

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME MUHASEBE- FİNANSMAN ANABİLİM DALI
2017-YL-078

ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE
BORSA İSTANBUL'DA İLETİŞİM ENDEKSİNDE
BİR UYGULAMA

HAZIRLAYAN
Mustafa ŞAHİN

TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Mehmet Erdemir GÜNDOĞMUŞ

AYDIN-2017

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İşletme Anabilim Dalı **Muhasebe-Finansman** Bilim Dalı **Yüksek Lisans** Programı öğrencisi **Mustafa ŞAHİN** tarafından hazırlanan **Şirket Değerleme Yaklaşımları ve Borsa İstanbul'da İletişim Endeksinde Bir Uygulama** başlıklı tez,28.07.2017 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

Ünvanı, Adı Soyadı	Kurumu	İmzası
Başkan :Prof.Dr. Mehmet Erdemir GÜNDOĞMUŞ	ADÜ İ	
Üye :Doç Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN	PAÜ	
Üye :Doç.Dr.Çağrı KÖROĞLU	ADÜ	

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen **Yüksek Lisans** tezi, Enstitü Yönetim KurulununSayılı kararıyla tarihinde onaylanmıştır.

Doç. Dr. Ahmet Can BAKKALCI

Enstitü Müdürü V.

T.C
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

.../.../2017

Mustafa ŞAHİN

ÖZET

ŞİRKET DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE BORSA İSTANBUL'DA İLETİŞİM ENDEKSİNDE BİR UYGULAMA

Mustafa ŞAHİN

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mehmet Erdemir GÜNDOĞMUŞ

2017, 143 Sayfa

Ekonominin yapı taşı olan şirketler iki temel amaçla kurulurlar; kar elde etmek ve piyasadaki varlıklarını sürdürmek. Ancak son yıllarda şirketler için piyasadaki varlıklarını devam ettiren, maksimum kar elde etmek kadar, değerlerini koruma ve artırma hedefleri de önem kazanmıştır. Piyasada faaliyetlerini sürdürmekte olan bir şirketin mevcut değerinin bilinmesi ve doğru tespit edilmesi son yıllarda oldukça önemli hale gelmiştir.

Şirket değerlendirme yaklaşımlarına baktığımız zaman değerlendirme faaliyetleri tahmin ve hesaplamalardan oluşur. Şirket değerlendirme yaklaşımları değişmeye de değerlemeyi yapan uzmanlar değiştiği için değerlendirme uzmanlarının bilgi, tecrübe ve yeteneklerine göre değerlendirme sonuçları subjektif niteliklidir. Önemli olan değerlendirme faaliyetlerinde uzmanların şirket içi ve şirket dışı faaliyetlerde ilkeler ve yöntemlere bağlı kalarak en başarılı sonuca ulaşmasıdır.

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da iletişim endeksinde işlem gören şirketler üzerinde uygulama çalışması yapılarak şirketlerin değerleri hesaplanmıştır. Uygulama çalışması ile Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımları ve Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımları arasında karşılaştırmalar yapılarak farklılıklar ortaya konmuştur.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: Değerleme, Değerleme Yaklaşımları, Telekomünikasyon

ABSTRACT

BUSINESS VALUATION APPROACHES AND A PRACTICE WITH TELECOMMUNICATION INDEX OF BIST

Mustafa ŞAHİN

Master Thesis, Department of Business Administration
Supervisor: Prof. Dr. Mehmet Erdemir GÜNDOĞMUŞ

Businesses which are keystones of the economy are set up for two main objectives; gain profit and maintain position in the market. However, it is becoming more important to keep and increase their assets while they are optimizing their profit for businesses in recent years. These developments increased importance of valuation of businesses in the market.

When we review valuation approaches, it is clearly seen that valuation activities consist of forecasts and calculations. Although valuation approaches don't change too much, valuation results are variable according to valuation experts' skills, experience and knowledge. In this respect, it can be said valuation results are subjective. The most important thing in valuation is performing valuation accordance with general principles and methods of valuation to achieve successful results.

In this study, a case study is performed with companies in telecommunication sector in BIST and performed valuation for these companies. Comparisons and analysis are made and differences are presented between all valuation approaches which are Valuation Approach Based on Asset, Valuation Approach Based on Income and Valuation Approach Based on Market.

KEYWORDS: Valuation, Valuation Approaches, Telecommunication

ÖNSÖZ

Bu tezimin hazırlanmasında bana yardımcı olan ve bana her türlü desteği sağlayan danışmanım Prof. Dr. Mehmet Erdemir GÜNDOğMUŞ hocama teőekkür ederim. Ayrıca çalışmama katkı sağlayan Doç. Dr. ağrı KÖROğLU, Doç. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN hocalarıma ve arkadaşlarıma ayrı ayrı teőekkürlerimi sunarım.

Mustafa ŞAHİN

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.	v
ÖZET	vii
ABSTRACT	ix
ÖNSÖZ	xi
KISALTMALAR DİZİNİ	xix
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xxi
TABLolar DİZİNİ	xxiii
GİRİŞ	1
1. DEĞERLEME VE ŞİRKET DEĞERLEMESİ.....	3
1.1. Değer ve Değerleme Kavramları.....	3
1.2. Değerleme Kavramları	6
1.2.1. Nominal Değer:	6
1.2.2. Defter Değeri:.....	6
1.2.3. Piyasa Değeri:	7
1.2.4. Tasfiye Değeri:.....	8
1.2.5. İhraç Değeri:.....	8
1.2.6. Gerçek Değer:	9
1.2.7. Hurda Değeri:	9
1.2.8. Aktif Değeri:	9
1.2.9. İşleyen Teşebbüs Değeri:	10
1.2.10. Şerefiye Değeri:	10
1.3. Değerlemenin Rolü ve Önemi.....	10
1.4. Değerlemeye İlişkin Yapılabilecek Genellemeler.....	12
1.5. Şirket Değerlemesinin Nedenleri	13

1.6. Değerlemeyi Etkileyen Faktörler	15
1.7. Değer ve Fiyat İlişkisi	16
1.8. Değer Yönetimi ve Önemi.....	17
1.9. Değer Oluşumunu Etkileyen Unsurlar	20
1.10. Değer Yönetimi	21
2. ŞİRKET DEĞERLEMEDE KULLANILAN FİNANSAL TABLOLAR.....	23
2.1. Temel Finansal Tablolar.....	23
2.2.1. Bilanço (Finansal Durum Tablosu)	24
2.2.1.1. Varlıkların değerinin ölçülmesi	27
2.2.2. Gelir Tablosu	31
2.2.2.1. Gelir ve giderlerin ölçülmesi	33
2.2.3. Öz kaynak Değişim Tablosu	33
2.2.4. Nakit Akış Tablosu.....	34
2.3. Finansal Tablolar Analizi	35
2.3.1. Likidite Oranları	36
2.3.2. Mali Yapı Oranları	37
2.3.3. Faaliyet Oranları.....	40
2.3.4. Karlılık Oranları	42
3. ŞİRKETİN DEĞERİNİ ETKİLEYEN TEMEL DEĞİŞKENLER	44
3.1. Paranın Zaman Değeri.....	44
3.2. İskonto Oranı ve Öz Sermaye Maliyetinin Hesaplanması.....	45
3.2.1. Borç Maliyetinin Hesaplanması	46
3.2.2. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Maliyeti	47
3.2.3. Adi Hisse Senetlerinin Maliyeti	48
3.2.3.1. Öz kaynak maliyetinin finansal varlık fiyatlama modeli ile belirlenmesi	50
3.2.3.2. Öz kaynak maliyetinin indirgenmiş kar payları yöntemi ile hesaplanması	55
.....	55

3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması	59
3.4. Büyüme Oranlarının Hesaplanması	60
3.4.1. Tarihi Veriler Yardımıyla Büyüme Oranlarının Tahmin Edilmesi	60
3.4.2. Temel Veriler Yardımıyla Büyüme Oranının Tahmin Edilmesi	61
3.5. Enflasyon Ortamında Nakit Akışları ve İskonto Oranı	61
4. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI	63
4.1. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları	65
4.1.1. Defter Değeri Yöntemi:.....	66
4.1.2. Net Aktif Değeri.....	68
4.1.3. Tasfiye Değeri	71
4.2. Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları	72
4.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme	72
4.2.1.1. İndirgenmiş kar payları yöntemi	76
4.2.1.2. Öz kaynaklara olan serbest nakit akışları yöntemi	81
4.2.1.3. Firmaya olan serbest nakit akışları yöntemi	83
4.3. Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımları	85
4.3.2. Kazanç Çarpanları	87
4.3.2.1. Fiyat / Kazanç oranı	88
4.3.1.2. P/E oranları ve beklenen büyüme.....	90
4.3.2. Defter Değeri Çarpanları	91
4.3.2.1. Piyasa değeri / Defter değeri	92
4.3.2.2. Yeniden yerine koyma oranı (Tobin's Q)	93
4.3.2.3. Fiyat / Satışlar oranı	94
4.3.2.4. Şirket değeri/ Satışlar okranı	95
4.3.3. Sektöre Özgü Çarpanlar	95
4.3.3.1. Birim ürün başına değer oranı	96

4.3.3.2. Abone başına değer oranı	96
4.3.3.3. Müşteri başına değer oranı	96
4.3.3.4. Site ziyaretçi başına değer oranı	97
4.4. Alternatif Değerleme Yaklaşımları	97
4.4.1. Ekonomik Katma Değer (EVA)	97
4.4.2. Yatırımın Nakit Akış Karlılığı (CFROI)	99
4.4.3. Opsiyon Değerleme Yaklaşımı	102
4.4.3.1. İflas riski olan şirketlerin öz kaynak değerlemesi	103
4.4.3.2. Doğal kaynakların değerlemesi	104
4.4.4. Ürün Patentlerinin Değerlemesi	106
5. UYGULAMA	107
5.1. Sektöre Özgü Bilgiler	107
5.2. Türkcell A.Ş.	108
5.2.1. Türkcell A.Ş. Rasyo Analizleri	112
5.2.1.1. Türkcell A . Ş. Rasyolarının Yorumlanması	113
5.2.2. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı	114
5.2.2.1. Defter değeri yöntemi	114
5.2.3. Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı	115
5.2.4. Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı	117
5.2.4.1. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerlendirme	117
5.3. Türk Telekom A.Ş.	122
5.3.1. Türk Telekom A.Ş. Rasyo Analizleri	127
5.3.1.1. Türk Telekom A.Ş'.nin rasyo analizlerinin yorumlanması	127
5.3.2. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı	129
5.3.2.1. Defter değeri yöntemine göre değerlendirme	129
5.3.3. Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı	129

5.3.4. Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı	132
5.3.4.1. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerleme	132
TARTIşMA VE SONUÇ	137
KAYNAKLAR	139
ZGEÇMİş	143

KISALTMALAR DİZİNİ

AOSM : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

BİST : Borsa İstanbul

CAPM : Capital Asset Pricing Model – Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli

CFROI : Cash Flow Return on Investment – Yatırımların Nakit Akım Karlılığı

EBIT : Earngs Before Interest tax – Faiz ve Vergiden Önceki Kar

EVA : Ekonomik Katma Değer

GSMH : Gayri Safi Milli Hâsıla

GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla

İNA : İndirgenmiş Nakit Akımı

KDV : Katma Değer Vergisi

KV : Kurumlar Vergisi

TFRS : Türkiye Finansal Raporlama Standartları

UFRS : Uluslar Arası Finansal Raporlama Standartları

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Değer oluşum şeması	5
Şekil 1.2. Değer artırımının hedeflenmesi.....	19
Şekil 1.3. Değer oluşumunu etkileyen unsurlar	21
Şekil 4.1. Defter değeri ile net aktif değer arasındaki ilişki	69
Şekil 4.2. Hissedar değeri şeması.....	84
Şekil:4.3. Opsiyon fiyatlandırma modelinin girdileri ve sonuçları	101

TABLolar DİZİNİ

Tablo 2.1. Örnek öz kaynak değişim tablosu	26
Tablo 2.2. Kapsamlı gelir tablosu örneği	32
Tablo 2.3. Nakit akış tablosu örneği	34
Tablo 4.1. Opsiyon fiyatlandırma modelinin doğal kaynaklara uygulaması.....	105
Tablo 5.1. Türkcell A.Ş. şirket künyesi.....	108
Tablo 5.2. Türkcell A. Ş rasyo analiz sonuçları	109
Tablo 5.3. Türkcell A.Ş. piyasa çarpanları verileri	111
Tablo 5.4. Türkcell A.Ş piyasa çarpanlarına göre sonuç değerler.....	112
Tablo 5.5. Türkcell A.Ş. sermaye maliyeti hesaplanması	114
Tablo 5.6. TÜRKCELL A.Ş. özet değerlendirme sonuçları.....	115
Tablo 5.7. Türk Telekom A.Ş. şirket künyesi	117
Tablo 5.8. Türk Telekom rasyo analizleri	119
Tablo 5.9. Türk Telekom.....	120
Tablo 5.10. Türk Telekom piyasa çarpanları verileri	121
Tablo 5.11. Türk Telekom A.Ş. piyasa çarpanlarına göre değeri.....	122
Tablo 5.12. Türk Telekom A.Ş sermaye maliyeti hesaplaması.....	122
Tablo 5.13. Türk Telekom A.Ş. özet değerlendirme tablosu.....	124
Tablo 5.14. Türk Telekom A.Ş. 2014-2016 Yıllık Gelir Tabloları	125
Tablo 5.15. Türk Telekom A.Ş. rasyo analizleri	127
Tablo 5.16. Türk Telekom defter değerinin hesaplanması.....	129
Tablo 5.17. Türk Telekom piyasa çarpanları verileri	129
Tablo 5.18. Türk Telekom A.Ş. piyasa çarpanlarına göre değeri.....	131
Tablo 5.19. Türk Telekom A.Ş. sermaye maliyeti hesaplaması.....	133
Tablo 5.20. Sermayeye göre indirgenmiş nakit akımları (TTKOM).....	134
Tablo 5.21. Türk Telekom A.Ş. özet değerlendirme tablosu	135

Tablo 5.22. Türk Telekom A.Ş. özet değerlendirme tablosu	136
--	-----

GİRİŞ

Günümüzde şirketler oluşturdukları katma değerle en önemli ekonomik birimlerdir. Şirketlerin değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi hem yatırımcılar için hem de yöneticiler için önemli bir etkidir. Şirket değerlemesi, işletmenin faaliyetlerini sürdürdüğü makul piyasa değerinin tespit edilmesidir. Makul piyasa değeri, herhangi bir varlığın tam rekabet piyasasında talep ve arz eğrilerinin kesiştiği yani tam bilgiye sahip istekli alıcı ve satıcıların herhangi bir zorlanma olmadan söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım satım değeridir. Ancak finansal piyasaların tam etkin olmaması varlıkların değerinin üstünde veya altında bir değerle işlem görmelerine sebep olmaktadır.

Günümüz modern finans anlayışında ihtiyaç duyulan fonların en uygun şekilde elde edilmesi kadar bu fonların karlı yatırım seçeneklerinde değerlendirilmesi de gereklidir. Bu gereklilik, günümüzde değerlendirme faaliyetlerine verilen önemi artırmış, kişi ve kurumlar değerlendirme faaliyetlerine yönelmiştir.

Günümüzde şirket değerlendirme hakkında birçok çalışma yapılmaktadır. Değerleme çalışması yapılırken şirketin değerini etkileyen faktörler olan şirketin faaliyet gösterdiği sektör, mevcut makro-ekonomik durum, şirketin varlık ve sermaye yapısı, şirketin büyüme potansiyeli büyüme hızı, kar dağıtım politikaları, şirketin gelecekle ilgili planları hedefleri, şirketin yatırım stratejileri göz önünde bulundurulur.

Şirket değerlendirme konusunda birçok yaklaşım ve yöntemler geliştirilmiştir. Değerleme çalışması yapılırken standart bir formül veya yöntemin olmaması subjektif sonuçlara yol açmaktadır. Değerleme çalışmalarında, kullanılan yöntem, değerlendirme çalışmasının amacına, şirketin yapısına, değerlendirme uzmanının tecrübe ve bilgisine göre farklı sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada değerlendirme yaklaşımlarını açıklayarak, uygulama ile en yakın makul değeri tespit etmeye çalışacağız.

Çalışmanın birinci bölümünde literatürde kullanılan değer kavramları ve değerlendirme üzerinde durulacaktır. İkinci bölümünde finansal tablolar üzerinde durulacak, üçüncü bölümünde değerlendirme çalışmalarını etkileyen unsurlar üzerinde durulacaktır. Dördüncü bölümde değerlendirme yaklaşımları teorik olarak açıklanmış beşinci bölümde ise değerlendirme yaklaşımları Borsa İstanbul'da işlem gören

telekomünikasyon ve haberleşme sektöründeki şirketlerde uygulama çalışması yapılarak karşılaştırmalar ve değerlendirmeler yapılacaktır.

1. DEĞERLEME VE ŞİRKET DEĞERLEMESİ

1.1. Değer ve Değerleme Kavramları

Değer kavramı ilk olarak Antikçağda ahlak felsefesinde bir alt konusu olarak araştırılmaya başlanmıştır. Yunanca da değer anlamına gelen “axia” sözcüğünden türetilen “axioloji” yani değer ilgisi olarak ortaya çıkan ilk değerlemeler etik ve estetik üzerine olmuştur. Yine Antikçağda Eflatun (Platon), değer kavramı üzerinde durmuş değeri araçsal değer ve gerçek değer olmak üzere ikiye ayırmıştır. Daha sonra Aristo bu kavramı geliştirerek değeri kullanım değeri ve mübadele değeri olarak ikiye ayırmış ve günümüz ekonomi biliminin değer tanımlamasına elverişli bir ortam hazırlamıştır (Yalçın, 2014:13).

Alışverişin takas usulü ile yapıldığı dönemlerde değer eşyanın kendisi ile ifade edilebiliyordu günümüzde ise para ve altın ile ifade edilmektedir. Değer, satın alınacak bir mal ve hizmetin alıcısı ve satıcısı arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik kavramdır. Değer gerçek bir veri niteliğinde olmayıp, belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenmesi muhtemel bir fiyat takdirinden ibarettir. Başka bir tanıma göre değer, herhangi bir mal ve hizmetin sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, mal ve hizmetin elden çıkarıldığında alınabilecek tutar olarak tanımlanmaktadır (Başaran vd, 2003).

Bir varlığın değeri ile fiyatı bazı durumlarda birbirlerine eşit olsa da, değer ve fiyat birbirinden farklı kavramlardır. Değer, bir varlığın özellikleri ve bu özelliklerin sahibine sağlayacağı yararlar sonucunda oluşur. Değer, bir malın fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır. Fiyat ise piyasa koşulları altında oluşan alıcı ve satıcılar arasında oluşan bir miktardır. Piyasaların tam etkin olmaması, uygulanan ekonomi politikaları ve özel nedenler gibi bazı faktörlerden dolayı bir varlığın fiyatı ile değeri arasında farklılıklar olmaktadır (Öztürk, 2009: 16) .

Her finansal varlığın bir gerçek değeri vardır. Gerçek değer finansal varlığın olması gereken değeri, başka bir ifadeyle ederidir. Fiyatlar piyasa koşullarına göre bir dalgalanma içindedir. Piyasada alıcı ve satıcıların değişik seviyelerde yeni denge fiyatları oluşturması, aslında gerçek değer bulduğuna değil, sürekli arandığına işaret etmektedir. Bu sebeple finansal varlıkların gerçek değeri bir anlamda hesaplanan değil, piyasa taraflarınca aranan değerdir. Tam rekabet piyasası koşullarında aranan değer gerçek değere yaklaşmasına karşın, etkin

olmayan piyasa şartlarında piyasa fiyatının aranan gerçek değerden uzaklaştığı görülmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 6).

Değerleme, herhangi bir mal ve hizmetin, para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin parasal olarak ifade edilmesidir. Bir şirketin değerlemesi, şirketin sahip olduğu varlık ve kaynaklarının bugünkü değerlerinin parasal olarak hesaplanmasıdır. Ancak değerlendirme yalnızca mevcut kaynaklarının değerinden ibaret olmayıp, şirketin gelecekte elde edeceği kazançlarının, nakit akımlarının bugünkü değere indirgenerek toplamıdır (Yalçın, 2014: 27).

Değerleme üzerine öne çıkan iki varsayım vardır. İlki piyasanın etkin olmadığı, bu sebeple piyasanın değer hesaplanmasında yanlışlar yaptığı ve bu sapmaların düzeltilileceğidir. Diğer varsayım ise piyasa fiyatının değer en iyi tahmini olduğu ve değerlendirme modelinin amacının bu değer haklılığını ortaya koymak olduğudur (Sipahi vd, 2016: 20-21).

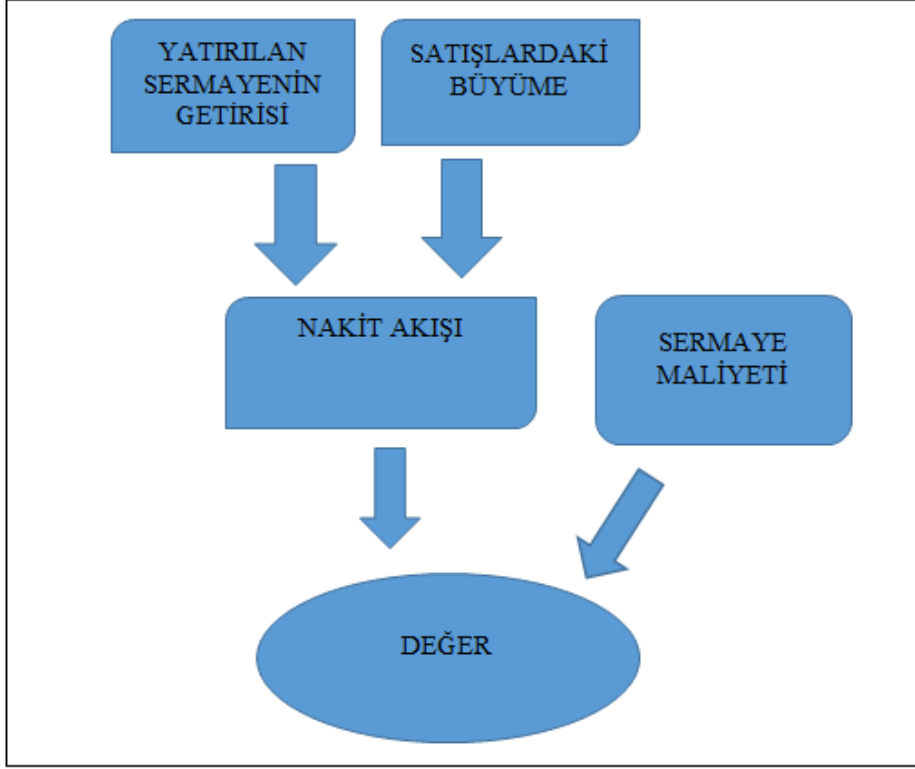
Değerleme, bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden beklenileni sağlama derecesini araştırmak, bir nesnenin kıymetini belirlemek maksadıyla söz konusu nesnenin özellikleri hakkında görüş bildirmektir. Şirket değerlemesinin amacı şirketin makul piyasa değerini saptamaktır (Chambers, 2009: 7).

Robert Anhtony, ilk defa 1960 yılında “The trouble with profit maximization” isimli çalışmasında kar rakamının yeniden sorgulanması gerektiğini savunmuş ve artık günümüz finans kitaplarında işletmenin amacı, “firmanın net şimdiki değerini hissedarlar açısından maksimum yapılması ” olarak tanımlanmıştır. (Üreten ve Ercan, 2000)

Dönem sonu net kar odaklı firmalar genellikle, gerçek anlamda değer üretmedikleri halde, daha fazla vergi ödeyerek, daha fazla kar payı dağıtarak, gereksiz yerlere ödemelerde bulunarak şirketin ileriki yıllarda zor duruma düşmesine sebep olabilmektedir (Öztürk vd, 2004). Oysa değer maksimizasyonu hem şirket çalışanlarına daha iyi imkânlar sunulmasına hem de diğer çıkar gruplarının menfaatlerine hizmet etmektedir (Ercan vd, 2006).

Değer maksimizasyonunu amaçlayan şirket yöneticileri için, hangi varlıkların, hangi faaliyetlerin, hangi orandaki sermaye yapılarının değer ürettiğini bilmek bu amaca ulaşmak için önem arz etmektedir. Ayrıca 2008 yılında dünyada

baş gösteren küresel ekonomik krizin nedenlerinden biri de piyasa aktörlerinin önemli bir değerlendirme ilkesi olan “nakit akışını arttırmayan hiçbir şey değer üretmez” prensibini ihlal etmeleridir (Koller vd , 2005).



Kaynak : (Koller vd, 2005)

Şekil 1.1. Değer oluşum şeması

Değerleme kavramını tam olarak tanımlayabilmek için değerlendirme faaliyetinin hangi amaçla yapıldığını bilmek ve ona göre tanımlamak daha doğru olacaktır. İşletme ekonomisinde değerlendirme, miktarlarla gösterilen varlıkların para ile ifade edilmesidir. Muhasebe yönünden ise değerlendirme, bir işletmenin sahip olduğu aktif ve pasif kalemlerin ve diğer iktisadi kıymetlerin belirli bir tarihteki değerini para ile ifade etmektir. Vergi kanunları yönünden değerlendirme, iktisadi varlıkların vergi kanunlarında gösterilen gün ve zamanda sahip oldukları değerler esas alınarak iktisadi kıymetlerin takdir ve tespitidir (Ataman, 1999).

Firma değerlemesi gerçekleştirilirken ilk amaç Şirketin uygun makul piyasa değerini tespit edebilmektir. Uygun makul piyasa değeri tam rekabet piyasasında gerçekleşen fiyatır yani tam bilgiye sahip alıcı ve satıcıların herhangi bir zorlamaya tabi olmadan söz konusu mal ve hizmet için takdir ettikleri alım satım değeridir.

Firma değerlemesi, iktisadi varlıkların para olarak karşılıklarının belirlenmesi, bir Şirketin bina, arsa taşıt makine vb. toplam aktiflerinin tahmin ve takdiri değerlerinin belirlenmesi işlemleridir. Diğer bir ifadeyle, bir mal veya hizmetin kendinden beklenen fayda ve yararlanmaları sağlama derecesini ölçmek araştırmak, bir nesnenin kıymetini belirlemek için o nesnenin özelliklerini incelemek hakkında görüş bildirmektir (Chambers, 2005).

1.2. Değerleme Kavramları

1.2.1. Nominal Değer:

Nominal değer, bir menkul kıymetin (hisse senedinin, tahvillerin) üzerinde yazılı olan değeri ifade eder. Nominal değer, sermaye miktarının belirlenmesi, kar paylarının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılmasında kullanılır. Ülkemizde hisse senetlerinin nominal bir değere sahip olması kanuni bir zorunluluktur. Borsa İstanbul'da işlem gören bir hisse senedinin en düşük nominal değeri 1TL olarak kabul edilir. Nominal değer genellikle ilgili varlığın reel değerini piyasadaki gerçek değerini yansıtmaz yalnızca sayısal ifade ile alım gücünü gösterir. Bu nedenle Şirket değerleme çalışmalarında nominal değer önemli bir kavram değildir (Ercan vd, 2006: 4-5).

1.2.2. Defter Değeri:

İşletmenin sahip olduğu bir varlığın, menkul kıymetin muhasebe defterlerindeki kayıtlı değerini ifade eder. Varlıklar muhasebe defterlerine maliyetleri ile kaydolar dolayısıyla varlıkların kayıtlı değeri ile o anki piyasa da bulunan değerleri aynı olmayabilir. Enflasyon ve kur da bu duruma etki eden etmenlerdir.

Defter değeri ile bir arada kullanılan net defter değeri ise, bir duran varlığın brüt değerinden duran varlıkla ilgili birikmiş amortismanların

düşülmesiyle elde edilen değerdir. Borsada işlem gören bir şirketin defter değeri, toplam öz kaynak tutarının çıkarılmış hisse senedi sayısına bölünmesiyle elde edilir. Enflasyon ve kur hareketlerinden dolayı defter değeri çok anlamlı sonuçlar vermeyebilir. Defter değeri geçmişte şirketi ortaklarından ne kadar fon sağladığını gösterir. Defter değeri yatırımcıların almış oldukları hisse senetlerine bugün yatırdıkları değeri göstermez (Korkmaz ve Ceylan, 2007).

Defter değeri tarihsel değerler üzerinden hesaplanır bu nedenle bir şirketin bina, makine, arsa gibi duran varlıklarının mevcut piyasadaki değerini yansıtmaz. Defter değerine göre hazırlanan muhasebe verileri ve mali tabloların muhasebe kurallarına göre değiştiği ve doğruluğu tartışıldığı için, bu kavram yatırımcılar ve şirket yönetimi için büyük bir anlam taşımamaktadır. Ancak defter değeri kısa süreli finansal analizlerde öz sermayenin verimliliği, borçlanma derecesinin hesaplanması gibi bazı sınırlı alanlarda kullanılmaktadır. Yine banka ve diğer finansal kuruluşlar gibi sermayesi nakit ve menkul kıymet ağırlıklı olan şirketler için defter değeri daha anlamlı sonuçlar vermektedir (Yalçın, 2014: 38).

Ülkemizde son yıllarda uygulanması artan uluslararası muhasebe standartları gereğince birtakım düzenlemeler yapılarak şirketin maddi duran varlık gibi bazı varlıkları piyasa değeri ile değerlendirilip ortaya çıkan fark öz kaynaklara eklenmektedir. Böylece öz kaynak değeri daha anlamlı hale gelmekte dolayısıyla defter değerinin önemi de artmaktadır.

1.2.3. Piyasa Değeri:

Bir varlığın serbest piyasada arz ve talep eğrilerine göre oluşan fiyatıdır. Borsada işlem gören bir şirketin piyasa değeri sermaye piyasasındaki arz ve talep dengelerine uygun olarak gerçekleşmiş o anki pazar değeridir. Borsada işlem gören bir şirketin piyasa değeri, şirketin piyasadaki hisse senedi sayısı ile şirketin mevcut piyasadaki hisse senedinin değerinin çarpılmasıyla elde edilir (Korkmaz ve Ceylan, 2007).

Makul piyasa değeri, ABD Muhasebe Standartlarına göre tanımı, “*zoraki bir tasfiye veya satış dışında, istekli taraflar arasında belirli bir anda yapılan değişim sırasında ödenen tutar değişilen varlığın makul değeridir.*” Uluslararası Muhasebe Standartlarında ise makul değer, “*yansız danışıklı olmayan, ilgili taraflar arasında olmayan ve nesnel bir işlemde bilgili ve istekli taraflar arasında*

bir varlığın değişimi veya bir borcun kapatılması için kabul edilen tutar ”olarak tanımlanmaktadır. Tam rekabet koşullarının gerçekleşmediği piyasalarda makul piyasa değerinin kesin bir şekilde sınırları çizilememektedir. Ancak tam rekabet koşulları altında piyasa değeri makul piyasa değerine eşit olmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 11-12).

Piyasa değeri ile makul piyasa değerinin tanımları benzerlik gösterse de makul piyasa değeri genellikle gayrimenkul değerlemesinde adli değerlemelerde ve vergi hesaplamalarında ölçüt bir değer olarak kullanılmaktadır.

1.2.4. Tasfiye Değeri:

Bir işletmenin zorunlu nedenlerden dolayı sahip olduğu bütün varlıkları nakde çevrilerek bu değerden borçların ödenmesiyle kalan tutarın işletmenin ödenmiş sermayesine göre çıkarılan hisse senedi sayına bölünmesiyle elde edilen değerdir. Tasfiye değeri şirketin piyasa değerinin alt sınırını oluşturacaktır. Tasfiye değeri genellikle defter değerinin üstünde olur. Bunun nedeni defter değerinin kayıt yapılırken maliyet değerlerinden oluşması tasfiye değerinin ise cari fiyatlar baz alınarak hesaplanmasıdır (Chambers, 2005).

Bir şirketin iflas gibi varlıklarının acil bir şekilde nakde çevrilmesi tasfiye işlemlerinin hızlandırılması durumlarında, şirketin mevcut değerinin altında değerlendirilmesine makul indirgeme oranından daha yüksek bir indirgeme oranı ile değerlendirilmesine sebep olmaktadır. Bu bağlamda bir şirketin tasfiye değeri o şirketin olabileceği en düşük değerini ifade eder.

1.2.5. İhraç Değeri:

Şirketin öz sermayesini oluşturan hisse senetlerinin piyasaya çıkarıldıkları değeri ifade eder. İhraç değeri genelde nominal değere eşit olabileceği gibi piyasa koşullarına göre şirkete olan talebe göre primli olarak da satılabilir. İhraç değeri, şirketin piyasa talebini ölçtüğü için gelecekte şirkete olacak talep hakkında bilgi verir.

Şirketler ihraç değerini nominal değer altında bir değer belirleyemezler ancak ihraç değeri nominal değer üzerinde belirlenebilir. Hisse senetlerinin ihraç değeri ile nominal değeri arasındaki fark emisyon primi olarak adlandırılır.

1.2.6. Gerçek Değer:

Bir yatırımcının varlıkla ilgili olumlu olumsuz bütün faktörleri dikkate alarak varlık için ödemeye razı olduğu tutardır. Diğer bütün yatırımcılar aynı sonuçlara ulaştıklarında varlığın gerçek değeri piyasa değerine eşit olur. Hisse senedinin gerçek değerini, şirketin varlıkları, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi unsurlar etkilemektedir. Hisse senedinin gerçek değerini hesaplamak için şirketin gelecekte yatırımcıya sağlayacağı nakit akışları veya kar payları bugünkü değere indirgeni ve bunlar toplanarak gerçek değere ulaşılır. Şirketin gelecekteki nakit akışlarının büyüme oranları ve nakit akışlarına ilişkin riski yansıtan iskonto oranı hisse senedinin gerçek değerini etkileyen en önemli faktörlerdir (İvgen, 2003).

Bir şirketin değeri geleceğe yöneliktir ve birçok faktörle etkileşim içerisinde olduğu için sayısal olarak doğru bir şekilde ölçülmesi oldukça güçtür. Gerçek değerın tespit edilmesi için finans literatüründe birçok yaklaşım geliştirilmiştir fakat sonuçlar birçok faktöre göre değişiklik gösterebilmektedir. Etkin piyasa koşullarında gerçek değerın şirketin piyasa değerine yaklaştığı veya eşit olduğu varsayılır. Hesaplanan gerçek değer şirketin piyasa değerinden yüksekse şirketin ucuz kaldığı, gerçek değer piyasa değerinin altında ise şirketin pahalı olduğu kanısına sebep olur ve yatırımcılar bu duruma göre alım ve satım pozisyonu açabilirler. Piyasa değeri ile gerçek değer birbirine eşit ise şirket doğru değerlendirilmiştir.

1.2.7. Hurda Değeri:

Makine teçhizat gibi yatırımlarda, bu yatırımların gerçekleşmesinden belli bir zaman sonra işletmenin faaliyetleri nedeniyle makine ve teçhizatın ekonomik ömrünü tamamladığı için satılması halinde ele geçen tutar, bu makine ve teçhizatın hurda değerini simgeler. Bazı yatırımlarda hurda değeri işletmeye önemli ölçüde bir nakit girişi sağlar bu nedenle yatırım kararı alınırken hurda değerini doğru tahmin etmek önemli bir etkidir.

1.2.8. Aktif Değeri:

Bir şirketin toplam varlıklarının değerini ifade etmek için kullanılır. Net aktif değeri, bir şirketin aktif değerinden şirketin toplam borçlarının çıkartılması

sonucu ulaşılan değerdir. Net aktif değeri hesaplanmasında defter değerleri kullanılırsa bulunan değer şirketin defter değerine eşit olur ancak hesaplamalarda cari piyasa değerleri kullanılırsa bulunan sonuç dzeltiľmiř defter değeri olarak isimlendirilir. Net aktif değeri varlık değeri yüksek olan sektörlerde daha sağlıklı sonuçlar vermektedir (ztrk, 2009: 22).

