harcamaların %20'lik kısmı yine gıda ile ilgilidir.

---

<sup>195</sup> BUSİAD Gıda Raporu; Türk Gıda Sektörünün Sorunları ve Çözüm Önerileri, <http://www.busiad.org.tr>, 30.03.2007



Ülkemizde, Tarım ve Köyişleri Bakanlığı'na göre; 28 – 30 bin, TOBB rakamlarına göre 17 bin civarında bulunan gıda sanayi işletmeleri (bu işletmeler, gıda sicil belgesine sahip işletmelerdir), kayıt altına alınamayan küçük işletmelerin de (fırın, lokanta vb. gibi) katılımı ile adet olarak 100 bin rakamına ulaşmaktadır.

Bu rakamın, istihdam ve ülke ekonomisine olan katma değer açısından ne kadar büyük olduğu ortadadır.

### **8.1.2 Sektörün Sorunları**

Bu sorunların bir kısmı tüm sektörlerin de ortak sorunları olup diğer kısmı gıda sektörüne özgün sorunlardır. Sektörün sorunları şöyle sıralanabilir:

- **Kayıtdışıılık:** Kayıt dışılığın gıda sektörünü etkileyen iki büyük sonucu vardır. Bunlardan birincisi; Haksız Rekabete sebep olması, ikincisi ise; sağlık, hijyen ve kalite ilkelerine uymadan yapılan üretim ile elde edilen ürünlerin Halk Sağlığını tehlikeye atması, bunun sonucunda zorunlu olan tedavi harcamalarının milli gelir kaybına yol açmasıdır.
- **Gıda Sanayi Envanterinin ve Tarıma Dayalı Bir Coğrafi Planın Olmaması:** Diğer sektörlerde olduğu gibi gıda sektöründe de bir envanterin olmaması, sektördeki firmaların yatırım ve ürün çeşidi konularında önlerini görememelerine sebep olmaktadır. Ürün alınan bölgelerle tarıma dayalı sanayi birbirinden uzak bölgelere konuşlandırılmış bulunmaktadır. Özellikle ekilecek ürünle ilgili bir kapasite-talep çalışması ve bir planlama yapılmaması sonucu her yıl çeşitli ürünlerde ya arz fazlasından doğan ziyan veya arz yetersizliğinden doğan yüksek fiyat oluşmaktadır.
- **Ana Girdi Maliyetlerinin Yüksekliği:** Gıda sanayi ana girdilerini tarım sektöründen karşılamaktadır. Buğday, şeker, et, süt, vb. hammaddelerin fiyatları, ülkemizde dünya fiyatlarının üzerindedir. Buna ek olarak, elektrik, petrol ve işçilik üzerindeki vergiler, maliyetleri olumsuz etkilemekte, iç pazarda halkın dengeli beslenmesine olanak sağlayacak fiyatlarla ürünler

pazara sunulamamakta, dış pazarda da istikrarlı bir rekabetçilik sağlanamamaktadır.

- **Yetersiz Gıda Denetimi ve Belirsiz Denetim Sorumluluğu:** Gıda güvenliği tüketici açısından büyük önem taşımaktadır. Hijyen koşulları taşımayan, ürünler sağlık açısından büyük tahribat yaratmakta bazen can kaybına varan olaylarla karşılaşmaktadır. İnsan sağlığının her şeyin önünde geldiği unutulmamalıdır. Kalite sıralamasına göre eşit rekabet koşullarında oluşacak fiyatlar, piyasayı ve sağlıklı beslenmeyi sağlayan etmenlerdir. Tüketiciyi aldatıcı kalite farklılığına sahip ürünlerle yapılacak haksız rekabet, kalite standartlarını sağlamış kurumsal niteliğe sahip firmaların piyasalarda haksız rekabetle mücadele etmelerini zorlaştırmaktadır. 5.6.2006 tarih 5179 sayılı kanun ile gıda üretimi ve tüketimi denetleme sorumluluğu Tarım ve Köyişleri Bakanlığı'na verilmiştir. Daha önce yerel yönetimlerce paylaşılan bu konu, gıda sanayine büyük yük getirmekteydi. Ancak 3.7.2005 tarih ve 5393 sayılı Belediye Kanunu ile ne yazık ki geri dönüş olmuştur.
- **Çalışma izni ve Gıda Sicil Numarası Alımındaki Zorluk:** Çalışma izni alma aşamasında gerekli GSM (Gayri Sıhhi Müessese) izni belediyelerce verilmektedir. Pek çok işyerinde halen iskan müsaadesi olmadığından, yeni ceza yasasındaki yaptırımlar dikkate alındığında hiçbir belediye bu belgeyi haklı olarak vermemektedir. İskanı olmadığı için GSM Ruhsatı alamayan, çalışma izni olmayan, gıda siciline kayıt olmamış, üretim izni olmadığı halde üretim yapan pek çok işyeri vardır. Bu durum AB sürecinde de büyük bir sorun olarak sektörün önünü tıkamaktadır.
- **Yatırım Teşviki Sorunu:** Gıda Sektörünün ülkemiz için önemi aşikardır. Tarım Sektörünü de beraberinde geliştirecek sektör, küçük çaplı, yetersiz teknolojiye sahip, rekabet gücü zayıf pek çok kuruluştan oluşmaktadır. Sermaye ve finansman yetersizliği nedeniyle işletmelerin büyütülmesi, ürün çeşitliliğine gidilmesi ve gelişmiş teknolojilerden yararlanılması mümkün olamamaktadır.

- **Yetersiz Örgütlenme ve Markalaşamama:** Bu nedenle sektörün sorunlarının ortaya konup çözüm önerilerinin geliştirilebileceği bir platform oluşamamaktadır. Bu durum sektörel sorunların merkezi idareye taşınması imkanını da ortadan kaldırmakta, yasal uygulamalar bazında da sektör – hükümet iletişimsizliği oluşmaktadır. Markalaşamama, ihracatın önünü tıkayan önemli bir sorundur. Bu konuda hiçbir destek ve yol gösterme, yönetim kurumlarınca verilmemektedir.
- **Tedarikçilerin Eğitim Yetersizliği:** Tarım ve hayvancılığa dayalı üretim yapan işletmelerin tedarikçileri olan köylü veya küçük çiftçinin eğitim yetersizliği, ilkel koşullarda çalışması ve kayıtdışı ekonominin sektöre hakim olmasına sebep olmaktadır. Bu tür işletmelerden çıkan hammadde kalitesinin AB standartları altında kalması bu sektörün ihracat yolunu kapamaktadır.

Yine bu nedenle örneğin toplam süt üretimimizin %15 kadarı kayıt altındadır. Bu, AB'ye tam üye olduğunda çok ciddi bir soruna dönüşecek, nüfusa oranlandığında miktar yetersiz kalacak ve süt ithalatı zorunluluğu ile karşılaşılacaktır. Eğitimsizliğin sonucu olarak, modern teknoloji tarım ve hayvancılık alanlarına girememektedir.

Sektördeki sorunları bu şekilde inceledikten sonra uygulama bölümünde çalışmaya yararlı olacağı umulan sektörle ilgili çözüm önerilerini incelemek gerekecektir. Çünkü gelecekle ilgili tahminler bu sorunların çözümlenebilirliği ya da çözümlenme şansı değerlendirilerek yapılacaktır. Örneğin; marka ile ilgili sorunların olduğu ülkemizde bu yönde bir çalışma geliştirilecekse bu satışlara olumlu yansıtacak ve tahmin aşamasında bu bilgi satışların olumlu tahminlenmesine katkıda bulunacaktır.

### **8.1.3 Çözüm Önerileri**

- Ülkemizin kalkınması önündeki en büyük engellerden biri olan kayıt dışılık konusunda, devletin her türlü imkanı kullanılarak bu konu en kısa sürede çözüme kavuşturulmalıdır.

- Hızlı bir şekilde, meslek odaları, sivil meslek kuruluşları ile üniversitelerin desteği alınarak, Gıda Sanayi Envanteri ve Coğrafi Tarım Planı tamamlanmalıdır. Bu planda, bölgemizdeki ve ülkemizdeki verimli tarım arazilerinin korunması konusu titizlikle ele alınmalı tespit edilen tarım arazilerinde ne alanda olursa olsun yapılaşmaya izin verilmemeli, bu karar yerel yönetimler için de bağlayıcı olmalıdır. Uygulanabilir ve sürdürülebilir tarım politikaları oluşturularak, kapasite – talep belirlenmeli ve bu doğrultuda planlama yapılarak köylü ve çiftçi yönlendirilmeli, uygulanacak sübvansiyonlara bu doğrultuda karar verilmelidir.
- Tarım sektörü için hedefler belirlenerek, tarım işletmelerinin, dünya fiyatlarında ürün sağlayacak şekilde büyüklük ekonomisinde yapılandırılmaları sağlanmalıdır.
- Çiftlikten sofraya her adımda gıda üretimi, dağıtımı, depolanması, satış ve pazarlaması yetkin kurum ve kuruluşlarca etkin bir şekilde yapılmalıdır. Etkin denetim, yetki çatışmasının olmadığı, sorumlulukların açık ve net ortaya konduğu, tek bir kurum tarafından yapılmalıdır. Ayrıca, gıda güvenliği ile ilgili mevzuatlar da ivedilikle gözden geçirilerek AB müktesebatına uygun hale getirilmeli ve bu çalışmalar sırasında ülkemize özgü ürünlerin özellikleri belirlenerek birlik kodeksine dahil ettirilmelidir.
- Bir başlangıç tarihi belirlenerek, daha sonra iskan koşullarının oluşturulması koşulu ile geçici Gayri Sıhhi Müessese belgesi verilebilmesi, belediyelerle işbirliği yapılarak sağlanmalıdır.
- Modern teknolojiye ve global rekabet gücüne sahip, verimli üretim yapabilecek ölçülerde kuruluşlara ihtiyaç vardır ve bunun için de yatırımların teşvik edilmesinin sağlanması gerekmektedir. Bu anlamda Medeni Kanun’da gerekli yasal değişiklikler yapılarak, toprakların parçalanması önlenmeli ve Batı’da olduğu gibi tarım işletmeleri kurulması teşvik edilmelidir.

- Gıda sektöründe bulunan yapısal bozukluklar planlı ve programlı bir şekilde giderilmelidir. Sektör, bünyesindeki büyük firmaların önderliğinde, yüksek bir katılımı örgütlenmeli, oluşacak bu platformda sorunlar belirlenip, çözüm önerileri üretilerek merkezi yönetime bildirilmelidir.
- Tarım ve gıda sektöründe çalışan kişiler bu amaç doğrultusunda eğitilmelidir. Bu konularda, meslek okulları ve üniversitelerin desteği sağlanmalıdır. Tarım ve hayvancılıkta modern teknolojiye geçilmelidir.
- Yıllık bir milyon ton civarında hammaddenin (ham yağ veya yağlı tohum) yurt içinden sağlanabilmesi için gerekli düzenlemeler ve tedbirler gerçekleştirilmelidir
- Mısır kaynaklı nişasta ve glikoz üretimi desteklenmeli bu konuda ülkemizde mevcut yabancı sermaye yatırımlarının yaşaması için tedbir alınmalıdır.
- Süt ve süt ürünleri sektörünün gelişimi için öncelikle ölçekler büyütülmelidir. Bu, denetime kolaylı getireceği gibi, kayıt altına girmeyi zorunlu kılacaktır.
  - Büyük çiftlik yatırımları teşvik edilmelidir.
  - Köylerde ortak sağım üniteleri desteklenmelidir.
  - Sözleşmeli çiftçilik modeli özel teşviklerle desteklenmelidir.
  - Çiğ süt toplama lojistik hizmetleri ile analiz yapacak özel laboratuvar yatırımları desteklenmelidir.
  - Çiftlik, kullanılan yem, toprağın kalitesi vb. denetlenmelidir.
  - AR-GE çalışmaları (hayvan sağlığı, genetik ıslah, süt kalitesi iyileştirilmesi) için ek teşvikler verilmeli, üretici eğitimleri hızlandırılmalıdır.
  - Açıkta süt satışı önlemeye yönelik kampanyalar tertip edilmelidir.
- Meyve Suyu Sektöründeki hammadde temin güçlüklerinin giderilmesi için ülkemizdeki meyve üretiminin gelişimi sağlanmalıdır. Maliyetleri olumsuz etkileyen, glikoz ve fruktoza getirilen kotalar kaldırılmalıdır.

Bu çözüm önerileri sayesinde uygulama bölümünde değerlendirme yapıldığında ilk sorulacak soru bunların ne kadarının gerçekleşme olasılığı olduğudur. Sektör içinde bulunan ve tecrübe sahibi bir değerlemeci bu konularda daha iyimser olabilir.

Sektörde yaşanan bu sıkıntılardan sonra iyi bir değerlemenin olabilmesi için sektörde meydana gelebilecek olaylarında incelenmesi gerekmektedir. Bu bilgi ışığında sektörden beklenen gelişmelerin analiz edilmesi gerekmektedir.

#### **8.1.4 Dokuzuncu Plan Döneminde (2007-2013) Sektörde Beklenen Gelişmeler**

##### **Gıda Sanayii Talep, Üretim ve Dış Ticaret Projeksiyonları**

Gıda sanayiinin çok çeşitli alt sektörler ve ürün gruplarından oluşan yapısı nedeniyle daha bütüncül bir yaklaşımla, genel üretim, talep ve dış ticaret değerlerinden hareketle projeksiyonlar yapılması uygun olacaktır.

Trend analizi yardımıyla elde edilen denklemler aşağıda verilmiştir. Burada; Y, projeksiyonu yapılan değişkeni, X ise yıl sayısını ifade etmektedir (1988 yılı baz olarak kabul edilmiştir). Tahminler, TÜİK input-output alt yapı sistemine bağlı olarak 1998 yılı sabit fiyatları dikkate alınarak düzenlenmiştir.