1.2.9. İşleyen Teşebbüs Değeri:

Herhangi bir varlığın çalışır durumdaki değerini ifade eder. Bir şirketin teşebbüs değeri mevcut durumda esas ticari faaliyetlerine devam ederken şirketin çalışır durumdaki tesis makine gibi maddi duran varlıklarını, patent, marka değeri, müşteri çevresi ve şerefiye değeri gibi maddi olmayan duran varlıklarının toplamını kapsar. İşleyen teşebbüs değeri tasfiye değerinin tam olarak karşıtı olarak bilinir. Tasfiye değerinde varlıkların zorunlu satışı ile belirlenen değer işleyen teşebbüs değerinde varlıkların cari piyasa fiyatları ile baz alınır ayrıca şirketin maddi olmayan duran varlıkları da eklenir.

1.2.10. şerefiye Değeri:

Finansal raporlama standartlarında şerefiye, “*tek olarak tanımlanamayan ve ayrı olarak kaydedilemeyen bir işletme birleşmesinde edinilmiş diğer varlıklardan kaynaklanan gelecekteki ekonomik fayda* ” olarak tanımlanmıştır. Uluslararası değerleme standartlarında ise, “*bir işletme, işletmedeki pay veya ayrılamayan bir varlık gurubunun kullanımı sonucunda ortaya çıkan ekonomik fayda*” olarak tanımlanır (Sipahi vd, 2016: 16-17).

1.3. Değerlemenin Rolü ve nemi

Değerleme alışmaları hem değerleme yapılan şirket için hem de yatırımcılar için büyük önem arz eder. şirket yöneticileri açısından değerleme faaliyetleri, şirketin fiyat politikalarının belirlenmesinde, mevcut şirket değerinin belirlenmesi ve bu değerin nasıl artırılabilceği konusunda şirket yöneticilerine strateji oluşturmalarına yardımcı olur. Böylelikle şirketin ihtiyaç duyduğu fon kaynağının şirkete çekilmesi kolaylaşır. (Yıldırım vd, 2005). Yatırımcılar açısından değerleme faaliyetleri, yatırımcıların hangi şirkete veya hangi sektöre ne zaman ne kadar bir yatırım yapacakları gibi konularda karar verirken değerleme sonuçlarına ihtiyaç duyarlar. Belirlenen bir şirket değerinin piyasa ve sektörle

karşılaştırmalar yapılarak şirketin pahalı ya da ucuz olduğu gibi yatırım politikaları belirlenmesinde önemli bir unsurdur. Piyasadaki mevcut şirketlerin değerlendirilmesi veya ilk defa halka açılan şirketlerin değerinin bilinmesi yatırımcılar açısından yatırım stratejilerinin belirlenmesinde değerlendirme faaliyetleri oldukça önemli bir rol oynar.

Değerleme faaliyetlerinde değer oluşumunu anlayabilmek için uzun dönemli bakış açısı kullanılmalı, şirketin tüm nakit akımları mali tablolarda kontrol edilerek izlenmeli, risk unsurları iyi analiz edilerek farklı zamanlardaki risk unsurlarıyla nakit akışları birbirleriyle nasıl karşılaştırılacağı bilinmelidir. Bir şirketin başarısını ölçen birçok performans ölçüsü vardır ancak bunlardan hiçbirisi değer kadar kapsamlı değildir. Değer, kısa dönemli olamaz ancak diğer performans ve karşılaştırma ölçütleri kısa dönemli ve uzun dönemli değerlendirilme özelliğine sahip olabilir. Performans ölçülerinden finansal oranlar genellikle sadece birkaç yıl bilgi veren miyop yaklaşımlardır. Bir diğer unsur kazançlar gelir tablosunu oluştururken önem taşırken mevcut tutar ve nakit akımının zamanlaması açısından fazla bir öneme sahip değildir. Yatırım yapılan sermayenin getirisi ile sermayenin maliyeti arasındaki fark kısa dönemli analizlerde kötü bir ölçü de olabilir. Kazanç artışı, öz sermaye getirisi ve toplam sermaye getirisi ile sermayenin maliyeti arasındaki fark gibi diğer performans ölçüleri değer oluşumuna göre daha az kapsamlı ve şirketin mevcut piyasa değeri ile ilişkisi daha düşüktür (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 21-22).

Bir şirkete yatırım yapanlar şirketin sermayesine fon sağlayanlar katlandıkları risk karşılığında iyi bir getiri elde etmek isterler. Yatırımcılar bu getiriyi elde edemedikleri zaman daha iyi getiri elde edebilmek için başka yerlere yatırım yapmak için sermayelerini geri çeker. Bu durum şirket açısından sermaye kaybı olarak istenmeyen bir durumdur ve şirket, hedeflerini gerçekleştirebilmek için borçlanma yoluna başvurmasına sebep olabilir. Sermaye hareketleri ülke olarak sınırlandırılmamışsa sermayenin yurt dışına diğer ülkeler kaymasına sebep olabilir. Sermaye hareketleri sınırlandırılmışsa getiri az olduğu için yatırımcılar tüketimlerini artırır daha az yatırım yaparlar. Sonuç olarak yatırımcılara yeterli getiriyi sağlayamayan ülkeler küresel uluslararası rekabette geri kalırlar. Bu ülkeler geri kalmışlıktan durgunluktan düşük refah seviyesinden kolay kolay kurtulamazlar.

1.4. Değerlemeye İlişkin Yapılabilecek Genellemeler

Değerleme faaliyetleri yapılırken belirli bazı yaklaşımlar ve yöntemlere göre hareket edilse de değerlendirme sonuçları kesin nitelikler taşımaz. Sonuçlar yaklaşım ve yöntemleri uygulayan uzmanların görüşlerine göre subjektif sonuçlar içerir. Bu nedenle değerlendirme faaliyetleri için bazı genellemeler önceden kabul edilir. Başlıca genellemeleri şöyle sıralayabiliriz (Damodaran, 2002: 2-6).

1. *“Değerleme modelleri nicel bir özelliğe sahip oldukları için değerlendirme çalışmalarının objektif olarak yapıldığı düşünülür”*. Şirket değerlendirme yöntemleri kantitatif ancak modellerin uygulanması, yorumlanması ve bazı noktalarında tahmini sonuçlar içermesi, değerlendirmeyi yapan uzman ve analistlerin bilgi düzeyi ve tecrübelerine göre değişiklik gösterdiği için subjektif sonuçlar içermektedir.
2. *“Zengin bir araştırmaya dayalı derin analizler yapılarak tamamlanmış bir değerlendirme kıymetlidir her zaman geçerlidir”*. Değerleme sonucunda belirlenen bir şirketin değeri hem o şirket verilerine hem de piyasanın verilerine dayanmaktadır. Dolayısıyla belirlenen şirket değeri güncel şirket verileri ve piyasa verileri geldikçe değişecektir her zaman geçerli değişmeyeceğinden bahsedilemez.
3. *“İyi bir değerlendirme faaliyeti sonucunda kesin bir değer tahmini belirleyebilen değerlendirme değildir”*. Çok dikkatli ve detaylı bir çalışma sonucunda bile şirketin değeri konusunda net bir değer söylenemez çünkü değerlemede kullanılan veriler geleceğe yönelik tahmini veriler içermektedir. Değerleme çalışması şirketin ve ekonominin geleceğe ilişkin varsayımlarına dayanarak yapılır geleceğe ilişkin değerler tahminidir şirketin nakit akımları ve indirgeme oranının hatasız tahmin edilemez belirlenemez.
4. *“Bir değerlendirme modeli ne kadar kantitatif özelliklere sahipse yapılan değerlendirme o kadar iyidir”*. Bir değerlendirme çalışması yapılırken çalışma ne kadar detaylı ve dikkatli analizler yapılmışsa değerlendirme sonuçları o derece iyi olduğu düşünülür. Ancak her zaman bu kanı geçerli olmayabilir değerlendirme çalışmasında detaya indikçe daha fazla veri ve tahmine ihtiyaç duyulur bu durum çalışmanın nesnellliğini o derece zayıflatır.

5. “Değerleme sonuçlarında genellikle piyasanın etkin olmadığı düşünülür”. Yapılan değerleme çalışmalarında genellikle piyasa fiyatları kullanılır piyasaya dayanılarak karşılaştırmalar yapılır. İyi bir değerlendirme çalışması sonucunda ulaşılan değer piyasa fiyatından önemli bir ölçütte farklılık içeriyorsa yapılan değerlendirme çalışmasının yanlış olduğu değil de piyasanın etkin olmadığı piyasanın doğru sinyali vermediği varsayılır.
6. “Yapılan değerlendirme çalışmasında bulunan değer önemlidir değerlendirme sürecinin fazla bir önemi yoktur”. Değerleme çalışmasında sadece değerlendirme sonucuna odaklanmak değerlendirme sürecindeki birçok önemli bilgilerin gözden kaçmasına sebep olur. Değerleme süreci bir şirketin değerini belirleyen faktörler bakımından oldukça önemli bilgiler sağlar.

1.5. Şirket Değerlemesinin Nedenleri

Değişen ekonomik koşullara göre firmaların değerinin tespit edilmesi yatırımcılar, şirket yöneticileri gibi bazen toplumun bazı kesimlerini ilgilendirirken bazen de tamamını ilgilendirir. Şirket değerinin belirlenmesi birçok nedenle yapılabilir. Günümüz ekonomik koşullarda bu sebeplerin başlıcaları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Yazıcı, 1997: 9).

- *Mali yapının yeniden düzenlenmesi*: birtakım sebeplerden dolayı mali yapıları bozulan şirketler bozulan mali yapılarını düzeltmek için varlık satışına gidebilirler. Bu şirketler ellerinden çıkarmak istedikleri varlıkların satış tutarlarını belirlemek için değerlendirme yapmaya ihtiyaç duyarlar.
- *Yeni yatırımların finansmanı*: Şirketler gelirlerini artırmak için yeni yatırımlar yapmayı düşünebilir. Eğer ki şirket bu yatırımları yapmak için gerekli fona sahip değilse ve borçlanma yoluyla bu fonu bulamadı veya borçlanmak istemezse yeni yatırımları gerçekleştirebilmek için mevcut yatırımlarından daha az getiriye sahip varlıklarını elden çıkarmayı tercih edebilir. Şirketler böyle durumlarda mevcut yatırımlardan getiri potansiyeli en düşük yatırımlarını tespit etmek ve bu yatırımların satış tutarlarını belirlemek için değerlemeye ihtiyaç duyarlar.
- *İflas*: İflas eden şirketler tasfiye sürecinde mevcut varlıklarının satışı yapılarak borçları ödenmektedir. Tasfiye sürecinde değerlendirme faaliyetlerine ihtiyaç duyulur.

- *İpotek yapılama*: İpotek yapılacak şirketin veya varlığın değer tespiti yapılarak ipotek yapılır.
- *Birleşme ve satın alma*: Şirketler büyüme stratejileri arasında rakip şirketleri satın alma, ileriye geriye doğru sektördeki şirketleri satın alma veya farklı sektörlerden şirket satın alma önde gelmektedir. Satın alma ve birleşme stratejileri gereğince el değiştirecek şirketlerin değerlemesi yapılır ve bu tutarlar satın almada temel teşkil eder. Birleşme ve satın alma stratejileri sonucunda sinerji etkisi ile daha büyük organizasyonlar meydana gelmesi beklenir.
- *Halka arz*: Şirketler sermaye piyasalarından fon temin etmek için halka arz sürecinde yeni ortak alma, ortaklıktan ayrılma durumlarında şirketin hisse senetlerinin birim fiyatlarının belirlenmesi için şirketin değerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Halka arz sürecinde hem şirket açısından hem de yatırımcılar açısından çıkar çatışması olmaması için değer tespitinin doğru ve tutarlı olması çok önemlidir. Doğru bir değerlendirme faaliyeti sonrası şirket sahipleri dilediği yatırımcıyı çekebilir, yatırımcılar da piyasa risklerine göre doğru bir şirkete yatırım yapmış olurlar.
- *Kar dağıtım politikalarının değişmesi*: Ortaklar bilgi ve yetenekleriyle şirket kazancının oluşmasında ve artmasında, şirketin değerinin artmasına katkıda bulunurlar. Her ortağın şirkete olan katkısı farklı düzeyde olabilir. Şirkete olan katkısı azalan bir ortağın daha çok kar payına sahip olması düşünülemez. Şirket ortaklarının yapısı değiştikçe ortakların şirkete olan kazanç ve değer oluşumuna katkılarına göre kar payları yeniden belirlenir. Kar dağıtım oranlarının yeniden belirlenmesinde şirketin değer tespiti yapılır.
- *Vergilerin ödenmesi*: Şirketlerin ödemekle yükümlü oldukları vergilerden emlak ve veraset vergilerinin belirlenmesi için şirketlerin değerinin tespit edilerek bilinmesi gerekmektedir.
- *Bağış ve yardımlarda*: Şirketler sosyal sorumluluk ilkesi gereği bazı kamuya yararlı dernek, vakıf ve yardım kuruluşlarına bağışta bulunurlar. Yapılan bu yardım ve bağışlar şirketin ödeyeceği vergilerden indirim sağlar. Bu vergi indirimlerinin belirlenmesi için bağışlanan varlıkların değer tespiti yapılır.

- *Özelleştirmeler*: Devletin piyasaya bakış açısının değişmesi, piyasadaki rolünü azaltmak istemesi, piyasanın etkin işlemlerini sağlamak, verimliliği artırmak gibi bazı sebeplerden dolayı bazı kamu kuruluşlarını özelleştirmek ister. Özelleştirme aşamasında hem devlet hem de ihaleye giren alıcılar tarafından söz konusu kuruluşların değerlendirilmesi yapılmaktadır.
- *Davalar*: Boşanma ve miras davalarında varlıkların eşler ve mirasçılar arasında el değiştirmesi, paylaşılması aşamasında varlıkların değerlerinin bilinmesi gerekir.

1.6. Değerlemeyi Etkileyen Faktörler

Piyasada faaliyetlerini sürdüren bir şirketin değerine yer ve zamana göre birçok faktör etki eder. Bunların başlıcalarını şöyle sıralamak mümkündür (Karavardar, 2003).

- ✓ Şirketin faaliyette bulunduğu zamanın genel ekonomik koşulları
- ✓ Şirketin bulunduğu piyasa türü, sektör
- ✓ Şirketin bulunduğu sektörün büyüklüğü, büyüme hızı, gelecekteki beklentisi
- ✓ Şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarının tespiti ve büyüme hızı
- ✓ Şirketin kullandığı makine ve teçhizatın durumu
- ✓ Şirketin ar-ge politikaları, kullandığı teknoloji
- ✓ Şirketin kuruluş yeri, geçmişi, büyüklüğü, şerefiye değeri
- ✓ Şirketin sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesi
- ✓ Şirketin geçmiş dönemlerdeki kar durumları, temettü dağıtma oranı, temettü politikaları
- ✓ Şirketin mali yapısı, potansiyel kazanç gücü
- ✓ Şirketin gelecekte planladığı yatırım tutarı, yapmak istediği yatırım projeleri ve bunların ekonomik ömürleri
- ✓ Şirketin ürettiği mal ve hizmetlerin pazarlanabilirliği

1.7. Değer ve Fiyat İlişkisi

Değer ve fiyat kavramları bazı durumlarda birbirlerinin yerinde kullanılsa da farklı kavramlardır. Değer, bir varlığın özellikleri ve bu özelliklerin sahibine sağladığı faydaların toplamıdır. Fiyat ise piyasa koşullarında oluşan alıcılar ve satıcılar arasında belirlenen miktardır. Bir varlığın değeri sahibine sağladığı faydalar bakımından kişilere ve kurumlara göre değişebilir. Bu bakımdan değer in subjektif yönü de bulunmaktadır (Öztürk, 2009: 16).

Bir varlığın değeri ile fiyatı tam rekabet şartlarında, etkin bir piyasada eşit olur. Etkin olan bir piyasa koşullarında mal ve hizmetlerin fiyatları piyasa tarafından talep ve arz eğrililerinin kesiştiği noktada belirlenir. Tam rekabet piyasasının dört temel özelliği vardır bunlar; piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır, alıcı ve satıcıların piyasaya giriş ve çıkışları serbesttir, piyasada üretilen tüm mallar aynı görünüm ve kalitede olması, alıcı ve satıcılar piyasa hakkında tam bilgiye sahiptirler. Bu koşullar sağlandığı zaman piyasa etkindir mal ve hizmetlerin fiyatları piyasa tarafından belirlenir. Bu koşulların sağlanması her piyasada mümkün olmamaktadır. Piyasalar etkin oldukça mal ve hizmetlerin fiyatları gerçek değerlerine yaklaşır, piyasalar etkinlikten uzaklaştıkça mal ve hizmetlerin fiyatları gerçek değerinden uzaklaşır.

Etkin olan bir piyasa koşullarında belirlenen fiyatlar tüm bilgileri içerir, her türlü haber ve bilgiler doğru bir şekilde fiyatlara yansır. Bir hisse senedinin fiyatı, değişen bilgi ve haberler hızlı ve doğru bir şekilde fiyatlara yansıdığı için fiyatlar ona göre şekillenir. Eugene F.Fama piyasaların üç şekilde etkin olabileceğini öne sürmüştür. Zayıf formda etkin olan piyasalarda, şu anki fiyatlar sadece geçmiş fiyat bilgilerini yansıtırlar. Yarı güçlü formda etkin olan piyasalarda fiyatlar geçmiş fiyat bilgilerini ve kamuya açık tüm bilgileri yansıtır. Güçlü formda etkin olan piyasalarda fiyatlar mevcut tüm bilgileri fiyatlara hızlı bir şekilde yansıtır. Güçlü formda etkin olan piyasalarda tüm bilgiler hızlı bir şekilde fiyatlara yansıdığı için bir finansal varlığın fiyatı ile değeri eşit hale gelir ve kimse aşırı kazanç sağlayamaz (Öztürk, 2009: 17).

Tam etkin bir piyasa koşullarında hiçbir yatırımcı yatırım stratejileri kullanarak piyasaya göre aşırı kazanç elde edemez. Çünkü hisse senedi fiyatları gerçek değerinden sapamaz.

1.8. Değer Yönetimi ve Önemi

Son yıllarda şirketlerde kar amaçlı yönetim yerini değer odaklı yönetim anlayışına bırakmasıyla şirket yöneticilerinin yönetim stratejilerinde birtakım değişiklikleri beraberinde getirmiştir. Bu sebeple yöneticiler artık “nasıl daha çok kar edilirden” daha çok şirketin değerini nasıl artırırız? Nasıl artı değer oluştururuz? Soruları üzerinde durmaya başlamışlardır.

Bir şirketin finansal amaçlarını parasal amaçlar ve parasal olmayan amaçlar olarak ikiye ayırmak mümkündür. Parasal olmayan hedeflerini, şirketin kredi değerliliğini artırmak, şirketin çıkar gurupları ve bankalarla ilişkilerinin iyileştirilmesi gibi faktörler oluşturur. Şüphesiz ki bir şirketin büyümesi ve sürekliliği şirketin en temel amaçlarındanidir. Şirketin parasal amaçlarının başında gelire nakit akımına karlılığa dayalı amaçlar gelir. Ancak bir şirketin temel amacının kar maksimizasyonu olması ilk başta mantıklı gelebilir ama kurumsal finansta temel amacın kar maksimizasyonu olması bir şey ifade etmeyebilir. Bunun nedenlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Öztürk, 2009: 27).

- ✓ Kar maksimizasyonu ucu açık bir ifadedir. Hangi yılın karı, kısa vadeli veya uzun vadeli olduğu belirsizdir.
- ✓ Bir şirket gelecek yıllardaki karını hissedarlara dağıtmayıp nakde yatırım yaparak artırabilir. Bu durum ise hissedarlar için istenmeyen bir durumdur.
- ✓ Kar sübjektiftir farklı şekillerde kar oranları hesaplamak mümkündür.

Bu nedenle artık günümüzde bir şirketin esas amacı kar maksimizasyonu değil hissedarların servetlerini maksimizasyonu, şirketin piyasa değerini veya hissenin piyasa değerini maksimum kılmaktır.

Firma değerinin artırılması konusunda öncelikle hedefler net bir şekilde belirlenmelidir. Bu hedefler şirketin nereye doğru gitmekte olduğunu göstermesi açısından oldukça önemlidir. Hedefler belirlenirken kısa vadeli, orta vadeli ve uzun vadeli olarak belirlenmeli ve birbirleriyle uyumlu olmalıdırlar. Hedefler değer meydana getiren unsurlar üzerine kurulmalıdır. Bu kapsamda firmanın değerini artırmak için hem finansal hedefler hem de finansal olmayan hedefler bir bütün olarak ele alınması gerekmektedir (Başaran vd, 2003: 28-29).

Şirket yöneticileri şirketin değerini nasıl artırırız nasıl sorusuna çözüm bulmak durumundadırlar. Bu kapsamda cevaplanması gereken diğer sorular şöyle sıralayabiliriz. (Chambers, 2009: 21).

- ✓ Değer vurgusu ortak kültür boyunca nasıl ilerletilmeli?
- ✓ Hissedar değerini toplam amaçlarla desteklemek için nasıl bir hedef belirlenmeli?
- ✓ Teşvik programlarının kıstasları neler olmalı?
- ✓ Değer üretme zincirini oluşturmak için nasıl bir yönetim süreci izlenmelidir?

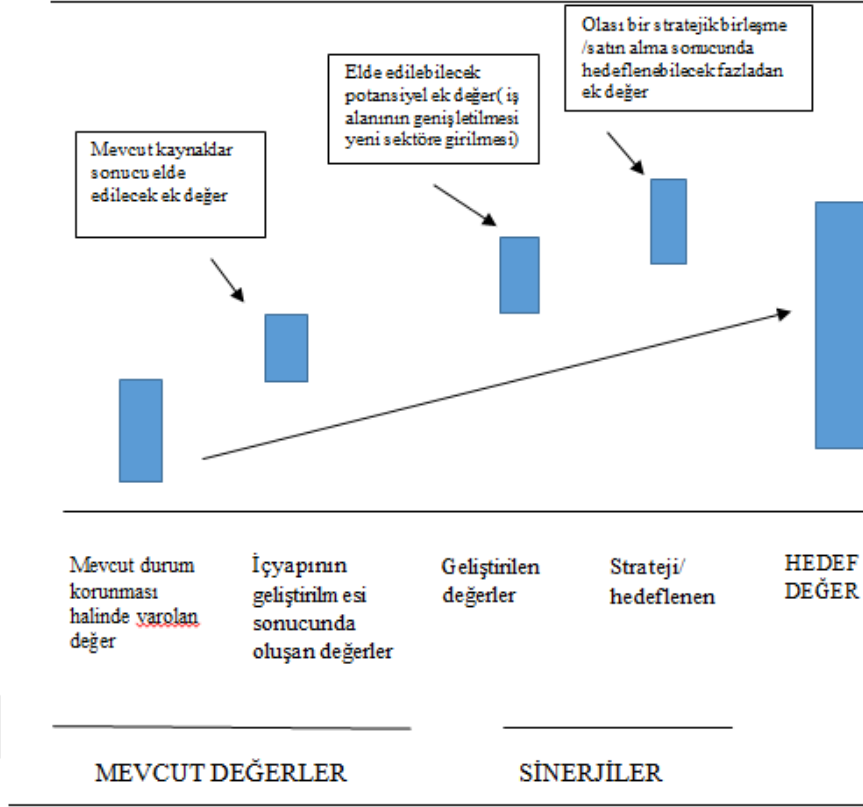
Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin fiyatı şirketin değerinin önemli bir göstergesidir. Şirketin hisse senetlerinin orta ve uzun vadede kalıcı artışlar olması şirketin değerini başarısını yansıtır. Bu sebeple değer üretmek için şirketin hisse değerinin maksimum yapılması için bütün alternatifler göz önünde bulundurularak şirketin yönetim politikaları fiyat politikaları, maliyet politikaları, satış politikaları bu amaca odaklı bir şekilde dizayn edilmelidir.

Bir firmanın değer oluşturmada başarılı sayılabilmesi için yapacağı yatırımların maliyeti yatırımlarının sonucunda elde edeceği nakit girişlerinden düşük olması gerekmektedir. Ayrıca bu yatırımların maliyeti ile nakit girişleri arasındaki fark faiz oranından daha yüksek olması gerekmektedir ki yapılan yatırım anlamlı olsun. Firmanın değer üretmek için kullanacağı ilk kaynak firmanın sahip olduğu mevcut varlıklarıdır. Firma varlıklarını kullanarak etkin bir varlık yönetimi ile firmaya değerini artırabilmesi başarısının ve firma verimliliğinin bir göstergesidir (Chambers: 2009).

Bir şirketin değer yaratması ve bu değeri artırması için birtakım koşulları yerine getirmesi gerekmektedir bunları şöyle sıralamak mümkündür (Gökçen, 2004: 106).

- Varlıklardan sağlanan nakit girişlerinin artırılması
- Gelirlerdeki beklenen büyüme oranının yükseltilmesi

- Büyüme döneminin süresinin uzatılabilmesi için gerekli koşulların sağlanması
- Nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesinde iskonto oranı olarak kullanılan sermaye maliyetinin düşürülmesi



Kaynak : (Chambers, 2009: 23)

Şekil 1.2. Değer artırımının hedeflenmesi

Değer oluşturulması ve değeri ölçmenin temel esasları şöyle sıralayabiliriz (Chambers, 2009).

1. Gerçek piyasada meydana getirilen sermayenin getirisi sermayenin fırsat maliyetinden yüksek olursa bir değer yaratımından bahsedilir.
2. Sermayenin getirisi sermayenin maliyetinden ne kadar yüksek olursa o kadar çok değer oluşturulmuş olur.

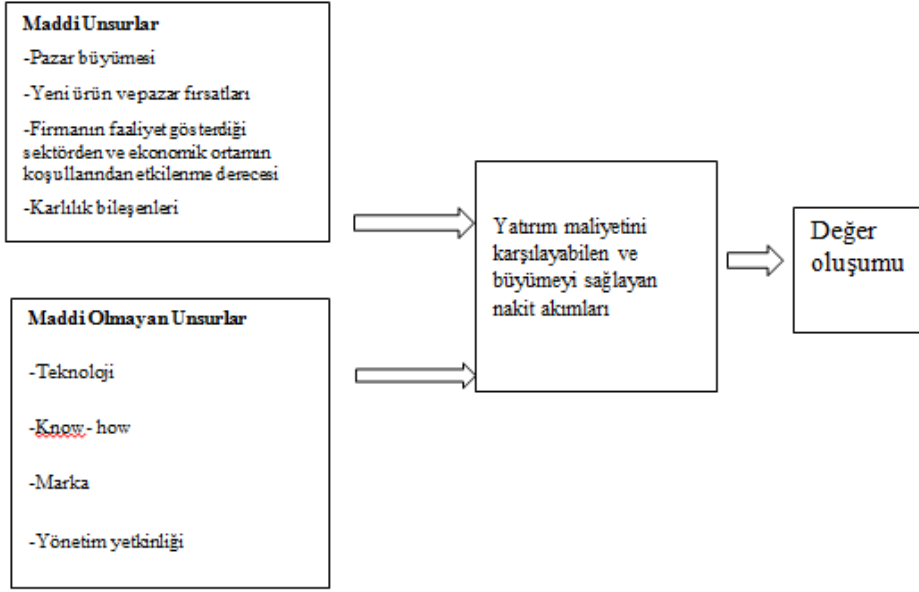
3. Beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini veya ekonomik karı maksimize edecek stratejiler seçilmeli ve uygulanmalıdır.
4. Bir firmanın hisse senetlerinin borsadaki değeri piyasada o firmanın gelecekteki performansına ilişkin beklentilere göre oluşan gerçek değere eşittir. Bu beklentiler her zaman ön yargısız biçimde şekillenmeyebilir.
5. Hisse senedi sahiplerinin getirileri, gerçek performansından önce beklentilerdeki değişimlere bağlıdır.

1.9. Değer Oluşumunu Etkileyen Unsurlar

Bir şirketin değerini artıracak tüm değişkenler değer oluşturan unsurlar olarak adlandırabiliriz. Şirketin değerini artırmak için öncelikle değer üreten unsurları belirlemeliyiz. Bu değer üreten unsurlar şirketin faaliyet alanı, hedefleri doğrultusunda şirketin potansiyelini artıran araçlardır. Bu unsurlar sadece firmanın değerini değil aynı zamanda firmanın finansal performansını, mal ve hizmet üretimini, piyasa ve tüketici tatmin düzeyini olumlu yönde etkiler. Değer üreten unsurlar yapıları ve etkileri açısından farklılıklar gösterebilir. Her unsurun firma değerine etkisi aynı oranda ve aynı yönde olmayabilir. Bu sebeple değer üreten unsurlar hedefler doğrultusunda özellikleri dikkate alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir (Ercan ve Ban, 2005) .

Şirketlerin finansal göstergeleri kısa vadede şirketin değer üretme kapasitesini tam olarak ortaya koymakta yetersiz kalabilir. Bu sebeple şirketin faaliyet ve stratejik performansının ölçülmesinde başka araç ve göstergelerden yararlanma gereği doğmaktadır. Değer oluşturma aşamasında belirlenen hedefler ve unsurlar üzerinde yöneticiler sistemli bir çalışma yapmak durumundadırlar. Kısa dönemli değer üreten unsurlar üzerinde yoğunlaşıp, şirketin uzun vadeli değerini negatif yönde etkileyen çalışmalardan kaçınmalıdırlar. Firma uzun dönemli değerini artıracak hedeflerini de belirleyip ortaya koymalıdır. Bu hedefler, şirketin piyasa değerinin ve hissedarların kazançlarının maksimizasyonu şeklinde olabilir (Chambers, 2009).

Değer oluşumunu etkileyen unsurları aşağıdaki şekil üzerinde gösterebiliriz



Şekil 1.3. Değer oluşumunu etkileyen unsurlar

1.10. Değer Yönetimi

Değer yönetimi, şirketin piyasa değerinin maksimize edilmesi ve hissedar kazançlarını artırmak amacıyla işletme stratejileri ve yöntemleri belirleyen performansın izlenmesinde hangi ölçütlerin kullanılacağını saptayan bir yönetim anlayışı ortaya koymuştur. Değer yönetimi şirketin değerini artırmak için yöneticilerin aldığı kararların ve gerçekleştirilecek faaliyetlerin değer oluşturmaya yönelik olmasını amaç edinir. Böyle bir yönetim anlayışı geleneksel yönetim anlayışı ve alışkanlıkların yerine değer odaklı yönetim anlayışının benimsenmesi ve yöneticiler ve çalışanların hissedarlar gibi düşünmesi ve hareket etmesine sebep olmuştur.

Değer odaklı yönetim anlayışının üstün ve zayıf yanlarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Ercan ve Ban, 2005).

Üstün yönleri

- Şirketin iç ve dış çevresinde ortak kavramları oluşturması.

- Performansın değerlendirilmesinde kullanılabilir bir araç olması.
- Değer oluşturan ve oluşturmayan faaliyetleri belirleyerek en uygun kaynak tahsisinin sağlanması.
- Değer odaklı yönetim, önemli bir stratejik yönetim aracıdır.
- Yöneticilerin değer oluşturan unsurlar üzerinde yoğunlaşmasını sağlaması
- En uygun sermaye yapısının belirlenmesini sağlayarak firma değerini olumlu etkilemesi

Zayıf yönleri

- Yapısının karmaşık olması
- Uygulamasının şirketin maliyetlerini artırması
- Hesaplamalarının ayrıntılı ve karmaşık olması
- Gerektiği şekilde uygulanmadığı takdirde yalnızca teorik boyutta kalması

2. ŞİRKET DEĞERLEMEDE KULLANILAN FİNANSAL TABLOLAR

Şirket değerleme çalışmaları yapılırken en temel veri kaynağı finansal tablolardır. Finansal tablolar, şirketlerin mali durumları hakkında tarafsız, doğru, güvenilir, karşılaştırılabilir ve detaylı bilgiler vermesi sebebiyle şirket değerleme sürecinde en önemli veri kaynağıdır. Finansal tablolar bir şirketin ne kadar varlığa sahip olduğu bu varlıkların kaynaklarını, faaliyetleri sonucunda karlılık durumunu ve bunların değişim miktarları gibi bilgiler sağlar. Bu sebeple şirket değerleme çalışması yapmak için finansal tabloları anlayabilecek muhasebe bilgisine sahip olması gerekmektedir. Değerleme uzmanları finansal tabloları ve detaylarını okuyup analiz edip yorumlayabilmelidir. Finansal tablolar bize geçmişte gerçekleşen faaliyetler hakkında bilgiler verir ama değerlendirme ileriye dönük tahminler içermektedir bu tahminlerin yapılması ve gerçeğe yakın bir öngöründe bulunmak için tablolarda yer alan geçmiş veriler önemli bir çıkış noktasıdır.

Ülkemizde finansal tabloların hazırlanması bazı kurumlara göre farklılık göstermektedir. Muhasebe kurallarının belirlenmesi ve vergi uygulamaları konusunda maliye bakanlığı yetkilidir. Uluslararası muhasebe standartlarına uyumlu Türkiye finansal raporlama standartlarının belirlenmesi, finansal tablo formatlarının oluşturulması ve bağımsız denetim standartlarının belirlenmesi kamu gözetim muhasebe ve denetim standartları kurumuna aittir.

Şirket değerlendirme çalışmalarında uluslararası finansal raporlama standartları ile uyumlu olan Türkiye finansal raporlama standartlarına göre hazırlanan finansal tablolar kullanılmalıdır (Sipahi vd, 2016).

2.1. Temel Finansal Tablolar

Finansal tablolar, muhasebe bilgi sistemi kapsamında toplanan ve kaydedilen bilgilerin, belirli bir zaman aralıklarıyla bu bilgiler kullanacak olan işletme sahiplerine, yöneticilere kredi verenlere yatırımcılara kamu kurumlarına ve işçi kuruluşlarına iletilmesini sağlayan araçlardır (Akdoğan ve Tenker, 2007: 4). Genel finansal tabloların amaçları işletmenin finansal durumu ve faaliyet sonuçları hakkında bilgi vermektir. Maliye bakanlığı tarafından yayınlanan muhasebe sistemi uygulama genel tebliğine göre ise finansal tabloların amaçları şunlardır: (Koçakoğlu, 2011).

- Yatırımcılar kredi verenler ve diğer ilgililer için karar almada yararlı bilgiler sağlamak,
- Gelecekteki nakit akışlarını değerlendirmede yararlı bilgiler sağlamak,
- Varlıklar kaynaklar ve bunlardaki değişiklikler ile işletme sonuçları hakkında bilgi vermektir.

Türkiye de sermaye piyasası mevzuatı gereğince şirketler Avrupa Birliği tarafından kabul edilen Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarını (UFRS) ve bu standartlara uyumlu Türkiye Finansal Raporlama Standartlarını (TFRS) uygulamak zorundadır. Sermaye piyasası mevzuatınca halka açık olarak kabul edilen şirketler yıllık üçer aylık ara dönem finansal tablo ve faaliyet raporları hazırlamak zorundadır. Uluslararası finansal raporlama standartlarına göre finansal tablolar 4 tanedir.

Bunlar:

- Bilanço (finansal durum tablosu)
- Gelir tablosu
- Öz kaynak değişim tablosu
- Nakit akış tablosu

2.2.1. Bilanço (Finansal Durum Tablosu)

Bilanço, bir işletmenin belli bir tarihte sahip olduğu varlıkları ve bu varlıkların sağlandığı kaynakları gösteren mali tablodur. Bilanço işletmenin geçmiş dönem faaliyetlerinin tespitine yönelik statik bir rapordur. Bilanço aktif ve pasif olarak iki bölümdür. Aktif kısmında yer alan varlıklar paraya dönüşme hızına göre en çok likitten en az likit değer doğru pasif kısmında yer alan kaynaklar en kısa vadeli kaynaklardan en uzun vadeli kaynaklara doğru sıralanır.