Talep:	$Y = 3,190 + 0,23160841 * X$
Üretim:	$Y = 2,7733 + 0,27352361 * X$
İhracat:	$Y = 165,769 + 37,93921 * X$
İthalat:	$Y = 128,25424 + 18,981905 * X$

Yapılan analizde gıda sanayiinde 1988-2004 verileri temel alınarak trend analizleri yoluyla 2006-2013 döneminde olası gelişmeler tahmin edilmiştir. Buna göre, gıda sanayi üretimi, talebi, ihracat ve ithalat değerleri tahmin edilmiş ve Tablo 3.1 ve 3.2'de verilmiştir.

Gıda sanayii talep artışının 2006-2013 döneminde sabit fiyatlarla yıllık ortalama yüzde 2,8 olacağı, üretim için bu rakamın yüzde 3,1 civarında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Gıda sanayii toplam ihracat rakamlarında ise 7 yıllık dönemde yüzde 3,8 ve ithalatında yüzde 3,5 artış olması beklenmektedir. Gıda sanayiinde gelişimin genel eğilimi yıldan yıla azalan oranda artış olarak ortaya çıkmaktadır.<sup>196</sup>

Bu oranlar değerlendirme ile ilgili tahminlerde bulunurken ne kadar ihtiyatlı olunması gerektiğini gösterecektir.

**Tablo 9 : Gıda Sanayii Talep, Üretim ve Dış Ticaret Projeksiyon Değerleri**

Yıllar	Talep	Üretim	İhracat	İthalat
2006	7.590.160	7.970.206	886.614	488.910
2007	7.821.768	8.243.730	924.493	507.892
2008	8.053.377	8.517.253	962.493	526.874
2009	8.284.985	8.790.777	1.000.432	545.856
2010	8.516.593	9.064.300	1.038.371	583.838
2011	8.748.202	9.337.824	1.076.310	583.820
2012	8.979.810	9.611.348	1.114.250	602.802
2013	9.211.419	9.884.871	1.152.189	621.784
2006-2013				
Yıllık Ortalama	2,8	3,1	3,8	3,5
Artış (%)				

\* (Bin YTL) (1998 Yılı Fiyatlarıyla)

<sup>196</sup> [http://plan9.dpt.gov.tr/oik24\\_gidasanayii/gidasan.pdf](http://plan9.dpt.gov.tr/oik24_gidasanayii/gidasan.pdf); 27.03.2007

Uzun vadeli eğilim olarak gıda sanayiinde büyümenin daha yavaş oranlarda artışla gerçekleşmesinin nedenlerinden ikisi, nüfus artış hızındaki yavaşlama ve tarım sektöründeki büyümenin doğal koşullara ve orta-uzun vadeli verim artışlarına bağlılığı olarak değerlendirilebilir. Bunlara ek olarak, kimi ürünlerimizin gerek dış pazarlarda rekabet şansının düşük oluşu, gerek iç pazarda karşılaştığı ithalat baskısı gıda sanayiinde büyümenin önünde önemli engel olarak görülmektedir. AB'ye uyumla birlikte malların serbest dolaşıma girmesi ve Dünya Ticaret Örgütü yükümlülüklerinin yerine getirilmesini takiben söz konusu engellerin yansımalarının daha belirgin olacağı düşünülmektedir.



## 8.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma ve Özsermaye Değerinin Hesaplanmasına İlişkin Uygulama

### 8.2.1 XYZ Firması

1968 yılında yem üreticisi olarak faaliyetlerine başlayan XYZ, 1985 yılından itibaren aşamalı olarak etlik piliç üretimine geçmiştir. Bugün kanatlı üretimiyle ilgili dikey entegrasyonun tüm halkalarını bünyesinde bulunduran XYZ, saatte 16 bin, yıllık 75 milyon piliç kesim kapasitesiyle tek çatı altında toplanmış en büyük etlik piliç kesim kapasitesine sahiptir. Bu kapasite, ABD ve Brezilya gibi piliç üretiminde önde gelen ülkelerde kabul edilen ölçek ekonomisi büyüklükleri ile eşdeğerdedir.

1996 yılında başlatılan yeniden yapılanma çalışmalarının sonucunda XYZ, vizyonunu genişleterek, Avrupa'da lider bir gıda şirketi olmaya yönelmiş ve bu doğrultuda yatırımlara başlamıştır. XYZ Romanya'nın kurulmasının ardından, 1999 yılında, Bandırma'da hazır gıda üretimine yönelik tesisin yapımına başlanmış ve bu tesis Mayıs 2001'de devreye alınmıştır. XYZ, İleri İşlem Tesisi ile tam pişmiş köfteler, kebaplar, dönerler, burgerler ve kaplamalı ürünlere ek olarak salam, sosis, sucuk ve jambon çeşitleri ile ürün yelpazesini genişletmiştir. Öte yandan 2000 yılında, İzmir Armutlu'da bulunan Tadpi tesisleri satın alınmış, yapılan yatırımlarla tesis hindi ve çeşitli kanatlıların üretimine uygun hale getirilmiş ve böylece hindi üretimi 2001 yılının Mayıs ayında başlamıştır.

XYZ, "Gıda Güvenliği" konusunda son derece önemli bir kontrol programı olan HACCP'i sekiz yıldır uygulamaktadır. Bununla beraber Kasım 2000 tarihinde BVQI'dan alınan ISO 9001 Sertifikası'nın kapsamına canlı üretim de dahil edilerek genişletilmiş ve sertifika Ocak 2002 tarihinde yenilenmiştir. Diğer yandan, 3.500 m<sup>3</sup>/gün sıvı arıtma, 200 ton/gün katı atık işleme kapasitesine sahip yenilenmiş arıtma tesisleri Aralık 2001 tarihinde devreye girmiştir. Buna ek olarak AB'de bile sektörümüz için çok nadir olan ISO 14001 "Çevre Yönetim Sistemi" uygulamaları, hem piliç hem de hindi üretimi için ayrı ayrı sertifikalandırılmıştır.<sup>197</sup>

---

<sup>197</sup> [www.xyz.com](http://www.xyz.com); 24.03.2007

## 8.2.2 XYZ Firmasının Üç Yıllık Bilançoları

**Tablo 10 : XYZ Firmasının Üç Yıllık Bilançoları**

	31 Aralık 2005	31 Aralık 2004	31 Aralık 2003
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Eşdeğerleri	27.817.634	7.847.670	20.087.700
Ticari Alacaklar	32.190.870	43.687.019	34.400.710
Stoklar	39.962.139	36.006.697	42.732.156
Diğer Dönen Varlıklar	5.293.703	4.292.102	3.182.757
Dönen Varlıklar Toplamı	105.264.346	91.833.488	100.403.323
Duran Varlıklar			
Satılmaya Hazır Menkul Değerler	651.615	651.615	651.615
Maddi Duran Varlıklar	77.135.093	84.832.070	83.190.107
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.088.945	5.832.358	6.709.036
Diğer Duran Varlıklar	4.017.009	66.423	93.655
Ertelenmiş Vergi Alacağı	1.208.467	-	2.673.014
Duran Varlıklar Toplamı	84.101.129	91.382.466	93.317.427
Varlıklar Toplamı	189.360.097	183.215.954	193.720.750
Kısa Vadeli Borçlar			
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	14.992.269	16.449.028	976.175
Uzun Vadeli Finansal Borçların Cari Kısmı	20.899.775	10.804.928	12.180.205
Ticari Borçlar,net	35.885.488	30.456.431	27.721.249
Ödenecek Gelir vergisi		-	6.753.884
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4.658.415	5.845.945	3.630.658
Kısa Vadeli Borçlar Toplamı	76.435.947	63.556.332	51.262.171
Uzun Vadeli Borçlar			
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	27.189.724	29.323.277	27.017.602
Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü		1.527.691	1.256.982
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	1.880.442		
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		1.001.193	-
Uzun Vadeli Borçlar Toplamı	29.070.166	31.852.161	28.274.584
Yükümlülükler Toplamı	105.506.113	95.408.493	79.536.755
Azınlık Payları		196.747	0
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	80.000.000	89.159.514	49.144.675
Emisyon Primi		0	10.568.429

İştirakteki Şirket Hisseleri	-22.511.632	(22.511.632)	(22.511.632)
Yabancı Para Çevrim Farkları	1.200.592	(551.873)	(120.429)
Yasal Yedekler ve Birikmiş Kar	24.949.156	21.514.705	77.102.952
Özkaynaklar Toplamı	83.638.116	87.610.714	114.183.995
Yükümlülükler ve Özkaynaklar Toplamı	189.360.097	183.215.954	193.720.750

### 8.2.3. XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları

**Tablo 11 : XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları**

	31.Ara.05	31.Ara.04	31.Ara.03
Net Satışlar	327.358.930	333.188.402	319.959.115
Satılan Malın Maliyeti	-276.837.693	-295.924.690	-249.280.767
Brüt Satış Karı	50.521.237	37.263.712	70.678.348
Araştırma ve Geliştirme Giderleri		-120.450	-103.331
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-54.099.624	-37.104.036	-32.849.690
Genel Yönetim Giderleri		-15.405.324	-13.724.426
Faaliyet (Zarar)/ Karı	-3.578.387	-15.366.098	24.000.901
Diğer Faaliyet Gelir/(gider),net	2.658.282	-2.399.945	1.204.169
Finansman Gelir/(gider),net	-4.927.870	268.157	1.637.463
Parasal Pozisyon Karı		2.810.939	13.407.552
Vergi ve Azınlık Payları Öncesi (Zarar)/ Kar	-5.847.975	-14.686.947	40.250.085
Cari		-38.445	-6.875.596
Ertelenmiş		-3.512.091	4.841.682
Vergi Karşılığı	1.314.378	-3.550.536	-2.033.914
Vergi Sonrası ve Azınlık Payları Öncesi (Zarar)/ Kar		-18.237.483	38.216.171
Azınlık Payları		3.504	-
Dönem Net (Zarar)/ Karı	-4.537.442	-18.233.979	38.216.171

\* Bilanço ve gelir tabloları [www.xyz.com](http://www.xyz.com)' dan alınmıştır.

## 8.2.4 Rasyo Analizleri

**Tablo 12 : XYZ Firmasının Rasyo Analizleri**

	2005	2004	2003
<b>ORAN(RASYO ANALİZLERİ)</b>			
<b>1) Likidite Oranları</b>			
a) Cari Oran	1,38	1,44	1,96
b) Asit- Test Oranı	0,85	0,88	1,13
c) Hazır Değerler Oranı	0,36	0,12	0,39
<b>2) Finansal Yapı Oranları</b>			
a) Finansal Kaldıraç Oranı	0,56	0,52	0,41
b) Özsermaye Oranı	0,44	0,48	0,59
c) Finansman Oranı	1,26	1,09	0,70
d) K.V.B / Toplam Pasif	0,40	0,35	0,26
e) U.V.B / Toplam Pasif	0,15	0,17	0,15
f) Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı	1,01	1,04	0,82
g) Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı	0,75	0,76	0,66
h) Maddi Duran Varlıklar/ Özsermaye Oranı	0,92	0,97	0,73
<b>3) Faaliyet Oranları</b>			
a) Alacak Devir Hızı Oranı	10,17	7,63	9,30
b) Alacakların Ortalama Tahsil Süresi	35,40	47,20	38,71
c) Stok Devir Hızı Oranı	7,29	7,52	5,83
d) Özsermaye Devir Hızı	3,91	3,80	2,80
e) Aktif Devir Hızı Oranı	1,73	1,82	1,65
<b>4) Karlılık Oranları</b>			
a) Satışlar Üzerinden Karlılık Oranları			
a.1) Brüt Kar Marjı	0,15	0,11	0,22
a.2) Faaliyet Karı / Net Satışlar	-0,01	-0,05	0,08
b) Özsermaye Üzerinden Karlılık Oranları			
b.1) Finansal Karlılık Oranı	-0,05	-0,21	0,33
c) Aktife Göre Karlılık Oranı	-0,02	-0,10	0,20

## 8.2.5 Rasyo Analizlerinin Yorumlanması

### Likidite Oranları

**Asit- Test Oranı( Dönen Varlıklar- Stoklar/ K.V.B):** Stoklar, nakit ve alacaklara göre daha az likit varlıklardır. İşletmenin kısa vadeli borç ödeyebilme gücünü doğru tespit edebilmek için, kısa vadede nakde dönüşebilecek olan varlıklar ile kısa vadeli

borç arasındaki ilişkinin incelenmesinde dönen varlıklar içerisinde stokların dikkate alınması yanıltıcı olabilecektir. Bu yüzden asit test oranı, dönen varlıklar içerisinde stoklar hariç tutularak hesaplanmaktadır. Bu oran; işletmenin her 1 liralık kısa vadeli yabancı kaynağına karşılık, kaç liralık dönen varlığı olduğunu gösterir. Genelde bu oranın 1 civarında olması arzu edilir. İşletmeyi incelediğimizde bu oranın yine sadece 2003 yılında yeterli düzeyde olduğunu, daha sonra 2005 yılına kadar bir azalma eğilimi olduğunu görmekteyiz.

**Hazır Değerler Oranı( Hazır Değerler/ K.V.B):** Faaliyetlerden sağlanan fon girişlerinin durması ve alacakların tahsil edilememesi durumunda işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü yansıtır. İdeal oran % 20'dir. İşletmeye baktığımızda 2003 yılında bu oranın % 40 olduğunu, yani olması gerekenden neredeyse iki kat fazla olduğunu görmekteyiz. 2004 yılına baktığımızda bu oranın % 12 lere kadar gerilediği görülmekte ancak 2005 yılında tekrar % 36' ya yükselmektedir.