Bilançonun aktifinde yer alan varlıklar iki bölümden oluşur. Dönen varlıklar ve duran varlıklar. Dönen varlıklar, bir yıl veya işletmenin faaliyet dönemi içerisinde paraya çevrilebileceği veya kullanılacağı tahmin edilen varlıklardır. Duran varlıklar, normal şartlar altında bir yıl içerisinde elden

ıkarılması düşünülmeyen veya yararları bir yılda tükenmeyecek olan varlıklardan oluşur.

Bilançonun pasifinde yer alan kaynaklar kısa vadeli kaynaklar, uzun vadeli kaynaklar ve öz kaynaklardan oluşur. Kısa vadeli kaynaklar, bir yıl içerisinde ödenmesi gereken kaynaklar, uzun vadeli yabancı kaynaklar ise bir yıldan daha uzun sürede ödenmesi gereken kaynaklardan oluşur. z kaynaklar ise işletmenin sahip olduğu veya işletmenin ortakları tarafından işletme kişiliğine tahsis edilmiş kaynaklardan oluşur.

Sermaye piyasasında işlem gören şirketler bilançolarını her üç ayda bir güncellemekte, analistler ve yatırımcılar bilançoları değerlendirek yatırım kararı almakta veya yatırım önerisinde bulunmaktadır. Sermaye yapısı, defter değeri, işletme sermayesi, öz kaynak ve defter değeri gibi birçok veri doğrudan bilançolardan sağlanmaktadır.

Bilançolar yapıları bakımından farklı şekillerde düzenlenebilir. Bir ticaret şirketi ile bir sigorta şirketinin veya bir banka şirketinin bilançoları önemli lde farklılıklar taşımaktadır. Ülkemizde halka açık borsada işlem gören şirketlerin finansal tabloları uluslararası muhasebe standartlarına göre düzenlenmektedir. Bu sebeple değerleme çalışması yapacak analistler uluslararası muhasebe standartlarına göre düzenlenen finansal tabloları anlayıp analiz edecek bilgi düzeyinde olması gerekmektedir. (Sipahi vd, 2016) Şimdi Uluslararası Muhasebe Standartlarına ve Türk Muhasebe Standartlarına göre düzenlenmiş bilanço örneğini inceleyeceğiz.

Tablo 2.1. Bilanço örneği

XYZ İşletmesi2017 Tarihli Bilançosu		
Varlıklar	Cari Dönem	2016
Dönen Varlıklar	13.350.846.000	8.794.857.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.052.352.000	2.918.796.000
Ticari Alacaklar	3.336.289.000	4.154.098.000
Diğer Alacaklar	98.527.000	397.419.000
Diğer Dönen Varlıklar	1.022.042.000	1.249.073.000
(Ara Toplam)	12.128.089.000	8.794.857.000
Duran Varlıklar	13.350.846.000	17.389.366.000
Ticari Alacaklar	235.393.000	848.943.000
Diğer Alacaklar	102.049.000	96.519.000
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	976.228.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	46.270.000	48.951.000
Maddi Duran Varlıklar	8.195.705.000	6.816.895.000
Şerefiye	32.834.000	32.834.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.203.155.000	8.187.706.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	51.255.000	48.628.000
Diğer Duran Varlıklar	473.185.000	332.662.000
Toplam Varlıklar	31.600.158.000	26.184.223.000
Kaynaklar	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.358.858.000	6.304.417.000
Finansal Borçlar	2.846.060.000	726.454.000
Ticari Borçlar	3.474.254.000	4.646.769.000
Diğer Borçlar	558.138.000	547.520.000
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	71.638.000	12.855.000
Borç Karşılıkları	192.442.000	153.235.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	216.326.000	217.584.000
(Ara Toplam)	7.358.858.000	6.304.417.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.172.903.000	5.480.552.000
Finansal Borçlar	6.935.102.000	3.487.786.000
Ticari Borçlar	-	1.270.610.000
Diğer Borçlar	58.244.000	47.500.000
Uzun vadeli karşılıklar	352.094.000	245.488.000
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	458.160.000	109.998.000
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	369.303.000	319.170.000
Özkaynaklar	16.068.397.000	14.399.254.000
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	16.011.765.000	14.335.169.000
Ödenmiş Sermaye	2.200.000.000	2.200.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.195.204.000	1.211.352.000
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	11.269.231.000	9.183.190.000
Dönem Net Kar/Zararı	1.511.736.000	2.069.893.000
Yabancı Para Çevrim Farkları	401.889.000	138.824.000
Diğer Öz sermaye Kalemleri	-566.295.000	-468.090.000
Azınlık Payları	56.632.000	64.085.000
Toplam Kaynaklar	31.600.158.000	26.184.223.000

2.2.1.1. Varlıkların değerinin ölçülmesi

Bilançonun varlıkları dönen varlıklar ve duran varlıklar olarak iki bölümdür.

Dönen varlıklar

- Nakit ve nakit benzerleri
- Menkul kıymetler
- Ticari alacaklar
- Diğer alacaklar
- Diğer dönen varlıklar

Nakit Ve Nakit Benzerleri: Kasadaki nakit varlıkları, işletmenin bankadaki nakit para, çek, vadesi 3 aydan kısa vadeli mevduatlardan oluşmaktadır. Nakit ve benzeri varlıklar Türk muhasebe standartları TMS-39 – finansal araçlar muhasebeleştirme ve ölçme standardına göre gerçeğe uygun değerle değerlenmektedir. Türk lirasının gerçeğe uygun değeri üzerinde yazılı olan değeridir. Kasadaki yabancı paralar da borsa rayici baz alınır, borsa rayici merkez bankasının alış kurudur.

Menkul Kıymetler: satın almaya hazır finansal varlıklar ilk muhasebeleştirmelerinde gerçeğe uygun değerleri üzerinden değerlenerek kayıtlara alınır. Gerçeğe uygun değere finansal varlığın edinimi ile doğrudan ilişkilendirilebile işlem masrafları da dâhil edilmektedir. Menkul kıymetlerden elde edilen faiz faiz geliri olarak muhasebeleştirilir. Menkul kıymetler, rayiç bedele göre değerlemesine ilişkin kazanç veya kayıplar, ilgili varlık satılana, nakde dönüşene veya başka bir şekilde elden çıkarana kadar öz kaynaklar içinde ayrı bir kalemde gösterilir. Örgütlenmiş piyasalarda işlem giren menkul kıymetler bilanço tarihindeki iş günü sonunda piyasa fiyatları esas alınarak değerleme yapılır.

Ticari alacaklar: işletmenin yapmış olduğu mal ve hizmet satış faturaları tutarı ile kayda alınır ve izleyen dönemlerde etkin faiz oranı metoduyla indirgenmiş net değeri varsa şüpheli alacak karşılığı düşüldükten sonra mali tablolarda raporlanır. Vadesi gelen alacakların tahsil edilemeyeceğine ilişkin

somut bir risk varsa şüpheli alacaklara alınır. Tahsili tamamen mümkün olmayacağı anlaşılan ticari alacaklar tespit edildiğinde tamamen kayıtlarda düşülür.

Ticari alacaklar içerisindeki senetler, vadeli çekler etkin faiz oranı metoduyla reeskonta tabi tutularak indirgenmiş değerleri ile raporlanır. TFRS ye tabi şirketler mali tablolarında ilişkili taraflardan doğan alacak ve borçları ile ticari faaliyetlerinden doğan alacak ve borçları ayrı ayrı kalemde göstermelidirler.

Stoklar: stoklar, maliyet değeri ile veya net gerçekleştirilebilir değerden düşük olanı ile değerlendirilir. TMS -2 stoklar standardına göre stokların maliyet değerini, tüm satın alma maliyeti, dönüştürme maliyetleri ve stokların mevcut durumu ve konuma getirilmesi için kullanılan eklenti nitelikteki maliyetlerden oluşmaktadır.

Net gerçekleştirilebilir değer, tahmini satış fiyatından satış esnasına kadar oluşacak ek maliyetler düşülerek tahmin edile tutardır. Stoklarda değer düşüklüğü, stokları zarar görmesi kısmen veya tamamen kullanılmaz hale gelmesi ya da satış fiyatının düşmesi gibi durumlarda ortaya çıkar.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre değerlendirme çalışmalarında stoklar, net çalışma sermayesinin hesaplanması aşamasında dikkate alınan önemli kalemlerden birisidir.

Duran Varlıklar

Duran varlıklar işletmenin bir yıl içerisinde elden çıkarmayı düşünmediği varlıklarından oluşur. Bunlar aşağıdaki gibi sınıflara ayrılır

- Ticari Alacaklar
- Mali Duran Varlıklar
- Maddi Duran Varlıklar
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar
- Ertelenen Vergi Karşılığı Diğer Duran Varlıklar

Ticari alacaklar: işletmenin bir yıldan daha uzun vadeli senetli veya senetsiz ticari alacaklar yer alır. Vadesi bir yılın altına düşen alacaklar dönen varlıklar içerisinde ilgili hesaplara aktarılır.

Mali Duran Varlıklar: Uzun vadeli amaçlarla veya yasal zorunluluklar nedeniyle elde tutulan ya da bir yıllık süre içinde paraya dönüşmeyecek menkul kıymetler bu grupta izlenir. İşletmenin sermayesine katıldığı bağlı menkul kıymet, iştirak veya bağlı ortaklık konumunda olan işletmelerdir.

Mali duran varlıklar de etme maliyeti ile muhasebeleştirilir. İktisap tarihinden sonra ise iştiraklerin değerlendirilmesinde öz kaynak yöntemi kullanılır. Konsolidasyon kapsamına alınmayan iştirakler ya maliyet değerine göre ya da borsa rayicine göre değerlendirilir.

Değerleme çalışmalarında şirketin ortağı olduğu iştirak ve bağlı ortakların durumu da dikkate alınması gerekmektedir. Çünkü şirket bağlı ortaklıklardan ve iştiraklerinden temettü gibi veya aktif piyasada işlem görüyorsa fiyat artışından nakit akışı sağlar.

Maddi Duran Varlıklar: işletmenin faaliyetlerini sürdürmek için ihtiyaç duyduğu veya idari amaçlar çerçevesinde kullandığı ve bir yıldan fazla elde tutmayı düşündüğü fiziki varlıklarıdır. Maddi duran varlıklar net değeri ile değerlendirilir. Net değer varlıkların maliyet değerinden varlığın birikmiş amortisman değeri ve varsa değer düşüklüğü çıkartılarak hesaplanır.

Maddi varlığın maliyet değeri alış fiyatı, ithalat vergileri, iadesi mümkün olmayan vergiler ve maddi varlığın kullanıma hazır hale getirilmesi için yapılan giderlerden oluşmaktadır. Maddi varlık kullanılmaya başlandıktan sonra yapılan tamir ve bakım gibi masraflar yapıldığı döneme gider olarak kaydedilir.

Değerleme çalışmalarında maddi duran varlıklar önemli bir kalemdir özellikle indirgenmiş nakit akımı yönteminde sabit kıymet yatırımlarının tahmin edilmesinde önem taşır. İleriye dönük büyüme tahminlerinde de yapılan sabit yatırımların etkisi büyüktür.

Maddi Olmayan Duran Varlıklar: Bu hesap kaleminde işletmenin herhangi bir fiziksel varlığı bulunmayan ve işletmenin belli bir şekilde

yararlandığı veya yararlanmayı beklediği aktifleştirilen giderler ile belirli koşullar altında hukuken sahip olduğu haklar ve şerefiyeler yer alır.

Maddi olmayan duran varlıklar gelecekte ekonomik bir fayda elde edilmesi ve maliyetin doğru bir şekilde belirlenebilmesi durumunda kaydedilirler. İlk kayıt yapıldıktan sonra birikmiş itfa payı ve birikmiş değer düşüklüğü karşılıkları düşüldükten sonraki değerleriyle mali tablolarda raporlanır.

TMS-38 Maddi olmayan duran varlıklar standardı, bir varlığın maddi olmayan duran varlık olarak tanımlanabilmesi için üç temel şart belirlenmiştir.

Bunlar:

Belirlenebilirlik: Bir varlığın diğer varlıklardan ayrıştırılabilir olması gerekir. Diğer varlıklardan bağımsız olarak satılabilir, kiraya verilebilir ve başka bir malzeme üretiminde kullanılabilir olması gerekmektedir.

Kontrol: İşletmenin maddi olmayan bir duran varlığını 3. Kişilerin kullanımına kapatabilmesi veya kullanımını engelleyebilmesi anlamına gelir.

Gelecekte ekonomik yönden yararlı olması: Varlığı kullanımının gelecekte işletmede nakit artırması ya da bir malın üretimini hızlandırması anlamına gelir.

Banka Kredileri: Banka kredileri, maliyet bedeli ile kayıt edilir. Daha sonra krediler etkin faiz oranı yöntemiyle indirgenmiş değerleri ile gösterilir. Şirket değerlemesinde kısa vadeli banka kredileri ve uzun vadeli banka kredileri önemli bir yer tutar. İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre değerlemede gelecekteki finansal yapı ve finansal borçlara ilişkin nakit akışları tahmin edilir. Bu sebeple finansal borçlar hem bu tahminlerin yapılmasında hem de finansal kaldıraç oranının hesaplanmasında önemli bir faktördür.

Ticari Borçlar: işletmenin mal ve hizmet alımından veya ilerde doğacak borç tutarları rayiç değerini temsil eden indirgenmiş maliyet değeri ile kaydedilir. Değerleme çalışmalarında ticari borçlar net çalışma sermayesinin hesaplanmasında kullanılır. Ayrıca ticari borçlar vadesi faiz oranı bakımından şirketten nakit çıkışı olacağı için değerlendirme çalışmalarında önemli bir faktördür.

2.2.2. Gelir Tablosu

Gelir tablosu: bir işletmenin belirli bir faaliyet dönemi içerisinde elde ettiği tüm gelirler ve bu gelirleri elde etmek için katlanmış olduğu giderleri ve maliyetleri sınıflandırılmış bir şekilde gösteren ve dönem faaliyetinin sonucunu kar ya da zarar olarak özetleyen finansal tablodur (Akgüç, 2006).

Gelir tablosu başta yöneticiler, analistler, şirkete yatırım yapanlar veya yatırım yapacak olanlar için şirketin faaliyetlerinin net sonucu olarak önemli bir göstergedir. Değerleme çalışmalarında ilerdeki kar miktarlarının tahmin edilmesinde gelir tablosundan yararlanır. Gelir tablosunda işletmenin elde etmiş olduğu gelir ve karın nereden elde edildiği ve bunlar için katlanılan giderlerin hangi ölçüde nerelere yapıldığı gelir tablosundan elde edilir. Şirket dönem sonunda zarar etmiş olabilir ama ana faaliyetlerinden kar edip diğer faaliyetlerinden zarar etti ise bu durum değerlendirilir ve ana faaliyetlerine ağırlık verilir. Bu sebeple değerlendirme uzmanları gelir tablosu ve bölümleri hakkında yeterli bilgi sahibi olmalıdır

Şimdi UFRS VE TFRS ye uyumlu bir gelir tablosunu inceleyeceğiz

Tablo 2.2. Kapsamlı gelir tablosu örneği

XYZ İşletmesi 2017 Tarihli Gelir Tablosu		
	CARİ DÖNEM	2016
Sürdürülen Faaliyetler		
Satış Gelirleri	14.100.863.000	12.769.415.000
Satışların Maliyeti (-)	-9.148.810.000	-7.766.496.000
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	0	0
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	4.952.053.000	5.002.919.000
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	184.698.000	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	-70.223.000	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Diğer Kar (Zarar)	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	114.475.000	0
Diğer Gelir ve Giderler	0	0
Brüt Kar (Zarar)	5.066.528.000	5.002.919.000
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1.910.947.000	-1.901.859.000
Genel Yönetim Giderleri (-)	-721.849.000	-625.279.000
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.342.172.000	1.302.939.000
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-325.158.000	-378.061.000
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0	0
Faaliyet Karı (Zararı)	3.450.746.000	3.400.659.000
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	-35.229.000	-59.418.000
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	24.640.000	14.919.000
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-59.869.000	-74.337.000
Diğer Gelir ve Giderler	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	3.415.517.000	3.341.241.000
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	385.560.000	0
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-1.768.847.000	-1.135.115.000
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	2.032.230.000	2.206.126.000
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-426.615.000	-667.672.000
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-200.663.000	-591.297.000
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-225.952.000	-76.375.000
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	0	0
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	1.605.615.000	1.538.454.000
DURDURULAN FAALİYETLER	-	-
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	-42.164.000	367.336.000
Dönem Karı (Zararı)	1.563.451.000	1.905.790.000
Dönem Kar/Zararının Dağılımı	-	-
Ana Ortaklık Payları	1.511.736.000	2.069.893.000
Azınlık Payları	51.715.000	-164.103.000
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0	0
Sürdürülen Faaliyetlerden Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0	0
Hisse Başına Kazanç	1	1
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	1	1

2.2.2.1. Gelir ve giderlerin ölçülmesi

Gelirler, indirimler ve ödenecek vergi miktarları düşüldükten sonra net bir şekilde mali tablolara yansıtılır. Gelir tutarının güvenli bir şekilde ölçülebildiği durumlarda gelir elde edilmiş olur. Bu sebeple net satışlar, indirimler ve komisyonlar düşüldükten sonra faturalanmış satış bedelinden oluşur. Hizmet satışından doğan gelirler ise ölçülebilir bir tamlama derecesine ulaştığı zaman kaydedilir (Sipahi vd, 2016).

Değerleme çalışmalarında gelir tablosu önemli bir yer tutar. Çalışmalar yapılırken 5-10 yıllık gelir tablosu verileri olarak tahmin ve modelleme yapılması daha sağlıklı olur. Çünkü tek bir yılın alınması bazen yanıltıcı sonuçlar verebilir. Oluşan bir kar veya zarar bazı olağandışı sebeplerden kaynaklanmış geçici bir sebeplerden kaynaklanmış olabilir.

2.2.3. Öz kaynak Değişim Tablosu

Öz kaynak değişim tablosu, ilgili dönemde öz kaynak kalemlerinde meydana gelen artış ya da azalışları bir bütün halinde gösteren tablodur. Sermaye şirketlerinde dönem içerisinde öz kaynak değişimini yatırımcılar öz kaynak değişim tablosu sayesinde bilgi sahibi olurlar.

2.2.4. Nakit Akış Tablosu

Nakit akış tablosu, bir faaliyet dönemi içerisinde işletmede ortaya çıkan nakit girişlerinin işletme faaliyetlerine, yatırım faaliyetlerine ve finansman faaliyetlerine göre sistemli bir şekilde gösteren finansal tablodur. Birbirini izleyen dönemler arasında nakit ve nakde eşdeğer değişmeyi açıklamayı amaçlar.

Tablo 2.3. Nakit akış tablosu örneği

X.. İşletmesi	Tarihli Nakit Akış Tablosu (Tl)	Dip Not	2017	2016
Esas Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışları				
Vergi Öncesi Net Kar				
Düzeltilmeler				
Amortisman Ve İtfa Payları İle İlgili Düzeltilmeler				
Kıdem Tazminatı Karşılığı				
Şüpheli Alacaklar Karşılığı				
Faiz Geliri Ve Gideri İle İlgili Düzeltilmeler				
Maddi Varlık Satış Karı/Zararı				
Türev Enstrümanlarla İlgili Düzeltilmeler				
İşletme Sermayesindeki Değişikliklerden Önceki Faaliyet Karı				
Finansal Varlıklar				
Ticari Ve Diğer Alacaklar				
İlişkili Taraflardan Alacaklar				
Stoklar				
Diğer Dönen Varlıklar				
Diğer Duran Varlıklar				
Ticari Ve Diğer Borçlar				
İlişkili Taraflara Borçlar				
Diğer Yükümlülükler				
Kıdem Tazminat Ödemeleri				
Alınan Faizler				
Esas Faaliyet Kullanılan Nakit				
Yatırım Faaliyetlerinden Sağlanan Nakit Akışları				
Maddi Varlık Satın Alımları				
Maddi Olmayan Varlık Satın Alımları				
Maddi Varlık Satışından Kaynaklanan Nakit Akışı				
Yatırım Faaliyetlerinde Kullanılan Net Nakit				
Finansman Faaliyetlerinden Sağlanan Nakit Akışları				
Faiz Ödemeleri				
Alınan Diğer Faiz Ve Komisyonlar				
Banka Kredileri Temini				
Banka Kredileri Ödemeleri				

Tablo 2.3. Nakit akış tablosu örneği (devamı)

X.. İşletmesi Tarihli Nakit Akış Tablosu (Tl)	Dip Not	2017	2016
Finansman Faaliyetlerinde Kullanılan Net Nakit Nakit Akışları			
Hazır Değerlerde Meydana Gelen Net Artış Azalış			
Dönem Başı Hazır Değerler Mevcudu			
Dönem Sonu Net Nakit Mevcudu			

2.3. Finansal Tablolar Analizi

Mali tablolar analizi, bir firmanın mali durumunu, faaliyet sonuçlarını ve finansal yönden gelişmesini değerlendirebilmek, gelişme yönlerini saptayabilmek ve o firma ile ilgili geleceğe dönük tahminlerde bulunabilmek için mali tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içerisinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenip analiz edilmesidir (Sipahi vd, 2016: 49).

Mali tablolarda değerlendirme çalışmalarında birtakım karşılaştırmalar yapılır bu karşılaştırmalar yapılırken firmanın faaliyet gösterdiği sektör, iş kolu ve ekonomik koşullar dikkate alınması önemlidir. Aynı sektördeki işletmeler birbirleriyle karşılaştırılmaları daha sağlıklı sonuçlar verir.

Finansal tablolar analizi analizin yapılış amacına göre, analizin içeriği ve yapılış biçimine göre sınıflara ayırmak mümkündür. Finansal tablolar analizinde aşağıdaki teknikler kullanılır.

- Karşılaştırmalı tablolar analizi
- Yüzde yöntemi ile analiz
- Eğilim yüzdeleri yöntemi ile analiz
- Oran analizi

Finansal tablolar analizinde analistler tarafından en çok kullanılan ve en etkin teknik oran analizidir. Oran analizinde mali tablolarda yer alan tutarların nisbi şekilleri incelenerek işletmenin mali durumu hakkında bilgi edinilir. Oran analizinde birçok oran hesaplamak mümkündür ancak hesaplanan oranları yorumlayabilmek, daha önceki yıllarda hesaplanan oranlarla karşılaştırmalar yaparak çıkarımlarda bulunmak yorumlanabilir bilgiler elde etmek önemlidir. Oran analizinde dikkat edilmesi gereken hususlar şunlardır: (Sipahi vd, 2016: 50)

- Oran analizinde hesaplanan oranlar doğru ve amaca uygun bir biçimde yorumlanmalıdır.
- Oranlar üzerindeki mevsimsellik ve konjonktürel hareketlerin etkileri yorumda mutlaka dikkate alınmalıdır.
- Oranlardaki değişikliklerin nedenleri işletme açısından taşıdığı önem doğru belirlenmelidir.
- Oranlardaki bilgiler ek bilgilerle desteklenerek yorumlanmalıdır.
- Oranlar değerlendirilirken işletmenin kendi geçmişi ve sektörel bilgiler de dikkate alınmalıdır.

Oran analizinin amacı işletmenin borç ödeme gücünü, varlıkların verimliliğini, yabancı kaynak kullanımını ve karlılığını ölçmektir.

Uygulamada analistler tarafından en çok kullanılan oran analizleri şunlardır:

- ✓ Likidite oranları
- ✓ Mali yapı oranları
- ✓ Faaliyet oranları
- ✓ Karlılık oranları

2.3.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, işletmenin dönen varlıklar toplamı ya da dönen varlık kalemleri ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasında çeşitli oranlar hesaplanır. Likidite oranları işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını belirlenmesinde kullanılır. Bu oranları bankalar ve diğer işletmeye borç veren kişi ve kurumlar tarafından, işletmeye verilen kredilerin uzatılıp uzatılmayacağını görmek için kullanılır.

Likidite oranları 3 tanedir.

- Cari oran
- Asit-test oranı (likidite oranı)

➤ Nakit oranı (disponibilite oranı)

Cari Oran: dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanması ile elde edilir. İşletmenin her bir liralık kısa vadeli borcuna karşılık kaç liralık dönen varlığı olduğunu gösterir

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

Asit test oranı: bu oran stoklar olmaksızın dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranını gösterir. Stoklar diğer dönen varlık kalemlerine göre paraya çevrilebilmesi daha zordur bu sebeple bu oranın hesaplanmasında göz ardı edilir. Dönen varlıklardan stoklar çıkartılarak kısa vadeli yabancı kaynaklara oranlanır.

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

Nakit Oranı: işletmenin hazır değerlerinin kısa vadeli yabancı kaynaklarına oranlanması ile hesaplanır.

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler}(\text{Kasa} + \text{Banka} + \text{Nakit Benzeri Varlıklar})}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}$$

2.3.2. Mali Yapı Oranları

Mali yapı oranları, işletmenin yabancı kaynaklarından yararlanma derecesini ölçmeye yarar. İşletmenin öz kaynağının yeterli olup olmadığı, kaynak yapısı içinde borç ve öz kaynak dengesini ne derece sağlandığını gösterir. Bu oranlar, bir işletmenin ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve bu borçlanmanın işletme için ne kadar yararlı olduğu borçların ne kadar katkı sağladığını ölçmeye yarar (Akgüç, 2006: 33).

- Borçların öz kaynaklara oranı
- Kısa vadeli yabancı kaynakların öz kaynaklara oranı
- Maddi duran varlıkların öz kaynaklara oranı
- Finansal giderlerini karşılama oranı

Borçların Öz Kaynaklara Oranı (Finansal Oran), yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranlanması ile hesaplanır. Bu oran işletmenin öz kaynaklarının ne kadarının yabancı kaynaklardan karşılandığını gösterir.

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

Öz Kaynakların Aktif Toplamına Oranı, bu oran varlıkların yüzde kaçının işletme ortakları tarafından finanse edildiğini gösterir. Öz kaynakların toplam aktife oranlanması yoluyla elde edilir.

$$\text{Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı} = \frac{\text{Özkaynaklar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Öz Kaynakların Toplam Yabancı Kaynaklara Oranı (Finansman Oranı): öz kaynakların toplam yabancı kaynaklara oranlanması ile bulunur. Bu oran öz kaynaklar ile yabancı kaynaklar arasındaki uyumu gösterir ve en az 1 olması gerekir.

$$\text{Finansman Oranı} = \frac{\text{Özkaynaklar}}{\text{Yabancı Kaynak Toplamı}}$$

Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı: işletmenin varlıklarının ne kadarının kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini gösterir. Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranlanması ile bulunur.

$$\text{K. V. Yab. Kayn. Topl. Pasife Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Kaynaklar Toplamı}}$$

Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı, işletmenin toplam varlıklarının yüzde kaçının uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranlanması yoluyla elde edilir.

$$\text{U.V.Y. kaynakların topl. kaynaklara oranı} = \frac{\text{u.vadeli yabancı kaynaklar}}{\text{toplam kaynaklar}}$$

Borçların Maddi Öz Varlığa Oranı, bu oran hesaplanırken ilk önce işletmenin maddi öz varlığı hesaplanır. Maddi öz varlık işletmenin öz

kaynaklarından maddi olmayan duran varlıkların çıkarılmasıyla bulunur. Toplam yabancı kaynakların maddi öz varlıklara oranlanması ile elde edilen bu oranın birden küçük olması gerekmektedir.

$$\text{Borçların Maddi Özvarlığa Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Maddi Öz Varlıklar}}$$

Oto Finansman Oranı, işletmenin oto finansman yoluyla sağlamış olduğu kaynakları gösterir. Ve bu oran ne kadar büyükse yabancı kaynaklara ne kadar az ihtiyaç duyuyorsa o kadar iyidir. Kar yedeklerinden birikmiş zararların çiktartılarak ödenmiş sermayeye oranlanması ile elde edilir.

$$\text{Oto Finansman Oranı} = \frac{\text{Kar Yedekler} - \text{Birikmiş Zararlar}}{\text{Ödenmiş Sermaye}}$$

Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı,

İşlenmenin duran varlıklarının ne kadarının öz kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Duran varlıkların öz kaynaklara oranlanması ile elde edilir.

$$\text{Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı} = \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

Duran Varlıkların Devamlı Sermayeye Oranı, işletmenin öz kaynakları ve uzun vadeli yabancı kaynakları işletmenin devamlı sermayesini oluşturur. İşletmenin duran varlıklarını ne kadarının devamlı sermaye ile finanse edildiğini gösterir. Duran varlıkların devamlı sermayeye oranlanması ile elde edilir.

$$\text{D. Varlıkların Dev. Sermayeye Oranı} = \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Devamlı Sermaye}(\text{Öz Kaynak} + \text{U.V.Y Kaynaklar})}$$

Maddi Duran Varlıkların Öz Kaynaklara Oranı, işletmenin duran varlıklarının ne kadarının öz kaynaklar ile finanse edildiğini gösteren orandır. Maddi duran varlıkların öz kaynaklara oranlanması ile bulunur.

$$\text{Yatırım Oranı} = \frac{\text{Maddi Duran Varlıklar}}{\text{Özkaynaklar}}$$

2.3.3. Faaliyet Oranları

Faaliyet oranları işletmenin gerçekleştirdiği faaliyetlerinin sonucunda varlıklarını ne derece verimli kullanıp kullanmadığını gösteren analizlerdir.

Stok Devir Hızı Oranı: bu oran işletmenin stoklarının ne kadar sürede yenildiğini gösterir. Stok devir hızıyla işletmenin bir dönemde, bir yılda veya ayda kaç defa yenildiğini bulabiliriz.

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

Ticari Alacakların Devir Hızı: ticari alacakların devir hızı işletmenin alacaklarını ne kadar sürede tahsil edebildiğini gösterir. Bu oran yıl ay gibi çeşitli dönem periyotlarında hesaplanabilir. Ticari alacakların devir hızı ne kadar yüksek olursa işletme açısından o derece iyidir. Ticari alacakların devir hızı düşük olursa işletme alacaklarını tahsil etmede sorunlar yaşaması ve işletme sermayesinin büyük bir bölümünün ticari alacaklara ayrıldığı düşünülür.

$$\text{Ticari Alacakların Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Kredili Net Satışlar}}{\text{Ortalama Ticari Alacaklar}}$$

Ticari Borçların Devir Hızı: bu oran işletmenin ticari borçlarını ne kadar sürede ödediğini gösterir. İşletmenin borç ödeyebilme kabiliyetin ölçer. İşletmenin kredili mal ve hizmet alışlarının ortalama ticari borçlara oranlanması ile ölçülür.

$$\text{Ticari Borçların Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Kredili Mal ve Hizmet Alışları}}{\text{Ortalama Ticari Borçlar}}$$

Hazır Değerler Devir Hızı Oranı: bu oran işletmenin nakit ve nakit benzerleri gibi hazır değerlerinin satışlar ile kaç defa karşılandığını gösterir. Net satışların ortalama hazır değerlere bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Hazır Değerler Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Hazır Değerler}}$$

Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı Oranı: bir işletmenin net çalışma sermayesinin belirli bir dönemde kaç defa devrettiğini ve yeterli olup olmadığını gösterir. net çalışma sermayesi, bir işletmenin dönen varlıklarından kısa vadeli yabancı kaynaklarının çıkartılmasıyla elde edilir. Net çalışma sermayesi devir hızı

oranı düşük ise işletmenin aşırı net çalışma sermayesine sahip olduğunu işletmenin gereğinden fazla nakdi değerler sahip olduğunu işaret eder, oran yüksekse net çalışma sermayesinin verimli kullanıldığını gösterir. Net çalışma sermayesi devir hızı oranı net satışların ortalama net çalışma sermayesi bölünmesi ile hesaplanır.

$$\text{Net Çalışma Sermayesi Dev. Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Net Satışlar}}$$

Dönen Varlıklar Devir Hızı Oranı: işletmenin dönen varlıklarının yeterli olup olmadığını, verimliliğini ölçmede kullanılır. Dönen varlıkların ölçüsü işletmeye göre farklılık gösterebilir. Dönen varlıkların devir hızının yüksek çıkması işletmenin dönen varlıklarının olması gereken değerden az olduğunu, oranın düşük çıkması ise dönen varlıkların olması gereken değerden fazla olduğunu gösterir. Dönen varlıklar devir hızı oranı net satışların ortalama dönen varlıklara bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Dönen Varlıklar Dev. Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Dönen Varlıklar}}$$

Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı: işletmenin duran varlık devir hızı oranını ölçmek için kullanılır. Oranın yüksek duran varlıkların kapasitenin üzerinde bir aşırı kullanımı gösterir. Oranın düşük çıkması işletmenin duran varlıklarından yeterince yararlanmadığını gösterir. Standart bir oran söz konusu değildir işletmeye göre optimal oran değişir farklı yorumlanabilir. Duran varlıklar devir hızı oranı net satışların ortalama duran varlıklara bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Duran Varlık Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Duran Varlıklar}}$$

Toplam Aktifler Devir Hızı Oranı: işletmenin toplam aktiflerinin verimliliğini ölçmek için kullanılır. İşletmenin aktiflerinden yeterince yararlanıp yararlanmadığını gösterir. Toplam aktiflerin devir hızı oranı net satışların ortalama aktif toplamına bölünmesiyle elde edilir.

$$\text{Topl. Aktiflerin Devir H. Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Ortalama Aktif Toplamı}}$$

Öz Kaynaklar Devir Hızı Oranı: işletmenin öz kaynaklarının verimliliğini gösteren bir orandır. Standart bir orandan bahsedilemez işletmeye ve

işletmenin geçmiş verilerine göre değişir yorumlanır. Bu oran net satışların ortalama öz kaynaklara bölünmesiyle elde edilir.

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

2.3.4. Karlılık Oranları

Karlılık oranları işletmenin faaliyetleri sonucundaki karlılığını verimliliğini ölçmeyi sağlayan oranlardır.

Brüt Satış Karı/Net Satışlar Oranı: işletmenin yapmış olduğu net satışlarının ne kadarının brüt satış karı olduğunu gösteren orandır.

Faaliyet Karı/ Net Satışlar Oranı: işletmenin net satışlarının ne kadarını faaliyet karından elde ettiğini gösterir. Esas faaliyet karının yüksek olması ve artması işletmenin büyümesi açısından da önemlidir.

Olağan Kar / Net Satışlar Oranı: işletmenin olağan karının net satışların yüzde kaçını oluşturduğunu gösteren orandır. İşletmenin olağan faaliyetlerinin sonucunda elde ettiği karın eterli olup olmadığını gösterir.

Dönem Karı/ Net Satışlar Oranı: işletmenin net satışlarının yüzde kaçının dönem karından sağlandığını gösteren orandır.

Mali Rantabilite Oranı: işletmenin toplam kaynaklarının karlılığını, verimliliğini ölçmek için kullanılır. İşletmeye yatırılan fon kaynaklarının getirisini ölçer. Mali rantabilite oranı vergi öncesi kar ve faiz giderleri toplamının toplam varlıklara bölünmesiyle bulunur.

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

Ekonomik Rantabilite Oranı: işletmenin toplam kaynaklarının karlılığını ölçer. İşletmeye yatırılan fonların getirisini ölçmek için kullanılır. Bu oranın mali rantabilite oranından düşük olması beklenir çünkü yüksek olursa yabancı kaynaktan yararlanma maliyetinin normalden yüksek olduğu kanısına varılır. Ekonomik rantabilite oranı şu formülle gösterilir.

$$\text{Ekonomik Rantabilite Oranı} = \frac{\text{Vergi ve Faiz Öncesi Kar}}{\text{Varlıklar Toplamı (Aktif)}}$$

Faiz Giderlerini Karşılama Oranı: işletmenin ödemek zorunda olduğu faiz giderlerini bir dönem içinde kaç defa kazandığını gösteren orandır. Faizlerin ödeyebilme gücünün bir göstergesidir. Faizleri karşılama oranı, işletmenin vergi öncesi kar ve faiz giderleri toplamının faiz giderlerine bölünmesiyle hesaplanır.

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \frac{\text{Vergi Öncesi Kar} + \text{Faiz Giderleri}}{\text{Faiz Giderleri}}$$

Fiyat Kazanç Oranı: bir hisse senedi başına düşen net kar ile hisse senedinin borsadaki fiyatı arasındaki ilişkiyi gösteren orandır. Bu oran değerlendirme çalışmalarında analistler ve yatırımcılar açısından önemli bir orandır. Fiyat kazanç oranı, hisse senedi başına net kar miktarının hisse senedinin piyasa fiyatına bölünmesiyle hesaplanır.

3. ŞİRKETİN DEĞERİNİ ETKİLEYEN TEMEL DEĞİŞKENLER

3.1. Paranın Zaman Değeri

Para, zamanla aşınma ve yıpranmaya maruz kalarak değer kaybına uğrar. Bugün sahip olduğumuz parayla gelecekte sahip olacağımız aynı miktardaki paranın değeri aynı değildir. Bugün sahip olduğumuz para, karlı yatırımlara dönüştürülebileceği, enflasyon riski gibi bazı unsurlar sebebiyle gelecekteki paradan daha değerlidir. Bununla beraber paranın değeri ile enflasyon farklı kavramlardır. Enflasyon paranın değer kaybını hızlandıran bir faktördür.

Yatırım kararlarının alınmasında, finansal projelerin değerlendirilmesinde, sağlıklı kararların alınmasında paranın zaman değeri önemli bir faktördür.

Paranın zaman değeri finans literatüründe, paranın bugünkü değeri ve paranın gelecekteki değeri olmak üzere iki farklı şekilde hesaplanmaktadır. Bu hesaplamalarda aşağıdaki formüller kullanılır (Sipahi vd, 2016: 60).

Paranın gelecekteki değeri:

$$P_n = P_0(1+i)^n$$

Paranın şimdiki değeri:

$$P_0 = \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

P_n : gelecekteki değer

P_0 : bugünkü değer

i : faiz (iskonto) oranı

n : vade (dönem sayısı)

3.2. İskonto Oranı ve Öz Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Sermaye maliyeti, herhangi bir yatırıma fon sağlayabilmek için piyasanın istediği getiri oranıdır. Belirli bir yatırımın sermaye maliyeti bir fırsat maliyetidir. Sermaye maliyeti, bir şirketin piyasadan öz kaynak veya borç yoluyla fon elde edebilmesi için yatırımcılara vermeyi taahhüt etmek zorunda olduğu getiri oranıdır. Şirket sermaye maliyetini kendisi belirleyemez sermaye maliyeti piyasa tarafından belirlenir (Sipahi vd, 2016: 63).

Sermaye maliyeti, şirketin değerini belirleyen, şirketin değerine önemli ölçüde etki eden bir unsurdur. Sermaye maliyeti hem şirket yöneticileri hem yatırımcılar açısından sağlıklı ve doğru kararların verilmesi için bilinmesi gereken bir unsurdur. Yöneticiler tarafından şirketin değerini artıracak ve maksimize edecek doğru yatırım kararlarının alınabilmesi yapılan yatırımların şirkete olacak katkısının öngörülebilmesiyle olur bu öngörüler de sermaye maliyetlerinin bilinmesi yabancı kaynaklarını maliyeti ve yatırımın getirisini tahmin edip karşılaştırarak doğru karar verilmesiyle olur. Bu nedenle şirketin değer yönetimi ve maksimize edilmesi açısından sermaye maliyetinin bilinmesi ve en aza indirgenmesi hayati önem arz etmektedir. Yatırım projeleri değerlendirilirken ıskonto oranı olarak sermaye maliyeti kullanılır. Yatırımın iç verim oranı sermaye maliyetinden yüksek olduğu takdirde yatırım yapmak karlıdır kanısıyla yatırım yapmaya karar verilir.

Diğer yandan şirkete fon sağlayan hissedarlar ve borç verenler açısından sermaye maliyeti, bu yatırımdan bekledikleri minimum getiri oranıdır (Öztürk , 2009: 31).

Bir şirketin sermayesi şirketin ortaklarının koymuş olduğu öz kaynak ve borç verenlerden sağladığı kaynaklardan oluşmaktadır. Borçların maliyeti öz kaynakların maliyetinden düşük olduğu kabul edilir. Borçlara ödenen faiz tutarlarının vergiden düşülmesi borç maliyetini düşüren unsurdur. Bu sebeple şirketin belirli bir düzeyde borçlanması şirketin sermaye maliyetini düşürebilir. (Chambers, 2009)

Sermaye maliyetinin hesaplanması ve kullanılmasında dikkat edilmesi gereken bazı önemli faktörler vardır. Bunlar, (Akgüç, 1988: 439-40)

1. Şirketin geçmiş sermaye maliyeti, her zaman yeni yapılacak şirket değerlemesi ya da alınacak yeni yatırımlar kararları için ölçü olmayabilir.
2. Kar eden ve bu nedenle vergi ödeyen şirketlerde her bir sermaye unsurunun maliyeti, vergi faktörü dikkate alınarak vergiden sonra hesaplanmalıdır.
3. Şirketin sermaye maliyeti konusunda sadece yeni bir projenin finansmanı için kullanılacak kredi maliyetlerinin esas alınması temelde bir hata oluşturabilir. Çünkü bu durum şirketin potansiyel ve beklide ucuz maliyetli yabancı kaynak bulma olanaklarını şimdiden kullanmakta olduğunu gösterebilir.

3.2.1. Borç Maliyetinin Hesaplanması

Şirketler faaliyetlerini gerçekleştirirken başta nakit açıkları olmak üzere yatırımlarını gerçekleştirmek, finansal kaldıraçtan yararlanma, olağandışı giderleri karşılamak gibi birtakım sebeplerden dolayı fona ihtiyaç duyar. Şirketler bu fon ihtiyacını gidermek için borçlanmaya gider ve bunu iki şekilde gerçekleştirir ya para piyasalarından kredi sağlar ya da tahvil vb finans aracı çıkartarak borçlanmaya gider.

İşletmelerin almış oldukları borçların maliyeti alınan borç karşılığında ödenen faiz ve ortaya çıkan diğer giderler tutarıdır. Ancak mevcut yasalar alınan borç karşılığında ödenen faiz tutarının vergiden düşülmesine olanak sağlamaktadır. Bu da işletmeler açısından iyi bir vergi avantajı sağlayarak borç maliyetini düşürmektedir. Borcun maliyeti hesaplanırken bütün bu unsurlar dâhil edilerek hesaplanır. Bir işletmenin almış olduğu vergiden sonraki net borç maliyetini aşağıdaki şekilde hesaplarız (Öztürk , 2009: 32).

Borcun Vergiden Sonraki Maliyeti= Vergiden Önceki Borç Maliyeti(Faiz Oranı)*(1-Vergi Oranı)

Şirket tahvil ihraç ederek fon sağlarsa, tahvilin piyasa fiyatı ile tahvilin gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları vade sonundaki anaparanın bugünkü değerine eşittir. Yani kupon ödemeleri ile tahvilin anaparasının faiz oranı ile iskonto edilmesidir. Tahvil yatırımcılarının tahvilden bekledikleri getiri oranı,

şirket için tahvil borcunun maliyetine eşit olur. Tahvilin fiyatı şöyle hesaplanır (Öztürk , 2009: 33).

$$T_d = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} + \frac{P}{(1+r)^n}$$
$$T_d = \sum_{k=0}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

Formüldeki terimler:

T_d = Tahvilin piyasa değeri

C_t = Yıllık faiz ödemeler.

P = Tahvil nominal değeri

n = Tahvilin vadesi

r = Tahvil çıkararak sağlanan borcun vergiden önceki maliyeti

Borcun maliyeti temelde üç unsura bağlıdır bunlar, risksiz faiz oranı, şirketin ödeme riski, vergi oranı (Damodoran , 2006).

Risksiz faiz oranı: piyasa faiz oranına göre belirlenen risksiz faiz oranı yükseldikçe şirketlerin ödeyecek oldukları faiz tutarı artacağından borcun maliyeti artar.

Şirketin ödememe riski: şirketin finansal durumuna göre ödememe riski arttıkça borcun maliyeti artar.

Vergi oranı: faiz ödemeleri vergi avantajı sağladığından vergi oranı yükseldikçe borcun maliyeti düşer.

3.2.2. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Maliyeti

Şirketler bazı hisse senetlerine ana sözleşmeleri gereği birtakım ayrıcalık sağlarlar. Bunlar, kar payı almada öncelik, tasfiye halinde varlık dağıtımında öncelik, gibi ayrıcalıklardır. İmtiyazlı hisse senetleri sabit kar payı ödenen

genellikle vadesi olmayan hisse senetleridir. Tahvil ve adi hisse senetlerine benzemelerinden dolayı bu senetlere melez finansal varlıklar da denir (Chambers, 2009: 55).

İmtiyazlı hisse senetlerinin şirket kar etmediği sürece kar payı almaması hukuki bir sorumluluk olmasa da imtiyazlı hisse senetlerinde kar payı dağıtımı sabit bir ödeme niteliğindedir. İmtiyazlı hisse senetlerinin belirli bir vadesi yok ise ve kar payları sabit ise çıkartılan imtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti şöyle hesaplanır (Sipahi vd, 2016: 67).

$$\dot{I}_p = \frac{D_p}{P_0}$$

\dot{I}_p = İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti

D_p = Sabit ödenen kar payı

P_0 = İmtiyazlı hisse senedinin sağladığı nakit girişi

3.2.3. Adi Hisse Senetlerinin Maliyeti

Adi hisse senedi, sahiplerine şirketin varlıkları üzerinde sahiplik hakkı veren senetlerdir. Ancak adi hisse senetleri şirketten en son pay alır öncelikli olarak şirkete borç verenler, tahvil sahipleri ve imtiyazlı hisse sahiplerine ödeme yapıldıktan sonra en son geriye kalan getiri adi hisse sahiplerine verilir geriye getiri kalmamışsa adi hisse senetleri sahiplerine ödeme yapılmaz. Yine şirket tarafından adi hisse senetlerine ödenecek kar payı tutarı miktarı ve zamanı belirli değildir. Bu sebeplerden dolayı adi hisse senetlerinin riski diğer finansal varlıklardan fazladır.

Adi hisse senetlerinin iki tür getirisi vardır bunlar kar payı ödemeleri ve sermaye kazançlarıdır. Sermaye kazancı hisse senedinin satışında elde edilir eldeki hisse senedini satmadıkça elde edilen tek getiri kar payı ödemeleridir. Adi hisse senetlerine ödenen kar payı tutarı ve zamanı belirli olmadığı için değerlendirme çeşitli tahminlere dayanarak hesaplamalar yapılır (Chambers, 2009: 63).

Bir hisse senedinin bir yıl sonraki sermaye kazancı ve temettü ödemesi şöyle hesaplanır (Öztürk, 2009: 40).

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{P_1}{(1+r)}$$

P_0 : Hisse senedinin piyasa fiyatı

P_1 :Hisse senedinin bir yıl sonraki beklenen fiyatı

D_1 :Hisse başına beklenen temettü ödemesi

r : beklenen getiri oranı, piyasa kapitilizasyonu

Eğer ki yatırımcı hisse senetlerinin sonsuza dek elinde tutacağını varsayarsak şirketin gelecek yıllarda ödeyeceği temettülerin bugünkü değeri şöyle hesaplanır.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

n : sonsuz

Eğer ki dağıtılan kar payları her yıl sabit ve belirli ise şu şekilde hesaplanır.

$$P_0 = \frac{D}{r}$$

Dağıtılan kar payları sonsuza dek sabit bir oranda büyüdüğü varsayılsa:

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

$$\text{Öz sermaye maliyeti} = r_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

g = temettü büyüme oranı

Bir şirket öz kaynak maliyetini kendisi belirleyemez bu maliyet serbest piyasa koşullarında belirlenir. Öz kaynak maliyetleri çeşitli denge modelleri, değerlendirme yaklaşımları ve oranlar yardımıyla hesaplanmaya çalışılır. Öz kaynak maliyetinin hesaplanmasında kullanılan üç yaklaşım aşağıda verilmektedir (Sipahi vd, 2016).

1. Finansal varlık fiyatlama modeli
2. İndirgenmiş kar payları yöntemi
3. Fiyat kazanç oranı modeli

3.2.3.1. Öz kaynak maliyetinin finansal varlık fiyatlama modeli ile belirlenmesi

Finansal varlık fiyatlama modeli, Sharpe(1964) ve Linter(1965) ve (1966) J.Mossin'in tarafından geliştirilmiştir. Bu sebeple literatürde SLM modeli olarak da adlandırılmaktadır. Sermaye varlıkları fiyatlama modeli(CAPM), günümüzde şirketlerin sermaye maliyetlerinin tahmin edilmesinde ve portföy değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır. Yapılan araştırmalarda analistler yüzde 70 ila 80 arasında bir oranda öz sermaye getirisi hesaplamalarında CAPM yaklaşımını kullandıklarını göstermektedir. (Yalçın, 2014: 89)

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli, bir varlığın sistematik riski ile varlığın beklenen getirisi arasındaki basit ve lineer bir ilişkiyi gösterir. CAPM 'ye göre bir hisse senedinin beklenen getirisi risksiz faiz oranından senedin risk primi kadar fazla olmalıdır (Öztürk , 2009: 43).

$$E(R_i) = \text{Risksiz faiz haddi} + \beta (\text{Risk primi})$$

CAPM hissedarların göze aldıkları belirli bir risk seviyesi ile gerçekleştirdikleri yatırım karşılığında talep ettikleri getiri oranını hesaplayarak, yatırımın gerçekleşen getirisi ve teorik olarak beklenen getirisi arasında karşılaştırma olanağı sunar. Yine CAPM piyasa tarafından fiyatlanmayan bir varlığında fiyatını tahmin etmede yardımcı rol oynar. Yani CAPM bir varlığın beta olarak ölçülen dağıtılamayan risk ile ilgili riski aşan beklenen getiriyi tahmin eder (Şamiloğlu, 2006: 99).

CAPM modeli ile piyasa etkinliği arasında sıkı bir bağ vardır. Piyasa etkinliği yüksek olursa CAPM geçerliliği de yüksek olur. CAPM modeli birtakım varsayımlar üzerine kuruludur. Bunları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Öztürk , 2004: 43).

- Yatırımcılar vergi komisyon gibi hiçbir işlem ücreti ödemezler
- Bütün varlıklar sonsuz bölünebilirliğe sahiptir
- Yatırımcılar fiyat belirleyemez tek başına fiyatları etkileyemezler
- Yatırımcılar portföyelerine ilişkin kararlarını sadece getirilerin beklenen değerlerine ve standart sapmalarına göre vermeleri beklenir.
- Yatırımcıların açığa satış yapma imkânı vardır.
- Modelde yatırımcılar sabit ve risksiz bir faiz oranı ile sınırsız miktarda borç alıp verebilme imkânına sahiptirler.
- Yatırımcılar birbirine eşit ve tek bir elde etme süresi için işlem yaparlar.
- Yatırımcılar homojen beklentilere sahiptir. Getiri oranları olasılık dağılımları ve gibi faktörler bakımından eşit bilgiye sahiptirler.
- Tüm varlıklar pazarlanabilir nitelik taşırlar.
- Yatırımcılar rasyonel davranırlar.

CAPM formül olarak hesaplanması: (Damodaran, 2002)

$$E[R_i] = R_f + \beta_i (E[R_m] - R_f)$$

B_i = hisse senedinin beta katsayısını

$E(R_i)$ = hisse senedinin beklenen getirisi

R_f = risksiz faiz oranı

$E(R_m)$ = piyasa endeksinin beklenen getirisini

$(R_m - R_f)$ = piyasa risk primi veya piyasa fazla getirisi

Risksiz Faiz Oranı

Yatırımcılar bir finansal varlığı belirli bir getiri elde etmek için belirli bir süre elde tutarlar. Ancak bu süre içerisinde birçok faktörlerden dolayı bekledikleri getiriyi elde edemeyebilirler. Bu durumlar risk olarak değerlendirilir. Risksiz bir varlıkta beklenen getiri gerçekleşen getiriye eşit olur. Riskli varlıklarda beklenen getiri oranı risksiz faiz oranına belirli bir risk primi ekleyerek hesaplanır. Bu

sebeple önce risksiz faiz oranı hesaplanır. Bir yatırım veya finansal varlık risksiz olabilmesi için iki unsuru taşınmalıdır. Bu unsurlar, ödememe riskinin olmaması ve yeniden yatırım riskinin olmamasıdır. (İvgen, 2003: 90)

Beklenen getirinin gerçekleşen getiriye eşit olması için ilk koşul ödememe riskinin olmaması. Piyasada bütün özel şirketlerin finansal yapı olarak çok iyi durumda olsalar da borçlarını ödeyememe ve temerrüde düşme riski her zaman olası bir faktördür. Bu bağlamda sadece devletin çıkardığı menkul kıymet araçları risksiz olduğu kabul edilir bunun sebebi devletin şirketlerden daha iyi durumda olması değil para basma yetkisi ve kontrolünün devlette olduğundan kaynaklanmaktadır. Aniden yatırım yapmama riski uygulamada genelde ihmal edilir. Çünkü belirli bir yıl bir varlığa yatırım yapıldığı zaman en düşük altı ay bir hazine bonosu bile temerrütsüz değildir ki diğer yapılan yatırımlar risksiz olsun. Bu sebeple yeniden yatırım riski her zaman vardır.

Risk Primi

Risk primi, piyasa endeksinin beklenen getirisi ile risksiz faiz haddi arasındaki farktır. Hisse senetlerinin geçmişteki ortalama getirileri ile risksiz menkul kıymetlerin geçmişteki ortalama getirileri ile hesaplamalar yaparak geçmişe dönük hesaplanır. Uygulamada hisse senedi risk primi tarihsel hisse senedi getirilerinin ortalamalarının uzun vadeli tahvil getirilerinin ortalamalarından çıkarılmasıyla bulunur (Öztürk , 2009: 50).

Risk primini etkileyen üç temel faktör vardır (İvgen, 2003: 93).

Ekonomilerdeki Volatilite: ekonomideki volatilite arttıkça risk primi artış gösterir. Gelişmekte olan ülkelerde risk primi gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir.

Politik risk: ülkede ve ekonomide belirsizliklere sebep olacak politik uygulamalar risk primini artırır.

Piyasanın Yapısı: para ve sermaye piyasaları gelişmiş etkin piyasalarda risk primi düşük etkin olmayan piyasalarda ise daha yüksek olur.

Gelişmekte olan ülkelerde risk primi şu formülle hesaplanır.

Hisse Senedi Risk Primi= Gelişmiş Hisse Senedi Piyasası İçin Temel Prim
+ Ülke Risk Primi

Ülke risk primi tahmin edilerek risk primine dönüştürülür. Uygulamada ülke risk priminin ölçülmesinde genelde derecelendirme kuruluşlarının yapmış olduğu ölçümler dereceler kullanılır risk priminin hesaplanmasında en çok kullanılan en basit yaklaşım ülkenin yurt dışında çıkardığı dolar bazlı tahvillerin getirisine bakıp, bunu ödeme riski olmayan ABD tahvilleri ile karşılaştırmaktır. Şöyle hesaplanır.

Ülke Risk Primi: Ülke Tarafından Çıkarılan Tahvillerin Getirisi - Risksiz Faiz Oranı Olarak ABD Tahvillerinin Getirisi

Beta Katsayısı

Beta katsayısı bir menkul kıymetin veya hisse senedinin pazara olan duyarlılığını ölçen katsayıdır. Beta katsayısı sistematik riski ölçer. Bir hisse senedinin getirisi ile pazarın getirisi arasında nasıl bir ilişki olduğunu pazara olan duyarlılığı gösterir. Beta katsayısı 1 e eşit ise hisse senedi pazara tam duyarlıdır pazara birebir uyum sağlar getirisi pazarın getirisi ile aynıdır. Beta katsayısı 1 den küçük ise getirisi pazara duyarlılığı azdır getirisi pazarın getirisinden daha düşüktür. Beta katsayısı 1 den büyük ise, hisse senedinin getirisi pazarın getirisine daha duyarlıdır pazarın getirisinden daha fazla getiri potansiyeli vardır ancak riski pazarın riskinden de fazladır.

Beta katsayısı bir hisse senedinin getirileri ile hisse senedinin bulunduğu pazarın endeksinin getirileri arasındaki kovaryans değerinin piyasa getirilerinin varyansına bölünmesi ile elde edilir. Şöyle formüle edilir (Sipahi vd, 2016).

$$\beta_i = \frac{Cov(r_{it}, r_{mt})}{Var r_{mt}}$$

Hesaplamalarda beta katsayısının zamanla değişmeyeceği sabit kalacağı varsayılır ancak araştırmalar beta katsayısının sabit kalmadığını göstermektedir. Zaman periyodunun genişliği beta katsayısını etkiler beta katsayısı değişiklik gösterir. Uygulamada beta katsayısının hesaplanmasında genellikle beş yıllık aylık veriler tercih edilir.

Betaları tahmin etmek için üç yaklaşım kullanılır bunlar

- Tarihi piyasa betaları
- Temel betalar
- Muhasebe betaları

Tarihi piyasa betaları: uygulamada betaları tahmin etmek için en çok tercih edilen basit ve geleneksel bir yöntemdir. Bir hisse senedinin genellikle beş yıllık verileri kullanarak piyasa ile hisse senedinin getirileri arasında regresyon hesaplamaları ile geçmiş betalar tahmin edilir (Yalçın, 2014: 114).

$$R_j = a + bR_m$$

a: regresyona uzaklık

b: regresyon eğimi = Kovaryans $\frac{R_j, R_m}{\sigma_m^2}$

Temel betalar: Göreceli fiyat seviyelerine sahip bireysel hisse senetlerinin arasındaki farklılık büyük ölçüde bu hisse senetlerinin sahip oldukları farklı temel betalardan kaynaklanır. Temel betaları belirleyici unsurlar şirketin bulunduğu iş kolu, faaliyet kaldırıcı ve finansal kaldırıcıdır

İş kolu: şirketin faaliyette bulunduğu iş kolu betalarını önemli ölçüde etkiler. Genel ekonomik koşullara duyarlı bir sektörle ekonomik koşullardan fazla etkilenmeyen sektörlerin betaları bir değerdir. Ekonomiye duyarlı veya dönemsel sektörlerin betaları yüksektir. Ekonomiye fazla duyarlı olmayan sektörlerin gıda sektörü gibi veya dönemsel olmayan sektörlerin betaları daha düşüktür.

Faaliyet kaldırıcı: Faaliyet kaldırıcı bir şirketin maliyet yapısının bir fonksiyonudur ve faaliyet riskinin bir ölçüsüdür. Sabit giderler toplam giderlerin ne kadarını oluşturduğu üzerine dikkat çeker. Toplam giderler arasında sabit giderleri yüksek olan şirketlerin faaliyet kaldırıcı yüksek olur. Faaliyet kaldırıcı yüksek olan şirketlerde üretim daha çok faktörlerden etkileneceği için gelirleri de daha değişkenli gösterir. Dalayışıyla şirketin beta katsayısını riskini artırır.

Faaliyet kaldıraç derecesini kesin bir şekilde ölçmek belirleyebilmek oldukça güçtür. Şirketin faaliyet karındaki yüzdesel değişim şirketin satışlarındaki yüzdesel değişime oranlanarak tahmin etmek mümkündür

Faaliyet Kaldıraç Derecesi = Esas Faaliyet Karındaki Değişim Yüzdesi/
Satışlardaki Değişim Yüzdesi

Finansal Kaldıraç Derecesi

Finansal kaldıraç derecesi, şirketin finansal durumunu konu alır finansal riskinin bir ölçüsüdür. Şirketin kullanmış olduğu borçların öz sermayeye oranlanmasıyla elde edilir. Borçları öz sermayesinden fazla olan şirketler veya bu oranın yüksek olduğu şirketlerin riskliliği artacağından betaları da diğer şirketlere göre yüksek olacaktır.

$$\text{Finansal Kaldıraç} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Veya;

$$\text{Finansal Kaldıraç} = \text{Toplam} = \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}}$$

Finansal kaldıraç derecesi gelişmiş ülkeler için 0,5 olarak kabul edilir gelişmekte olan ülkeler için 0.60 veya 0.65 gibi bir oran uygun oran kabul edilir. Bu oranın üstüne çıkılması şirketin riskli olduğunu gösterir.

Muhasebe Betaları: halka açık olan şirketlerde geçmiş hisse sendi performansları kullanılarak beta hesaplanırken halka açık olmayan şirketlerde şirketin net kar verileri kullanarak piyasa endeksindeki değişimlerle regresyona tabi tutulur. Aşağıdaki gibi hesaplanır. (Sipahi vd, 2016)

$$\Delta \text{Net Kar}_{\text{Halka Açık Olmayan Şirket}} = a + \beta \Delta \text{Getiri}_{\text{Piyasa Endeksi}}$$

3.2.3.2. Öz kaynak maliyetinin indirgenmiş kar payları yöntemi ile hesaplanması

Halka açık şirketlerin hisse senetlerinin iki tür getirisi vardır. Şirketin hisse senedi başına ödediği kar payları ve dönem sonunda hisse senedinin satış

bedelidir. Öz kaynakları değerlerken hisse senedinin gelecekteki satış fiyatını tahmin etmek oldukça zordur bu sebeple hisse senedine ödenen kar payları esas alınarak hesaplamalar yapılır. Hisse senedinin değeri, sonsuza dek ödenen kar paylarının değerleri toplamının bugüne indirgenmiş halidir (Damodoran , 2006).

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(D_t)}{(1+k_e)^t}$$

$E(D_t)$: t dönemde hisse başına beklenen kar payını

k_e : Öz kaynak maliyetini

Kar payı ödemelerine göre hesaplama yapmak için şirketin kar payı dağıtım politikalarını bilmemiz gerekir. Ancak şirketlerin kar payları düzensiz ve değişken olması tek bir formülle hesaplamak mümkün olmamaktadır. Bu nedenle kar payları hakkında üç varsayım geliştirilmiş ve üç şekilde formüle edilerek hesaplanmaktadır. Bunlar: (Damodoran , 2006)

Sfır büyüme oranı modeli, büyüme oranı değişmeyeceği varsayılarak hesaplanır.

$$k_e = \frac{D}{P_0}$$

Sabit büyüme oranı modeli, kar paylarının her yıl belirli bir sabit oranda artacağı varsayılarak hesaplama yapılır.

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

Sabit olmayan büyüme oranı, bu yöntemde kar paylarının bazı yıllarda değişkenlik göstereceği düşünülerek iki aşamalı büyüme oranına göre hesaplama yapılır.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+k_e)^t} + \frac{D_n(1+g_c)^t}{k_e - g_c} \times \frac{1}{(1+k_e)^n}$$

Formüllerde;

D_0 = Hisse başına en son yapılan kar payı ödemesi

g_s = Normal dışı dönemdeki kar payı ödemesi büyüme oranı

g_c = Normal dönemlerdeki sabit büyüme oranı

k_e = Öz kaynak maliyeti

n = Normal dışı büyüme dönem sayısı

D_1 = Bir yıl sonraki kar payı ödemesini

D_n = Normal dışı büyüme dönemi sonundaki kar payı ödemesi

Yedeklerin ve birikmiş kar paylarının maliyeti

Şirketler her zaman düzenli bir büyüme göstermesi çok nadir rastlanan durumlardır. Şirketler elde ettikleri karı her zaman dağıtmayıp yapacak olduğu yatırımlar için veya olası kötü bir durumda finans ihtiyacını karşılamak için kar paylarının bir kısmını dağıtmayıp alıkoyabilir. Böyle durumlarda şirketin dağıtılmayan kar paylarının şirkete olan bir maliyeti söz konusudur. Öz kaynak maliyetini hesaplarken bu maliyetinde dâhil edilmesi gerekmektedir. Geçmiş yılların birikmiş karları aşağıdaki formülle hesaplanır (Sipahi vd 2016: 86).

$$k_s = \left[\frac{D_1}{P_0} + g \right] (1 - t)$$

k_s = Birikmiş geçmiş yılların kar yedekleri maliyeti

D_1 = Kar payı ödemesi tutarını

P_0 = Hisse senedinin bugünkü değerini

g = Kar payı ödemelerinin büyüme oranlarını

t = Ortakların ödeyeceği gelir vergisi oranı

Yeni çıkartılan hisse senetlerinin maliyetleri

Şirketler yeni yatırımlarının finansmanı için öncelikle geçmiş yıl karlarına başvururlar eğer geçmiş yıl karları yetersiz ise fon ihtiyacını kendi içinden sağlayamazsa şirket dışarıdan fon temin etmek için borçlanmaya ve hisse senedi çıkarma yoluna başvurur. Faiz oranlarının artış gösterdiği, fon ihtiyaçlarının da giderek arttığı şirketin hisse senetlerinin yüksek olduğu durumlarda hisse senedi çıkararak fon sağlamak uygun bir fon sağlama yöntemi olur. Şirketlerin yeni hisse senedi çıkarmasında etkili olan faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Chambers, 2009).

- Gereksinim duyulan toplam finansman içinde firmanın kendisini finanse edebilme düzeyi
- Diğer dışsal finansman kaynaklarının maliyeti
- Firmanın var olan hisse senetlerinin piyasa fiyatı.

Yeni hisse senedi çıkartılırken, tescil, ilan, harç, borsaya ödenen ücretler, danışmanlık ücretleri, izahname, basım giderleri gibi birtakım giderlere katlanmak zorunda kalınır. Ayrıca şirketin yeterli fon sağlayabilmesi için yeterli yatırımcının ilgisini çekmek için yeni çıkartılan hisse senetlerinin fiyatlarını iskontolu olarak belirleyebilir. Bu nedenlerden dolayı yeni çıkartılan hisse senetlerinin maliyeti mevcut hisse senetlerinin maliyetinden yüksek olmasına sebep olmaktadır.

Yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyetini hesaplayarak yatırım yapılması durumunda elde edilecek getiri ile karşılaştırmak durumundayız. Yatırımdan gelecek getiriler çıkarılan hisse senetlerinin maliyetinden yüksek olmalı ki hisse senedi çıkartmak anlamlı ve karlı olsun. Yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyetini şu şekilde hesaplarız (Öztürk , 2009: 42).

$$r_e = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g$$

r_e = Yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyeti

D_1 = Kar payı tutarı

P_0 = Hisse senedinin bugünkü değeri

g = Kar payı ödemelerinin büyüme oranını

f = İhraç giderlerinin toplam ihraç tutarındaki yüzdesi

3.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Bir şirket fona ihtiyaç duyduğunda bu fonu öz sermaye borçlanma yoluyla ve hisse senedi çıkararak sağlayabilir. Bu araçların her birinin maliyeti farklıdır. Değerleme çalışmalarında öz kaynak maliyeti kullanmak yerine bu fon kaynaklarının toplam sermaye çerisindeki ağırlığını dikkate alarak ağırlıklı sermaye maliyetini hesaplamak daha sağlıklı bir iskonto oranı elde etmemiz mümkündür. Çünkü öz kaynak maliyeti sadece adi hisse senetleri, yedekler, dağıtılmayan karlar ve yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyetlerini kapsarken ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti tüm sermaye bileşenlerinin maliyetlerini kapsamaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üç aşamada yapılır. (Sipahi vd 2016: 96).

- 1- her sermaye bileşenin toplam sermaye içerisindeki ağırlığı hesaplanır.
- 2 -Her sermaye bileşenin maliyeti hesaplanır
- 3-Tüm sermaye bileşenlerinin sermaye içindeki ağırlıkları ile ayrı ayrı maliyetleri, le çarpılır. Bulunan oranların toplamı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini şu formülle hesaplarız (Öztürk, 2004: 56-57).

$$WACC = r_e \left[\frac{E}{D+S+PS} \right] + r_d \left[\frac{D}{D+E+PS} \right] + r_{ps} \left[\frac{PS}{D+E+PS} \right]$$

E = öz sermayenin piyasa değeri

D = borcun piyasa değeri

PS = imtiyazlı hisse senedinin piyasa değeri

r_e = öz sermaye maliyeti

r_d = borcun vergiden sonraki maliyeti

r_{ps} = imtiyazlı hisse senedi maliyeti

3.4. Büyüme Oranlarının Hesaplanması

Şirket değerlemelerinde önemli bir unsurda büyüme oranlarıdır. Şirketin büyüme dönemi tahmin edildikten sonra bu dönem içerisinde şirkete olan nakit girişlerini tahmin etmek gerekir. Nakit akımlarını tahmin edebilmek için büyüme oranlarını tahmin etmek şarttır. Şirketlerin büyüme oranı oldukça değişkendir. Bu farklılık şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektöre, finansal yapısına, ekonomik ve siyasi gelişmeler gibi birçok faktörden kaynaklanmaktadır.

Büyüme oranlarının tahmin edilmesinde tarihi verilerden yararlanarak büyüme oranının tahmin edilmesi ve temel veriler yardımıyla büyüme oranlarının tahmin edilmesi üzere iki yaklaşım bulunmaktadır

3.4.1. Tarihi Veriler Yardımıyla Büyüme Oranlarının Tahmin Edilmesi

Bu yöntem şirketin geçmiş dönem büyüme oranları ile gelecek dönemde büyüme oranları arasında bir ilişki olduğu varsayımına dayanır. Uygulanırken uygun bir dönem belirlenir, bu dönem içerisindeki net kar, satışlar veya kar payı verilerine dayanarak bu kalemlerdeki artışların aritmetik ve geometrik ortalaması alınır. Bu ortalamalar şirketin gelecekteki nakit akımlarının tahmininde kullanılır. (Sipahi vd, 2016: 90-91)geometrik ortalama ve aritmetik ortalama formülleri aşağıda yer almaktadır.

$$\text{Aritmetik ortalama} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n g_t$$

g_t = t dönemdeki büyüme oranı

n = dönem sayısı

$$\text{Geometrik ortalama} = \left(\prod_{i=1}^n (1 + r_i) \right)^{1/n} - 1$$

Aritmetik ortalama ile geometrik ortalama sonuçları oldukça farklı olabilmektedir. Geometrik ortalama tüm yılları dikkate aldığı için daha güvenilir olduğu kabul edilir.

Tarihi veriler her zaman gelecekteki büyümenin iyi bir göstergesi olmasa da gelecekteki büyüme oranlarının tahmin edilmesinde önemli bir rol üstlenir. Bu yöntem kullanılırken iki önemli noktaya dikkat edilmelidir. Bunlar, öncelikle tarihi verilerde belirlenen zaman dilimi ne kadar süre geriye gidileceğidir farklı zamanların büyüme oranları oldukça farklı olabilmektedir. Bir diğeri büyüme oranının belirlenme yöntemidir (Yalçın, 2014).

3.4.2. Temel Veriler Yardımıyla Büyüme Oranının Tahmin Edilmesi

Tarihi veriler ve analist tahminleri büyüme oranının tahmin edilmesinde önemli olmasına rağmen bu yöntemde şirketin faaliyet detaylarının yer almaması önemli bir eksikliktir. Büyümeyi değere dâhil etmenin en güvenilir yolu onu iç kaynaklı hale getirmek, yani onun şirketin gelecek büyümesi için ne kadar yeniden yatırım yapacağını ve yeniden yatırım kalitesinin bir fonksiyonu kılmaktır.