### **Finansal Yapı Oranları**

**Finansal Kaldıraç Oranı( Toplam Borç/ Toplam Aktif):** İdeal oranın % 50 civarında olması istenir. İşletmeye kredi verenler oranın küçük olmasını arzularlar. İşletmenin finansal kaldıraç oranın üç yıllık ortalamasını aldığımızda % 49.6 lık bir oran elde etmekteyiz, bu da oranın olması gereken seviyelerde seyrettiğini göstermektedir.

**Özsermaye Oranı( Özkaynaklar/ Toplam Aktif):** Bunda da ideal oran % 50'dir. Oranın yüksek oluşu, kredi verenlerin güvenini sağlayacaktır. 2003 yılında % 59 civarında olan bu oran, daha sonra sırasıyla % 48' e, % 44'e düşmektedir. Bu göstergeden anlaşılana göre işletme her geçen yıl uzun vadeli kredi olanaklarından daha çok yararlanmaktadır. Ancak bu oranın daha da azalması işletme için ilerde sorun teşkil edebilir ki şu andaki oran bile ideal oranın altında bir orandır.

**Finansman Oranı( Toplam Borç/ Özkaynak):** Toplam borcun özkaynaklara oranını gösteren rasyodur. İdeal finansman oranı 1' dir. 2003 yılında bu oranın 0.7 olduğunu yani işletmenin fazla risk almadığını görmekteyiz. 2004 yılında bu oran

1.09'a yükselerek ideale yakın bir orana yaklaşmıştır. 2005 yılına baktığımızda oranın 1.26'e yükseldiğini görmekteyiz. Bu oranlar bize işletmenin risk alarak özkaynaklarından daha fazla borçlanma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

**K.V.B / Toplam Pasif Oranı:** Varlıkların finansmanında kullanılan kaynakların ne kadarının K.V.B' dan oluştuğunu gösterir. Üretim işletmelerinde genelde % 30 normal değeri ifade etmektedir. İşletmeye baktığımızda 2003 ve 2004 yıllarının ortalama olarak normal değerde seyrettiği ancak 2005 yılında bu oranın % 40 olduğunu görmekteyiz. Yani işletmenin pasifinin neredeyse yarısına yakını K.V.B'lardan oluşmaktadır ve oran ideal orandan oldukça yüksektir.

**U.V.B / Toplam Pasif Oranı:** Varlıkların finansmanında kullanılan kaynakların ne kadarının U.V.B' lardan oluştuğunu gösterir. İşletmeye baktığımızda 2003, 2004, 2005 yıllarında % 15-17 arasında değişen oranlarda seyretmiştir.

**Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı:** Duran varlıkların ne kadarının özkaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Oranın 1' den küçük olması arzulanır. İşletmeye baktığımızda 2003 yılında 0.82 olan bu oran 2004 yılında 1.04' e yükselmiş ve 2005 yılında da 1.01 olmuştur. Yani işletme 2004 ve 2005 yıllarında duran varlıklarının bir kısmını borçlanarak sağlamıştır. Firma ortalama olarak ideal orana yakındır.

**Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı:** Duran varlıkların ne kadarının özkaynak ve uzun vadeli borçla finanse edildiğini gösterir. Oranın mutlaka 1' den küçük olması arzulanır. Bu oran 3 yılda da idealdir. İşletme duran varlıklarının finansmanında kısa vadeli borç çok fazla kullanmayarak 3. kişilerin baskısı altına girmemiştir. 2003 yılından 2005 yılına kadar %14'lük bir artış olmasına rağmen oran istenilen düzeydedir.

**Maddi Duran Varlıklar / Özsermaye Oranı:** İşletmenin maddi duran varlıklarının ne kadarının özkaynaklarla karşılandığını gösterir. İşletmede bu oran ortalama olarak % 87' dir.

## Faaliyet Oranları

### **Alacak Devir Hızı Oranı( Kredili Satışlar Toplamı/ Ortalama Ticari Alacaklar):**

Alacak devir hızı, alacakların ne kadar zaman sonra paraya dönüşeceğini gösterir. Alacak devir hızının yüksek olması istenir.2003 yılında 9.30 olan bu oran 2004 yılında 7.63' e gerilemiştir. İşletmenin tahsilat kabiliyetinin en yüksek olduğu yıl 10.17 ile 2005 yılıdır.

### **Alacakların Ortalama Tahsil Süresi( 360/ Alacak Devir Hızı):**

Bu oranın küçük olması istenir. Küçük oran, kısa süre demek olup, işletmenin alacaklarını kısa süre içinde tahsil edebildiği anlamına gelir. Alacak devir hızı oranlarına bakınca işletmenin en verimli olduğu yılın 2005 yılı olduğunu belirtmiştik. 2005 yılında alacakların ortalama tahsil süresi 35.40' tır.

### **Stok Devir Hızı Oranı:**

Bu oran belirli bir dönem içinde stokların satış veya üretime gönderilme biçiminde kaç defa kullanıldığını gösterir. Oranın yüksek oluşu hızlı bir sirkülasyonun göstergesidir. Bu aynı zamanda stoklama maliyetinin düşük olması anlamına gelir. İşletmenin sirkülasyonun en çok olduğu yıl 7.52 ile 2004 yılıdır.

### **Özsermaye Devir Hızı( Satılan Mamul Maliyeti/ Ortalama Mamul Stoğu):**

Bu oran işletmenin özsermayesinin ne derece etkili kullanıldığını gösterir. İşletmeye bakıldığında özsermayenin en etkili kullanıldığı yıl olarak 3.91 ile 2005 yılı görülmektedir. 2004 yılında ise bu oran 3.80 olarak gerçekleşmiştir.

### **Aktif Devir Hızı Oranı( Net Satışlar/ Ortalama Toplam Aktif):**

Bu oran, işletmenin aktif kullanımının bir ölçüsüdür. Aktif devir hızı ile aktiflerin her 1 lirasının yarattığı gelir hesaplanır. 2003 yılında 1 liralık aktife karşı 1.65 gelir sağlayan işletme 2004 yılında bu oranı 1.82' ye yükseltmiş ancak 2005' de bu oran 1.73' e düşmüştür.

## **Karlılık Oranları**

### **Satışlar Üzerinden Karlılık Oranları**

**Brüt Kar Marjı( Brüt Satış Karı/ Net Satışlar):** Net satışların yüzde kaçının brüt satış karı olduğunu belirtir. 2003 yılında % 22 olan bu oran, 2004 yılında % 50 oranında bir azalışla % 11' e düşmüş, 2005 yılında % 15' e yükselmiştir.

**Faaliyet Karı / Net Satışlar Oranı:** İşletmenin esas faaliyetinden ne ölçüde karlı olduğunu saptanmasında kullanılır. İşletme 2004 ve 2005 yıllarında zarar etmiştir. 2003 yılında bu oran % 8'dir.

### **Özsermaye Üzerinden Karlılık Oranları**

**Mali Karlılık Oranı( Net Kar/ Özsermaye):** Bir birim özsermayenin getirdiği karı gösteren orandır. İşletmenin 2004 ve 2005 yıllarında zarar ettiğine bir önceki oranda değinmiştik. 2003 yılında bir birim özsermaye 0.33 birim kar getirmiştir.

**Aktife Göre Karlılık Oranı( Net Kar/ Net Aktif Toplamı):** İşletmenin elindeki varlıkları ne kadar verimli kullandığını gösterir. Oranın yüksek olması istenir. Bu oran en yüksek % 20 ile 2003 yılında görülmektedir.



## 8.2.6 XYZ Firmasının Üç Yıllık Düzenlenmiş Bilançoları

**Tablo 13 : XYZ Firmasının Üç Yıllık Düzenlenmiş Bilançoları**

	31 Aralık 2005	31 Aralık 2004	31 Aralık 2003
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Eşdeğerleri	20.732	5.849	14.971
Ticari Alacaklar	23.991	32.559	25.637
Stoklar	29.782	26.835	31.846
Diğer Dönen Varlıklar	3.945	3.199	2.372
Dönen Varlıklar Toplamı	78.450	68.441	74.827
Duran Varlıklar			
Satılmaya Hazır Menkul Değerler	486	486	486
Maddi Duran Varlıklar	57.486	63.222	61.999
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	812	4347	5.000
Diğer Duran Varlıklar	2.994	49	69
Ertelenmiş Vergi Alacağı	900		1.992
Duran Varlıklar Toplamı	62.678	68.104	69.546
Varlıklar Toplamı	141.124	136.544	144.374
Kısa Vadeli Borçlar			
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	11.173	12.259	727
Uzun Vadeli Finansal Borçların Cari Kısmı	15.576	8.052	9.077
Ticari Borçlar,net	26.744	22.698	20.659
Ödenecek Gelir vergisi			5.033
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	3.472	4.357	2.706
Kısa Vadeli Borçlar Toplamı	56.965	47.366	38.204
Uzun Vadeli Borçlar			
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	20.263	21.854	20.135
Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü		1.138	937
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	1.401		
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		746	
Uzun Vadeli Borçlar Toplamı	21.665	23.738	21.072
Yükümlülükler Toplamı	78.630	71.104	59.276
Azınlık Payları		147	
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	59.621	66.447	36.626
Emisyon Primi			7.876
İştirakteki Şirket Hisseleri	-16.777	-16.777	-16.777

Yabancı Para Çevrim Farkları	894	-411	-89
Yasal Yedekler ve Birikmiş Kar	18.593	16.034	57.462
Özkaynaklar Toplamı	62.332	65.293	85.097
Yükümlülükler ve Özkaynaklar Toplamı	141.124	136.544	144.374

\* (1\$=1,3418YTL) (1000\$)

## 8.2.7 XYZ Firmasının Üç Yıllık Düzenlenmiş Gelir Tabloları

**Tablo 14 : XYZ Firmasının Üç Yıllık Düzenlenmiş Gelir Tabloları**

	31.Ara.05	31.Ara.04	31.Ara.03
Net Satışlar	243.969	248.314	238.455
Satılan Malın Maliyeti	-206.318	-220.543	-185.780
Brüt Satış Karı	37.651	27.771	52.674
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-100	-89	-77
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-28.685	-27.652	-24.481
Genel Yönetim Giderleri	-11.533	-11.481	-10.228
Faaliyet (Zarar)/ Karı	-2.666	-11.451	17.887
Diğer Faaliyet Gelir/(gider),net	1.981	-1.788	897
Finansman Gelir/(gider),net	-3.672	199	1.220
Parasal Pozisyon Karı		2.094	9.992
Vergi ve Azınlık Payları Öncesi (Zarar)/ Kar	-4.357	-10.945	29.997
Cari		-29	-5.124
Ertelenmiş		-2.617	3.608
Vergi Karşılığı	976	-2.646	-1.515
Vergi Sonrası ve Azınlık Payları Öncesi (Zarar)/ Kar	-3.381	-13.591	28.481
Azınlık Payları		3	
Dönem Net (Zarar)/ Karı	-3.381	-13.589	28.481

\* (1\$=1,3418YTL) (1000\$)

## 8.2.8 XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları (Düzeltilmiş)

**Tablo 15 : XYZ Firmasının Üç Yıllık Gelir Tabloları (Düzeltilmiş)**

	31.Ara.05	31.Ara.04	31.Ara.03
Net Satışlar	243.969	248.314	238.455
Satılan Malın Maliyeti	-191.729	-204.752	-168.574
Brüt Satış Karı	52.240	43.562	69.881
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-100	-89	-77
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-28.685	-27.652	-24.481
Genel Yönetim Giderleri	-11.533	-11.481	-10.228
FVAÖK	11.923	4.340	35.095
Amortisman giderleri	-16.417	-19.977	-19.698
FVÖK	-4.494	-15.637	15.397
Diğer Faliyet Gelir/(gider),net	1.981	-1.788	897
Finansman Gelir/(gider),net	-3.672	2.293	11.212
Vergi öncesi kar	-6.185	-15.132	27.506
Vergi tutarı	976	-2.646	-1.515
Vergi Sonrası ve Azınlık Payları Öncesi (Zarar)/ Kar	-5.209	-15.132	27.506
Azınlık Payları		3	
Dönem Net (Zarar)/ Karı	-5.209	-15.129	27.506

\* (1\$=1,3418YTL) (1000\$)

%	2005	2004	2003
Brüt kar marjı	21.4	17.5	29.3
FVAÖK	4.9	1.7	14.7
Satış ve pazar. gider. / satışlar	11.8	11.1	10.3
Gen. yönetim gider. / satışlar	4.7	4.6	4.3

Gelir tablosundan ve yukarıdaki oranlardan da anlaşılacağı üzere firmanın satış pazarlama ve yönetim giderlerindeki yüksek oranlar firmanın karlılığını etkilemektedir. Bu oranlardaki yükseklik brüt kar'a paralel seyir izlememiştir. 2003 yılından başlayarak 2005 yılına kadar brüt karda meydana gelen azalışlar, aksine faaliyet giderlerinde meydana gelen artışları beraberinde getirmiştir ve bu olay gelir tablosuna olumsuz yansımıştır. Brüt karın yıllara göre düşmesindeki temel neden gelir tablosundan da anlaşılacağı üzere satışların maliyetindeki büyük artıştır. Her ne kadar 2005 yılında 2004 yılına göre azalış söz konusu ise de, 2005 yılındaki miktar 2003 yılındaki miktarı yine geçmiştir. Firmanın maliyet ve faaliyet giderlerindeki politikalarını yeniden gözden geçirmesi gerekmektedir.

### **8.2.9 Firma İle İlgili Tahminler**

Tahminlerde bulunurken genelde kullanılan yöntem ilk önce satışların tahmin edilmesidir. Faaliyetlerle ilgili giderler ve işletme sermayesi gibi diğer değişkenler ise satış tutarının belirli bir yüzdesi olarak tahmin edilmektedir. Gelir tablosu ve bilanço kalemleri ile ilgili tahminlerde bulunurken, ilk önce sektörün ve firmanın geçmiş yıllardaki söz konusu değişkenlerinin incelenmesi gerekir.<sup>198</sup>

Kuş gibi nedeniyle 2006 yılı verilerinde bir azalış beklenmektedir. Fakat firma gerek teknolojisi gerek alt yapısı ve pazarlama stratejisi ile bu olaydan sıyrılarak diğer yıllarda yine eski seyrine dönecektir. Bu sebeple satışlarda 2006 yılında % 5 lik bir düşüş ve daha sonrasında % 2 lik bir artışla devam edilmesi tahminlenmiştir. Satılan malın maliyetinde 2006 yılı için % 80 lik bir oran tahminlenmiş ve devam eden yıllarda bu oran % 75 olarak belirlenmiştir.