Bir şirketin öz kaynak karlılığı kar payı ödeme politikası, karlılığı, finansal kaldıraç oranları gibi temel verileri yardımıyla büyüme oranları tahmin edilebilir.net kardaki büyüme oranı tahmin edilirken aşağıdaki formülleri kullanırız.

$$\text{Yeniden yatırım oranı} = \frac{\text{ortaklar dağıtılmayan cari dönem net karlılığı}}{\text{cari dönem net karı}}$$

$$\text{Öz kaynak karlılığı (ROE)} = \frac{\text{net kar}}{\text{öz kaynağın net defter değeri}}$$

Öz kaynağın değişmeyeceği varsayıldığında net kardaki beklenen büyüme oranı aşağıdaki formülle hesaplanır (Sipahi vd, 2016: 98)

$$g_t = \frac{\text{ortaklara dağıtılmayan kar}}{\text{net kar}_{t-1}} \times \text{Özkaynak Karlılığı}$$

$$g_t = \text{Alıkonulmuş KarOranı}(b) \times \text{ÖzkaynakKarlılığı}_t$$

3.5. Enflasyon Ortamında Nakit Akışları ve Iskonto Oranı

Enflasyon ekonomide birçok faktörü etkilediği gibi değerlendirme çalışmalarını da etkilemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranları gelişmiş ülkelere oranla çok daha yüksek olabilmektedir. Bu durum şirketin

değerini olduğundan yüksek hesaplanmasına sebep olabilir. Bunun için enflasyon etkisinden kurtulmak için enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde şirketlerin temel verilerinin ve tahminlerinin enflasyon oranı düşük olan başka bir ülkenin parasına çevrilerek değerlendirme çalışması yapılır. Uygulamada Türkiye’de yapılan değerlendirme çalışmalarında verilerin ABD dolarına çevrilerek yapıldığı görülmektedir. Bir diğer yöntem de nominal bazda belirlenen nakit akışlarının ve iskonto oranının enflasyona göre düzeltilerek reel tutarları elde edilerek hesaplamaların yapılmasıdır (İvgen, 2003: 72).

$$\text{Reel nakit akışları} = \frac{\textit{Nominal Nakit Akışları}}{(1 + e)^t}$$

$$\text{Reel iskonto oranı} = \frac{1 + \textit{Nominal İskonto Oranı}}{1 + e}$$

4. DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Şirket değerleme çalışmaları yapılırken değeri belirlenecek şirketin bulunduğu sektör ve genel ekonominin durumu oldukça önemlidir. Bu sebeple şirketin değerlemesi yapılmadan önce şirketin bulunduğu sektörün ve genel ekonomik durumun analiz edilmesi gerekmektedir. Çünkü şirketin değeri, içinde bulunduğu ekonomiden büyük ölçüde etkilenmektedir. Genel makroekonomik göstergeler, para piyasaları ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler analiz edilerek değerlendirme çalışmalarında göz önünde bulundurulmalıdır. Bir şirket için belirlenen değer ekonominin gelişme ve daralma dönemlerinde değişiklikler gösterebilir bu sebeple şirketin değeri de ekonomiye göre güncellenmeli ve bu durumlar dikkate alınarak yorumlanmalıdır.

Sektör analizinde şirketin hangi sektörde bulunduğu, bu sektördeki piyasa konumu, şirketin sektöre duyarlılık ölçüsü ve sektörün genel ekonomiye duyarlılığı gibi unsurlar araştırılıp analiz edilmelidir. Her şirketin içinde bulunduğu sektöre ve ekonomiye karşı duyarlılığı farklıdır bir gıda şirketi ile bir sanayi üretim şirketinin ekonomiye duyarlılığı oldukça farklıdır. Bütün bu araştırma ve analizlerden sonra şirketi değerlendirme çalışmalarını yapabiliriz (Öztürk, 2009).

Şirket değerlendirme yaklaşımları genelde birbirini tamamlar niteliktedir bir veya daha fazla değerlendirme modellerinin birleşmesi sonucu oluşmuştur. Her değerlendirme yaklaşımın üstün ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Değerleme çalışmalarında en önemli nokta değerlendirme yapılacak şirkete en uygun yaklaşımını seçmek ve bu yaklaşımın üstün ve zayıf yönlerinin iyi bilinmesi yapılan değerlendirme çalışmasının objektifliğine ve doğruluğuna direkt etki etmektedir

Şirket değerlemesinde teoride uygulanan birçok değerlendirme yöntemi ve yaklaşımı vardır. Bu yaklaşımların temel unsurlarından biri piyasaların etkin olup olmadığıdır. Çünkü etkin olan bir piyasada piyasa fiyatı değer en iyi tahminidir. Herhangi bir değerlendirme yaklaşımının amacı bu değer doğrulanmasıdır. Piyasadaki varlıkların eksik ya da aşırı değerlendirilmiş olduklarına ilişkin karar verilirken iki dayanak söz konusudur. Bunlar piyasaların etkin olmadığı ve bu

sebeple değerleme ile ilgili çalışmaların yanlış yapıldığı ve bu etkisizlik halinin ve yanlışlığın nasıl ve ne zaman ortadan kaldırılacağıdır (Chambers, 2009: 200).

Değerlemede birçok yöntem ve modeller yelpazesi mevcuttur. Bu yöntemler basitten karmaşığa doğru oldukça farklı çeşit içermektedir. Bütün bu modeller ve yaklaşımlar değeri belirleyen unsurlarzerinde oldukça farklı varsayımlar yapsalar da birtakım ortak karakteristikler de paylaşırlar. Bu ortak karakteristikleri sayesinde değerleme yaklaşımlarını geniş bir çerçevede olsa da sınıflandırmak mümkündür. Bunlar varlık bazlı değerleme yaklaşımları, gelir bazlı değerleme yaklaşımları, piyasa bazlı değerleme yaklaşımlarıdır (Yalçın, 2014).

Varlık bazlı değerleme yaklaşımları, bu yaklaşım şirketin değerini belirlerken şirketin bilançosunda yer alan varlıkların değerini ya da öz sermayesini esas alır. Bu şekilde muhasebe kayıtlarına dayanan değerlemenin diğer varsayımsal değerleme modellerinden daha doğru sonuçlar verdiğini savunur.

Gelir bazlı değerleme yaklaşımları, bu yaklaşıma göre şirketin değeri gelecekte elde edecek olduğu gelirlerin toplamıdır. Varlıklar gelir getirdikleri sürece anlam ifade eder, şirket gelir yarattığı sürece değer yaratabilmektedir. Bu sebeple şirketin gelecek yıllarda elde edeceği gelirlerin şimdiki değerleri hesaplanarak şirketin değeri belirlenmektedir.

Piyasa bazlı değerleme yaklaşımları, piyasada bulunan benzer varlıkların piyasadaki fiyat karşılaştırmasına dayanır. Bir şirket piyasadaki benzer şirketlere göre ucuz mu pahalı mı karşılaştırarak değer belirlenir. Bir varlığın değeri o varlıkla karşılaştırılabilir varlıkların fiyatlarına, kazançlarına, defter değeri ve satışlar gibi ortak değişkenler aracılığıyla karşılaştırılarak değeri tahmin edilir (Yalçın, 2014).

Bu üç temel değerleme yaklaşımlarının hangisinin daha doğru sonuçlar verdiği tartışılmıştır. Her yaklaşımın taraftarları benimsedikleri yaklaşımın daha tutarlı olduğunu savunmaktadır. Analistler değerleme yapacakları zaman hangi yaklaşımı kullanacakları konusunda ciddi bir sorun ile karşılaşmaktadırlar. Bu değerleme yaklaşımlarının hepsinin bir değerleme işleminde kullanılabileceği düşünülürken bir değerleme işleminde hepsinin kullanılmasına gerek yoktur. Bu sebeple değerleme yapılacak şirketin özellikleri, bulunduğu iş kolu, sektörü gibi değişkenler dikkate alınarak hangi değerleme yaklaşımını uygun olacağına karar

verilir ve değerleme işlemi yapılır. Ayrıca değerleme bir amaç için yapılır bu sebeple yaklaşım belirlenirken amaç unsuru da göz önünde bulundurulmalıdır. (Yalçın, 2014: 58).

4.1. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımları

Varlık temelli değerleme yöntemleri adından da anlaşıldığı gibi bir şirketin değerini belirlerken o şirketin varlıklarını esas alır. Muhasebe kayıtlarına dayanan bu yaklaşıma göre bir şirketin değeri sahip olduğu varlıklar ve yükümlülüklerden oluşur (ztrk, 2009).

Bu yaklaşımda şirketin varlıklarının kayıtlara yansıyan edinme maliyetleri esas alınır. Bu sebeple varlık bazlı değerleme yaklaşımı “kayıtlı değer “olarak da kabul edilmektedir. Varlık bazlı değerleme yaklaşımında şirketin maddi ve maddi olmayan aktiflerinin yansıra kullanılmayan aktifleri de dâhil edilerek tüm aktifleri kapsar. Ancak şerefiye gibi dğer benzeri maddi olmayan haklar aktif olarak alınmaz. (Chambers, 2009: 200) Bu nedenle bu yöntemle değerleme yapılan bazı şirketler şirketin şerefiye değeri bilançoda yer almadığı için şirketin değeri düşük çıkabilmektedir. Yine önemli derecede büyüme fırsatları olan fazladan getiri potansiyeli olan şirketlerin bilanço değeri ile gerçek değerleri arasında büyük farklılıklar ortaya çıkar. Bu sebeple bu tür şirketlerin değerlemesinde varlık bazlı değerleme yaklaşımlarının kullanılmaması uygun olur. Bu yöntem daha çok yüksek miktarda varlık sahibi olan, büyüme potansiyeli azalmış fazla getiri imkânı kalmayan şirketler için tercih edilmelidir (Sipahi vd, 2016: 145).

Muhasebe kayıtlarını esas alan bu yöntem şirketin alıcılar tarafından maliyet bedelinden daha yüksek bir bedel ödemeyeceğini varsayar. Bu sebeple varlık ve yükümlülüklerinin maliyet değerleri tek tek cari piyasa değerini yansıtacak şekilde düzeltilir. Bu yaklaşımda en sık kullanılan düzeltilmiş net aktif değeridir. Düzeltilen varlıklar ve yükümlülükler arasındaki fark şirketin öz kaynak değerini oluşturur.

Varlık bazlı değerleme yaklaşımı durağan bir bakış açısına sahip olduğu için statik bir yaklaşımdır. şirketin o anki bilançosunu muhasebe kayıtlarından hareket ettiği için şirketin gelecekteki değişimini, ekonomik faktörleri, sektörün mevcut durumu, paranın zaman değeri, enflasyon koşullarını, insan kaynakları,

kontratlar gibi muhasebe tablolarına yansımayan fakat şirketin değerine önemli derecede etki eden bu faktörler göz ardı edilir (Yalçın, 2014: 61).

Varlık bazlı değerlendirme yaklaşımını varlıkların muhasebe kayıtlarına alınırken bazı farklı muhasebe uygulamaları sebebiyle doğru yansıtılmaması gerçek değer belirlenmesinde hatalara yol açabilir. Muhasebe uygulamalarındaki farklılıklar, enflasyon muhasebesinin uygulanmaması, varlıkla ilgili değişimler yanlış yansıtılması yanıltıcı sonuçlara sebep olabilir.

Varlık bazlı değerlendirme yaklaşımı faaliyet değeri bulunmayan veya az olan fakat varlık değeri iyi olan şirketler için daha uygun bir değerlendirme yaklaşımıdır. Bu değerlendirme yaklaşımı, asya gibi bazı bölgelerde yaygın olarak kullanılır ve değerlemenin en kolay yoludur. Bir şirketin değerinin şirketin bilançosunda yattığını düşünen geleneksel bir değerlendirme yaklaşımıdır.

Varlık bazlı değerlendirme yaklaşımı üç önemli yöntemden oluşmaktadır. Bu yöntemler, defter değeri, net aktif değeri, tasfiye değeri olarak sınıflandırılır.

4.1.1. Defter Değeri Yöntemi:

Defter değeri, şirketin değerinin değerlendirme tarihindeki defter değerine eşit olduğunu savunur. Yani şirketin bilançosundaki öz sermaye değeridir. Bu değer toplam borçlar ile toplam varlıklar arasındaki farktır.

$$\text{Defter değeri} = \text{toplam varlıklar (aktifler)} - \text{toplam borçlar}$$

Defter değeri, bilançoyu esas alır muhasebe kayıtlarına dayanır. Bu anlamda defter değeri, hissedarların şirketin bilançosundaki öz sermayelerinin değeridir. Bu sebeple defter değeri muhasebe değeri veya öz varlık değeri olarak da adlandırılmaktadır (Yalçın, 2014: 63).

Defter değeri muhasebe temelli olduğu için belirli bir tarihteki tarihi değerle kayıtlı olan varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeri gösterir. (Sarıkamış, 1998: 232). Bu sebeple belirli bir tarihe göre düzenlendikleri için o tarihteki değeri gösterirler. Ancak zamanla varlık ve kaynakların değerleri büyük oranda değişebilir. Bu değişim nakit ve likiditesi yüksek olan kasa, menkul kıymetler, bankalar ve ticari alacaklar gibi kalemlerde fark edilmese de duran varlık kalemlerinde piyasa değeri ile kayıtlı değer arasında ciddi değer farkı

olabilir. Yine maddi olmayan duran varlıkların bir kısmı muhasebe kayıtlarında yer almaz kayıtlarda gösterilen maddi olmayan duran varlıklar da gerçek değeri doğru yansıtmaz.

Defter değeri muhasebe sistemleri açısından da birtakım farklılıklar ortaya çıkmasına sebep olabilir. Çünkü değişik muhasebe teknikleri varlıkların değerlerini de değiştirmektedir. Kur farklarının yansıtılma şekilleri amortisman ayırma yöntemleri gibi birtakım faktörler bilanço ve dolayısıyla varlıkların değerini de değiştirir. Bütün bu sebeplerden dolayı defter değeri şirketin gerçek değerini göstermez veya defter değeri ile piyasa değerinin çok fazla uyum sağlamadığı gözlemlenir.

Defter değeri şu durumlarda kullanılması daha uygun olabilir (Demirkol, 2008).

- Yeni kurulan şirketlerde
- Gelecekle ilgili belirsizliklerin arttığı dolayısıyla gelecekteki nakit akımlarının öngörülmesinin zorlaştığı oldukça spekülasyon bir hal aldığı durumlarda
- Kar oranları düzensiz olan şirketlerde
- Bankalar gibi varlıkların önemli bir bölümü parasal varlıklar olan şirketlerde

Borsada işlem gören şirketlerde hisse başına defter değeri, öz sermayenin çıkarılmış hisse senedi sayına bölünmesiyle elde edilir. Genelde hisse senedinin piyasa değerinin defter değerinden yüksek olduğu gözlemlenir. Eğer hisse senedi defter değerinin altında işlem görüyorsa söz konusu senedin düşük değerlendirilmiş olduğu ucuz kalmış olduğu kanısına varılır. Oluşan birtakım kayıplar sebebiyle defter değerinin düşmesi şirkete duyulan güvene yansıtacağı için şirkete olan ilginin azalmasına ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinin düşmesine sebep olabilir.

Bir şirketin değeri varlıklarından oluşur. Ancak şirketin varlıkları sadece maddi duran varlıklarından ibaret değildir. Şirketin maddi olmayan duran varlıkları da değer yaratır. Ve bu maddi olmayan duran varlıkların değere olan katkısı gün geçtikçe artmaktadır. Geçmişte bir şirketin değerini meydana getiren

varlıkların maddi duran varlıklar iken günümüzde maddi olmayan duran varlıklara ve entelektüel sermayeye doğru kaymaktadır. Günümüzde yüksek değer yaratmış büyük şirketler incelendiği zaman bu değerlerin büyük bir kısmının artık marka, teknoloji birikimi, gibi faktörlerden kaynaklandığı görülmektedir. Ancak maddi olmayan duran varlıkların tam anlamıyla muhasebe kayıtlarına alınması defter değerinde gösterilmesi mümkün olmamaktadır. Bilançoda maddi olmayan duran varlıklardan haklar, şerefiye, birtakım yazılım programları, kuruluş ve örgütlenme giderleri, ar ge gibi kalemler yer alır ancak müşteri çevresi, pazar payı, pazarlama hakları, bilgi düzeyi eğitim insan sermayesi gibi entelektüel sermayenin birçok unsuru varlık tanımına uymadığı için bilançoda gösterilememektedir.

Defter değeri yatırımcılar ve şirket yöneticileri açısından büyük bir anlam ifade etmez. Defter değeri daha çok kısa süreli analizler Öz sermayenin verimliliği, borçlanma seviyesinin ölçümü gibi yerlerde kullanılır. Banka ve finansal kuruluşlar gibi sermayesinin ağırlıklı olarak nakit ve menkul ağırlıklı kurumlarda defter değeri daha anlamlı sonuçlar verebilir.

4.1.2. Net Aktif Değeri

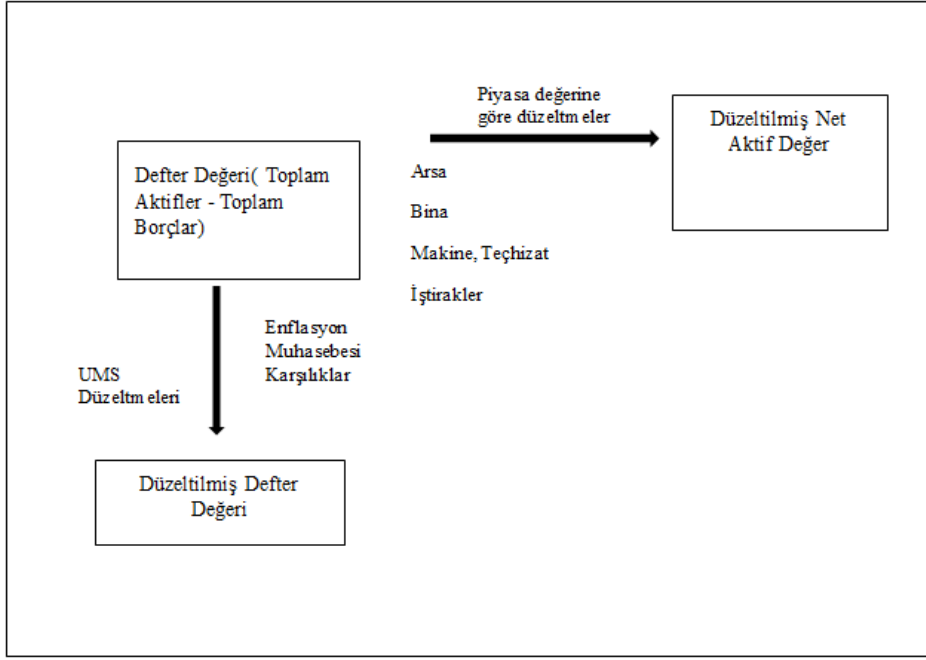
Net aktif değeri aslında defter değerinin piyasa değerlerine göre düzeltilerek hesaplanmasıdır. Yani, bir şirketin piyasa değerleri ile düzeltilmiş toplam varlıklarından yine piyasa fiyatlarıyla hesaplanmış toplam borçlarının çıkartılmasıyla elde edilir. Bu sebeple net aktif değeri düzeltilmiş defter değeri olarak da adlandırılır (Öztürk , 2009: 82).

Net aktif değeri, varlıkların mevcut piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilecek nakit miktarını ifade eder. Bilançoda tarihi maliyetle kayıtlı olan varlıkların piyasa değerine göre uyarlayarak düzeltilmesidir. Cari değere göre hesaplanan toplam varlıklar şirketin o tarihteki değeri, şirketin değerinden piyasaya göre düzeltilen borçların çıkarılmasıyla da öz varlık değeri bulunur.

Net aktif değer-firmanın aktiflerinin piyasa değeri-firmanın borçlarının piyasa değeri

Net aktif değeri piyasayı dikkate almayı yalnızca muhasebe kayıtlarını dikkate alan defter değerinin eksiklerini tamamlamayı hedeflemektedir. Bu

yöntemi savunanlar, şirketi satın alan kişi ve kurumlar şirketin mevcut varlıklarını değerini satın aldıklarını şirketin gelecekteki kazanç ve getirilerini satın almadıklarını ayrıca geçmiş yıllarda elde edilen kazançların gelecekte elde edilecek kazançların bir göstergesi olmadığı öne sürerler. Onlara göre şirketin mevcut zamandaki net aktif değeri önemlidir (Yazıcı, 1997: 52).



Kaynak: (Chambers, 2009: 212)

Şekil 4.1. Defter değeri ile net aktif değer arasındaki ilişki

Yukarıdaki şekilde de görüldüğü üzere defter değeri şirketin toplam aktiflerinden toplam borçlarının çıkartılmasıyla elde edilir. Net aktif değeri ise defter değerindeki maddi duran varlıklar ile iştiraklerin piyasa koşullarına göre gerçekleşmiş değer artışları hesaba katılarak elde edilir. Maddi duran varlıklar ekspertiz raporlarına dayandırılır. Yine defter değerinden düzeltilmiş defter değerine geçilirken uluslararası muhasebe standartlarına ilişkin düzeltmeler, enflasyon muhasebesi ve karşılıklar dikkate alınır.

Net aktif değerinde bilanço kalemlerindeki veriler tek tek cari piyasa değerlerine yaklaştırıldıktan sonra bulunan düzeltilmiş değer, şirketin çıkarmış

olduğu toplam hisse senedi sayısına bölünerek bir hisse senedinin net aktif değeri hesaplanır.

Objektif ve kolay gözükken bu yöntem, uygulama aşamasında bazı güçlüklerin ortaya çıktığı görülür. Borsada işlem gören şirketlerin piyasa değeri belirlenirken borsa değeri baz alınır kolay ve objektiftir ancak borsa dışı şirketlerin varlıklarının ve kaynaklarının cari piyasa değerini belirlemek hem zor hem de objektif sonuçlara ulaşılamayabilir. Şirketin sahip olduğu ileri teknolojik bir makine ve ürünün başka kişi ve kurumlarda bulunmadığı durumlarda piyasa fiyatı nasıl neye göre belirlenecek, yine ikinci el bir varlığın talebi olmayan bir ürünün fiyatını belirlemek oldukça güç ve subjektiftir. Bu durumlarda şirketler genellikle uzman raporları ve sigorta şirketleri gibi göstergelerden yararlanmaktadırlar (Yazıcı, 1997: 54).

Bu yöntem bir şirketin gelecekte elde edecek olduğu kazanç ve değer potansiyelini dikkate almamaktadır. Şirketin olası bir tasfiye süreci ve yenilenme değerine yaklaşarak o anki mevcut piyasa değerine odaklanarak tahminlerde bulunur. Gelecekte nakit akım potansiyeli yüksek olan şirketlerde ve işleyen teşebbüs değeri olan şirketlerde net aktif değeri şirketin olduğundan düşük değerlenmesine yol açmaktadır (Öztürk, 2009).

Net aktif değeri yöntemi şu durumlarda uygulanabilir; (Yazıcı, 1997: 53)

- İşletme finansal yapısı zayıf ve zarar etmekteyse,
- İşletme faaliyetlerini yavaşlatmış ve durdurmuş ise,
- İşletme faaliyetlerine kısa bir süre önce başlamış ise,
- İşletmenin varlıkları oldukça değerli ise,
- İşletme yükümlülüklerini karşılayacak kadar nakit elde edemiyor ise,
- İşletme know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse.

Net aktif değer yöntemi genellikle gelecekteki nakit akışlarının öngörülemediği dolayısıyla indirgenmiş nakit akımları yönteminin sağlıklı sonuçlar vermeyeceği durumlarda uygulanır. Bu yöntemin indirgenmiş nakit akımları yönteminden farkı şirketin şerefîyesini ve geleceğe ilişkin beklentilerini göz ardı etmesidir. Şirketin faaliyetlerini sonlandırdığı durumlarda ve değerli

iştirak ve bağı ortaklıklara sahip banka ve sigorta şirketlerinin değerlemesinde kullanılmaktadır. (Yalçın, 2014: 65).

4.1.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, bir şirketin tasfiye sürecinde varlıkların satılıp borçları ödendikten sonra kalan değerdir. Şirketin toplam varlıklarının belirli bir süre içerisinde zorunlu olarak satışından elde edilen değerden tüm borçlarının ödenmesinden sonra ve tasfiye giderlerinin de düşülmesiyle tasfiye değerine ulaşılır. Tasfiye değeri genelde bir şirketin minimum değerini ifade eder (Öztürk, 2009: 83).

Tasfiye değeri, bir şirketin varlıklarının belirli bir süre içerisinde zorunlu olarak satılmasıyla sağlanan değerden tüm borçların ödemesinden sonra kalan tutarın şirketin ödenmiş sermayesine göre çıkartılmış hisse senedi adedine bölünmesiyle elde edilen değerdir (Ataman, 1999: 112-13).

Tasfiye sürecinde şirketin varlıklarının kısıtlı bir süre içerisinde nakde çevrilmesi zorunluluğu ve satışların hızlı bir şekilde tamamlanması gerekliliği varlıkların daha düşük değerlerle satılmasına sebep olur. Ayrıca şirketler tasfiye sürecine girdiği zaman tasfiye edilmiş, faaliyetleri sona ermiş olacağı için işleyen teşebbüs değeri de şirketin değerine eklenmemektedir. Bu sebeple tasfiye sürecinde şirket hem işleyen teşebbüs değeri yok sayıldığından hem de varlıkların değerinden daha düşük bir değerle elden çıkartılmasıyla tasfiye değeri işletmenin değerinden oldukça düşük olmaktadır.

Tasfiye değeri şirketin minimum değeri olarak düşünüldüğü halde şirketin defter değerinden yüksek olduğu durumlar olabilir. Bu durum, defter değerinin bilanço kayıtlarına yani varlıkların tarihi maliyetlerine göre hesaplandığı tasfiye değerinin ise cari piyasa değerlerinin baz alınarak hesaplanmasından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle defter değeri yıllar önceki varlıkların maliyetlerini gösterir güncel piyasa fiyatlarını yansıtmaz enflasyon gibi faktörlerden dolayı defter değeri tasfiye değerinden düşük kalmaktadır (İvgen, 2003: 165).

Piyasada faaliyetlerini başarılı bir şekilde sürdüren bir işletmeyi tasfiye değeri ile değerlemek anlamlı değildir. Faaliyetlerini sürdürmekte zorlanan şirketler kar etmesi olanaksızlaşan şirketler için tasfiye değeri hesaplanır.

İndirgenmiş nakit oranına göre değerlemek mümkün olmayan veya o değerden daha aşağı düşen durumlarda tasfiye değeri ile değerlemek daha uygun olur.

Teoride hisse senedinin tasfiye değeri o hisse senedini piyasa değerinden düşük olması beklenirken uygulamada bazen tersi durumlarla da karşılaşmaktadır. Öyle durumlarda şirket tasfiye edileceğinden dolayı bir kazanç ortaya çıkar ve yatırımcıların ilgisinin artmasına sebep olur bu da hisse senedinin fiyatının artmasına sebep olur (Yalçın, 2014).

4.2. Gelir Temelli Değerleme Yaklaşımları

Gelir temelli değerlendirme yaklaşımları, değerlendirme çalışmalarında en çok tercih edilen yaklaşımdır. Bu yaklaşımdaki yöntemler şirketi bir yatırım aracı olarak görür ve şirketin gelecekte yatırımcısına sağladığı gelirler ölçüsüne göre değerlendirme yaparlar. Gelir yaklaşımına göre varlıklar gelir elde ettikleri sürece değer ifade ederler. Gelir yaklaşımına göre bir şirketin değeri şirketin gelecekte sağlayacak olduğu nakit akımlarının şimdiki değere indirgenerek toplanmasını ifade eder. (Öztürk , 2009: 84)

Gelir temelli değerlendirme yaklaşımının ana yöntemi indirgenmiş nakit akımı yöntemidir. İndirgenmiş nakit akımı da iki yöntemden oluşur. Bunlar öz sermayenin nakit akımları ve şirketin serbest nakit akımları yöntemleridir.

Gelir temelli değerlendirme yaklaşımı matematiksel olarak bir pay ve payda olarak kesir aracılığıyla hesaplanır kesrin payında şirketin gelecek dönemlerdeki nakit akımları paydasında ise bu nakit akışlarının birleşik bir risk ve belirsizlik oranı ile hesaplamalar yapılır (Yalçın, 2014: 73).

4.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme

Gelecekteki nakit akışlarının bugüne indirgenmiş haline indirgenmiş nakit akımı (Discounted Cash Flow DCF) olarak adlandırılmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre bir şirketin değeri şirketin gelecek dönemlerde şirketin faaliyetleri sonucu elde edeceği nakit akışları toplamının bugünkü değeridir.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi çok eski tarihlerden beri savunulan bir yöntemdir. İndirgenmiş nakit akımının entelektüel tabanları 1903 – 1907 tarihlerinde Bohm-bawerk ve Alfred Marshall tarafından yazılan kitaplara

dayanmaktadır. Son elli yılda indirgenmiş nakit akımı modellerinin kullanım alanları genişlemiş menkul kıymetler, iş değerlemelerde yaygınlaşmış ve portföy teorisindeki gelişmeler ile bu modeller daha da gelişmiş yaygınlaşmıştır.1929 büyük buhrandan sonra indirgenmiş nakit akımı analizi hisse senetlerinin değerlemesinde büyük popülerlik kazanmıştır(Damodaran, 2010).

İndirgenmiş nakit akımı gelecekte elde edilen nakit akışlarının bugün elde edilen aynı miktardaki nakitlerden değersiz olduğunu savunur bu tezini de bugün sahip olunan nakit ve fonların ek gelir yaratma kapasitesine sahip yatırımlara yatırılacağı artabileceğine dayandırır. Yatırım yapılan şirketin yatırımcının gelecekte kazanmayı beklediği nakit fırsatlarını satın aldığı varsayılır. İndirgenmiş nakit akımı yöntemi ile söz konusu bir şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarına bir projeksiyon tutar. Bu projeksiyon çerçevesinde tahmin edilen nakit akımları değerlendirme tarihinde belirli bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değeri hesaplanır. Böylece bir varlığın beklenen nakit miktarı ve bu nakit akımlarının riskini yansıtacak bir oranda indirgenmesiyle bulunan cari değerdir (Yalçın, 2014, s. 75).

İndirgenmiş nakit akımının unsurları, şirketin gelecekte sağlayacağı nakit miktarı, bu nakit akımlarının gerçekleşme süreleri ve bu nakit akımlarının şimdiki değere indirgemede kullanılan risk oranından oluşur. Bir şirketin yatırımcısına sağlayacağı nakit akışları şirketin yapısına, faaliyetlerine, insan kaynaklarına, marka ve şerefiye değerine, yönetim kadrosuna, sermaye yapısına gibi birçok faktöre bağlı olduğu bu faktörlerin hepsinden etkilendiği için indirgenmiş nakit akımı yöntemi şirketin değerini belirlemede etkili kabul görmüş bir yöntemdir.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi paranın zaman değerine vurgu yapan bir yöntemdir. Paranın bir zaman değeri vardır bugün elimizde olan aynı miktar para ile gelecekte elimizde olacak aynı miktar paranın değeri bir değildir. Bugün elimizde olan para gelecekteki elimizde olacak paradan daha değerlidir. Bu üç sebepten kaynaklanır. İnsanlar bugün tüketmeyi gelecekte tüketime tercih ediyor olmaları, enflasyon olgusundan dolayı paranın gün geçtikçe satın alma gücünü azaltması ve gelecekte elde edilecek olan bir nakit miktarının riskidir. Bu sebeplerden dolayı bu yöntemin temelinde paranın zaman değeri önemli bir yere sahiptir.

Bu yöntemin dayandığı ilkeler şöyle özetlenebilir (Yalçın, 2014: 76).

- Nakit çokluğu nakit azlığına tercih edilir.
- Nakdin bir zaman değeri olması sebebiyle nakitlerin kısa zamanda elde edilmesi uzun zamanda elde edilmesine tercih edilir.
- Belirsizliğin az olması daha çok kabul görür.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi aynı zamanda benzer riske sahip nakit akımları yaratan bir yatırımın başka bir yatırımdan daha çok getiri sağlayıp sağlamadığını ölçmede ve karar vermede etkili bir yöntemdir. Gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanarak tahmini nakit akışları tespit edilir. Tespit edilen nakit akımları belirli bir zaman dilimi ile sınırlandırılmak zorunludur çünkü sonsuza kadar sağlıklı tahminler yapılamaz. Yatırımcılar ve analistler arasında geleceğe yönelik tahminler 3 ila 10 yıl arasında kullanımı yaygındır. Geleceğe yönelik süre uzadıkça tahmin zorlaşır bu sebeple bazı araştırmacılar tarafından on yıllık bir tahmin süresi nakit akımı yönteminin sonuçlarını zayıflatır. İndirgenmiş nakit akımı yöntemi bu tahmin edilen süre şirketin genel yapısına, değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına, ekonomik konjonktüre, şirketin faaliyet gösterdiği sektör gibi faktörlere göre değişmektedir.

İndirgenmiş nakit akımı formülü şöyledir (Öztürk, 2009 : 85).

$$\text{Şirket değeri} = \sum_{t=1}^{n=t} \frac{SNA_t}{(1+r)^t} + \frac{SNA_{N+1}}{(r-g)} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

SNA = serbest nakit akımı

n = yıl

r = iskonto faktörü

g = serbest nakit akımlarının büyüme oranı

İndirgenmiş nakit akım yöntemlerinin üstün ve eksik yanlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Chambers, 2009).

Üstün yönleri:

- ✓ Şirketin gerçek değerini belirlemede kullanılan önemli ve bilimsel bir yöntemdir.
- ✓ Şirketin gelecekteki performansını, potansiyel getirisini en iyi yansıtan değerlendirme yöntemidir.
- ✓ Nakit yaratma potansiyeline odaklıdır.
- ✓ Değişik senaryoların analizine imkân tanıyan esnek bir yöntemdir.
- ✓ Şirketin değerine etki eden ekonomik dalgalanmalar, finansal yapısı ve ticari faaliyetleri gibi birçok unsuru içinde barındırır.
- ✓ Şirketin birleşme ve satın alımlarında sinerjilerin değerlendirilmesine olanak tanır.
- ✓ Şirketin maddi olmayan duran varlıklarını şerefiyesini de kapsayan bir yöntemdir.

Eksik yönleri:

- ✓ İndirgenmiş nakit akımı yöntemi uygulamada biraz karmaşık bir yöntemdir.
- ✓ Dayandığı varsayımlar sübjektiftir.
- ✓ Geleceğe yönelik belirsizlikler şirketin değerini önemli ölçüde etkiler.
- ✓ Diğer yaklaşımlardan daha çok girdi ve bilgi gereklidir.

İndirgenmiş nakit akımı geleceğe yönelik beklentiler içerdiği için istikrarlı olmayan gelişmekte olan piyasalarda bu yöntem kullanılırken ek risk faktörlerine dikkat edilmelidir. Çünkü geçmiş ve bugünün verilerine bakarak gelecek dönemlerin tahmini yapılır. Bu nedenle gelişmekte olan piyasalarda yüksek enflasyon riski yüksek kur riski, makroekonomik kırılmalıklar, politik risk para ve sermaye piyasasının kontrol düzeyi, yatırımcı haklarının korunma derecesi, esnek muhasebe sistemleri ve bu gibi faktörler gelişmiş piyasalar gibi yeterli ve düzenli olmayabilir. Bütün bu risk faktörleri indirgenmiş nakit akımları yönteminde dikkate alınmalıdır bu da iki şekilde olur nakit akımlarının tahmini süresini belirlemede ve iskonto oranını belirleme aşamasında.

Bu yöntem şu özelliklere sahip şirketler ve yatırımcılarda daha başarılı sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir (Chambers, 2009: 236).

Şirketler için

- Nakit akımları içinde bulunan dönemde pozitifse
- Gelecek dönemlerine ilişkin tahminler güvenle belirlenebiliyorsa
- Uygun indirgeme oranının belirlenmesinde risk değişkenleri kullanılabilen

Yatırımcılar için:

- Değerleme hatalarını düzeltmek ve fiyatın gerçek değere dönüşmesi için piyasaya yeteri kadar uzun bir zaman aralığı tanıyabilen,
- Fiyatı değere taşıyan gerekli unsurları sağlayabilen aktif bir yatırımcı ya da tüm firmayı edinmeyi düşünen yatırımcı

İndirgenmiş nakit akımı ile değerlendirme yapılırken ya yalnızca şirketin öz kaynaklarının değerlendirilmesi yapılır ya da şirketin öz kaynakları ile birlikte şirkete borç verenler, şirketin ihraç etmiş olduğu tahvil ve hisse senetlerinin tümünün değerlendirilmesi yapılır. Bu doğrultuda indirgenmiş nakit akımı üç farklı yöntem olarak sınıflandırılarak incelenebiliriz.

Bunlar:

İndirgenmiş kar payları yöntemi

Öz kaynaklara olan serbest nakit akışları yöntemi

Şirkete olan serbest nakit akışları yöntemi

4.2.1.1. İndirgenmiş kar payları yöntemi

İndirgenmiş kar payları değerlendirme yöntemi bir öz kaynak değerlendirme yöntemidir. Bir şirketin hisse senedini yatırımcılar tarafından iki amaçla alırlar. Bu amaçlardan ilki, yatırımcılar hisse senetlerini elde ettikleri sürece şirketin elde ettiği kardan pay almaları ikincisi, hisse senedinin satışında elde edecekleri hisse senedinin satışından kaynaklanan fiyat artışıdır. Bu yöntem hisse senedinin fiyatını

o hisse senedinin sonsuza dek getireceği kar paylarının bir toplamı olarak görür (Damodoran, 2006).

Öz sermaye değeri = gelecekteki kar paylarının bugünkü değerleri toplamı

İndirgenmiş kar payları yöntemi 1938 yılında Williams tarafından aşağıdaki gibi formüle edilmiştir (Gürbüz ve Erginca, 2004: 111).

$$\text{Hisse Senedinin Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPST_t}{(1+r)^t}$$

$DPST_t$ = Hisse senedi başına kar payı

r = Hisse senedinden istenen getiri oranı(öz sermaye maliyeti)

Bu formülden yola çıkarak, şirketin sonsuza dek kar payları ödemeleri öz sermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değere indirgenerek şirketin öz sermaye değeri elde edilir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta şirketler kazançlarının hepsini kar payı olarak dağıtmayabilir. Bu sebeple dağıtılmayan kar değerlemeye dahil edilmez yatırımcının eline geçen nakit miktarı önemlidir. Şirketin toplam karı değil dağıtılan kar payı iskonto edilerek değerleme yapılır.

İndirgenmiş kar payları yönteminin kullanıldığı durumları şöyle sıralayabiliriz (Damodoran , 2006).

- Kar payı ödemesi yapan şirketler için (kar payları öz sermayenin kullanılabilir nakit akımına kapalı olan)
- Öz sermaye ye olan serbest nakit akımlarını tahmin edilmesi güç olan durumlarda

İndirgenmiş kar payları yöntemine yöneltilen eleştirileri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (İvgen, 2003: 51).

- Kar paylarını tahmin etmek her zaman kolay değildir. Bazı nedenlerden dolayı şirket kar payı dağıtmayabilir veya kar paylarında önemli değişiklikler yapabilir.

- Bu yöntemin sadece dağıtılan kar paylarına odaklanması şirketin birikmiş karlarının ihmal edilmesi anlamına gelebilir. Ama şirketin bünyesinde tuttuğu karlar etkin kullanması şirketin değerine ve gelecekteki kar paylarına önemli ölçüde etki eder.
- Yöntem hisse senedi fiyatlarını göz ardı etmesi büyük bir eksiklik. Çünkü sermaye piyasalarında yatırımcılar istedikleri an hisse senedi alıp satabilir hisse senedi satış fiyatından gelir elde edebilirler.

İndirgenmiş kar payları yöntemi bu eleştirilere rağmen günümüzde kullanılan yaygın bir yöntemdir. Büyüme oranları ülke ekonomisindeki normal büyüme oranı ile uyumlu firmalar ve belirgin kar payı ödeme politikasına sahip firmalar için uygun bir yöntemdir.

Bu yöntemde değerlendirme yapabilmek için iki önemli veriye ihtiyaç duyarız bunlar beklenen kar payları ve sermaye maliyetidir. Beklenen kar payları kazançlarda beklenen büyüme oranları ve kar dağıtım oranları gibi bazı varsayımlar kullanılarak tahmin edilir. Öz sermaye maliyeti ise risk getiri modellerine göre belirlenir.

Büyüme oranları varsayımlarına dayanarak üç farklı şekilde büyüme oranı kullanılmaktadır.

- *Sıfır büyüme oranı*
- *Sabit büyüme oranı*
- *Değişken büyüme oranı*

Sıfır büyüme oranı modeli: bu model kar paylarını zamanla değişmeyecek şekilde sabit bir tutara eşitler. Hisse senedinin değeri şu formülle hesaplanır (Sipahi vd, 2016: 105).

$$\text{Hisse senedinin değeri} = \frac{D_0}{k_e}$$

D_0 = hisse başına beklenen sabit kar payı ödemesi

K_e = öz kaynak maliyeti beklenen getiri oranını ifade etmektedir.

Sabit büyüme oranı modeli

Bu modelde kar payı ödemelerinin sonsuza kadar hiç değişmeden sabit bir oranda büyüyeceği varsayılmaktadır. Sabit büyüme modeli yaygın olarak kullanılan bir büyüme modelidir. Sabit büyüme oranı ilk defa 1962 yılında Gordon ve Shapiro tarafından ortaya atılmış daha sonra 1962 yılında Gordon tarafından geliştirilmiştir bu sebeple modele Gordon büyüme modeli de denilmektedir (Damodoran: 2006).

$$\text{Hisse senedinin değeri} = \frac{D_1}{k_e - g}$$

D_1 = hisse başına beklenen kar payı ödemesi

K_e = öz kaynak maliyetini

g = sabit büyüme oranı

Çok az sayıda şirketler sabit oranda kar payı ödeme politikası uygular. Çünkü sabit oranda kar payı ödemek için şirketin kazançları da sabit oranda büyümesini gerektirir ama şirketin kendi faaliyetleri veya dış ekonomik etkenler sabit değildir. Gordon büyüme modeli ekonominin büyüme oranına paralel ondan daha düşük büyüyen, düzenli temettü politikaları olan ve iyi yapılanmış şirketler için uygulanabilir büyüme modelidir. (İvgen, 2003)

Bu modelde iki önemli durum vardır ilki şirketin kar payı ödemeleri son sonsuza dek sabit oranda büyümesi durumunda şirketin kazançları ve diğer faaliyetleri de aynı oranda büyümesi gerektiği, diğer durum sabit büyüme oranı olarak belirlenen oranın ne olduğunu uygun oranın belirlenebilmesidir.

Gordon büyüme modeli analistler tarafından tartışılmış sürekli büyüyen bir şirket olsa bile sabit oranın nasıl belirleneceği konusunda bir oran belirlenemediği üzerinde mutabık kalmışlardır. Bu durumun 3 sebebi vardır bunlar (Damodoran, 2006).

- 1- Ekonomide beklenen enflasyon ve reel büyüme konusunda belirsizlik söz konusudur. Dolayısıyla her analistin tahmini farklı sübjektif yargılar barındırmaktadır.

- 2- Sabit oranda büyüyen bir şirketin büyüme oranı ekonominin büyüme oranından fazla olamaz daha düşük olabilir. Şirketler zamanla ekonomiye göre küçülebilirler. Böylece büyüme oranı üzerindeki bu üst limit ekonominin nominal büyüme oranı olabilmekteyse de analistler bireysel şirketleri değerlerken daha küçük bir oran belirleyebilmektedirler.
- 3- Eğer bir şirket birkaç yıl ekonomiden daha iyi bir performans sergilemesi durumunda şirketin yaklaşık bir değeri, ilk yıllardaki sabit büyüme oranına ek bir prim eklenerek elde edilebilir. Bu ilave primin belirlenmesi de analistin görüşü göre değişmektedir.

Sabit Olmayan Büyüme Oranı Modeli

Şirketler kuruldukları andan itibaren sonsuza denk aynı oranda büyümesi gerçekçi değildir. Çünkü birçok değişken faktör birbirine bağlı ve birbirinden etkilenmektedir. Bu nedenle bir şirket faaliyetlerini sürdürdüğü zaman aralığında farklı büyüme oranlarıyla büyürler. Genellikle şirketler kuruldukları andan faaliyetlerini sonlandırınca kadar üç farklı büyüme oranını kullandıkları varsayılır. Bu varsayıma göre bir şirket ilk yıllarında yüksek bir büyüme performansına sahip olurlar bu oran genel ekonominin büyüme oranından daha yüksektir. Şirket ilerleyen olgunlaşma dönemlerinde büyüme hızları yavaşlar ve genel ekonominin büyüme hızına eşit şekilde büyürler. Şirketin son yıllarında büyümeleri daha da yavaşlar ve ekonominin büyüme oranından daha düşük bir oranda kalırlar. (Besley Scot ve Eugene , 2005)Şirketlerin sabit bir büyüme oranına sahip olmadığı varsayımıyla değişken büyüme oranı modelleri geliştirilmiştir. En basit değişken büyüme modeli iki aşamalı büyüme modelidir. Aşağıdaki formülle hesaplanır (Sipahi vd, 2016).

$$\text{Hissenin değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+k_e)^t} + \left[\frac{D_n(1+g_e)}{k_e - g} \times \frac{1}{(1+k_e)^n} \right]$$

D_0 = hisse başına ödenen kar payı

g_s = normal dışı dönemdeki kar payı büyüme oranı

g_e = normal dönemde kar payı büyüme oranı

k_e = öz kaynak maliyeti

n = normal dışı büyüme dönem sayısı

D_n = normal dışı büyüme dönemi sonundaki kar payı ödemesi

4.2.1.2. Öz kaynaklara olan serbest nakit akışları yöntemi

Şirketlerde yatırımcılara ödenen kar payları ile şirketin kendi ortaklarının öz kaynak sahiplerinin aldığı kar payı eşit değildir öz kaynak sahiplerinin almış olduğu kar payı daha yüksektir. Bu sebeple şirketin indirgenmiş nakit akımıyla değerlendirilmesi şirketin düşük değerlendirilmesine sebep olabilir. İndirgenmiş kar payı yönteminin şirketin öz sermaye hisselerini değerlemek için kullanıldığı zaman öz kaynaklara olan serbest nakit akışları yöntemi ortaya çıkmaktadır.

Öz kaynakların serbest nakit akımı, şirketin ortaklarının her türlü finansal yükümlülüklerin karşılanmasından sonra nakit akımlarından aldıkları paydır. Şirketin tahmin edilen dönemi ve sonrasında hissedarlarına dağıtabileceği net nakit akımları kaldırıcı öz sermaye maliyeti kullanılarak bugüne indirgenmektedir. Bu yaklaşımda temel dayanak tahmini finansal tablolar üzerinden oluşacak nakit akımları içinden şirketin gelecek yıllarda hissedarlarına dağıtabileceği net nakit akışını tahmin etmektir (Yalçın, 2014).

Öz kaynaklara olan serbest nakit akışları farklı büyüme modellerine göre çeşitlendirilebiliriz. Öz kaynaklara olan serbest nakit akışları şu formülle hesaplanır:

Öz kaynaklara olan serbest nakit akışları

+ net kar

-sabit kıymet yatırımları

+ amortisman giderleri

-nakit dışı çalışma sermayesindeki değişim

+ yeni finansal çalışmalar

-finansal borç anapara geri ödemeleri

Sabit kıymet yatırımları ve işletme sermayesinin, hedeflenen borçlanma oranı ile finanse edilmesi beklenmekte ise ve borç anapara taksit ödemeleri yeni borçlanma ile yapılıyor ise öz kaynaklara olan serbest nakit akışları şöyle hesaplanmaktadır (Damodaran, 2002).

Öz kaynaklara olan serbest nakit akışları

+ net kar

-(1- HBO) *(Sabit kıymet yatırımları – amortisman giderleri)

- (1-HBO) *(Nakit dışı çalışma sermayesindeki değişim)

İndirgenmiş Nakit Akımları İle İndirgenmiş Kar Payları Yöntemleri Arasındaki Farklar

- İndirgenmiş nakit akımları şirkete olan serbest nakit akımlarının nasıl değerlendirileceği üzerinde söz sahibi olan çoğunluk hissesi sahibi yatırımcılar için anlamlı bir yöntemdir.
- İndirgenmiş kar payları ise bir şirketin nakit kar paylarını esas alarak değerlemeyi öngördüğünden yöneticiler tarafından belirlenen kar paylarına hak kazanan azınlık hissesi sahipleri için uygun bir yöntemdir.
- İndirgenmiş kar payı yönteminin indirgenmiş nakit akımlarından en önemli farkı nakit akımları yerine karı esas alması ve kar tutarlarını bugünkü değere indirgeyerek firma değerini belirlemesi.
- Büyüme sürecinde olan firmalar meydana gelen nakit akımlarını firmada tutmak isterler. Bu sebeple firmalar yatırımcıların kar payı dağıtmayabilir ya da dağıttıkları kar payı hissedarlara olan net nakit akımından daha düşük miktarda olabilir
- Düzenli bir kar payı ödeme politikası olan ya da hukuki düzenlemeler gereği kar payı ödemek durumunda olan firmalar öz sermayeye olan nakit akışlarına bakmaksızın hissedar beklentileri çerçevesinde bu

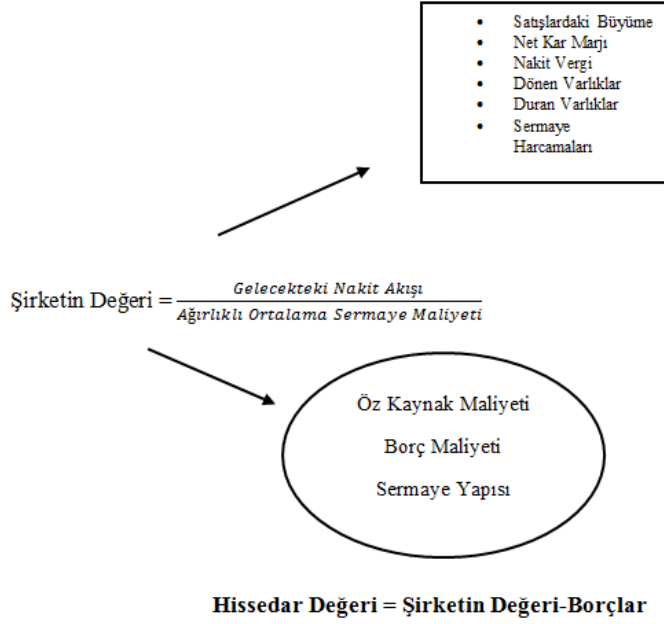
alışkanlıklarını sürdürmek isterler. Ancak öz sermayeye olan nakit akımları dağıtılmak istenen kar payından yetersiz kalabilir bu durumda firma ek borçlanmaya başvurmak zorunda kalabilir.

- Öz sermayeye olan nakit akımlarının kar payı ödemelerinden farklı olduğu durumlarda indirgenmiş nakit akımları ve indirgenmiş kar payı yöntemleri farklı sonuçlar verebilir.
- Öz sermayeye olan nakit akımlarının tümünü kar payı ödemesi olarak dağıtması beklenen bir firmanın indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile hesaplanan öz sermaye değeri ile indirgenmiş kar payı yöntemi ile hesaplanan öz sermaye değeri aynı olmayabilir.

4.2.1.3. Firmaya olan serbest nakit akışları yöntemi

Şirkete olan serbest nakit akışı ile şirket değerlemesinin temelleri Modigliani ve miller tarafında atılmıştır.1958 yılında yaptıkları çalışmada şirketin değerinin şirketin vergi sonrası faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışlarının bugünkü değeri şeklinde hesaplanması gerektiğini belirtmişler. Böylece şirketin değeri borçlanmanın vergi avantajı ve borçlanma nedeniyle beklenen ilave riskle ilişkilendirilmiştir. Şirkete olan serbest nakit akışları yönteminde, şirketin değeri hesaplanırken şirket bir bütün olarak değerlendirilir. Şirketin değeri, şirketin hisse sahiplerinin, tahvil sahiplerinin ve imtiyazlı hisse sahiplerinin nakit akımlarının toplamıdır. Yani şirketin serbest nakit akışları kavramı ile şirketin temel kaynaklarını sağlayan hissedarlara ve uzun süreli borç verenlere olan nakit akımlarını ifade eder (Yalçın, 2014).

Şirkete olan serbest nakit akışları yöntemi farklı büyüme modellerine göre çeşitli şekillerde hesaplanabilir. Hissedarların değeri şu faktörlere göre değişmektedir (Andrew, 1988: 48).



Kaynak: (Andrew, 1988)

Şekil 4.2. Hissedar değeri şeması.

Bu yöntem diğer yöntemlere göre daha kapsamlı ve daha çok bilgi içermektedir. Bu yöntemde farklı yatırım ve finansman şirketlerine göre şirket değerindeki farklılaşmalar veya etkileşimler daha açık olarak görülebilmektedir ayrıca daha anlaşılır olmasının yanı sıra şirketler ve bankalar tarafından kullanılan proje değerlendirme uygulamalarına benzemektedir (Üreten ve Ercan, 2000).

Şirkete olan serbest nakit akışları şu formülle hesaplanır.

Şirketin serbest nakit akımı = öz sermayenin serbest nakit akımı

+ faiz masrafları (1- vergi oranı)

+ öncelikli geri ödemeler-yeni borç tahvilleri

+ imtiyazlı temettüleri.

Şirketin serbest nakit akımı = faiz vergi öncesi kar * (1- vergi oranı)

-sabit kıymet yatırımları

+ amortisman giderleri

-nakit dışı işletme sermayesindeki değişim

4.3. Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımları

Piyasa bazlı değerlendirme yaklaşımı, bir varlığın değeri belirlenirken benzer varlıkların piyasada nasıl fiyatlandığına bakılarak piyasaya göre bir değer belirlemektir. Bir şirketin değeri piyasada işlem gören benzer şirketlerle karşılaştırılarak belirlenmeye çalışılır. Bu yaklaşım piyasayı doğrudan referans alması sebebiyle finans literatüründe göreceli değerlendirme yaklaşımı, piyasa yaklaşımı, piyasa çarpanlarıyla değerlendirme, piyasaya odaklı değerlendirme gibi isimlendirilir (Sipahi vd, 2016: 123).

Göreceli değerlendirme yaklaşımında bir şirketin değeri, o şirketin hisse senetlerinin, menkul kıymetlerinin veya elle tutulamayan varlıklarının, onları satışta olan benzer şirketlerin hisse senetleri ile menkul kıymetleri ile ve elle tutulamayan diğer varlıklarıyla bir ya da daha fazla yöntemle karşılaştırarak bir değer ölçümü yapan genel bir yoldur. Bu yaklaşımın temel varsayımı etkin bir piyasada benzer varlıkların benzer fiyatla fiyatlanacağına dayanmaktadır. Çarpanlara dayalı basit fakat güçlü bir değerlendirme yaklaşımıdır (Yalçın, 2014: 233).

Akademik dünyada birçok tartışmalara sebep olan değerlendirme konusu genellikle gelir temelli yaklaşım ve indirgenmiş nakit akımı yaklaşımına dayansa da piyasada birçok varlık piyasaya göre değerlendirilmektedir. İndirgenmiş nakit akışı yöntemi ile piyasa bazlı değerlendirme yaklaşımı arasında önemli bir fark vardır. İndirgenmiş nakit akımı yaklaşımında şirketin gelecekte beklenen nakit akışları konusunda birçok tahmin yapılmakta iken piyasa bazlı değerlendirme yaklaşımında o varlığın benzer varlıklara ödenen fiyatlara bakılarak o varlığın değeri ölçülmeye çalışılır. Göreceli değerlendirme yaklaşımı dikkatli bir şekilde uygulanmadığı zamanlarda yanıltıcı sonuçlar verir. Değeri ölçülmek istenilen varlığın piyasada

benzer varlıkları iyi seçilmediği çarpanların doğru kullanılmadığı çalışmalarda piyasa bazlı yaklaşım oldukça yanıltıcı sonuçlar vermesi kaçınılmaz.

Piyasa bazlı değerlendirme yaklaşımını değerlendirme çalışmalarında üç aşamada tamamları. Birinci aşama değerlemeye tabi tutacağımız şirketin piyasada nakit akımları, büyüme potansiyeli satışlar ve risk gurubu bakımından benzer, piyasa tarafından fiyatlanmış karşılaştırılabilir şirketler belirlenir. İkinci aşamada değerlemede kullanılacak uygun oranlar, karşılaştırılabilir standart fiyatlar için uygun çarpan tespit edilir. Son aşamada şirketler arsında karşılaştırmalar yapılırken her ne kadar benzer şirketler olsa da farklı yönleri de bulunacağı için bu şirketler arasında bir takım uyarılma ve düzeltme işlemleri yapılarak değerlendirme çalışması tamamlanır (Damodaran, 2002).

Bütün değerlendirme yaklaşımlarında olduğu gibi göreceli değerlendirme yaklaşımında güçlü ve zayıf yanları bulunmaktadır. Bu amaçla göreceli değerlendirme yaklaşımını değerlendirdiğimiz zaman yaklaşımın güçlü ve zayıf yanlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Yalçın, 2014: 235-36).

Güçlü yanları:

- Göreceli değerlendirme yaklaşımı diğer yaklaşımlar indirgenmiş nakit akımı yaklaşımına göre daha az varsayımla ve daha az bir zamanda tamamlanabilir.
- Göreceli değerlendirme çalışmalarında daha az ve ulaşılması kolay bilgilerle çalışılır.
- Diğer yaklaşımlar gibi karmaşık yapıya sahip değildir bu sebeple daha kısa sürede tamamlanır.
- Anlaşılması kolay olduğu için müşterilere ve yatırımcılara aktarmak da kolaydır.
- Diğer varlık bazlı değerlendirme yaklaşımından farklı olarak işletmenin maddi ve maddi olmayan varlıklarının tamamını kapsar.
- Değerleme çalışması sonucunda sonuçlar diğer yaklaşımlar gibi varsayım içeren sonuçlar değil şirketin hisse senetleri fiyatlarına yansıyan gerçek sonuçlardır.

- Göreceli değerlendirme yaklaşımı diğer değerlendirme yaklaşımlarına göre piyasanın cari atmosferini daha iyi yansıttığı düşünülür.

Zayıf yönleri;

- Göreceli değerlendirme yaklaşımında değerlendirme yapmak için karşılaştırma yapılacak benzer şirket gurubunu oluşturmak kolay değildir. Benzerlik faktörleri olan risk derecesi, büyüme potansiyeli nakit akışı satışlar gibi unsurlara dikkat edilmediğinde sonuçlar başarısız olur.
- Çarpanların piyasa atmosferini yansıtması bir varlığın daha değerli veya daha değersiz değerlendirilmesine sebep olabilir.
- Değerleme yapılacak şirket için bezer karşılaştırılabilir şirket bulmak her zaman mümkün olmayabilir. Bazı şirketler faaliyetleri veya birtakım unsurları nedeniyle tek olabilir bu durumda göreceli değerlendirme yapmak güçleşir.
- Piyasa bir varlığın değerini tam yansıtmayabilir piyasa hata yapabilir.
- Bu yaklaşım yeterince şeffaf olmadığı için manipülasyona da açıktır.

Göreceli değerlendirme yaklaşımında değerlendirme yapmak için seçilen şirketler gurubuna göre belirli karşılaştırmalar yapılır. Bu karşılaştırmalar yapılırken belirli oran ve çarpanlar kullanılır bu oranlar aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür.

- Kazanç çarpanları
- Defter değeri çarpanları
- Gelir çarpanları
- Sektöre özgü çarpanlar.

4.3.2. Kazanç Çarpanları

Kazanç çarpanları göreceli değerlendirme yaklaşımında en yaygın kullanılan çarpanlardır. Ancak çarpanlar öznelliğe yatkın oranlardır. Bu oranları etkileyen temel değişkenler, beklenen büyüme oranları, beklenen nakit akımı ve risk derecesi gibi faktörlerdir.

Bir hisse senedi satın alırken ödenen tutara, şirketin hisse başına elde ettiği kazancın bir çarpanı olarak bakmak şirket değerlemede kabul gören bir görüştür. Kazanç çarpanlarıyla değerlemede şirketler muhasebe kazançlarıyla belirlenen bir çarpan kullanarak değerlendirilir. Bu çarpanlar, fiyat / kazanç oranı, fiyat kazanç oranı/ beklenen büyüme oranı, fiyat/gelecekteki kazanç oranı, şirket değeri FAVÖK oranıdır. (Sipahi vd, 2016: 126)

4.3.2.1. Fiyat / Kazanç oranı

Fiyat kazanç oranı tüm çarpanların en yaygın kullanılanıdır. Bir şirketin net karı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kuran bir çarpandır. Hisse senedi başına ödenen bedelin bir hisse senedinden elde edilen kazancın kaç katı olduğunu gösterir. Yatırımcılar tarafından büyüme potansiyeli yüksek gelecekte karlılığı artacak olan beklentili şirketlerin fiyat kazanç oranı yüksek olmaktadır (Chambers, 2005: 218).

Fiyat kazanç oranı öyle hesaplanır.

$$\text{Fiyat / kazanç oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Net Kar}}$$

Bu formülden şu formüller türetilir:

$$\text{Hisse senedi piyasa fiyatı} = \text{hisse başına net kar} \times \text{fiyat / kazanç oranı}$$

$$\text{Firma değeri} = \text{hisse senedi sayısı} \times \text{hisse senedi piyasa fiyatı}$$

Hesaplamalarda cari piyasa fiyatı kullanıldığı gibi yıllık ortalama fiyatlar da kullanmak mümkündür. Piyasalarda yer alan hisse başı kar için cari kar kullanılırsa F / K oranı gelecek yıl için beklenen kar tahminleri kullanılırsa ileri F / K oranı hesaplanmış olur.

Uygulamada şirketlerin 1. Çeyrek net karı açıklandığı zaman, geçen yılın ikinci çeyrek üçüncü çeyrek ve son çeyrek kar rakamları üzerine bu yılki 1. Çeyrek kar rakamı eklenerek kaydırılmış yıllık kar hesaplanır. Bu şekilde her bilanço döneminde gelen kar oranlarına göre düzeltilerek kullanılır (Öztürk, 2009).

Fiyat kazanç oranı şirketler değerlendirilirken sektör ortalamalarına bakılarak karşılaştırmalar yapılır. Eğer şirketin fiyat kazanç oranı sektör ortalamasından düşük ise şirketin hisse senedinin ucuz, sektör ortalamasının üstünde ise hisse senedinin pahalı olduğu şeklinde değerlendirilir.

Yatırımcılar fiyat kazanç oranı ile şirketin kar oranlarındaki büyüme arasında doğru orantı olduğunu düşünürler bu sebeple şirketin fiyat kazanç oranı ile şirketin kar oranlarını karşılaştırarak yatırım yaparlar. Ayrıca şirketin faaliyette bulunduğu yıllar arasındaki kazançlarının seyri de önemlidir çünkü bu seyir şirketin varlıklarını ne derece verimli kullandığının bir göstergesi olarak kabul edilir.

Fiyat kazanç oranı kar payındaki artış beklenen büyüme ile doğru orantılı bir ilişkide iken iskonto oranının azalan bir fonksiyonudur. Bu sebeple getirilerin değişkenliği arttıkça iskonto oranı yükselecek ve fiyat kazanç oranının düşmesine sebep olacaktır. Fiyat kazanç oranının etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yazıcı, 1997: 41).

- Karın geçmişteki büyüme oranı
- Tahmini karlar
- Ortalama kar payı ödeme oranı
- Firmanın sistematik riskini ölçen beta katsayısı
- Karın istikrarlı olup olmadığı
- Finansal kaldıraç
- Firmanın rekabet gücü, yöneticilerin bilgi ve beceri düzeyleri
- Ekonomik koşullar.

F/K oranları kar eden bütün şirketlerde uygulanabildiği gibi özellikle banka ve aracı kurumlardaki analist ve yatırımcılar tarafından şirketlerin potansiyel karlılıklarını karşılaştırmak için yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Ülkemizde ise aracı kurumlar ve bankalar tarafından en çok kullanılan değerlendirme yöntemi olarak ön plana çıkmaktadır (Yalçın, 2014). F/K oranının zarar eden şirketlerde kullanılması mümkün olmamasına rağmen uygulamada yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir.

Fiyat/kazanç oranı bir diğer indirgenmiş nakit akımı değerlendirme yöntemine göre karşılaştırdığımız zaman indirgenmiş nakit akımı yönteminin daha ayrıntılı ve güvenilir sonuçlar verdiği gözlemlenmiştir. Fiyat kazanç oranında bir firmanın değeri elde ettiği kazancın katları şeklinde hesaplanır. Bu yöntemde sadece cari yıl ve bir sonraki yıl kazançları önemlidir. İndirgenmiş nakit akımında ise bir firmanın değeri belirlenen bir risk oranı üzerinden iskonto edilerek hesaplanan nakit akımıdır.

Bir şirketin fiyat kazanç oranını üç temel değişken belirlemektedir. Bu değişkenler temettü ödeme oranı, şirketin riskliliği ve kazançlarda beklenen büyüme oranıdır. Yani bir şirketin temettü ödeme oranı ve beklenen büyüme oranı ne kadar yüksekse fiyat kazanç oranı o kadar yüksek, şirketin risk faktörleri ne kadar yüksek olursa fiyat kazanç oranı o derece düşük olmaktadır.

4.3.1.2. P/E oranları ve beklenen büyüme

Bir şirketin beklenen büyüme oranıyla beklenen p/e oranı arasında doğru yönlü bir ilişki vardır, büyüme oranı fiyat kazanç oranını önemli ölçüde etkilemektedir.

Beklenen büyüme oranlarındaki değişimlerin etkisi faiz oranlarındaki değişimlere göre farklılık gösterir. Fiyat kazanç oranı beklenen büyüme oranlarındaki değişikliklere faiz oranlarının düşük olduğu zamanlarda faiz oranlarının yüksek olduğu durumlardan daha duyarlıdır. Bu durumun nedeni büyümenin gelecekte nakit akımları üretmesi ve bu nakit akımlarının cari değerlerinin yüksek faiz oranlarının olduğu durumlarda çok daha küçük olmasıdır (Yalçın, 2014: 254).

F/K oranı bir şirketin algılanan risk oranının bir fonksiyonudur ve bu ve kendisini öz sermayenin maliyetinde gösterir. Daha yüksek öz sermayeye sahip bir şirket, daha düşük öz sermaye maliyetine sahip olan bir şirkete oranla daha düşük bir kazançlar çarpanıyla işlem görecektir.

F/K oranının güçlü yönleri

- İndirgenmiş nakit akımı değerlendirme yönteminde kullanılan risk, büyüme oranı temettü ödeme oranı gibi veriler kullanmaya ihtiyaç olmamaktadır. Daha az veri ile hesaplama yapılabilir.
- Karşılaştırma yapmaya son derece elverişlidir, karşılaştırma yapmak basittir.
- Risk ve büyüme verilerini kendi bünyesinde yansıtmaktadır.

F/K oranının zayıf yönleri

- Muhasebe uygulamalarından kaynaklanan bazı durumlarda gerçeği yansıtmayabilir hisse başına kazanç bu yöntemlere göre değişiklik gösterebilmektedir.
- F/K oranı indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre teorik yapısı daha zayıf, ona göre daha az güvenilirirdir.
- F/K oranı statik bir özelliğe sahiptir olması gereken hisse senedi fiyatını göstermez o anda olan fiyatı yansıtır.
- F/K oranı zarar eden şirketlerde değerlendirme yöntemi olarak kullanılamamaktadır.

4.3.2. Defter Değeri Çarpanları

Piyasalar arz ve talep faktörlerine dayanarak bir şirketin değerini tahmin ederken şirkete ilişkin kayıt tutanlar aynı şirket için çok farklı bir tahmini değeri kayıtlar üzerinden hesaplayarak kullanmaktadırlar. Defter değeri, muhasebe ilkelerinden yola çıkarak elde edilmekte ve varlıklar için tarihi olarak ne kadar bedel ödendiğinden yola çıkarak ve daha sonra bütün amortisman v.b. kaydı düzeltmelerden önemli ölçüde etkilenmektedir. Yatırımcılar ve analistler hisse senedinin değerlemesinde bir hisse senedi için ödenen piyasa fiyatı ile öz sermayenin defter değeri arasında bir ilişki kurmaktadır. Şirketler değerlendirirken bu oran şirket değeri kullanılarak ve sadece öz sermaye yerine bütün varlıkların defter değeri kullanılarak hesaplanabilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 175).

Muhasebe kayıtlarına dayanan tarihi defter değeri ve varlıkları yerine koyma maliyetlerini esas alan çarpanların değerlendirilmesinde kullanılması esastır. Bu çarpanlardan en çok tercih edilenleri piyasa değeri / defter değeri ve yerine koyma oranlarıdır.

4.3.2.1. Piyasa değeri / Defter değeri

Piyasa değeri/ defter değeri oranı, bir şirketin öz sermayesinin piyasa değerinin şirketin defter değerine oranıdır. Şirketin hisse senedi olarak hesaplırsak hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına defter değerine oranlanmasıdır. Piyasa değeri / defter değeri, bir hisse senedinin piyasadaki değerinin kaç katı olduğunun bir göstergesidir (Öztürk, 2009: 116).

Aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$PD/DD = \frac{\text{Piyasa Kapitalizasyonu}}{\text{Defter Değeri}} \quad \text{veya} \quad \frac{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}{HBDD}$$

$$HBDD = \text{Hisse Başı Defter Değeri}$$

Bir şirketin öz sermayesinin piyasa değeri genellikle piyasanın ilgili şirketin gelecekteki karlılığı ve nakit akımlarına yönelik beklentisini yansıtır. Bir şirketin piyasa değeri, çıkarılmış sermayesini temsil eden toplam hisse senedi adedi ile piyasa fiyatının çarpılmasıyla hesaplanır. Öz sermayenin defter değeri varlıkların defter değeri ile borçların defter değeri arasındaki farktır büyük ölçüde muhasebe kurallarının belirlediği bir tutardır. (Sipahi vd, 2016: 135)

Negatif kazanç elde eden şirketler fiyat kazanç oranının aksine piyasa değeri / defter değeri yöntemi kullanılarak değerlendirilebilir. Bu oranın 1 e eşit ve üstünde olması beklenir olması beklenir. PD/DD oranı 1'in altında olması firmanın ortaklarına bir değer artışı sağlayamadığı, varlıklarını verimli kullanamadığını ve değerinden kaybettiğini gösterir. PD/DD oranının entelektüel sermaye ile de bağlantısı vardır. Bir şirketin piyasa değerinin defter değerinden fazla olan kısmı entelektüel sermayesini gösterir. Bu oranın yüksek çıkması güçlü bir entelektüel sermayeye sahip olduğunun bir göstergesidir (Chambers, 2005: 221).

Uygulamada piyasa değeri/defter değeri oranı özellikle sabit duran varlıkları yüksek olan sektörlerde kullanılmaktadır. Finansal hizmet sektöründe

özellikle bankacılıkta, firmaların aktif değerlerinin piyasa değerine daha yakın olması sebebiyle sıkça kullanılan bir yöntemdir. Zarar elde eden şirketler içinde kullanılabilen bir yöntemdir (Öztürk , 2009: 116).