---

<sup>198</sup> Üreten, Akyan; Ercan, Metin Kamil; a.g.e, s.93

Net satışlar : %2 artış

Satılan malın maliyeti / net satışlar : % 75

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net satışlar	231.771	248.848	253.825	258.902	264.080	269.362
Satışların Maliyeti	-185.417	-186.636	-190.369	-194.177	-198.060	-202.022

Satışlarda, 2006 yılından sonra firmanın kuş gribi krizini atlattığı, piyasadaki pazar payı ve marka güvenilirliği ile istikrarlı bir artış dönemine girmesi tahminlenmektedir.

#### 8.2.9.1 Tahminler

- Nakit ihtiyacı satışların % 5 i olarak tahminlenmiştir.
- Ticari alacaklar ticari alacak devir hızına göre projekte edilmiştir. Ve diğer yıllara paralel olarak 40 gün olarak belirlenmiştir.
- Stoklar için 2006 yılı hariç 50 gün tahminlenmiştir. 2006 yılında ise yaşanan krizin stokları artıracığı ve stoktaki yükselmenin stok devir hızını düşürmesi beklenmektedir. 2006 yılı için stok devir hızı 60 gün olarak belirlenmiştir.
- Diğer dönen varlıklar 2006 krizi nedeniyle bilanço ortalaması yani satışların 1,2 si olarak alınmıştır. 2007 yılından itibaren 2005 yılındaki çizgiyi yakalayacağı ve satışların 1,5'i düzeylerinde olacağı tahminlenmiştir.
- Maddi duran varlıklar satışların %24'ü olarak tahminlenmiştir.
- Maddi olmayan duran varlıklar, diğer duran varlıklar, uzun vadeli ticari alacaklar tahminlenmemiştir.
- Kısa vadeli finansal borçların yapılan anlaşmanın (IFC kredisi) borcu bittikten sonra istikrarlı bir şekilde azalması tahminlenmiştir.
- Ticari borçların 2006 yılı ödenme süresinin krize bağlı olarak artacağı düşünülmüştür. (75 gün). 2006 yılı sonrasında düzelmelerle birlikte ödeme süresinin 45 güne inmesi beklenmektedir.
- Uzun vadeli finansal borçlar tahminlenmemiştir.

- Firma 2005 yılında zarar olması sebebiyle temettü dağıtmamıştır.
- Firmanın satış ve pazarlama giderleri ile genel yönetim giderleri firmanın ileriki yıllarda izlemeyi planladığı politikaları çerçevesinde net satışların; pazarlama satış giderleri %12, genel yönetim giderleri %5 olarak tahminlenmiştir. Araştırma geliştirme giderlerinin sabit kalacağı tahminlenmiştir. 2006 yılında yaşanan kriz nedeniyle pazarlama satış giderlerinde büyük bir artış beklenmektedir. Bu artış toplum üzerinde önyargıya neden olan krizin izlerini kaldırmak için çeşitli reklam ve broşür kampanyalarına girmeleri olarak tahminlenmiştir. Bu nedenle 2006 yılı için pazarlama satış giderleri net satışların %13'ü olarak belirlenmiştir.
- Gelir tablosu tahmin edilirken amortismanların istikrarlı bir şekilde sürekli devam edeceği tahminlenmiştir.
- Diğer faaliyetlerden gelirler ve finansman gelirleri son 3 yılın ortalaması alınarak sabit bir rakamda tahminlenmiştir.
- Sabit genişleme yatırımı tahminlenmiştir. 4.500.000\$
- Vergi oranı %20'dir.

Yukarıdaki varsayımlar altında firmanın bilançoları tahmin edildikten sonra bilançonun aktifi ve pasifi arasında kalan fark pozitif ise bu farkın bilançoda nakit değerler kaleminin bakiyesini oluşturması, negatif ise kullanılan krediler kaleminin dönem sonu bakiyesine eklenilmesi tahminlenmiştir.

#### **8.2.9.2 SWOT Analizi**

Tahminler yapıldıktan sonra firmanın SWOT analizi ile rekabet durumu gözden geçirilmiştir.

## **FİRMA**

### **Güçlü yanları**

- Tüketicie yakın üretim tesisleri
- Geniş ürün yelpazesi
- Üretimde son teknoloji
- Yüksek seyreden kırmızı et fiyatları

### **Zayıf yanları**

- Rekabetin ürün fiyatlarını olumsuz etkilemesi
- Balık rekoltesinin yüksek olduğu yıllarda beyaz et satışlarının olumsuz etkilenmesi

### **Fırsatlar**

- AB'ye ihracat kapısının açılması ihtimali
- İç talepte artış beklentisi
- Kırmızı et fiyatlarının yüksek seyrini devam ettirmesi

### **Tehditler**

- Ekonomide beklenen büyümenin olmaması ile talepte düşüş gerçekleşmesi

**Tablo 16 : XYZ Firmasının Gerçekleşen ve Tahmini Bilançoları****Gerçekleşen - Tahmini**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Dönen Varlıklar</b>									
Nakit ve Nakit Eşdeğerleri	14.971	5.849	20.732	34.050	12.442	12.691	12.945	13.204	13.468
Ticari Alacaklar	25.637	32.559	23.991	25.399	27.271	27.816	28.372	28.940	29.519
Stoklar	31.846	26.835	29.782	38.099	34.088	34.770	35.466	36.175	36.898
Diğer Dönen Varlıklar	2.372	3.199	3.945	2.781	3.732	3.807	3.883	3.961	4.040
<b>Dönen Varlıklar Toplamı</b>	<b>74.827</b>	<b>68.441</b>	<b>78.450</b>	<b>100.330</b>	<b>77.534</b>	<b>79.085</b>	<b>80.667</b>	<b>82.280</b>	<b>83.926</b>
<b>Duran Varlıklar</b>									
Satılmaya Hazır Menkul Değerler	486	486	486	486	486	486	486	486	486
Maddi Duran Varlıklar	61.999	63.222	57.486	54.662	58.690	59.864	61.061	62.283	63.528
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.000	4347	812	812	812	812	812	812	812
Diğer Duran Varlıklar	69	49	2.994	2.994	2.994	2.994	2.994	2.994	2.994
Ertelenmiş Vergi Alacağı	1.992		900	900	900	900	900	900	900
<b>Duran Varlıklar Toplamı</b>	<b>69.546</b>	<b>68.104</b>	<b>62.678</b>	<b>59.855</b>	<b>63.883</b>	<b>65.056</b>	<b>66.254</b>	<b>67.475</b>	<b>68.721</b>
<b>Varlıklar Toplamı</b>	<b>144.374</b>	<b>136.544</b>	<b>141.124</b>	<b>160.186</b>	<b>141.417</b>	<b>144.142</b>	<b>146.921</b>	<b>149.756</b>	<b>152.647</b>
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>									
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	727	12.259	11.173	10.167	3.280	23.522	21.590	19.070	15.863
Uzun Vadeli Finansal Borçların Cari Kısmı	9.077	8.052	15.576	21.665	21.665				
Ticari Borçlar,net	20.659	22.698	26.744	38.099	23.009	23.470	23.939	24.418	24.906
Ödenecek Gelir vergisi	5.033								
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2.706	4.357	3.472	3.472	3.472	3.472	3.472	3.472	3.472
<b>Kısa Vadeli Borçlar Toplamı</b>	<b>38.204</b>	<b>47.366</b>	<b>56.965</b>	<b>73.403</b>	<b>51.427</b>	<b>50.464</b>	<b>49.002</b>	<b>46.960</b>	<b>44.242</b>
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>									
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	20.135	21.854	20.263	20.263	20.263	20.263	20.263	20.263	20.263
Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	937	1.138		1.401	1.401	1.401	1.401	1.401	1.401
Diğer Uzun Vadeli Borçlar			1.401						
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		746							
<b>Uzun Vadeli Borçlar Toplamı</b>	<b>21.072</b>	<b>23.738</b>	<b>21.665</b>	<b>21.664</b>	<b>21.664</b>	<b>21.664</b>	<b>21.664</b>	<b>21.664</b>	<b>21.664</b>
<b>Yükümlülükler Toplamı</b>	<b>59.276</b>	<b>71.104</b>	<b>78.630</b>	<b>95.067</b>	<b>73.091</b>	<b>72.128</b>	<b>70.666</b>	<b>68.624</b>	<b>65.906</b>
Azınlık Payları		147							
Özkaynaklar									
Ödenmiş Sermaye	36.626	66.447	59.621	59.621	59.621	59.621	59.621	59.621	59.621
Emisyon Primi	7.876								
İştirakteki Şirket Hisseleri	-16.777	-16.777	-16.777	-16.777	-16.777	-16.777	-16.777	-16.777	-16.777
Yabancı Para Çevrim Farkları	-89	-411	894	894	894	894	894	894	894
Yasal Yedekler ve Birikmiş Kar	57.462	16.034	18.593	21.381	24.588	28.276	32.517	37.394	43.003
<b>Özkaynaklar Toplamı</b>	<b>85.097</b>	<b>65.293</b>	<b>62.332</b>	<b>65.119</b>	<b>68.326</b>	<b>72.014</b>	<b>76.255</b>	<b>81.132</b>	<b>86.741</b>
<b>Yükümlülükler ve Özkaynaklar Toplamı</b>	<b>144.374</b>	<b>136.544</b>	<b>141.124</b>	<b>160.186</b>	<b>141.417</b>	<b>144.142</b>	<b>146.921</b>	<b>149.756</b>	<b>152.647</b>

\* 2003-2004-2005 yılları gerçek bilançoları yansıtmaktadır. 2006-2011 yılları arası ise tahmini bilançolardır.



Yukarıdaki tabloda XYZ firmasının gerekleŒen ve tahmini bilançoları bir arada görülmektedir. Tahmin dönemini oluŒturan bilançolar incelendiğinde, firmanın gelecek 6 yıl içinde büyüyeceği anlaŒılmaktadır.

**Tablo 17 : XYZ Firmasının Gerçekleşen ve Tahmini Gelir Tabloları****Gerçekleşen - Tahmini**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Net Satışlar	238.455	248.314	243.969	231.771	248.848	253.825	258.902	264.080	269.362
Satılan Malın Maliyeti	-168.574	-204.752	-191.729	185.417	186.636	190.369	194.177	198.060	202.022
Brüt Satış Karı	69.881	43.562	52.240	46.354	62.212	63.456	64.725	66.020	67.340
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-77	-89	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-24.481	-27.652	-28.685	-30.130	-29.861	-30.459	-31.068	-31.689	-32.323
Genel Yönetim Giderleri	-10.228	-11.481	-11.533	-11.588	-12.442	-12.691	-12.945	-13.204	-13.468
FVAÖK	35.095	4.340	11.923	4.535	19.808	20.206	20.612	21.026	21.448
Amortisman giderleri	-19.698	-19.977	-16.417	-16.223	-17419	-17.767	-18.123	-18.485	-18.855
FVÖK	15.397	-15.637	-4.494	-11.689	2.388	2.438	2.489	2.541	2.593
Diğer Faliyet Gelir/(gider),net	897	-1.788	1.981	363	363	363	363	363	363
Finansman Gelir/(gider),net	11.212	2.293	-3.672	3.841	3.841	3.841	3.841	3.841	3.841
Vergi öncesi kar	27.506	-15.132	-6.185	-7.485	6.592	6.642	6.693	6.745	6.797
Vergi tutarı	-1.515	-2.646	976	-521	-1.318	-1.328	-1.338	-1.348	-1.359
Vergi Sonrası ve Azınlık Payları Öncesi (Zarar)/ Kar	27.506	-15.132	-5.209	-8.006	5.274	5.314	5.354	5.396	5.438
Azınlık Payları		3			-0,52	-0,53	-0,53	-0,54	-0,54

\* 2003-2004-2005 yılları gerçek gelir tablosunu yansıtmaktadır. 2006-2011 yılları arası ise tahmini gelir tablolarıdır.