Bu oranın yatırımcılar ve analistler tarafından tercih edilmesinin bir takım sebepleri vardır. Bunlar, defter değeri piyasa değeri ile karşılaştırıldığında göreceli olarak sabit bir değer sunar. Şirketler arası muhasebe uygulamaları tutarlı olduğu zaman piyasa değeri/defter değeri benzer şirketler arasında karşılaştırmaya imkân sağlayarak şirketlerin düşük mü yoksa yüksek mi değerlendikleri hakkında fikir verir. Fiyat kazanç oranı ile değerlendirilemeyen şirketler zarar eden şirketler piyasa fiyatı / defter değeri ile değerlendirilebilir. Bu yöntemin zayıf yönleri ise şunlardır. Bu yöntemde fiyat kazanç oranı gibi muhasebe kurallarından etkilenmektedir değişik muhasebe uygulamalarına göre şirketlerde farklılıklar ortaya çıkabilir. Varlığı olmayan hizmet ve teknoloji şirketleri gibi şirketler için defter değeri anlam taşımamaktadır. Şirketin devam eden negatif kazançları varsa bu durum defter değerinin de negatif olmasına sebep olur. Bir şirketin hisse senedi geri alımları veya yeni hisse senedi ihraçlarında tarihsel karşılaştırmalarda tutarsızlık yaratabilir. Bu oran statik bir özelliğe sahiptir şirketin faaliyetlerini sürdürmekte olduğu veya gelecekteki nakit akışları hakkında bilgi vermez (Yalçın, 2014: 270).

4.3.2.2. Yeniden yerine koyma oranı (Tobin's Q)

Varlıkların değerlendirilmesi yapılırken bir diğer alternatif değerlendirme oranı varlıkları yerine koyma oranıdır. Tobin's Q teorisi ek bir birim sermayenin şirket değerine olumlu yansımaları olarak ifade edilir. Sermayenin marjinal verimliliği yüksek ve sermayenin şirkete finansal maliyeti düşük ise Q değeri büyür. Bu orana Tobin Q olarak bilinir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 177).

Tobin Q oranı, 1969 yılında James Tobin tarafından geleneksel finansal değer ölçümlerine alternatif olarak sunulan bir yöntemdir. Varlığın piyasa değeri o varlığın yerine koyma maliyeti ile karşılaştırılır. Ve şirketlerin varlıklarının piyasa değeri bu varlıkların yerine koyma maliyetine oranlanır.

$$\text{Tobin 's Q} = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti}}$$

Tobin'nin q oranı 1 den büyük olması istenir, bu durumda şirket kaynakları etkin kullanıldığını gösterir şirket yatırım yapmak ister çünkü yatırım yapmak karlı olduğu anlamına gelir yatırımın yerine koyma maliyetinden daha yüksek bir getiri sağlayacağı anlamına gelir (Canbaş vd, 2004: 58).

Tobin'nin q oranı fiyat defter değeri oranı ile karşılaştırıldığında tobin'nin q oranının payında şirketin yalnızca hisse senetlerine değil aynı zamanda borçlarına ve öz sermayesinin değerine de yer verilir. Paydada ise şirketin yalnızca öz sermayesi değil tüm varlıkları yer almaktadır ve bu varlıklar defter değerine göre değil yerine koyma maliyetlerine göre hesaplanmaktadır.

Tobin'nin Q oranı yüksek olan şirketlerin güçlü rekabet avantajlarına sahip olduğu düşünülür. Bu şirketlerin marka imajları güçlüdür. Ve önemli teknik bilgi birikimleri bulunmaktadır oranı düşük şirketler genellikle yüksek rekabetin yaşandığı ve gerileme içerisinde bulunan sektörlerde yer aldığı gözlemlenmektedir (Yalçın, 2014: 274).

4.3.2.3. Fiyat / Satışlar oranı

Fiyat / satış oranı, bir şirketin toplam cari piyasa değerinin, aynı şirketin son 12 aylık dönem hisse başına gerçekleştirdiği satış miktarına bölünmesiyle elde edilen bir orandır. F/S oranı P/E oranı aracılığıyla doğrudan satışların net kar marjına bağlıdır. Bu oran şirketin gelirleri için piyasanın ne kadar ödeme yapmaya istekli olduğunu ölçer.

P/S oranı son yıllarda özel şirketlerin değerlendirilmesinde yaygın olarak kullanılmaktadır. P/S oranı halka açık şirketlerin öz sermayeleri için iyi bilinen bir değerlendirme göstergesi haline gelmiştir. Bu oran aynı zamanda düşük değerlendirilmiş hisse senetleri bulmak için en iyi oran olduğu savunulmaktadır. P/S oranı aynı sektördeki benzer şirketlerin brüt kar marjlarının ve işletme etkinliklerinin aynı olduğu varsayımından bu şirketlerin karşılaştırılmalarında kullanılan bir orandır. Bu şirketlerde büyüklük ölçüsü olarak kullanılan satışların göreceli olarak karında ölçülmesi anlamına gelir. Ayrıca bu oranda diğer oranlardaki muhasebe uygulamalarında meydana gelen tutarsızlıklar ortadan kalkmaktadır. Olgun dönemsel ve sıfır gelirli şirketlerin değerlendirilmesinde kullanılan uygun ir oranıdır (Yalçın, 2014: 277).

F/S oranı bir şirketin satışları ile öz kaynakların piyasa değeri arasındaki ilişkiyi ölçer. Ancak bu şirketin satışları üzerinde hem borç verenlerin hem de ortakların hakkı vardır bu açıdan P/S oranı payı ile paydası arasında bir tutarsızlık söz konusu olmaktadır. Bu tutarsızlığı gidermek için şirket değeri / satışlar oranı kullanılmaktadır (Sipahi vd, 2016: 139).

4.3.2.4. Şirket değeri/ Satışlar oranı

Şirket değeri / satışlar oranı, P/S oranından farklı olarak şirket üzerindeki tüm hak sahiplerini ortak ve borç verenleri kapsar şirketin toplam değerinin satışlara bölünmesiyle elde edilir. Birçok şirketin şirket değeri / satışlar oranı, fiyat /satışlar oranından büyüktür.

Bu oran pe ve pbv oranlarının kullanılmadığı durumlarda zarar etmiş ve öz sermayesi negatif olan şirketler için anlamlı bir değer ölçme yöntemi olarak kabul edilir. Muhasebe kurallarına göre değişiklik göstermemesi de önemli bir avantajdır. Bu oran özellikle perakende internet ve telekomünikasyon sektörleri için yaygın olarak kullanılmaktadır (Öztürk , 2009: 119).

4.3.3. Sektöre Özgü Çarpanlar

Sektöre özgü çarpanlar isminden de anlaşıldığı üzere değerlendirme yapılan şirketin bulunduğu sektöre göre değişiklik göstermektedir. Kazançlar defter değeri ve gelir çarpanları sektör farkı olmaksızın tüm şirketler için hesaplanabilen oranlardır ancak sektöre özgü çarpanlar sadece o sektörde dar bir şirket gurubunda kullanılan çarpanlardır.

Şirkete özgü çarpanlar farklı olmakla birlikte iki temel özelliği vardır. Bu oranların payında genellikle şirketin değeri yer alır. Şirketin değeri borçlar ve öz kaynakların toplamından nakit ve pazarlanabilir menkul kıymetlerin çıkartılmasıyla bulunur. Bu oranların payda kısımlarında şirkete gelir ve kar sağlayan faaliyet birimleri yer alır (Sipahi vd, 2016).

Sektöre özgü çarpanlar çok sayıda muhasebe verisine ihtiyaç duymadan hesaplanabildiği için tek şirketin değerlendirme işleminde sektör çarpanları kullanılabilir. Yatırımcılar ve analistlerin sektöre özgü çarpanları tercih etmelerinin sebepleri bu oranların, finansal tablolarına ulaşılamayan ya da finansal

tabloları güvenilir olmayan şirketlerin değerlerini karşılaştırabilme imkânı sağlar. Şirketin değeri ile şirket faaliyetleri ve çıktıları arasında bağlantı kurar. Değerleme çalışmalarında başka bir çarpanın kullanılmadığı durumlarda bu oranlar tercih edilebilir. Tercih edilmeme sebepleri arasında sektörün bir bütün olarak az ya da çok değerlenmesine yol açar. Temel verilerle ilişkilendirmek oldukça güç olmasındır (Ercan vd, 2006: 74).

4.3.3.1. Birim ürün başına değer oranı

Bu oran genellikle piyasa değeri sahip olduğu rezerv miktarına göre belirlenen maden ve petrol şirketleri için tercih edilir. Bu şirketlerde birim ürün başına değer bu şirketlerin piyasa değerlerinin, sahip oldukları rezerv miktarına bölünerek elde edilir.

$$\text{Birim ürün başına değer} = \frac{\text{Öz Sermayenin Piyasa Değeri} + \text{Borcun Piyasa Değeri} - \text{Nakit}}{\text{Hammadde Rezervlerinin Ürün Sayısı}}$$

$$\text{Ürün başına değer} = \frac{\text{Öz Sermayenin Piyasa Değeri} + \text{Borcun Piyasa Değeri} - \text{Nakit}}{\text{Üretilen ürün sayısı ya da üretim kapasitesi}}$$

4.3.3.2. Abone başına değer oranı

Televizyon internet hizmeti sağlayan ve basın yayın şirketleri gibi sektörlerde faaliyet gösteren şirketler ürünleri müşteri sayısı abone sayıları oluşturur. Bu şirketler değerlendirilirken piyasa değerleri abone sayılarına bölünerek abone başına değer oranları hesaplanır (Ercan vd, 2006: 75).

$$\text{Abone başına değer} = \frac{\text{Öz Sermayenin Piyasa Değeri} + \text{Borcun Piyasa Değeri} - \text{Nakit}}{\text{Abone Sayısı}}$$

4.3.3.3. Müşteri başına değer oranı

Pazarlama ürünlerinin aynı olduğu durumlarda bu ürünlerin gelir getirme kapasiteleri de benzerlik göstermektedir. Böyle şirketlerin değeri o şirketlerden düzenli olarak alışveriş yapan müşteri sayısına bölünmesiyle bulunur. Ancak müşterilerin alışveriş tutarları farklı olduğu veya zaman içerisinde değişkenlik göstermesi gibi durumlarda bu oranın verdiği sonuçlar anlamlı olmayabilir. Bu gibi durumlarda şirketin değeri / satışlar oranını kullanmak daha sağlıklı sonuçlar verecektir (Öztürk , 2009: 121).

$$\text{Müşteri başına değer} = \frac{\text{öz sermayenin piyasa değeri} + \text{borcun piyasa değeri} - \text{nakit}}{\text{müşteri sayısı}}$$

4.3.3.4. Site ziyaretçi başına değer oranı

Son yıllarda internet kullanıcılarının hızla artmasıyla sık ziyaret edilen internet siteleri bunu reklam ya da satışa çevirmektedir. Bu gelirlerinin büyük bir bölümünü bu şekilde sağlayan şirketlerin değeri site ziyaretçi sayılarına bölünerek elde edilir

$$\text{Site ziyaretçisi başına değer} = \frac{\text{öz sermayenin piyasa değeri} + \text{borcun piyasa değeri} - \text{nakit}}{\text{site ziyaretçi sayısı}}$$

4.4. Alternatif Değerleme Yaklaşımları

4.4.1. Ekonomik Katma Değer (EVA)

EVA, bir şirketin ekonomik kar oluşturma yeteneğini ölçmeye yarayan finansal bir göstergedir. Diğer bir ifadeyle sermayenin maliyetini aşan kazançtır ki, bu pay sahiplerinin servetine gerçek artışı gösteren bir ölçüdür. Yatırımcılar açısından bir şirketin sermaye maliyetinden daha fazlasını kazanması önemli bir durumdur. Aksi halde sermaye maliyetinden daha az kazanç sağlayan şirketlerde mevcut sermaye aşınmakta ve zamanla yok olmaktadır.

Ekonomik Katma Değer, (EVA) G.B Sterwat ve Joel Stern şirket danışmanlık gurubu tarafından 1980'lerde bir değer ölçme tekniği olarak geliştirilmiştir. Bu teknik şirketin gerçek karlılığına dayalı olarak geliştirildiği için finansçılar tarafından çok çabuk kabul görülmüştür. Bu değer ölçüm yöntemi, şirket karlılığını ölçen ve muhasebe karına dayanan geleneksel performans ölçülerinin aksine şirketin artık kar rakamını baz alan ve ekonomik kara dayalı olan bir değer ölçüsüdür ve bu bağlamda hem borç hem de öz sermayenin maliyetini dikkate almaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 245-46).

Eva aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Yalçın, 2014: 216).

Ekonomik katma değer = (Oluşturulan sermayenin getirisi - Sermayenin maliyeti)

$$\times(\text{oluşturulan sermaye}) = \text{Vergi sonrası faaliyet geliri}$$

- (Sermaye maliyeti) × Oluşturulan sermaye

EVA hesaplanırken kullanılan bilgiler muhasebe verilerinden elde edilir ancak EVA muhasebe ilkeleri tarafından sınırlandırılmış değildir. Çünkü EVA muhasebe verilerinde bazı uyarlamalar yaptıktan sonra kullanır. Yukarıdaki formüle göre EVA hem borç hem de öz sermaye maliyetlerinin vergi sonrası faaliyet gelirinden çıkardıktan sonra arta kalan tutardır. Eğer ki vergiden sonraki faaliyet geliri sermaye maliyetinden yüksekse şirket bir değer oluşturur. Vergiden sonraki net faaliyet geliri sermaye maliyetinden düşükse değer kaybı ortaya çıkar. Bu bağlamda EVA bir şirketin varlıklarının sermaye maliyetinden daha yüksek bir değer yaratıp yaratmadıklarını ölçen bir tekniktir

EVA etkin bir şekilde kullanıldığında bir şirketin hangi birimlerinin şirketin değerine ne kadar katkı sağladıkları hangi birimlerin ne kadar değer oluşturduklarını belirlemek için iyi bir performans yöntemidir (Chambers, 2005: 25).

Yapılan analiz çalışmalarında EVA'nın hisse senetlerinin fiyatlarındaki değişimi açıklamakta oldukça güçlü bir gösterge olduğu saptanmıştır. Birçok popüler ölçülerden daha başarılı bir ölçüdür. Bu nedenle yatırımcılar yatırım kararları alırken, sermaye maliyetinden daha fazla kazanmayı hedefleyen ve dolayısıyla EVA'yı yükselten şirketleri tercih ederler.

Stern Stewart & Co tarafından EVA'yı artırmak için bazı öneriler aşağıda sıralanmıştır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 34).

- Yatırılan sermayeden elde edilen vergi sonrası gelir toplam sermaye maliyetinden daha yüksek olan projeler yatırılmalıdır.
- Daha az sermaye ile daha çok kar elde edilmelidir. Bu da ya maliyetleri azaltmak ya da satışları artırmakla yapılabilir.
- Daha az sermaye kullanılmalı ve fazla sermaye, kar payı olarak veya hisse senetlerini geri alarak pay sahiplerine ödenmelidir.
- Eğer şirketin risk seviyesi düşükse daha fazla borç kullanılmalıdır.

Bu işlemleri yapılmasıyla aynı zamanda şirketin hisse senetlerinin fiyatları da yükseltilmiş olacaktır.

Ekonomik Katma Değere benzeyen diğer bir değer ölçüm tekniği piyasa katma değeridir. MVA sadece yatırılan sermaye maliyetinden daha fazla getiri sağladığında artmaktadır (Sipahi vd, 2016: 164).

$$MVA = \text{Şirketin Piyasa Değeri} - \text{Sermayenin Defter Değeri}$$

Cari yıldaki piyasa değeri gelecekteki Evaların bugünkü değere indirgenmiş halidir. Çalışmalar EVA ile MVA arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. EVA ile MVA arasındaki ilişki şu şekildedir.

$$MVA = \text{gelecekteki tüm EVA' ların bugünkü değeri}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Defter Değeri} + \text{Gelecekteki Tüm Evaların Bugünkü Değeri}$$

MVA ve EVA arasındaki ilişkiden ekonomik katma değeri temel alan şirketin değeri şu formülle hesaplanır.

$$\text{Şirketin değeri} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,c}}{(1 + k_{wacc})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t,f}}{(1 + k_{wacc})^t}$$

$$C_0 = \text{mevcut sermayenin değeri}$$

$$EVA_{t,c} = \text{Varlıklara ait ekonomik katma değer}$$

$$EVA_{t,f} = \text{yeni yatırımlara ait ekonomik katma değer}$$

$$k_{wacc} = \text{ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti}$$

4.4.2. Yatırımın Nakit Akış Karlılığı (CFROI)

Yatırımın nakit akış karlılığı (CFROI – Cash Flow Return On Investment) holt value associates adında bir danışmanlık şirketi tarafından geliştirilmiştir. Ekonomik katma değer yöntemine bir alternatif olarak geliştirilen bu yöntem bazı danışmanlık şirketleri tarafından kullanılmaktadır. Yatırımın nakit akış karlılığı ekonomik performans şirketin gerçekleşen yatırım getirisinin paranın satın alma gücündeki değişikliklere göre yeniden düzeltilmesiyle ölçülür. Yatırımın getirisi, yapılacak yatırım projesinin net nakit girişlerini projenin maliyetine eşitleyen iç

verim oranıdır. Enflasyon riskinin yüksek olduğu zamanlarda değişen enflasyon oranlarının varlığında raporlanan muhasebe verileri, yatırıma ilişkin doğru bir ekonomi ölçütü getiri ölçütü olan yatırımın nakit akış karlılığına dönüştürülmelidir (Sipahi vd , 2016: 169).

CFROI bir getiri değeridir, EVA'daki gibi parasal bir kavramla ifade edilememektedir. CFROI, bir şirketin yatırımcıları için mevcut vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımlarıyla söz konusu yatırımcılar tarafından yapılan enflasyona göre düzeltilmiş bürüt nakit yatırımı karşılaştırılmaktadır. CFROI, nakit akışlarına bağlıdır, buradan artış miktarı hesaplamalarının etkilerini gidermede EVA hesaplamalarından çok daha ileri gitmektedir. CFROI enflasyona göre düzeltilmiş getiri ölçüsüdür, nominal getiri ölçüsü değildir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 320).

Yatırımın nakit akış karlılığını hesaplayabilmek için dört temel nakit akışı verisine ihtiyacımız vardır bunlar: (Gürbüz ve Ergincan, 2004)

Brüt yatırım, yatırımın başlangıcında duran varlıkların defter değerine birikmiş amortismanlar ve enflasyon düzeltmelerinin eklenmesiyle hesaplanır.

Brüt nakit akışları, vergi sonrası faaliyet karına amortisman ve itfa payı gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin eklenmesiyle hesaplanır. Yatırımın nakit akış karlılığı hesaplanırken bir projenin iç verim oranının hesaplanmasından farklı olarak yıllık nakit girişlerinin değişmeyeceği varsayılır.

Duran varlıkların beklenen yararlı ömrü, yatırıma konu olan mevcut varlıkların ekonomik olarak kar elde etme süresini ifade eder.

Duran varlıkların beklenen hurda değeri, hurda değer yatırıma konu olan mevcut varlıkların yararlı ömürleri sonundaki değerinin bugüne indirgenmiş değerini ifade eder. Hurda değeri genellikle başlangıç değerinin belirli bir yüzdesi olarak alınır.

Yatırımın nakit akış karlılığı oran olarak ve genellikle yıllık olarak hesaplanır. Şirketin sermaye maliyetinden daha fazla getiri elde edip etmediği dolayısıyla hissedarları için bir defter değeri dolayısıyla hissedarları için bir değer

yaratıp yaratmadığına karar vermek için bu oran enflasyona göre düzeltilmiş sermaye maliyeti ile karşılaştırılır.

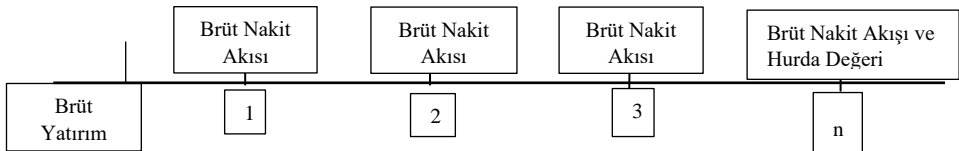
CFROI de şirket yöneticileri CFROI artırmak için şirketin değerini azaltıcı işlemler yapabilirler. Buna neden olan faktörler aşağıda sıralanmıştır (Damodaran, 2002).

Brüt yatırımların azaltılması: Mevcut aktifler yapılan brüt yatırım azaltılırsa CFROI artırılabilir. Ancak değer belirlenmesinde brüt yatırım ve CFROI'nın çarpılmasından oluştuğu için bir şirketin CFROI artarken aynı zamanda değeri de düşebilir.

Gelecekteki büyümeden ödün verilmesi: Mevcut aktiflere yoğunlaşp gelecekteki hedeflenen beklenen büyüme oranından ödün verilmesi durumunda CFROI'nın artırılması değerin azaltılmasına sebep olabilir.

Risk değişimleri: Şirketin değeri gelecekteki beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bir şirket CFROI ve sermaye maliyeti arasındaki farkı artırmaya rağmen yüksek sermaye maliyeti arasındaki farkı arttırmaya rağmen bir şirketin değeri yüksek CFROI'ye sahip olmaya göre daha baskınsa değer kaybeder.

Yatırımın nakit akış karlılığı brüt nakit akışları ve duran varlıkların beklenen hurda değerinin toplamının 1 e eşitleyen iç verim oranını ifade eder. Aşağıdaki gibi gösterebiliriz (Sipahi vd, 2016: 170).



Şekil: 4.3.Brüt nakit akışları ve hurda değeri şeması

$$\text{Şirketin değeri} = \frac{FCFF_{n+1}}{(k_c - g_n)}$$

FCFF: Beklenen serbest nakit akışları

k_c : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

g_n : sabit büyüme oranını ifade eder

Yukarıdaki eşitlik yatırımın nakit akış karlılığı bakışından aşağıdaki gibi yeniden düzenleyebiliriz, (Damodoran A. , 2006)

$$\text{Şirketin değeri} = \frac{[(CFROI \times GI - DA)(1-t) - (CX - DA) - \Delta WC]}{(k_c - g_n)}$$

CFROI: yatırımın nakit akış karlılığı

GI: brüt yatırımı

DA: amortisman ve itfa paylarını

t: vergi oranı

CX: sabit sermaye harcamaları

ΔWC : net işletme sermayesindeki değişim

4.4.3. Opsiyon Değerleme Yaklaşımı

Opsiyon fiyatlama modeli ile ilgili birçok akademik çalışmalar yapılmaktadır. Reel opsiyon modeli finansal opsiyon fiyatlama modelinin reel varlıklara uygulanmış halidir. Reel opsiyon modeli değerlendirme sürecinde beklenmedik piyasa hareketlerinde yönetim esnekliğine imkan tanınması değerlendirme çalışmalarında kullanılmasının önemini artırmaktadır. Reel opsiyon modeli gerçek varlıkların değerlemesinde risk ve belirsizliği sürece dahil ederek gelir bazlı değerlendirme yaklaşımlarının eksik yönlerini tamamlamıştır. Bu yaklaşımın en önemli avantajlarından biri de araştırma ve geliştirmelerin en başından itibaren, patent teknolojilerin değerlendirilmesine izin vermesidir. Patent sahibi kişi ve kurumların AR-GE çalışmalarının farklı aşamalarında, bu aşamaların taşıdıkları riskleri de dikkate alarak, hem patentli teknolojilerin geliştirilmesi için gereken maliyetleri dikkate alınmasına hem de patentten sağlanacak tahmini nakit akışlarının dikkate alınarak değerlendirilmesine elverişli bir yöntemdir.

Finansal opsiyonların fiyatlandırılmasında iki temel modelleme söz konusudur. Kesikli zaman söz konusu olduğunda binomial opsiyon fiyatlama

modeli, sürekli zaman söz konusu olduğunda Black-Scholes opsiyon fiyatlama modeli en yaygın olarak kullanılan modellerdir. Black-Scholes fiyatlama modeli aşağıdaki gibi formüle edilir (Sipahi vd, 2016: 154)

$$\text{Satın alma opsiyonunun değeri} = S N(d_1) - K e^{-rt} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

C: satın alma opsiyonunun değeri

S: hisse senedinin cari fiyatı

Nd: kümülatif normal olasılık dağılımı

K: opsiyonun normal kullanım fiyatı

E : logaritmik taban

r : risksiz faiz oranı

T opsiyonun vadesinin bitimine kadar olan süre

In: doğal logaritmik fonksiyon

Q: opsiyona konu olan hisse senedinin standart sapması

4.4.3.1. İflas riski olan şirketlerin öz kaynak değerlemesi

Borsada işlem gören halka açık şirketlerde öz kaynak yapısı iki özelliğe sahiptir. Bunlardan ilki, öz kaynakların asıl sahipleri, ortaklarıdır. Bu ortaklar istedikleri zaman veya şirketin iflas riskine karşı şirketin varlıklarını satarak şirketin tüm borçlarını ödeyebilme hakkına sahiptirler. Öz kaynakların diğer özelliğine göre ise öz kaynak sahiplerinin yükümlülükleri şirkete taahhüt ettikleri sermaye payı ile sınırlıdır. Öz kaynakların bu iki özelliği iflas riski taşıyan şirketlerin satın alma opsiyonları olarak düşünülmesine imkân sağlamaktadır. Bu tür şirketlerin satın alma opsiyon değerleri indirgenmiş nakit akışı değerinden daha yüksek olabilmektedir. Borca batık iflas riski yüksek bir şirketin zor durumda

olması öz kaynakların değersiz olduğunu göstermez. Böyle durumlarda öz kaynakları nakde çevirme opsiyonunu elinde bulunduran kişiler olarak düşünülmelidir. Şirketin tüm varlıkları opsiyon için baz teşkil eden varlıkları temsil eder, şirketin borçlarının vadesi ise opsiyonun vadesini belirler. (Gürbüz ve Ergincan, 2004:155)

İflas riski taşıyan zarar açıklayan, yüksek finansal yükümlülüklerle sahip olan şirketlerde öz sermaye değerlemesinde doğru tespit ve tahmin edilmesi gereken beş temel unsur bulunmaktadır. (Küçükaraba, 2012)

Bunlar;

- Şirketin Sahip Olduğu Varlıklarının Tasfiye Değeri
- Şirketin Değerindeki Değişkenlik
- Borcun Süresi
- Şirketin Borcunun Nominal Değeri
- Risksiz Faiz Oranı

Teknoloji yoğun aktifleri düşük ancak büyüme potansiyeli taşıyan Güç durumunda olan şirketin devam eden teşebbüs değeri şirketin tasfiye değerinden yüksek olacağı için opsiyon için baz alınan varlık değeri olarak gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri değil de tasfiye değeri alınması daha sağlıklı sonuçlar verecektir (Küçükaraba, 2012).

4.4.3.2. Doğal kaynakların değerlendirilmesi

Altın, petrol gibi madenlerde faaliyet gösteren şirketlerin değeri belirlenirken genellikle indirgenmiş nakit akımı yaklaşımı kullanarak değerlendirilir. Bu şirketler hem çıkarmış oldukları madenden nakit akışı elde ederler ancak aynı zamanda sahip oldukları altın petrol gibi doğal kaynakları piyasa fiyatlarının yükseldiği zamanlarda çıkarmamaktadırlar. Bu nedenle bu şirketlerin sahip oldukları doğal kaynak rezervleri bir satım opsiyonu olarak değerlendirilebilir.

Doğal kaynak yatırımlarında opsiyonun temsil ettiği varlık doğal kaynaktır. Bu doğal kaynağın değeri iki değişkene bağlıdır. Bunlar doğal kaynağın

miktarı ve doğal kaynağın fiyatıdır. Bu tür yatırımlarda doğal kaynağın geliştirilmesine bağlı bir maliyet vardır, çıkartılan varlığın değeri ile geliştirme maliyeti arasındaki fark kaynağın sahibinin karını oluşturur.

- Doğal kaynak yatırımları değerlendirilirken birçok değişken hakkında varsayımlar yapılır
- Doğal kaynakların mevcut rezervleri
- Kaynağın tahmini geliştirme maliyeti
- Opsiyonun sona ermesine kadar geçen süre
- Temsil edilen varlığın değerinin varyansı

Doğal kaynakların değerlemesinde opsiyon fiyatlama modellerinin kullanılmasındaki en önemli husus doğal kaynakların geliştirilmesinde yaşanan gecikmelerin opsiyonların değeri üzerindeki etkisidir. Doğal kaynakların çıkarılması ve geliştirilmesi belirli bir süreç gerektirir ve çıkartılmasına karar verilmesiyle çalışmaların tamamlanması uygulanması arasında bir gecikmeye sebep olur. Bu gecikme gecikmenin uzunluğu temel alınarak geliştirilen rezervin bugünkü değerine indirgenir.

Opsiyon fiyatlandırma modelinin girdileri doğal kaynak şirketinin değerlemesine yönelik olarak uygulandığında sonuçlar aşağıdaki gibi özetleyerek gösterilebiliriz.

Tablo:4.1. Opsiyon fiyatlandırma modelinin doğal kaynaklara uygulanması

Modelin Girdisi	Modelin Sonuçları
Opsiyona baz alınan varlığın değeri	Şirket tarafından sahip olunan doğal kaynağa ilişkin tahminin rezervlerin toplam değerinin kar payı dağıtım oranı kullanılarak geliştirme gecikme süresine göre indirgenmiş değeri
Uygulama fiyatı(exercise price)	Tahmini rezervlerin geliştirmenin tahmini toplam maliyeti
Opsiyon sona ermesine kadar geçen süre	Şirket tarafından sahip olunan tüm rezervlerin ortalama terk edilme süresi(eğer biliniyorsa) ya da bugünkü üretim oranları veri alındığında rezervlerin tahmini tüketiş süresi
Risksiz oran	Opsiyonun vadesine uyan risksiz faiz oranı
Varlığın değerinin varyansı	Opsiyonun vadesi içinde doğal kaynağın fiyatının varyansı
Kar payı oranı	Tahmini yıllık üretim kazancının rezervin toplam indirgenmiş değerine oranı

Kaynak: (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 198).

4.4.4. Ürün Patentlerinin Değerlemesi

Günümüzde bilgi ekonomilerinin hızla büyümesi şirketlerin bu alanlara yönelmelerine ve bu ekonomilere yatırım yapmalarına sebep olmuştur. Bilgi ve onun pazarlanabilir bir ürün haline gelmesi başarı için önemli girdilerden biri haline gelmiştir. Bu sebeple patent ticari marka vb. fikri haklar ve bunların değerlemeleri işletmeler açısından oldukça önemli hale gelmiştir. Şirketler sahip oldukları maddi olmayan varlıkları aktif ve verimli bir şekilde kullanarak katma değer üretme yarışına girmiş bulunmaktadır.

Patent, buluş sahibine, buluş konusu olan varlığı belirli bir süre ile üretme, kullanma veya satma hakkı sağlar. Patentlerin başta belirsizlik ve yönetim esnekliği gibi kendine has özelliklerinden dolayı değerlemeleri güçleşmektedir ve geleneksel değerlendirme yöntemleri yetersiz kalmaktadır. Patentler özellikleri itibariyle opsiyon benzeri varlıklara benzerdir. Bu sebeple patentlerin değerlemesinde birçok değişik yöntem olmasına karşın opsiyon temelli değerlendirme öne çıkmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004).

5. UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde şirket değerlendirme yaklaşımlarından Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı, Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı ve Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımlarına göre Borsa İstanbul'da telekomünikasyon ve iletişim sektöründe işlem gören TURKCELL ve TÜRK TELEKOM şirketleri üzerinde uygulama çalışması yapılacaktır. TURKCELL ve TÜRK TELEKOM şirketlerini bu yaklaşımlar çerçevesinde değerlendirerek yaklaşımlar arasındaki farklılıkları ortaya koyacağız.

5.1. Sektöre Özgü Bilgiler

Telekomünikasyon sektöründe düzenleme ve denetleme fonksiyonunun bağımsız bir idari otorite tarafından yürütülmesi amacıyla 2000 Yılı Ağustos ayında Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) kurulmuştur.

BTK 2016 Eylül ayı verilerine göre ülkemizde elektronik haberleşme sektöründe faaliyet gösteren işletmeci sayısı 615, bu alanda verilen yetkilendirme sayısı 994 olarak gerçekleşmiştir.

Sabit Ses Pazarı: 2016 Eylül ayı itibariyle ülkemizde %14,1 penetrasyon oranı ile 11,08 milyon sabit ses abonesi bulunmaktadır. Ortalama hane halkı büyüklüğünün 3,6 olduğu ülkemizde sabit ses servislerinin önemli bir oranda kullanıldığını söylemek mümkündür.

Genişbant Pazarı: Türkiye'de 2008 yılında 6 milyon abone varken 2016 Eylül ayı itibariyle abone sayısı yaklaşık 59,1milyona ulaşmıştır. 2016 yılında toplam geniş bant abone sayısındaki artış bir önceki çeyrek döneme kıyasla % 7 artarak yıllık bazda %26,5 artış gerçekleştirmiştir.2016 Eylül sonu itibariyle sektördeki geniş bant abonelerinin büyük bir kısmını 49 milyon abone ile mobil geniş bant oluştururken sabit genişbant abone sayısı 10,1 milyon olarak gerçekleşmiştir. Ortalama veri kullanımı olarak karşılaştırdığımızda aylık veri kullanım miktarı sabit genişbantta abone başı 67,8 GB mobil geniş bantta ise 2,2 GB olarak gerçekleşmiştir.

2016 yılı eylül ayı itibariyle akıllı telefonların hızla artmasına paralel olarak telefon ve bilgisayar ile internete giren abone sayısı bir önceki yıla göre %8 artarak 48 milyon olarak gerçekleşmiştir.

Mobil Pazar: mobil abone sayısı 2016 Eylül ayı itibariyle 74,5 milyon olmuştur. 2016 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla Türkiye’de toplam 74,5 milyon mobil abone bulunmaktadır. %94,6 penetrasyon oranına sahip pazarda, Türkcell, Türk Telekom ve Vodafone olmak üzere üç işletmeciyi hizmet vermektedir. Pazar payı olarak pazarın Türkcell %44 Vodafone %31, Türk Telekom %25 ine sahiptir.

Ülkemizde 2016 eylül verilerine göre 4,5G abone sayısı 45,7 milyona ulaşırken 3G abone sayısı 23,5 milyona gerilemiştir.2016 3.çeyrek verilerine göre mobil internet kullanım miktarının bir önceki çeyreğe göre yaklaşık %23 oranında artarak 313 bin TByte olduğu pazarda yıl boyunca paketlerdeki data içeriklerinin artırıldığı tarife lansmanları ve paket kampanyaları olumlu etkisi görülmüştür.

Türkiye’de faturalı abonelerin oranı 2016 3. çeyrek dönemi itibarıyla %50,8 seviyesindedir. Avrupa ülkelerinde bu oranın %64 seviyelerinde olması daha yüksek ARPU’ya sahip olan faturalı abone tabanı açısından ülkemizde büyüme potansiyeline işaret etmektedir. 2016 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla operatörlerin faturalı abone oranı sırasıyla Türk Telekom %52, Turkcell %52 ve Vodafone %48 olarak gerçekleşmiştir.(2016 Türk Telekom faaliyet raporu)

5.2. Türkcell A.Ş.

Tablo 5.1. Türkcell A.Ş. şirket künyesi

Şirket Bilgileri	
Şirketin Adı	Türksell
Bist Kodu	TCELL E
Kuruluş Tarihi	Oct 5 1993 12:00AM
Faaliyet Alanı	Her Türlü Telefon ve Telekomünikasyon ve Benzeri Hizmetleri İfa Etmek
Sektör	Telekomünikasyon, Haberleşme
Halka Arz Tarihi	3.07.2000
Halka Açıklık Oranı	49,00%
Ortaklık Yapısı	
Turkcell Holding A.Ş	51%
Sonera Holding Bv	6,98%
Cıttbank N.A.	6,62%
Diğer	35,09%

Türkcell, Türkiye’de kurulmuş ve yerleşik, entegre iletişim ve teknoloji hizmetleri şirkettir. Müşterilerine mobil ve sabit şebekeleri üzerinden ses, data, TV hizmetleri ve katma değerli bireysel ve kurumsal servisler sunmaktadır.