## 8.2.10 Net İşletme Sermayesindeki Değişimin Standart Firma Değeri Modeline Göre Hesaplanması

**Tablo 18 : XYZ Firmasının Standart Firma Değerine göre Net İşletme Sermayesindeki Değişimi**

	Gerçekleşen			Tahmini			
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dönem başı dönen varlıklar	68.441	78.450	100.330	77.534	79.085	80.667	82.280
Hazır değerler	-5.849	-20.732	-34.050	-12.442	-12.691	-12.945	-13.204
	62.592	57.718	66.280	65.092	66.394	67.722	69.076
Dönem başı kısa vadeli borçlar	47.366	56.965	73.403	51.427	50.464	49.002	46.960
Finansal borçlar	-12.259	-11.173	-31.832	-24.945	-23.522	-21.590	-19.070
	35.107	45.792	41.571	26.482	26.942	27.412	27.890
<b>Dönem başı net işletme sermayesi</b>	<b>27.485</b>	<b>11.926</b>	<b>24.709</b>	<b>38.610</b>	<b>39.452</b>	<b>40.310</b>	<b>41.186</b>
Dönem sonu dönen varlıklar	78.450	100.330	77.534	79.085	80.667	82.280	83.926
Hazır değerler	-20.732	-34.050	-12.442	-12.691	-12.945	-13.204	-13.468
	57.718	66.280	65.092	66.394	67.722	69.076	70.458
Dönem sonu kısa vadeli borçlar	56.965	73.403	51.427	50.464	49.002	46.960	44.242
Finansal borçlar	-11.173	-31.832	-24.945	-23.522	-21.590	-19.070	-15.863
	45.792	41.571	26.482	26.942	27.412	27.890	28.379
<b>Dönem sonu net işletme sermayesi</b>	<b>11.926</b>	<b>24.709</b>	<b>38.610</b>	<b>39.452</b>	<b>40.310</b>	<b>41.186</b>	<b>42.079</b>
<b>Net işletme sermayesindeki değişim</b>		12.783	13.901	842	858	876	893

\* 2005 yılı gerçekleşen Net İşletme Sermayesindeki değişimi, 2006-2011 yılları arası ise tahmini Net İşletme Sermayesindeki değişimi yansıtmaktadır. ( 1.000\$ )

İşletme sermayesi ürünlerin üretilmeye başlamasından gelir sağlayıncaya kadar geçen süre boyunca üretim faktörlerine bağlanan fonlardan oluşmaktadır. Üretim araçlarının bir araya getirilmesinden sonra üretimin gerçekleştirilmesi, satışların yapılması, bedellerinin tahsil edilmesi gerekmektedir. Kullanılan kaynakların ana para ve faizlerinin ödenmesi gibi yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla da çeşitli likit fonlar hazır edilir. İşletme faaliyetlerinin sürdürülmesi amacıyla kullanılan ve kısa sürede paraya dönüşme özelliğine sahip varlıklara işletme sermayesi denilmektedir. Brüt işletme sermayesi cari varlıkların toplamıdır. Faaliyetlerin sürdürülmesi için gerekli döner nitelikteki üretim araçlarının, aynı

zamanda döner sermaye olarak da adlandırılmaları, dönen varlık toplamının brüt işletme sermayesi olarak anılmasına yardımcı olmaktadır. Net işletme sermayesi ise cari varlıkların kısa vadeli borçları aşan kısmıdır. Diğer bir anlatımla net işletme sermayesi cari varlıkların kısa vadeli borçlarla finanse edilmemiş bölümüdür.<sup>199</sup>

Yukarıdaki tabloda net işletme sermayesindeki değişim standart firma değeri modeli esas alınarak hesaplanmaya çalışılmıştır. Tabloda gerçekleşen yıl olarak 2005 yılı ve sonraki 6 yıllık tahmin dönemi yer almaktadır. Net işletme sermayesi hesaplanırken gerekli veriler bilançodan alınmıştır. Bilançoda 2004 yılının dönen varlık tutarı olan 68.441.000\$, 2005 yılının dönem başı dönen varlık tutarı olarak bu tabloda yerini almıştır. Yine bilançoda 2004 yılının kasa ve banka tutarı ile menkul kıymet tutarı toplamı olan 5.849.000\$ hazır değerler tutarıdır. Bu tutar yukarıdaki tabloda 2005 yılının dönem başı dönen varlıklarından düşülmüş ve tutar 62.592.000\$'a inmiştir. Daha sonra, 2004 yılından gelen ve 2005 yılı için dönem başı toplam kısa vadeli borç tutarı olan 47.366.000\$'dan kısa vadeli finansal borçlara ait 12.259.000\$ tutarı düşülerek, 2005 yılı için dönem başı kısa vadeli borç tutarı 35.107.000\$ olarak hesaplanmıştır. Bundan sonra, dönen varlık tutarı olarak hesaplanan 62.592.000\$ ile kısa vadeli borç tutarı olan 35.107.000\$ arasındaki fark alınarak dönem başı net işletme sermayesi 27.485.000\$ olarak bulunmuş ve bu tutarda yukarıdaki tabloda yer almıştır.

2005 yılı dönem sonu dönen varlıkları bilançoda 78.450.000\$, hazır değerleri 20.732.000\$ olarak yer almaktadır. Bu iki tutarın farkı 57.718.000\$ olmaktadır. Yine 2005 yılı dönem sonu toplam kısa vadeli borçları bilançoda 56.965.000\$, kısa vadeli finansal borçlar 11.173.000\$ olarak yer almaktadır. Bu iki tutar birbirinden çıkarıldığında kalan 45.792.000\$'dır. Düzeltilmiş dönem sonu dönen varlık tutarı olan 57.718.000\$'dan, düzeltilmiş dönem sonu kısa vadeli borçlar tutarı olan 45.792.000\$ düşüldüğünde kalan tutar 11.926.000\$ olup, dönem sonu net işletme sermayesi tutarı olarak yukarıdaki tabloda yer almaktadır. Buraya kadar yalnızca 2005 yılı için açıklanan hesaplamalar, benzer şekilde sonraki yıllar için de yapılır ve her yılı ilişkin dönem sonu net işletme sermayesi hesaplanır.

---

<sup>199</sup> Chambers, Nurgül, a.g.e, s.246

Dönem sonu net işletme sermayesi hesaplandıktan sonra net işletme sermayesindeki değişim hesaplanır. Bunun için dönem sonu net işletme sermayesi yıllara göre karşılaştırılır. Örneğin 2006 yılında 12.783.000\$ tutarındaki net işletme sermayesindeki artış, 2005 yılına ait 11.926.000\$ ve 2006 yılına ait 24.709.000\$ tutarındaki dönem sonu net işletme sermayeleri arasındaki farktır. Aynı şekilde diğer yıllar için de net işletme sermayesindeki değişim hesaplanmıştır.

### 8.2.11 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımlarının Standart Firma Değeri Modeline Göre Hesaplanması

**Tablo 19 : XYZ Firmasının Standart Firma Değerine Göre Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
FVÖK	11.689	2.388	2.438	2.489	2.541	2.593
Vergi tutarı	-521	-1.318	-1.328	-1.338	-1.348	-1.359
Amortismanlar	16.223	17.419	17.767	18.123	18.485	18.855
<b>Brüt nakit akımları</b>	4.013	18.489	18.877	19.274	19.678	20.089
Net işletme sermayesindeki değişim	12.783	13.901	842	858	876	893
Yatırımlar	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500	-4.500
Diğer aktif, pasif net değişimi	0	0	0	0	0	0
<b>Faaliyetlerle ilgili serbest nakit akımları</b>	12.296	27.890	15.219	15.632	16.054	16.482

Yukarıdaki tabloda, firmanın gelecekteki altı yılına ilişkin serbest nakit akımlarının hesaplanması yer almaktadır. XYZ firmasının gelir tablosuna bakıldığında 2006 yılı FVÖK'nın 11.689.000\$ olduğu görülmektedir. Yukarıdaki tabloda da görülen bu tutardan, nakit çıkışı gerektiren 521.000\$'lık vergi düşülür. 16.223.000\$ tutarındaki amortismanlar ise bilindiği üzere nakit çıkışı gerektirmeyen giderler olduğundan söz konusu tutara eklenir. Böylece 4.013.000\$ tutarındaki brüt

nakit akımlarına ulaşılır.

Brüt nakit akımları tutarına, daha önce standart firma değeri modeline göre hesaplanan 12.783.000\$'lık net işleme sermayesindeki değişim tutarı eklenir. 2006 yılında yapılacak yatırımlar için gereken 4.500.000\$'lık yatırım harcamaları nakit çıkışına neden olacağı için düşülür ve faaliyetlerle ilgili serbest nakit akımlarına ulaşılır. 2006 yılı için yapılan hesaplamalar, benzer şekilde diğer yıllar içinde yapılarak yıllara göre serbest nakit akımları bulunmuştur.

### 8.2.12 İskonto Oranının Belirlenmesi

Beta katsayısı : 0,75 ( Bu bilgi Alan Yatırım araştırma çalışmasından esinlenilerek kullanılmıştır. )

Risksiz getiri oranı : % 14 ( devlet tahvili faiz oranı dikkate alınmıştır. )

Sermaye piyasası risk primi : % 5,5 ( Bu oranda HSBC yatırım çalışmasından esinlenilmiştir.)

Borçlanma maliyeti olarak IFC kredisinin 2005 yılındaki faizi baz alınmıştır : % 7,84

Vergi oranı : %20

Bu veriler neticesinde daha önce bahsettiğimiz formülleride kullanarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ulaşırız.

Özsermaye Maliyeti

$$E(R_i) = R_F + \beta_i [ E(R_M) - R_F ]$$

AOSM

$$r^* = r_D ( 1 - T_c ) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

**Tablo 20 : İskonto Oranının Belirlenmesi**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Risksiz faiz getiri oranı ( $R_F$ )	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Beta katsayısı ( $\beta$ )	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Sermaye piyasası risk primi [ $E(R_M) - R_F$ ]	%5.5	%5.5	%5.5	%5.5	%5.5	%5.5
<b>Özsermaye maliyeti ( <math>r_E</math> )</b>	18%	18%	18%	18%	18%	18%
<b>Borçlanma maliyeti ( <math>r_D</math> )</b>	7,84%	7,84%	7,84%	7,84%	7,84%	7,84%
Vergi oranı ( $T$ )	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Toplam finansal borçlar ( $D$ )	52.095	45.208	43.785	41.853	39.333	36.126
Toplam özkaynaklar ( $E$ )	65.119	68.326	72.014	76.255	81.132	86.741
<b>Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ( <math>r^*</math> )</b>	13%	13%	14%	14%	14%	15%

### 8.2.13 Firma Değerinin Standart Firma Değeri Modeline Göre Hesaplanması

**Tablo 21 : İndirgenmiş Nakit Akımlarının Bulunması**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Faaliyetlerle ilgili serbest nakit akımları</b>	12.296	27.890	15.219	15.632	16.054	16.482
Yıl	1	2	3	4	5	6
İskonto oranı (ağırlıklı ort. sermaye maliyeti)	13%	13%	14%	14%	14%	15%
İskonto faktörü	0,885	0,7831	0,675	0,5921	0,5194	0,4323
İskonto tutarı	1.415	2.839	1.438	1.296	1.167	1.069
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	10.881	25.051	13.781	14.336	14.887	15.413
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı</b>	94.349					

\* İskonto faktörü gelecekteki 1YTL'nin bugünkü değeri tablosundan alınmıştır.

İskonto oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti esas alınmıştır. Bu maliyet oranına göre 'N yıl Sonraki 1 YTL'nin Bugünkü Değeri Tablosu'ndan alınan iskonto faktörleri, faaliyetlerle ilgili serbest nakit akımları ile çarpılarak bugünkü değere indirgenmiş nakit akımları bulunmuştur.

#### 8.2.14 Sürdürülen Değerin Bulunması

$$X = \frac{CF_t (1+g)}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^t}$$

Firma için 7. yılda 16.000\$ ( 1000\$ ) nakit akımı yaratacağı tahminlenmiştir ve sürdürülen değer buna göre hesaplanmıştır. İndirgenme oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti geçmiş yıllar göz önünde bulundurularak %16 olarak alınmıştır.

Burada özellik arz eden konu büyüme oranıdır. Firmanın serbest nakit akımlarını sonsuza kadar sabit bir büyüme oranında devam ettireceği varsayımı altında sürdürülen değeri hesaplanır. Büyüme oranını firmanın olgunluk dönemi içinde sonsuza kadar göstereceği ortalama yıllık büyüme oranının, genel ekonomide beklenen büyümede göz önünde bulundurularak %1 ile %4 arasında gerçekleşmesi beklenir. Banvit firması için gerçekleştirilen tahminlerde firmanın olgunluk evresi boyunca yıllık büyüme oranı olarak %2 alınmıştır.

Sürdürülen değer bugünkü değeri hesaplanırken, sürdürülen değer tahmin döneminden sonraki bir değer olması nedeniyle, tahmin dönemindeki yıl sayısı ile indirgenmiştir. Başka bir deyişle, tahmin dönemi 6 yılı kapsadığından artık değer 7 yıl ile değil 6 yıl ile bugünkü değere indirgenmiştir.



$$X = \frac{16.000 (1+\%2)}{\%16 - \%2} \cdot \frac{1}{(1 + \%16)^6}$$

$$X = \frac{16.320}{\%14} \cdot \frac{1}{1 + 0,4104}$$

$$X = 82.651 (1000\$)$$

### 8.2.15 Firma Ve Özsermaye Değerinin Hesaplanması

	(2006)
Sürdürülen değer	: 82.651
Toplam indirgenmiş nakit akımı	: 94.349
<b>Firma değeri</b>	<b>: 177.000</b>
Finansal borçlar	: - 47.012
Nakit değerler	: 20.732
<b>Özsermaye değeri</b>	<b>: 150.720</b>

1\$= 1,3418

1000\$ = 1341,8

<b>FİRMA DEĞERİ</b>	<b>: 237.498.600 YTL</b>
<b>ÖZSERMAYE DEĞERİ</b>	<b>: 202.236.609 YTL</b>

İndirgenmiş nakit akımları bulunduktan sonra firma değeri hesaplanmıştır. Bunun için, indirgenmiş sürdürülen değer tutarı olan 82.651.000\$'a toplam indirgenmiş nakit akımları tutarı olan 94.349.000\$ eklenmiş ve firma değeri 177.000.000\$ olarak bulunmuştur. Daha sonra firma değerinden, 2005 yılı bilançosundaki kısa vadeli finansal borç tutarı olan 47.012.000\$ düşülüp, 20.732.000\$ nakit değerler eklenerek özsermaye değeri 150.720.000\$ olarak bulunmuştur.

Burada başka önem arz eden durum, firmanın o dönemdeki piyasa değerine ulaşılabilmiş mi olduğudur? Literatür taraması tahminlerle bulunan piyasa değerinin gerçekleşen değerle en az %90 oranında benzerlik göstermesi gerektiğini söylemektedir. Yapılan çalışmada su sonuçlara ulaşılmıştır;

Firma değerinden ( $177.000.000 \times 1341,8 = 237.498.600$ ), net borçları çıkararak ( $47.012 \times 1341,8 = 63.080.701$ ) olması gereken piyasa değerine ulaşılmıştır. ( 174.418.000 YTL ). Bulunan bu değer 2006 yılı için firmanın tahmin edilen piyasa değeridir. Analizi yapan kişinin deneyimi, tahminlerinde kullandığı oranların doğruluğu, sektör hakkındaki bilgileri ve basiretli tavır ve davranışları bu bulunan değer 2006 yılındaki gerçek değerle yakınlığına etken olacaktır. Nitekim analiz sonucunda bulunan yaklaşık 175.000.000 YTL piyasa değeri, 2006 yılı için gerçekleşen piyasa değeri olan 154.000.000 YTL'ye yakındır. Analiz sonucu gerçek değerle %88 oranında yakınlık göstermiştir.

Sonuç olarak yapılan analizin ne kadar doğru olduğu, seçilen tahmin döneminin önemi ve yapılan tahminlerle ispatlanmıştır. Eğer ki sağlam bir tahmin yapılmamış ve tahmin dönemi olduğundan az veya uzun tutulmuş olsaydı bu değere ulaşmak mümkün olmazdı. İşte o zaman analizin sakıncalarından bahsetmek gerekecekti. Yapılan analiz buna dikkat çekerek sektörde bulunan bir kişinin olası olayları göz önünde tutmasını ve geçmişe ait doğru oranlar kullanarak en olumlu değere ulaşmasının gerektiğini vurgulamaktadır.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Firma amacının temel alındığı bu çalışmada buraya kadar yapılan açıklamalarda şu noktalar dikkati çekmiştir. Amaca uygun bir firmaya sahip olduğunda yapılacak şey; uygun bir zaman diliminde firmaya ve yönetime uygun bir yöntemle değerlendirme çalışması yapılmasıdır. Bu durumda gözden kaçırılmaması gereken konu, değerlendirme genellemelerinde çalışmada sözü edilen maddelere uygun hareket etmektir.

Ne kadar çok veri ile çalışılırsa o kadar yakın sonuca ulaşma olasılığı söz konusu olacaktır. Bunun için de riskleri iyi analiz ederek kullanılan verilerden bu riskleri arındırmak ve değerlemeyi etkileyen faktörleri iyi bir şekilde analiz etmek gerekmektedir. Sonuç olarak risk faktörünü bir firma ya da değerlemeyi yapacak olan kişi ne kadar aza indirirse gerçeğe uygun sonuca ulaşması o kadar başarılı olacaktır. Fakat unutulmaması gereken önemli nokta, riski sıfıra indirmenin mümkün olmayacağıdır. Bu nedenle risk faktörüne karşı savunulacak temel yöntemler geliştirilmelidir. Risk yönetimi olarak da ifade edilebilecek konuda risk yönetimi unsurları ön plana çıkmaktadır. Risk kültürü, bilgi toplama, zamanlama, erken uyarı sistemi gibi unsurların uygulanması gerekmektedir.

Ayrıca hatırlatılmasında yarar vardır ki, muhasebe noktasında yapılacak olan muhasebe uygulama farklılıklarının kime fayda getireceği ya da zarara yol açacağı konusu iyi belirlenmelidir. Amaçları yansıtmayan bir muhasebe uygulaması gerçek dışı değerlendirme sonuçlarıyla firma ve yöneticileri karşı karşıya bırakacaktır. Bu da daha baştan yanlış yönelmelere neden olur. Günümüzde hala tartışmalara yol açan ve üzerinde yeni yöntem arayışı olan firma değerlemesi konusunda finansal tablolar önem arz etmektedir. Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu ve Londra merkezli Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu'nun başını çektiği, çeşitli Asya ve Avrupa ülkelerinin muhasebe uzmanları, finansal tablo kalemlerinde yapılacak sahtekarlıklar ile firmalarının net gelirlerini şişirerek hisse değerlerini yükselten ve hissedarların bakış açısını daraltan kişiler ve yönetimler nedeniyle yeni yöntem arayışlarında bulunmaktadır.

Sermaye yapısı kararları firmaların faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve gelişmesi açısından önemle üzerinde durulması gereken bir konudur. Sermaye yapısında yapılacak değişikliklerin “firmanın değeri üzerine etkisi” altı çizilmesi gereken bir durumdur.

Firma yöneticileri, sermaye maliyetinin en düşük ve firma piyasa değerinin en yüksek olduğu optimal sermaye yapısını oluşturmayı hedefler. Değer maksimizasyonu çerçevesinde olması gereken durum aslında budur. Fakat bu durum finans yöneticilerinin üzerinde ortak bir noktaya varamadıkları bir konu olarak da önem arz etmektedir.

Yapılması gereken tek şey yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda rekabet avantajı elde etmek için sermaye yapısı kararlarının öneminin fark edilmesi ve buna göre davranılması gereğidir. Tüm finansman seçeneklerinin avantaj ve dezavantajlarının değerlendirilerek optimal sermaye yapısı hedefinin oluşturulması önemli bir konudur.

Firma yöneticilerinin ve ortakların stratejik olarak alacakları kararları doğrudan etkileyen “değer” kavramının gerçeğe en yakın biçimde hesaplanabilmesi gerekmektedir. Kullanılacak yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımları için gerekli olan bileşenlerin doğru bir şekilde saptanması, sonucu daha anlamlı kılacaktır. Gelecekteki nakit akımlarını doğru bir şekilde öngörmek, indirgeme oranı olarak alınacak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini doğru bir şekilde hesaplamak ve sürdürülen değer olarak hesaplanacak değeri saptayabilmek için yoğun bir veri araştırması ve çalışması yapmak gerekecektir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre değerlendirme yapılırken firmanın değeri tahminlenen dönemdeki nakit akımlarının bugünkü değeri ve tahminlenen dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri olmak üzere ikiye ayrılır. Çünkü firma değerinin belirlenmesi aşamasında firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarını saptanması oldukça güç olacaktır.

Literatür taraması yapıldığında sürdürülen değer, firma değerinin %50'sinden fazla olduğu ortaya çıkmıştır. Bu nedenle İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi temelinde yapılan firma değerlendirme uygulamalarında sürdürülen değer titizlikle belirlenmesi gerekmektedir.

Her verinin önemli olduğu bu yöntemi uygulamak bahsedildiği gibi zahmetli bir araştırma yapılmasını ve uygulamayı yapacak kişilerin deneyimlerinin üst düzeyde olmasını gerektirmektedir. Aksi durumda, bulunacak sonuç gerçekle uzaktan yakından ilişkili olmayacaktır. Bu da verilerin önemini vurgulamaktadır.

Aslında konu anlatımı sırasında sık sık dile getirilen temel noktalar bazı düşüncelerin söylemesine ışık tutmaktadır. Değer odaklı yönetim felsefesi firma tarafından benimsenmelidir. Benimsenen bu felsefe sonucunda ortak bir amaç doğrultusunda yapılacak köklü değişimin altı çizilmelidir. Bu değişim doğal olarak firmaya artı değer kazandıracak konular üzerine yoğunlaşmaktır. Bunlardan biri olan ekonomik katma değer konusunun firma içi tüm yönetim kademelerine tek tek benimsetilmesiyle değer yaratma konusunda bir adım atmak gereklidir.

Yapılacak köklü değişimle firma bambaşka bir çehre kazanabilecektir. Çalışanların katkısıyla artırılacak verim ve performans ile firma hem değer yaratmış olacak hem de dış çevreye karşı değerlendirilmiş olacaktır. Birbirini destekleyen değer odaklı yönetim ve ekonomik katma değer felsefesini ayrılmaz bir parça olarak ele almak gerekmektedir.

Şirketlerin temel amaçları varlıklarını sürdürmek ve piyasa değerlerini maksimize etmektir. Günümüzde ezici bir rekabetin olduğu ortamlarda faaliyet gösteren şirketler, bu amaçlarını elde etmek için sürekli olarak büyümek zorundadır. Şirketler büyüme hedeflerine ya kendi yarattığı kaynakları kullanarak içsel yoldan ya da diğer firmalarla işbirliğine giderek dışsal yoldan ulaşabilirler. Dışsal büyüme maliyetinin daha düşük olması nedeniyle tercih edilmekte ve en çok görülen tipi ise şirket bileşmeleri olmaktadır.

Şirketler birleşme ve satın alma yolunu seçerek net bugünkü değerlerini maksimum yapma arzusu içine girmektedirler. Bunu yaparken de piyasada

hissedarları gözünde iyi bir yere ulaşma çabasında olurlar. Bunun iki etkisine çalışmada yer verilmişti. Birincisi sinerji etkisiyle şirketlerin kaynaklarını daha etkin kullanması ve faaliyet avantajı yakalaması. İkincisi diğer şirkette bulunan şerefiyelerden yarar sağlanmasıdır.. Birleşilen ya da satın alınan şirketin şerefiyesinin değer yaratmadaki rolü büyüktür. Hazır alınan ün, firma değeri, şöhret, müşteri portföyü, müşteri potansiyeli, marka vb. olarak da bunu örnekleyebiliriz.

Tezi iki bölüm olarak ele alıp ulaşılan sonuçlar açıklanacak olunursa şu noktaların dikkat çektiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Birinci bölümde değerlendirme aşamasına kadar ne yapılması gerektiği ile ilgilenildiği söylenebilir. İkinci bölümde ise değerlendirme aşamasında başarıya nasıl ulaşılacağı hakkında bazı bilgilere ulaşılmıştır. Önce birinci bölümle ilgili edinilen sonuçlara daha sonra da ikinci bölümle ilgili edinilen sonuçlara yer verilecektir.

Global ekonomilerin ve sermayenin çok daha hareketli olduğu günümüz dünyasında, ekonomilerdeki gelişmeyle birlikte, firma değerlemesinin önemi artmaktadır.

Bir firmanın değerli olup olmadığı firmayla ilgili kişi ve kurumların o firmayı nasıl gördüğüne göre farklılaşabilecektir. Bahsedilen kişi ve kurumların beklentilerinin karşılanmasına göre firmanın değerli olup olmadığı kabul edilir.

Firma değerinin maksimum olabilmesinin temelinde yatan en önemli faktörün insan sermayesi olduğuna ilişkin büyük göstergeler mevcuttur. Yapılan çalışmada insan sermayesinin önemi oldukça açık bir şekilde vurgulanmıştır. Entelektüel sermaye kavramının bir numaralı alt başlığı olan insan sermayesi olmadan firmaların değer yaratması mümkün değildir. Çünkü insanda bulunan yenilikçi ve üretken beyin gücü başka hiçbir türlü elde edilemeyecek bir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Firmalar artık değer yaratmak için birbirleri ile kıyasıya rekabet içindedirler. Bunu yaparken de hissedarları için ne kadar değer yarattıklarını gözden kaçırmamaktadırlar. İşte bu nedenle değer yaratmaya büyük önem verilmektedir. Ve nasıl değer yaratılacağı hakkında sorunlarla karşılaşılıp bunlara çözüm aranmaktadır. Entelektüel sermaye ile temel alt yapıya sahip olan firmalar insan sermayesinin de

katkısıyla farklılaşırken, ekonomik katma değeri de aynı anda uygulayarak satışların büyüme değerini, faaliyet gelirini, sermaye etkinliğini ve satılan malın maliyeti gibi gelir tablosu kalemlerini daha iyi anlamaları ile değer yaratmakta ve firma değerini en üst düzeye çıkarmaktadırlar.

Bu çalışmada ekonomik katma değer, entelektüel sermayeye ve şirket birleşmelerine önem verilmesinin nedeni değer yaratmakta aldıkları önemli rollerdir. Ayrıca sermaye yapısı da geniş boyutta incelenerek, olması gereken sermaye oranı nasıl seyretmeli ve firma değerine nasıl katkıda bulunmalı bunun üzerinde durulmuştur. İndirgenmiş nakit akımı yöntemi ayrıntısı ile incelenerek yaratılan bu değer ölçülmesi sağlanmıştır. Değerlemede önem arz eden faktörler iyice dikkate alınarak en az hata payı ile gerçek sonuca ulaşılmaya çalışılmıştır. Başarılı olup olunmadığı çıkan sonuç ile gerçek sonuç karşılaştırılarak saptanmıştır.

Son olarak öneri boyutunda bu çalışmayla bilim alanına katılan yenilikler aşağıda sıralanarak önemli noktaların altı çizilmiş ve önerilerde bulunulmuştur.

- Firma değerlemesi uzun dönemli bir aşamadır.
- Anlık; firmamızı değerleyelim, ne konumdayız şeklinde bir felsefe asla olmamalıdır.
- Yapılması gereken işlerin bir plan ve program çerçevesinde adım adım yürütülmesi gerekmektedir.
- Firma olarak amaç ilk önce değer yaratmak olmalıdır.
- Bu felsefeyle çıkılan yolda belirlenen değer öğeleri nasıl ortaya çıkarılır, nasıl geliştirilir ve son olarak nasıl korunur ve planının işlenmesi nasıl sağlanır sorularının cevapları aranmalıdır.
- Bunun için sistemler geliştirilmeli ve yanıtlar aranmalıdır. (Tezin ana amacını oluşturan entelektüel sermayeye sahip olmak, ekonomik katma değer performans sistemini uygulamak, şirket birleşmeleriyle elde edilecek sinerji ve şerefiye elde etmek olabilir.)
- Bu alanlarda sağlanacak başarıyı artık ölçmek ve değerlendirmek gerekecektir. Bunun için de yöntem seçimi ve uygulaması aşamasına geçmek gerekmektedir.

- Yöntem seçimi, çalışmada da sözü edildiği gibi İNA yöntemi olabilir.
- Seçilen yöntemden sonra yöntem için gerekli olan araçların titizlikle belirlenmesine geçilmelidir.
- Geçmiş performans analizi çok iyi yapılmalıdır.
- Hata oranının en az düzeyde tutulması için gerekli olan deneyim ve tahmin kabiliyetinin en iyi şekilde kullanılması gerekmektedir.
- Bulunan sonuç uzun vadeli bir çalışmada firmanın ne kadar başarılı olduğunu hem firmanın imajı açısından hem de firmanın o an ki piyasa değerini yakalayıp yakalayamadığını belirlemek açısından yol gösterici olacaktır.

Buraya kadar olan açıklamalardan sonra şu şekilde birinci bölüm için elde edilen sonuçlara yer verilebilir. Önemli olan bir yöntemi uygulamak değildir. Önemli olan o yöntem için en uygun koşulları sağlayıp bulunan mükemmel sonuçla başarılı olmaktır. Firmalar değerinin ne olduğundan önce değerini o düzeye nasıl taşıyacağını saptamalı ve son olarak “o düzeyde olup olunmadığını” yanıtlanmasına yönelmelidir.

İkinci bölümde ise şu sonuçlara ulaşılmıştır. Değerleme aslında bilimsel kurallara dayanmakla birlikte, yalnızca formüllerle yapılabileceğini söylemek oldukça güçtür. Doğru ve uygun bir değerlendirme, bilgi birikimi, firma ve pazar bilgisi ve erken harekete geçmeyi gerektirmektedir.

Yapılan bu tezde incelenen kaynaklar ve elde edilen izlenimler sayesinde değerlemeyi yapacak kişi ile ilgili şu şekilde bir sonuç çıkarılabilir.

<b>Seçenek</b>	<b>Sıralama</b>
Sektör bilgisi	1
Firma hakkında bilgi	2
Kişinin tecrübesi	3
Tarafsız öneri ve tahminler	4
Muhasebe bilgisi	5
Çaba	6



Burada gerçekten önem sırasına göre sıralanan maddeler değerlemenin ne demek olduğunu açıkça ortaya koyuyor. Kişi kendini içinde bulunduğu sektör ve firmaya ne kadar adarsa ulaşacağı sonuç bu deneyim ve daha önceden varolan bilgi alt yapısı ile başarılı sonuca ulaşacaktır. Basiretli işadamı gelecek hakkında tahminde bulunarak doğru sonuca ulaşmak için bütün verileri kullanır ve gerçeğe en yakın sonuca ulaşır. Tez içinde yapılan uygulama ile gerçeğe %88'lik bir yakınlıkla tahminde bulunulmuştur. Bu oranın daha da artması için gerekli olan faktörlerin, iyi bir sektör analizi, firma bilgisi, birçok veriye dayanan diğer tahminler ve iyi bir analiz olduğu açıktır.

## KAYNAKLAR

ACAR, Durmuş; DALĞAR, Hüseyin; “Entelektüel Sermayenin Ölçülmesinde Muhasebe Bilgi Sisteminin Katkısı”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Yıl:4, Sayı:15, Ocak 2005, s.23-40

ADA, Erhan; DEMİRHAN, Dilek; GÖKALP Füsün; “Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Stratejik Önemi ve İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerine Etkisi”, **Marmara Üniversitesi Muhasebe-Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi**, Cilt 6, Yıl 15, Sayı 15, Nisan 2006, s.29-38

AKBULUT, Saltuk Buğra; “An Overview of Company Valuation Techniques With Implementation to Major Turkish Companies”, (Unpublished Master Thesis), Boğaziçi University, Science Institute, Industrial Engineering Program, İstanbul 2006, s.41-42

AKDEMİR, Ali; “Entelektüel Sermaye Konseptinin İşletmecilik Anlayışındaki Dönüşümleri”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Yıl 1998, Sayı 3(Güz), s.63-72

AKDOĞAN, Nalan; **Finansal Tablolar Ve Mali Analiz Teknikleri**, 6.Baskı, Ankara 1998

AKGÜÇ, Öztin; **Mali Tablolar Analizi**, Arayış Basım ve Yayıncılık, 10. Baskı, İstanbul 2002

ALPMAN, Gökhan; “Değerleme Teorisi, Şirket Değerleme ve Bir Değerleme Uygulaması”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2003

ANAND, Manoj; GARG, Ajay; ARORA Asha; “Economic Value Added: Business Performance Measure of Shareholder Value”, **Journal of the Management Accountant**, May 1999, p.351-356

ARSLAN, Kahraman; “Hisse Senedi Değerlendirme Modelleri ve Mali Tabloların Önemi” **İstanbul SMMM Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 59, Nisan-Mayıs-Haziran 2002, s.1-7

AYDINTAN, Belgin; “Dışa Açılma Yolunda Stratejik Ortaklıklar ve Türk Şirketleri Açısından Önemi”, **Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi**, 2/2003, s.135-152

BAYAZITLI, Ercan; “Entelektüel Sermaye Gelecek Binyılın Katma-Değer Başarısında Anahtar”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Yıl 1, Ekim 2000, s.119-126

BHATTACHARYYA, Asish K.; PHANÍ, B. V.; "Economic Value Added-A General Perspective", **Working Paper Series**, <http://ssrn.com/abstract=545444>, 23.02.2007

BİDDLE, Gary C.; BOWEN, Robert M.; WALLACE, James S.; “Evidence on EVA”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 12, No. 2, Summer 1999, s.1-27

BLACK, Stanley B.; HIRT, Geoffrey A.; **Foundations of Financial Management**, Fifth Edition, Richard D. IRWIN, Inc, 1989

BOLGÜN, K. Evren; AKÇAY, M. Barış; **Risk Yönetimi: Gelişmekte Olan Türk Finans Piyasasında Entegre Risk Ölçüm ve Yönetim Uygulamaları**, Scala Yayıncılık, 2. Basım, İstanbul, 2005

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill Publishing Company, 1988

BÜYÜKBİNGÖL, Burcu; “Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2003

CANBAŞ, Serpil; DOĞUKANLI, Hatice; DÜZAKIN Hatice, “Tobin Q Oranı Ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Yıl 2004, Cilt 13, Sayı 2, s.57-74

CEYLAN, Ali; **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000

CHAHARBAGHÍ, Kazem; CRİPPS, Sandy; “Intellectual Capital: Direction, Not Blind Faith”, **Journal of Intellectual Capital**, Year: 2006 Volume: 7 Issue: 1 Page: 29 – 42

CHAMBERS, Nurgül; **Firma Değerlemesi**, 1. Basım, İstanbul, Avcıol Basım Yayın, 2005

CİVAN, Mehmet; EKŞİ, İbrahim Halil; “KOBİ’lerde Yeniden Yapılanma ve Bu Bağlamda Şirket Birleşmeleri İle İlgili Bir Uygulama”, **1. Orta Anadolu Kongresi**, Ekim 2001, Nevşehir, s.395-403

COPELAND, Tom E.; KOLLER, Tim; MURRİN, Jack; **Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies**, McKinsey & Company Inc., 1996, s.137

ÇALİYURT, Kıymet Tunca; “Şirket Birleşmeleri ve Havacılık Sektöründeki Uygulamaları”, **Trakya Üniversitesi Dergisi, Sosyal Bilimler C Serisi**, Cilt 1, Sayı 1, Haziran 2000, s.11-17

ÇELİK, Arzum Erken; PERÇİN, Selçuk; “Entelektüel Sermayenin İşletme Bazında Ölçülmesi ve Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi**, Yıl 1, Ekim 2000, s.111-118

ÇELİK, Orhan; “İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom A.Ş.de Uygulanması”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Gelişme ve Toplum Araştırmaları Merkezi, Working Paper Series**, Nisan 2002, s.1-38

ÇIKRIKÇI, Mustafa; DAŞTAN, Abdulkerim; “Entelektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması”, **Bankacılar Dergisi**, S.43, 2002, s.18-32

ÇUBUK, Adem; LAZOL, İbrahim; **Mali Tablolar Analizi**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara-2005, s.208

DAMODARAN, Aswath; **Investment Valuation**, John Wiley & Sons., Inc., 1996

DEMİR, Defne; “Firmaların Borçlanma Yapılarının Aktif Karlılıklarına Etkisi ve İMKB’de İşlem Gören Firmalar Üzerinde Bir Araştırma”, **İstanbul SMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 75, Nisan-Mayıs 2006, s.91-101

DRUCKER, Peter F.; **21. Yüzyıl İçin Yönetim Tartışmaları**, (Çeviren: İrfan Bahçivançil; Gülenay Gabron), Epsilon Yayınları, Haziran 2007

ERCAN, Metin Kamil; BAN, Ünsal; **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi, Ankara, Ocak-2005, s.231

ERCAN, Metin Kamil; ÖZTÜRK, M. Başaran; **Firma Değerlemesi , Banka Uygulaması**, 1. Basım, Literatür Yayıncılık, 2006

ERCAN, Metin Kamil; ÖZTÜRK, M. Şarana ve DEMİRGÜNEŞ, Kartal; **Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003

ERDOĞAN, Muammer; **İşletme Finansı**, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu, Yayın no:2, Diyarbakır 1990

ERDOĞAN, Necmettin; **Mali Tablolar Ve Analizi**, Atıla Yayıncılık Kitabevi, Ankara 1997

ERGÜN, Devrim; YILMAZ, Haşim; **Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Staja Başlama**, 6. Basım, İstanbul, Derin Yayınları, 2005

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R.; “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence”, **CRSP Working Paper No. 550**; Tuck Business School Working Paper No. 03-26, August 2003

FOLTZ, John C.; ARACI, Hakan; KARGIN, Mahmut; “Mergers, Acquisitions, Joint Ventures, and Consolidations in Agribusiness: An Example of Acquisitions”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F, Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1-2, Yıl 2002, s.135-156

FRENCH, Nick; GABRIELLİ, Laura; “The uncertainty of valuation”, **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Dec 2004, Volume: 22, Issue: 6, Page: 484-500

FRENCH, Nick; “The valuation of specialised property: A review of valuation methods”, **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Dec 2004 Volume: 22 Issue: 6, s.533-541

FRENCH, Nick; GABRIELLİ, Laura; “Discounted Cash Flow: accounting for uncertainty”, **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Dec 2005, Volume: 23, Issue: 1, Page: 75-89

FRYKMAN, David; TOLLERYD, Jakob; **Corporate Valuation: An easy guide to measuring value**, Prentice Hall, 2003, s.78-79

GARCIA-AYUSO, Manuel; “Factors explaining the inefficient valuation of intangibles”, **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Year: Mar 2003, Volume: 16, Issue: 1, Page:57-69

GUPTA, Shaveta; “Value Based Performance Management - Creating Value For Shareholders”, **The Icfai Journal of Management Research**, Vol. 6, No. 1, pp. 40-62, January 2007

GUTHRIE; James; “**The Management, Measurement and the Reporting of Intellectual Capital**”, **Journal of Intellectual Capital**, 2001, Vol.2, No:1, pp.27-41

GÜRBÜZ, A. Osman; ERGİNCAN, Yakup; **Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, Literatür Yayıncılık, 1. Basım, 2004

HACIRÜSTEMOĞLU, Rüstem; ŞAKRAK, Münir; DEMİR, Volkan; “Etkin Performans Ölçüm Aracı EVA(Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kar Yaklaşımı)”, **İstanbul SMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 59, Nisan-Mayıs-Haziran 2002, s.11-19

HIGGINS, Robert C.; **Analysis for Financial Management**, Second Edition, Richard D. IRWIN, Inc, 1989

HIGSON, C. J.; **Business Finance**, London Butterworths & Company, 1991

HORNGREN, Charles T.; SUNDEM, Gary L.; ELLIOT, John A.; **Introduction To Financial Accounting**, Eight Edition, Prentice-Hall, 2002

HORNGREN, Charles T.; WALTER, T. Harrison; **Financial Accounting**, Fifth Edition, Prentice-Hall, 2004

HUSSİ, Tomi; AHONEN, Guy; “Managing Intangible Assets – A Question Of Integration And Delicate Balance”, **Journal of Intellectual Capital**, Cilt 3, Sayı 3, 2002, s. 277 - 286

IFAC, “Understanding corporate value: managing and reporting intellectual capital”, **The Chartered Institute of Management Accountants**, September 2006

IFAC, “The Measurement and Management of Intellectual Capital:An Introduction”, **International Management Accounting Study, Financial and Management Accounting Committee**, IFAC, September 1998, par.46

IRALA, L. Reddy; REDDY, Raghunatha; “Performans Evaluation, Economic Value Added and Managerial Behaviour”, **Journal of PES Business Review**, Vol. 01, No.01, January 2006, pp.1-7

İŞEVİ, A. Semih; ÇELME, Burçin; “Bilgi Çağında Yeni Hazine: Entelektüel Sermayeyle Çağı Yakalamak”, **Bilgi Dünyası Dergisi**, Yıl 6, Sayı 2, 2005, s.251-267

İVGEN, Hünkar; **Şirket Değerleme**, Finnet Yayınları, 2003, s.20

JENNERGREN, Peter; “Continuing Value In **Firm Valuation** By The Discounted Cash Flow Model”, **European Journal of Operational Research**, October 2006, pp.1-16

JONES, Kumen H., WERNER, Michael L.; TERRELL, Katherine P. TERRELL, Robert L.; **Introduction To Financial Accounting: A User Perspective**, Second Edition, Prentice-Hall, 2000

KARAVARDAR, Alper; “Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama”, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı İşletme Bilim Dalı**, İstanbul 2003

KARDAŞ, Erdal; “Şirket Birleşme ve Satın Almaları”, **Hukuki Platform Dergisi**, Yıl 1, Sayı 1, Ocak 2007, s.1-12

KEPÇE, Nazlı; “Finansman Harcamalarının Muhasebeleştirilmesi Ve Mali Tablolarda Raporlanması”, **İSMMMO Mali Çözüm Dergisi**, Ekim-Kasım-Aralık 2001, Sayı 57, s.1-13

KESKİN, Halit; “Entelektüel Sermaye Nedir?”, **Gebze İleri Teknoloji Enstitüsü e-bülten**, Yıl 1, Sayı 14, Kasım 2005

KEŞİŞOĞLU, Nerses; GÜMÜŞLÜ, Gökhan; “Finansal Hizmet Sektöründe Şirket Birleşmeleri:Global Bir Bakış Açısı”, **Aktive Finans Dergisi**, Mayıs-Haziran 2002, s.1-13

KIRLI, Mustafa; “Halka Açık Olmayan Şirketlerde Sistemik Risk Ölçüsü Beta Katsayısının Tahmin Edilmesi”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F., Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Yıl 2006, Cilt 13, Sayı 1, s.121-134

KIRLI, Mustafa; “Şirket Değerlemede İndirgeniş Nakit Akımları Yöntemi'nin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değerin Belirlenmesi”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Yıl 2005, Cilt 12, Sayı 2, s.157-169

KOLB, Robert W.; RODRIGUEZ, Ricardo J.; **Principles of Finance**, Second Edition, D.C.Heath and Company, 1992

KOLB, Robert W.; RODRIGUEZ, Ricardo J.; (Çeviren : Ali İhsan Karacan), **Finansal Yönetim**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Yayın no:35, 1996

KORKMAZ, Tuba Kale; ÖZDEMİR, Mine Akdeniz; “Ekonomik Katma Değer-EVA nedir?”, **Aktive Dergisi**, Kasım-Aralık 2003, No: 33, s.1-14

KÖSE, Abdurrahman; “Banka Değerlemesi: İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı”, **Aktive Dergisi**, No 29, Mart-Nisan 2003, s.1-16

LAZOL, İbrahim; **Mali Tablolar Analizi**, 1.Baskı, Bursa 1998, s.137

LAZOL, İbrahim; **Mali Analiz Ve Enflasyon Muhasebesi Uygulamaları**, Ekin kitabevi Yayınları, 2000

LORENZ, David; TRÜCK, Stefan; LÜTZKENDORF, Thomas; “Addressing Risk And Uncertainty In Property Valuations: A Viewpoint From Germany”, **Journal of Property Investment & Finance**, Year: 2006 Volume: 24 Issue: 5 Page: 400 – 433

MALHOTRA, Yogesh; “Knowledge Assets in the Global Economy: Assessment of National Intellectual Capital”, **Journal of Global Information Management**, Yıl 8, Sayı 3, Temmuz-Eylül 2000, s.5-15

MANDACI, Pınar Evrim; “Şirket Birleşmelerinin Şirketlerin Finansal Yapı Ve Performanslarına Etkileri”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisat İşletme ve Finans İnceleme-Araştırma**, Ağustos 2005, s.60-67

MARR, Bernard; SCHIUMA, Giovanni; NEELY, Andy; “The Dynamics Of Value Creation: Mapping Your Intellectual Performance Drivers”, **Journal of Intellectual Capital**, Year: Jun 2004 Volume: 5 Issue: 2 Page: 312 - 325

MUCUK, İsmet; **Temel İşletme Bilgileri**, 1.Basım, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001

NICKERSON, Jack A.; SILVERMAN, Brain S.; “Intellectual Capital Management Strategy”, **Journal of Knowledge Management**, Vol. 1, No. 4, June 1998, pp.320-331

NEİL A. Dunse; NORMAN, E. Hutchison; ALAN, Goodacre; “Trade-Related Valuations And The Treatment Of Goodwill”, **Journal of Property Investment & Finance**, Year: Jun 2004 Volume: 22 Issue: 3 Page: 236 – 258

OKKA, Osman; **Finansal Yönetim Örnek Olayları**, Nobel Yayın Dağıtım, Aralık 2005

ONAL, Güngör; **Temel İşletmecilik Bilgisi**, 3.Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2000

OTLU, Fikret; AKSU, İbrahim; Entelektüel Sermaye Yönetimi, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 10, Sayı 1, 2005, s.171-193



ÖNAL, Yıldırım Beyazıt; KARADENİZ, Erdi; KANDIR, Serkan Yılmaz; “Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB’ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 14, Sayı 2, 2005, s.369-390

ÖZALTIN, Oğuzhan; “Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Isparta 2006

ÖZPEYNİRCİ, Rabia; “Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi:Konya Aykent Kunduracılar Sanayinde Bir Uygulama”, **Konya Ticaret Odası e-Dergi**, Kasım 2006

ÖZTÜRK, M. Başaran; BAN, Ünsal; “Entelektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerine Etkisi”, **Asomedy Dergisi**, Nisan 2003, 54-65

PARLAKKAYA, Raif; “Maliyet ve Performans Ölçüm Aracı Olarak Tümlşik Faaliyet Tabanlı Maliyetleme ve Ekonomik Katma Değer Sistemi”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Sayı 2, 2003, s.73-87

PRICEWATERHOUSECOOPERS; “**Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları**”, İnfomag Yayıncılık, Mart 2006

RAMANA, D. Venkata; “Market Value Added and Economic Value Added: Some Empirical Evidences”, [8th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper](#), 2005, pp.1-15

RAMEZANİ, Cyrus A.; SOENEN, Luc A. and JUNG, Alan Robert; "Growth, Corporate Profitability, and Shareholder Value Creation", **Working Paper Series**, March, 2001, pp.1-28

ROSS, Stephen A.; WESTERFIENLD, Rondolph W.; JORDAN, Bradford D.; **Fundamentals of Corporate Finance**, Richard D. IRWIN, Inc, 1991, s.453

SCHALL, Lawrence D.; HALEY, Charles W.; **Introduction to Financial Management**, Sixth Edition, McGraw-Hill, Inc, 1991, s.192

SERİN, Gül Reyhan; “Nakit Akışı Bazında Firma Değerlemesi”, **Aktive Dergisi**, Eylül-Ekim 2004, s.1-13

ŞİMŞEK, Şerif; **İşletme Bilgilerine Giriş**, 7.Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2000

TETİK, Nevzat; AKSU, İbrahim; “Şirket Birleşmelerinin Sonuçları:Başarı ve Başarısızlık Göstergeleri,Değerlendirilmesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Ekim 2006, s.109-122

TEVFİK, Arman T.; **Risk Analizine Giriş**, 1. Basım, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1997

TÜRKER, İpek; “Ekonomik Katma Değer ( EVA )’in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Yıl 5, Mayıs 2005, s.125-150

**Türkiye Muhasebe Standardı – 8- Maddi, Maddi Olmayan Duran Varlıklar ile Özel Tükenmeye Tabi Varlıklar**

TÜRKO, Metin; **Finansal Yönetim**, Erzurum Üniversitesi Yayınları, No:765, Erzurum 1994

TREİSCHMANN, James S.; HOYT, Robert E; SOMMER, David W.; **Risk Management and Insurance**, Thomson South-Western Published, 2005, United States of America

USTA, Öcal; **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Anadolu Matbaacılık, İzmir 2002

USTA, Öcal; **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara 2005

UZAY, Şaban; SAVAŞ, Orhan; “Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi: Mobilya Sektöründe Karşılaştırılmalı Bir Uygulama Örneği”, **Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Sayı 20, Ocak-Haziran 2003, s.163-181

ÜRETEN, Akyan; ERCAN, Metin Kamil; **Firma Değerinin Tespiti Ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000

VAN HORNE, James C.; **Financial Management and Policy**, Tenth Edition, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, New Jersey 1995, s.262

VELEZ-PAREJA, Ignasio; “Value Creation and its Measurement: A Critical Look at EVA”, **Universidad Tecnologica de Bolivar School of Business, Case and Teaching Paper Series**, May, 1999

VERGİNİS, Constantinos S.; TAYLOR, J. Stephen; “Stakeholders' perceptions of the DCF method in hotel valuations”, **Journal of Property Management**, Year: Dec 2004 Volume: 22 Issue: 5 Page: 358 - 376

VETTİGER, Thomas; VOLKART, Rudolf; “Ekonomik Katma Değer,Economic Value Added (EVA)”, (Çeviren: Argun DOĞAN), **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Yıl 4, Ocak 2004, s.117-122

WEAVER, Steve; “Ekonomik Value Added and Its Alternatives”, [Student Accountant Magazine](#), June-July 2006, pp.56-60

WEETMAN, Pauline; **Financial And Management Accounting**, Third Edition, Prentic-Hall, 2003

WEİSSENRIEDER, Fredrik; “Value Based Management: Ekonomik Value Added or Cash Flow Added?”, **Gothenburg Studies in Financial Economics Working Paper**, Study no.1997:3, pp.7-8

YAZICI, Kuddusi; “Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri”, Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi Başkanlığı, Ağustos 1997, s.12

YERELİ, Ayşe N.; GERŞİL, Gülşen; “Entelektüel Sermayeyi Ölçme ve Raporlama Yöntemleri”, **Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 12, Sayı 2, 2005, s.17-29

YILDIRIM, Oya; TEK, Nergis; **Finansal Muhasebe**, Birleşik Matbaacılık, İzmir-2004

YILDIZ, Birol; TENKEKİOĞLU Berrin, “Entelektüel Sermayenin İşletmelerin Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi ve İMKB 100 İşletmelerinde Görgül Bir Çalışma”, **Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Kasım 2004, 579-590

YILGÖR, Ayşe Gül; “İşletme Değerlemesi ve Ereğli Demir Çelik İşletmeleri T.A.Ş. Üzerine Bir Uygulama”, (Yayınlanmış Doktora Tezi), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı , Ankara 1998, s.7

YILGÖR, Ayşe Gül; “İşletmelerde Borçlanma Düzeyindeki Değişimin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 20, Sayı 1, Yıl 2005, s.15-28

YILMAZ, Ferimah Yusufi; “ Firma Değerleme ”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Programı, İstanbul 2002

YÜCEL, Emel; “Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Mersin 2006

YÜKÇÜ, Süleyman; DURUKAN, Banu; ÖZKOL, ERDAL; YÜCEL, Tülay; BAKLAVACI, Hasan; EVRİM, Pınar; KUTAY, Nilgün; ÖZKAN, Serdar; SUSMUŞ, Türker; TÜKENMEZ, Mine; **Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir 1999

YÜKÇÜ, Süleyman; **Yönetim Açısından Maliyet Muhasebesi**, 5. Baskı, Birleşik Matbaacılık, İzmir, 2005

ZAFİF, Figen; “Firma Değeri Açısından Kar ve Nakit Kavramı: İMKB’de Deneysel Bir İnceleme”, **Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi**, Eylül 2005, s.39-48

## İNTERNET KAYNAKLARI

BUSİAD Gıda Raporu, **Türk Gıda Sektörünün Sorunları ve Çözüm Önerileri**, <http://www.busiad.org.tr>, Erişim Tarihi : 30.03.2007

ÇELİK, Faik; Preston Universty Finansal Yönetim Ders Notları, **Giriş ve Temel kavramlar**, <http://www.cantemizel.com>, Erişim Tarihi : 13.01.2007

DEMİRKOL, İsmet; **“Firma Değeri ve Genel Çerçevesi”**, <http://www.finanskulup.org.tr>, Erişim Tarihi : 15.02.2007

DEMİRKOL, İsmet; **“Entellektüel Sermaye”**, [http://www.ekodialog.com/makaleler/entellektuel\\_sermaye.html](http://www.ekodialog.com/makaleler/entellektuel_sermaye.html), Erişim Tarihi : 18.01.2007

**Finansal Analiz**, Araştırma Seri no:116, [www.maximumbilgi.com](http://www.maximumbilgi.com), Erişim Tarihi : 31.03.2007

KARADENİZ, Erdiñ; **“Şirket Değerlemesinde EVA (Economic Value Added): Reklam Kokan Bir Balon mu? Yoksa Bilimsel Bir Yöntem mi?”**, Ağustos 2006, <http://iktisat.wordpress.com/2006/08/14/sirket-degerlemesinde-eva-economic-value-added-reklam-kokan-bir-balon-mu-yoksa-bilimsel-bir-yontem-mi/>, Erişim Tarihi : 26.02.2007

LUTHY, David H.; **“Intellectual Capital and Its Measurement”**, <http://www3.bus.osaka-cu.ac.jp/apira98/archives/pdfs/25.pdf>, Erişim Tarihi : 09.02.2007

ÖZÇER, Necip; **“Entelektüel Sermaye”**, [http://www.ugurzel.com/makale/makaleler/entelektuel\\_sermaye.htm](http://www.ugurzel.com/makale/makaleler/entelektuel_sermaye.htm), Erişim Tarihi : 03.02.2007

Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, **“Finansal Yönetim notları”**, [http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim\\_notlari/finansal\\_yonetim\\_ileri.pdf](http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/finansal_yonetim_ileri.pdf), Erişim Tarihi : 05.03.2007

Stern Stewart Corporation, **“What Is EVA?”**, <http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php>, Erişim Tarihi : 19.02.2007

<http://www.malihaber.com/modules.php?name=Encyclopedia&op=content&tid=705>,  
Erişim Tarihi : 26.02.2007

<http://www.ekonomi.name/kavramlar/defter-degeri.html>, Erişim Tarihi : 15.02.2007

<http://www.2gc.co.uk/pdf/2GC-bscEVAp.pdf>, Erişim Tarihi : 23.02.2007

[http://plan9.dpt.gov.tr/oik24\\_gidasanayii/gidasan.pdf](http://plan9.dpt.gov.tr/oik24_gidasanayii/gidasan.pdf), Erişim Tarihi : 27.03.2007

<http://www.xyz.com>, Erişim Tarihi : 24.03.2007

<http://www.alanyatirim.com.tr>, Erişim Tarihi : 27.03.2007

<http://www.hsbc.com.tr>, Erişim Tarihi : 27.03.2007

<http://www.imkb.gov.tr>, Erişim Tarihi : 15.03.2007

<http://www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html>,  
Erişim Tarihi: 24.05.2007

[http://media.wiley.com/product\\_data/excerpt/69/04712750/0471275069.pdf](http://media.wiley.com/product_data/excerpt/69/04712750/0471275069.pdf),  
Erişim Tarihi: 15.02.2007