Türkcell Grup şirketleri Türkiye, Ukrayna, Belarus, Kuzey Kıbrıs, Almanya, Kazakistan, Gürcistan, Moldova ve Azerbaycan olmak üzere toplam , ülkede faaliyet göstermektedir. 31 Aralık 2016 itibarıyla, Türkcell’in geliri 14,3 milyar TL ve aktif büyüklüğü 31,6 milyar TL ‘dir

Aralık 2016 itibarıyla 2G şebekesi ile Türkiye nüfusunun yaklaşık %99,67 sini, 3G şebekesiyle de yaklaşık %96,04’ünü kapsamaktadır. Evlere kadar saniyede 1 Gbps ‘ e varan hızlarda fiber data erişimi sağlamaktadır.

Türkcell 9 ülkedeki faaliyetleri ile 50,1 milyon toplam üye sayısına ve 31,6 milyar tl toplam varlığa sahiptir.

TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş. FİNANSAL TABLOLAR

Tablo 5.2. Türkcell A. Ş. 2014-2016 yıllık bilançoları

Varlıklar	2016/12	2015/12	2014/12
Dönen Varlıklar	13.350.846.000	8.794.857.000	13.307.712.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.052.352.000	2.918.796.000	9.031.881.000
Finansal Yatırımlar	0	0	19.350.000
Ticari Alacaklar	3.336.289.000	4.154.098.000	3.555.897.000
Finans Sektörü Faal. Alacaklar	1.486.906.000	0	0
Diğer Alacaklar	98.527.000	397.419.000	43.406.000
Stoklar	131.973.000	75.471.000	71.322.000
Canlı Varlıklar	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	1.022.042.000	1.249.073.000	585.856.000
(Ara Toplam)	12.128.089.000	8.794.857.000	13.307.712.000
Satış Amacıyla Elde Tutulan D.Varlıklar	1.222.757.000	0	0
Duran Varlıklar	18.249.312.000	17.389.366.000	10.360.605.000
Ticari Alacaklar	235.393.000	848.943.000	790.164.000
Finans Sektörü Faal. Alacaklar	909.466.000	0	0
Diğer Alacaklar	102.049.000	96.519.000	17.825.000
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	976.228.000	661.828.000
Canlı Varlıklar	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	46.270.000	48.951.000	13.398.000
Stoklar	0	0	0

Tablo 5.2. Türkcell A. Ş. 2014-2016 yıllık bilançoları (devamı)

Varlıklar	2016/12	2015/12	2014/12
Maddi Duran Varlıklar	8.195.705.000	6.816.895.000	5.887.744.000
Şerefiye	32.834.000	32.834.000	32.834.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.203.155.000	8.187.706.000	2.400.130.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	51.255.000	48.628.000	59.088.000
Diğer Duran Varlıklar	473.185.000	332.662.000	497.594.000
Toplam Varlıklar	31.600.158.000	26.184.223.000	23.668.317.000
Kaynaklar	-	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.358.858.000	6.304.417.000	4.991.169.000
Finansal Borçlar	2.846.060.000	726.454.000	2.449.789.000
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0
Ticari Borçlar	3.474.254.000	4.646.769.000	1.434.564.000
Diğer Borçlar	558.138.000	547.520.000	584.227.000
Devlet Teşvik ve Yardımları	0	0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	71.638.000	12.855.000	154.785.000
Borç Karşılıkları	192.442.000	153.235.000	131.866.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	216.326.000	217.584.000	235.938.000
(Ara Toplam)	7.358.858.000	6.304.417.000	4.991.169.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.172.903.000	5.480.552.000	1.988.390.000
Finansal Borçlar	6.935.102.000	3.487.786.000	1.247.868.000
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0
Ticari Borçlar	0	1.270.610.000	6.761.000
Diğer Borçlar	58.244.000	47.500.000	38.583.000
Devlet Teşvik ve Yardımları	0	0	0
Uzun vadeli karşılıklar	352.094.000	245.488.000	374.664.000
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	458.160.000	109.998.000	56.308.000
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	369.303.000	319.170.000	264.206.000
Özkaynaklar	16.068.397.000	14.399.254.000	16.688.758.000
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	16.011.765.000	14.335.169.000	17.071.536.000
Ödenmiş Sermaye	2.200.000.000	2.200.000.000	2.200.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.195.204.000	1.211.352.000	839.284.000
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	11.269.231.000	9.183.190.000	12.538.930.000
Dönem Net Kar/Zararı	1.511.736.000	2.069.893.000	1.866.924.000
Yabancı Para Çevrim Farkları	401.889.000	138.824.000	350.254.000
Diğer Özsermaye Kalemleri	-566.295.000	-468.090.000	-723.856.000
Azınlık Payları	56.632.000	64.085.000	-382.778.000
Toplam Kaynaklar	31.600.158.000	26.184.223.000	23.668.317.000

Tablo: 5.3.Türkcell A. Ş. 2014-2016 yıllık gelir tabloları

Turkcell			
	2016/12	2015/12	2014/12
Satış Gelirleri	14.100.863.000	12.769.415.000	12.043.587.000
Satışların Maliyeti (-)	-9.148.810.000	-7.766.496.000	-7.380.781.000
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	-	-	-
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	4.952.053.000	5.002.919.000	4.662.806.000
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	184.698.000	-	-
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	-70.223.000	-	-
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	114.475.000	-	-
Diğer Gelir ve Giderler	-	-	-
Brüt Kar (Zarar)	5.066.528.000	5.002.919.000	4.662.806.000
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1.910.947.000	-1.901.859.000	-1.974.608.000
Genel Yönetim Giderleri (-)	-721.849.000	-625.279.000	-562.694.000
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.342.172.000	1.302.939.000	1.201.126.000
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-325.158.000	-378.061.000	-147.522.000
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	-	-	-
Faaliyet Karı (Zararı)	3.450.746.000	3.400.659.000	3.179.108.000
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	-35.229.000	-59.418.000	208.317.000
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	24.640.000	14.919.000	20.038.000
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-59.869.000	-74.337.000	-16.789.000
Diğer Gelir ve Giderler	-	-	205.068.000
Öz kaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	-	-	207.287.000
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	3.415.517.000	3.341.241.000	3.594.712.000
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	385.560.000	-	-
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-1.768.847.000	-1.135.115.000	-1.424.920.000
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	2.032.230.000	2.206.126.000	2.169.792.000

Tablo: 5.3. Türkcell A. Ş. 2014-2016 yıllık gelir tabloları (devamı)

Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-426.615.000	-667.672.000	-731.092.000
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-200.663.000	-591.297.000	-709.437.000
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-225.952.000	-76.375.000	-21.655.000
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	-	-	-
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	1.605.615.000	1.538.454.000	1.438.700.000
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	-42.164.000	367.336.000	-
Dönem Karı (Zararı)	1.563.451.000	1.905.790.000	1.438.700.000
Dönem Kar/Zararının Dağılımı	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	1.511.736.000	2.069.893.000	1.866.924.000
Azınlık Payları	51.715.000	-164.103.000	-428.224.000
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	-	-	-

5.2.1. Türkcell A.Ş. Rasyo Analizleri

Tablo 5.4. Türkcell A. Ş rasyo analiz sonuçları

	2016	2015	İdeal o.
Likidite Oranları			
Cari Oran	1,81	1,4	1
Asit Test Oranı	1,62	1,26	1
Nakit Oranı	0,82	0,46	0,2
Finansal Yapı Oranları			
Finansal Kaldıraç Oranı	0,49	0,45	0,5
Öz sermaye Oranı	0,51	0,55	0,5
Finansman Oranı	1,03	1,22	1
K.V Borç /Toplam Pasif Oranı	0,23	0,24	0,3
U.V. Borç /Toplam Pasif Oranı	0,26	0,21	
Duran Varlıklar/ Öz sermaye Oranı	1,13	1,2	1>
Duran Varlıklar/ Devamlı Sermaye Oranı	0,75	0,87	1>
Maddi Duran Varlıklar / Öz Sermaye Oranı	0,51	0,47	
Faaliyet Oranları			
Alacak Devir Hızı Oranı	78,67	107,88	
Stok Devir Hızı Oranı	3,76	3,18	
Öz sermaye Devir Hızı Oranı	0,3	0,35	
Aktif Devir Hızı Oranı	0,46	0,55	
Karlılık Oranları			
SMM/ Satışlar	0,64	0,60	
Brüt Kar Marjı	1,02	1	
Faaliyet Karı/ Net Satışlar	0,69	0,67	
Finansal Karlılık Oranı	0,1	0,13	
Aktife Göre Karlılık Oranı	0,05	0,07	

5.2.1.1. Türkcell A . Ş. rasyolarının yorumlanması

TÜRKCELL A.Ş.'nin likidite oranları hesaplanmıştır. Oranlar incelendiğinde cari oran 2015 de 1,40 2016 da 1,81 olarak hesaplanmıştır. Cari oran bir işletmenin dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü ölçer. Bu oranın 2 olması ideal olarak kabul edilir ancak gelişmekte olan ülkeler için 1,5 olması da kabul edilmektedir. Türkcell için cari oran 1,81 olması ve yükselme eğiliminde olması şirket için olumlu ve yeterli kabul edilebilir. Asit –test oran, dönen varlıklar içerisindeki nakde çevrilmesi güç olan stokların çıkartılmasıyla cari oranın daha hassas halidir. Bu oran bir şirket için 1 olması arzu edilir. Türkcell asit test oranı 2015 de 1,26, 2016 da 1,62 olarak hesaplanmıştır arzu edilen oranın üzerindedir. Nakit oran, işletmenin fon akışının durması veya olağanüstü durumlarda kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir. İdeal oran 0,20 kabul edilir. Türkcell 0,86 ideal oranın üzerindedir.

Finansal yapı oranlarına baktığımızda finansal kaldıraç oranı için ideal oran 0,50 kabul edilir. Bu oranın düşük olması kredi verenler için işletmenin lehine olacaktır. Türkcell için 0,49 hesaplanmıştır. Öz sermaye oranı 0,50 ideal orandır bu oranın yüksek olması işletmenin lehinedir. Türkcell için 0,51 hesaplanmıştır. K.V.B./Toplam pasif oranı işletmenin kaynaklarının ne kadarını kısa vadeli borçlardan sağladığını gösterir. U.V.B./ Toplam öz sermaye ise işletmenin kaynaklarının ne kadarının uzun vadeli borçlardan sağlandığını gösterir. Duran varlıkların / öz sermayeye oranı, işletmenin duran varlıklarının ne kadar kısmının öz kaynaklarla finanse edildiğini gösterir genelde bu oranın 1 den küçük olması arzu edilir. Türkcell için bu oran 2015 -1,20 2016 1,13 hesaplanmıştır şirket ideal oranın altındadır ama oranın düşme eğiliminde olması şirket için iyidir. Duran varlıklar/ devamlı sermaye, duran varlıkların ne kadarının öz kaynak ve uzun vadeli borçlarla sağladığını gösterir 1 den küçük olması arzu edilir. Türkcell için bu oran 0,75 ve düşme eğiliminde olması şirketin lehinedir. Maddi duran varlıklar / öz sermaye oranı, maddi duran varlıkların ne kadarının öz sermaye ile karşılandığını gösterir Türkcell için 0,51 olarak hesaplanmıştır oranın düşük çıkması şirketin lehinedir.

Faaliyet oranları incelendiğinde, alacak devir hızı işletmenin alacaklarını ne kadar sürede paraya çevirdiğini gösterir oranın yüksek çıkması işletmenin lehinedir. Türkcell için 2015 de 107,88, 2016 da 78,67 olarak hesaplanmıştır 2016

da alacak devir hızı düşmüştür. Stok devir hızı işletmenin stoklarının üretime veya satışa ne kadar sürede gönderildiğini gösterir. Türkcell için 2016 da 3,18 den 3,76 çıkmıştır stok devir hızını artırmıştır bu durum şirketin stok maliyetlerine de olumlu yansır. Öz sermaye devir hızı şirketin öz sermayesinin ne kadar etkili olduğunu ölçer Türkcell için bu oran 2016 da düşmüştür. Aktif devir hızı işletmenin aktiflerinin ne kadar etkin olduğunu gösterir. Türkcell için bu oran 2016 da düşmüştür.

Karlılık oranları incelendiğinde, brüt kar marjı işletmenin net satışlarının ne kadarının brüt kardan oluştuğunu gösterir. Türkcell için bu oran 2015 ve 2016 da fazla değişiklik göstermemiştir. Faaliyet kar marjı işletmenin esas faaliyetlerinin etkinliğini ölçer. Türkcell için bu oran 0,69 olarak gerçekleşmiştir. Finansal karlılık oranı işletmenin bir birim öz sermayesini ne kadar getiri sağladığını gösterir Türkcell için 0,1 hesaplanmıştır. Aktif karlılığı işletmenin aktiflerinin ne kadar verimli olduğunu gösterir. Türkcell için bu oran 0,05 olarak gerçekleşmiş.

5.2.2. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı

5.2.2.1. Defter değeri yöntemi

Tablo 5.5. Türkcell A.Ş. defter değerinin hesaplanması

Varlıklar	
Dönen Varlıklar	13.350.846,00
Duran Varlıklar	13.350.846,00
Toplam Varlıklar	31.600.158,00
Kaynaklar	
Kısa Vadeli Borçlar	7.358.858,00
Uzun Vadeli Borçlar	8.172.903,00
Toplam Yükümlülükler	15.531.761,00

$$\text{Defter Değeri} = \text{Toplam Aktifler} - \text{Toplam Borçlar}$$

$$= 31.600.158,00 - 15.531.761,00$$

$$= \mathbf{16.068.397,00}$$

5.2.3. Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı

Tablo 5.6. Türkcell A.Ş. piyasa çarpanları verileri

Türkcell 31.12.2016 Verileri	
Satışlar	14.285.561,00
Net Kar	1.511.736,00
Sermaye	2.200.000,00
Öz sermaye	16.011.765,00
Hisse Değeri	9,75

F/K Oranının Hesaplanması:

$$HBK = 1.511.736 / 2.200.000$$

$$= 0,687$$

$$F/K = 9,75 / 0,687$$

$$\mathbf{14,19}$$

Şirketin değeri = sektör F/K oranı ortalaması × şirketin kazancı

$$= 7,09 \times 1.511.736$$

$$= \mathbf{10.725.766,92}$$

PD/ DD Oranının Hesaplanması:

$$PD / DD = 21.450.000 / 16.011.765$$

$$= \mathbf{1.33}$$

Şirketin değeri = sektör PD/DD oranı ortalaması × şirket defter değeri

$$= 3,39 \times 16.011.735$$

$$= \mathbf{54.359.942,18}$$

F / NS Oranının Hesaplanması:

$$\text{HBS} = 14.285.561 / 2.200.000$$

$$= 6,493$$

$$\text{F/NS} = 9,75 / 6,49$$

$$= \mathbf{1,49}$$

Şirketin değeri = sektör F/NS oranı ortalaması × şirket net satış tutarı

$$= 1,32 \times 14.285.561$$

$$= \mathbf{18.928.368,33}$$

F / NA Oranının Hesaplanması:

Nakit akımı = net kar + amortisman

$$= 1531736 + 2139398$$

$$= 3.671.134$$

$$\text{HSBNA} = 3.671.134 / 2.200.000$$

$$= 1,66$$

$$\text{F/NA} = 9,75 / 1,66 = 5,87$$

Şirketin değeri = sektör F/NA ortalaması × şirket nakit akışı

$$= 4,99 \times 3.671.134$$

$$= \mathbf{18.338.314,33}$$

F/FAVÖK oranının hesaplanması

FAVÖK = Faliyet karı + amortismanlar

$$= 2.433.732,00 + 2.139.398,00$$

$$= 4.773.130,00$$

HSBFAVÖK= 4.573.130,00/2.200.000,00

$$= 2,07$$

F/FAVÖK = 9,75 / 2,16

$$= 4,71$$

Şirketin Değeri = sektör F/FAVÖK * Şirket FAVÖK

$$= 4,08 * 4.573.130$$

$$= 18.658.370$$

Tablo 5.7. Türkcell A.Ş. piyasa çarpanlarına göre sonuç değerler

Çarpanlaar	Tcell	Sektör Ort	Şirket Değeri
F/K	14,19	7,095	10.725.766,92
PD/DD	1,33	3,395	54.359.942,18
F/NS	1,5	1,325	18.928.368,33
F/NA	5,87	4,99	18.337.314,33
F/FAVÖK	4,71	4,57	18.658.370,00
	Şirketin Değeri		24.201.952,00
	Hisse Senedi Sayısı		2.200.000,00
	Hisse Başına Değer		11,0

5.2.4. Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı

5.2.4.1. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerlendirme

Varsayımlar:

Değerleme çalışmasında 2016 yılı baz alınarak 2016-2021 beş yıllık zaman dilimi seçilmiştir. Şirketin geriye dönük beş yıllık finansal tabloları analiz edilerek aşağıdaki tahminlerde bulunulmuştur.

- Satışlardaki büyüme geçmiş yıllarda satışlardaki artış oranı ve sektörün genel durumu göz önünde bulundurularak % 8 olacağı öngörülmüştür.
- Satışların maliyeti satışların % 63 olacağı varsayılmıştır.
- Şirketin ortalama yatırım oranı satışların %23 ü olacağı öngörülmüştür.
- Şirketin faaliyet giderlerinin satışlara oranı % 20 'dir.
- Şirketin amortisman tutarının satışlara oranı % 26 olacağı varsayılmıştır.
- Net işletme sermayesi satışların %12 sidir
- Duran varlıkların her yıl ortalama %3 artış yapacağı varsayılmıştır.
- Vergi oranı %20 dir.
- Risksiz faiz oranı on yıllık devlet tahvilleri göz önünde bulundurularak % 10,50 olarak belirlenmiştir.
- Piyasa riski olarak ülke risk primi kullanılmıştır. Ülke risk primi New York Üniversite profesörlerinden Aswarth Damodaran tarafından güncel olarak yayınlanan ülke risk primi tablosundan alınmıştır. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Tabloda dolar olarak hesaplanan 3,55% risk primi 2016 ABD enflasyon oranı 2,10% ve Türkiye enflasyon oranı 8,53% alınarak %10,80 olarak hesaplanmıştır.

$$\text{Ülke Risk Primi}_{TL} = (\text{Enflasyon}_{Türkiye} / \text{Enflasyon}_{USD})^*$$

Ülke Risk Primi_{USD} (Karakoca, 2011)

$$= (8,53/2,10) * 0,0355$$

$$= 0,1080$$

Bu hesaplama dayalı olarak çalışmada piyasa risk primi (0,1080-0,1050) =0,0030 olmakla birlikte piyasa şartları göz önünde bulundurularak 0,05 olarak kullanılmıştır.

Tablo 5.8. Türkcell A.Ş. sermaye maliyeti hesaplanması

TCELL	
Borç	0,49
Öz Kaynak	0,51
Risksiz Faiz Oranı	0,105
Piyasa Riski	0,05
Vergi Oranı	0,2
Borçlanma Maliyeti	0,14
Beta Katsayısı	0,8
Öz Sermaye Maliyeti	0,1450
AOSM	0,1249

Öz sermaye maliyeti = risksiz getiri oranı + (beta katsayısı x piyasa risk primi)

$$\begin{aligned} \text{Öz sermaye maliyeti (TCELL)} &= 0,1050 + (0,80 * 0,05) \\ &= \mathbf{0,1450} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{AOSM} &= (0,1450 * 0,51) + (0,14 * 0,49 * 0,80) \\ &= 0,0739 + 0,0548 \\ &= \mathbf{0,1288} \end{aligned}$$

- Şirketin 2021 sonrası yıllar için devam eden büyüme değeri GSMH büyüme oranı dikkate alınarak %4 olacağı öngörülmüştür.
- Borçlanma maliyetinin hesaplanmasında kaldıraç dikkate alınmıştır.
- Şirketin öz sermayeye olan indirgenmiş nakit akımlarının hesaplanmasında öz sermaye maliyeti kullanılmış, firmaya olan serbest nakit akımlarının hesaplanmasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır.

Tablo 5.9. Öz sermayeye göre indirgenmiş nakit akımlarının değerlendirilmesi (Tcell)

Bin TL	2016	2017	2018	2019	20120	2021	Dev. Ed. Değ.
Büyüme	8%	8%	8%	8%	8%	8%	4%
Net Satışlar	14.285.561	15.428.405,88	16.662.678,35	17.995.692,62	19.435.348,03	20.990.175,87	
Satışların Maliyeti	63%	9.719.895,70	10.497.487,36	11.337.286,35	12.244.269,26	13.223.810,80	
Brüt Kar		5.708.510,18	6.165.190,99	6.658.406,27	7.191.078,77	7.766.365,07	
Faaliyet Giderleri	20%	3.085.681,18	3.332.535,67	3.599.138,52	3.887.069,61	4.198.035,17	
Faaliyet Kar Marjı							
Esas Faaliyet Karı		2.622.829,00	2.832.655,32	3.059.267,75	3.304.009,16	3.568.329,90	
Diğer Gelirler	10%	1.542.840,59	1.666.267,84	1.799.569,26	1.943.534,80	2.099.017,59	
Diğer Giderler	2%	308.568,12	333.253,57	359.913,85	388.706,96	419.803,52	
Faiz Vergi Öncesi Kar		3.857.101,47	4.165.669,59	4.498.923,15	4.858.837,01	5.247.543,97	
Faiz Gideri	8%	308.568,12	333.253,57	359.913,85	388.706,96	419.803,52	
VÖK		3.548.533,35	3.832.416,02	4.139.009,30	4.470.130,05	4.827.740,45	
Vergi	20%	709.706,67	766.483,20	827.801,86	894.026,01	965.548,09	
Net Dönem Karı		2.838.826,68	3.065.932,82	3.311.207,44	3.576.104,04	3.862.192,36	
Amortisman Gideri	26,00%	4.011.385,53	4.332.296,37	4.678.880,08	5.053.190,49	5.457.445,73	
Sermaye Harcamaları	23%	3.548.533,35	3.832.416,02	4.139.009,30	4.470.130,05	4.827.740,45	
İşletme Sermayesi	12%	1.851.408,71	1.999.521,40	2.159.483,11	2.332.241,76	2.518.821,10	1.714.267,32
Net Borçlanma		137.141,39	148.112,70	159.961,71	172.758,65	186.579,34	
ÖSNA		3.164.537,47	3.417.700,47	3.691.116,51	3.986.405,83	4.305.318,30	41.003.031,38
ÖSNA Bugünkü Değeri	0,1450	2.763.788,19	2.606.891,91	2.458.902,42	2.319.314,07	2.187.649,95	12.336.546,54
Devam Eden Değer							12.027.606,17
Tah. Özkaynak Değeri							24.364.152,71
Hisse Senedi Sayısı							2.200.000,00

Tablo 5.10. Firmaya göre indirgenmiş nakit akımlarının değerlemesi (Tcell)

Bin TL	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Dev. Ed. Değ
Büyüme	8%	8%	8%	8%	8%	8%	4%
Net Satışlar	14.285.561	15.428.405,88	16.662.678,35	17.995.692,62	19.435.348,03	20.990.175,87	
Satışların Maliyeti	63%	9.719.895,70	10.497.487,36	11.337.286,35	12.244.269,26	13.223.810,80	
Brüt Kar		5.708.510,18	6.165.190,99	6.658.406,27	7.191.078,77	7.766.365,07	
Faaliyet Giderleri	20%	3.085.681,18	3.332.535,67	3.599.138,52	3.887.069,61	4.198.035,17	
Esas Faaliyet Karı		2.622.829,00	2.832.655,32	3.059.267,75	3.304.009,16	3.568.329,90	
Vergi	20%	524.565,80	566.531,06	611.853,55	660.801,83	713.665,98	
NOPLAT		2.098.263,20	2.266.124,26	2.447.414,20	2.643.207,33	2.854.663,92	
Amortisman Gideri	26%	4.011.385,53	4.332.296,37	4.678.880,08	5.053.190,49	5.457.445,73	
Sermaye Harcamaları	23%	3.548.533,35	3.832.416,02	4.139.009,30	4.470.130,05	4.827.740,45	
İşletme Sermayesi	12%	1.851.408,71	1.999.521,40	2.159.483,11	2.332.241,76	2.518.821,10	
Net Borçlanma		137.141,39	148.112,70	159.961,71	172.758,65	186.579,34	
FSNA		2.423.973,99	2.617.891,91	2.827.323,26	3.053.509,12	3.297.789,85	37.137.273,12
FSNA Bugünkü Değeri	0,1288	2.147.390,14	2.054.554,71	1.965.732,71	1.880.750,64	1.799.442,50	9.847.870,70
Devam Eden Değer							20.263.992,12
Firmanın Değeri							30.111.862,82
Nak. Mevc. ve Faal. Dışı Varl.							14.255.507,00
Firmanın Değeri							44.367.369,82
Finansal Borçlar							9.781.162,00
Azınlık Payları							56.532,00
Özkaynakların Piyasa Değeri							34.529.675,82
Hisse Senedi Sayısı							2.200.000,00
Bir Adet Hisse Fiyatı							15,70

Tablo 5.11. TÜRKCELL A.Ş. özet değerlendirme sonuçları

TÜRKCELL A.Ş.			
Değerleme Yaklaşımı	Değerleme Yöntemi	Şirketin Değeri	Hisse Başı Değeri
Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı	Defter Değeri Yöntemi	16.068.397.000	0,96
Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı	Öz Sermayeye Göre İNA	24.364.152.710	13,38
	Firmaya Göre İNA	34.529.675.820	
Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı		24.201.952.000	5,55
Ortalama Değer (Eva)		23.239.087.755	10,56

TÜRKCELL A.Ş.'nin Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı, piyasa bazlı değerlendirme yaklaşımı ve alternatif değerlendirme yaklaşımına göre değerlendirme çalışması yapılmıştır. Yukarıdaki özet tabloda ayrıntılı bir şekilde sonuçlar verilmiştir. Sonuç olarak Türkcell A.Ş.'nin ortalama değeri **23.239.087.755 TL** bir adet hisse değeri ise **10,56 TL** olarak gerçekleşmiştir.

5.3. Türk Telekom A.Ş.

Tablo 5.12. Türk Telekom A.Ş. şirket künyesi

Şirket Bilgileri	
Şirketin Adı	Türk Telekom
Bist Kodu	TTKOM E
Kuruluş Tarihi	30.06.1994
Faaliyet Alanı	Yerel, Uluslararası Telekomünikasyon Hizmetleri İle Çağrı Merkezi, Müşteri İlişkileri Yönetim, Teknoloji Ve Bilgi Yönetimi, İnternet Ürün Ve Hizmetlerinin Sağlanmasıdır.
Sektör	Telekomünikasyon, Haberleşme, Sanayi, Teknoloji, Bilişim, Savunma,
Halka Arz Tarihi	7.05.2008
Halka Açıklık Oranı	13,00%
Ortaklık Yapısı	
Ojer Telekomünikasyon A.Ş.	55%
T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı	25%
Diğer	13,32%
Türkiye Varlık Fonu	6,68%

1994 Yılında kurulan Türk Telekomünikasyon A.Ş 176 yıllık köklü bir geçmişe sahip Türkiye'nin ilk entegre telekomünikasyon operatörüdür. Teknolojinin hızla değişmesi sebebiyle müşterilerinin ihtiyaçlarına en güçlü ve en doğru şekilde cevap verebilmek amacıyla 2015 yılında Türk Telekomünikasyon A.Ş., Avea İletişim Hizmetleri A.Ş. ve TTNET A.Ş. tüzel kişiliklerini mevcut şekliyle muhafaza ederek ve tabi oldukları mevzuat ve regülasyonlara tamamen uyarak, “müşteri odaklı” ve entegre bir yapıya geçilmiştir. Bireysel ve kurumsal hizmetler alanında geniş hizmet ağı ve zengin ürün çeşitliliğine sahip olan Türk Telekom, Ocak 2016 itibarıyla mobil, internet, telefon ve TV ürün ve hizmetlerini “Türk Telekom” tek marka çatısı altında bir araya getirmiştir. Türk Telekom 31 Aralık 2016 itibarıyla sabit erişim hattı olarak 13,1 milyon, genişbant 8,7 milyon, mobil 18,6 milyon aboneye hizmet vermektedir. Türk Telekom Grubu şirketleri 81 ilde 33.224 çalışanıyla hizmet vermektedir.

Türk Telekomünikasyon A.Ş. PSTN ve toptan geniş bant hizmetlerini sunmakta olup, aynı zamanda mobil operatör Avea İletişim Hizmetleri A.Ş., perakende internet hizmeti, IPTV, Uydu TV, Web TV, Mobile TV, Smart TV Hizmetleri sağlayıcısı TTNET A.Ş., televizyon yayıncılığı ile isteğe bağlı yayıncılık (VOD) hizmetleri sağlayıcısı Net Ekran Şirketleri, yakınsama teknolojileri şirketi Argela Yazılım ve Bilişim Teknolojileri A.Ş., BT çözüm sağlayıcısı Innova Bilişim Çözümleri A.Ş., çevrimiçi eğitim yazılımları şirketi Sabit Eğitim ve Bilgi Teknolojileri A.Ş., çağrı merkezi şirketi AssisTT Rehberlik ve Müşteri Hizmetleri A.Ş., toptan veri ve kapasite servis sağlayıcısı Türk Telekom International ve iştiraklerinin %100'üne sahiptir.

TÜRK TELEKOM A.Ş FİNANSAL TABLOLAR

Tablo 5.13. Türk Telekom A. Ş. 2014-2016 yıllık bilançoları

	2016/12	2015/12	2014/12
Varlıklar			
Dönen Varlıklar	9.235.517.000	8.441.600.000	6.413.004.000
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.016.366.000	2.837.786.000	2.538.446.000
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Ticari Alacaklar	4.144.744.000	3.800.978.000	3.132.938.000
Diğer Alacaklar	52.933.000	83.144.000	39.948.000
Stoklar	310.298.000	252.245.000	144.182.000
Canlı Varlıklar	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	1.673.815.000	1.467.447.000	531.123.000
(Ara Toplam)	9.198.156.000	8.441.600.000	6.386.637.000
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	37.361.000	0	26.367.000
Duran Varlıklar	17.638.934.000	17.332.304.000	13.464.783.000
Ticari Alacaklar	42.095.000	49.135.000	40.113.000
Diğer Alacaklar	33.885.000	31.537.000	45.330.000
Finansal Yatırımlar	11.840.000	11.840.000	11.840.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	24.559.000	27.189.000	13.547.000
Stoklar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	8.685.917.000	8.538.182.000	8.180.932.000
Şerefiye	44.944.000	44.944.000	48.734.000
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.341.272.000	8.216.886.000	4.789.152.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	316.213.000	286.804.000	259.308.000
Diğer Duran Varlıklar	138.209.000	125.787.000	75.827.000
Toplam Varlıklar	26.874.451.000	25.773.904.000	19.877.787.000
Kaynaklar	-	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.351.705.000	8.552.927.000	4.225.718.000
Finansal Borçlar	1.987.833.000	2.623.760.000	738.472.000
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	439.664.000
Ticari Borçlar	4.531.201.000	4.236.277.000	1.549.049.000
Diğer Borçlar	739.920.000	628.116.000	463.088.000
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	17.929.000	182.503.000	197.574.000
Borç Karşılıkları	430.062.000	475.496.000	401.309.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	644.760.000	406.775.000	436.562.000
(Ara Toplam)	8.351.705.000	8.552.927.000	4.225.718.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15.136.125.000	12.227.609.000	9.348.729.000
Finansal Borçlar	13.053.346.000	9.178.967.000	8.139.326.000
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0
Ticari Borçlar	83.679.000	962.258.000	613
Diğer Borçlar	494.176.000	617.453.000	7.619.000

Tablo 5.13. Türk Telekom A. Ş. 2014-2016 yıllık bilançoları (devamı)

Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0	0	0
Devlet Teşvik ve Yardımları	0	0	0
Uzun vadeli karşılıklar	791.288.000	722.754.000	632.095.000
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	256.028.000	317.702.000	228.929.000
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	457.608.000	428.475.000	340.147.000
Öz kaynaklar	3.386.621.000	4.993.368.000	6.303.340.000
Ana Ortaklığa Ait Öz kaynaklar	3.386.621.000	4.993.368.000	6.303.340.000
Ödenmiş Sermaye	3.500.000.000	3.500.000.000	3.500.000.000
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi (-)	0	0	-239.752.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.355.969.000	2.289.384.000	2.122.798.000
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	446.307.000	446.307.000	446.307.000
Dönem Net Kar/Zararı	-724.340.000	907.444.000	2.007.439.000
Yabancı Para Çevrim Farkları	99.405.000	44.430.000	48.703.000
Diğer Öz sermaye Kalemleri	-2.290.720.000	-2.194.197.000	-1.582.155.000
Azınlık Payları	0	0	0
Toplam Kaynaklar	26.874.451.000	25.773.904.000	19.877.787.000

Tablo 5.14. Türk Telekom A.Ş. 2014-2016 yıllık gelir tabloları

Türk Telekom	2016/12	2015/12	2014/12
Sürdürülen Faaliyetler			
Satış Gelirleri	16.108.594.000	14.522.855.000	13.601.623.000
Satışların Maliyeti (-)	-8.978.131.000	-7.565.517.000	-7.030.297.000
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	0	0	0
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	7.130.463.000	6.957.338.000	6.571.326.000
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0	0	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Diğer Kar (Zarar)	0	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	0	0	0
Diğer Gelir ve Giderler	0	0	0

Tablo:5.14. Türk Telekom A.Ş. 2014-2016 yıllık gelir tabloları (devamı)

Brüt Kar (Zarar)	7.130.463.000	6.957.338.000	6.571.326.000
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2.208.960.000	-1.901.161.000	-1.843.191.000
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.235.930.000	-2.143.274.000	-1.833.865.000
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-93.821.000	-47.304.000	-66.521.000
Diğer Faaliyet Gelirleri	323.863.000	622.216.000	307.224.000
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-775.631.000	-448.327.000	-254.692.000
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0	0	0
Faaliyet Karı (Zararı)	2.139.984.000	3.039.488.000	2.880.281.000
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	55.992.000	125.491.000	243.543.000
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	60.040.000	141.009.000	251.174.000
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-4.048.000	-15.518.000	-7.631.000
Diğer Gelir ve Giderler	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	2.195.976.000	3.164.979.000	3.123.824.000
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	664.759.000	538.919.000	1.786.215.000
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-3.257.296.000	-2.442.617.000	-2.334.158.000
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-396.561.000	1.261.281.000	2.575.881.000
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-327.779.000	-398.431.000	-606.913.000
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-405.784.000	-310.756.000	-696.190.000
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	78.005.000	-87.675.000	89.277.000
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	0	0	0
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	-724.340.000	862.850.000	1.968.968.000
Durdurulan Faaliyetler	-	-	-
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	0	0	0
Dönem Karı (Zararı)	-724.340.000	862.850.000	1.968.968.000
Dönem Kar/Zararının Dağılımı	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	-724.340.000	907.444.000	2.007.439.000
Azınlık Payları	0	-44.594.000	-38.471.000
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0	0	0
Sürdürülen Faaliyetlerden Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0	0	0
Hisse Başına Kazanç	0	0	1
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	0	0	1

5.3.1. Türk Telekom A.Ş. Rasyo Analizleri

Tablo 5.15. Türk Telekom rasyo analizleri

Oranlar	2016	2015	
Likidite Oranları			
Cari Oran	1,10	0,98	2
Asit Test Oranı	1	0,87	1
Nakit Oranı	0,36	0,33	0,2
Finansal Yapı Oranları			
Finansal Kaldıraç Oranı	0,88	0,83	0,5
Öz sermaye Oranı	0,12	0,17	0,5
Finansman Oranı	6,93	4,16	1
K.V Borç /Toplam Pasif Oranı	0,31	0,33	0,3
U.V. Borç /Toplam Pasif Oranı	0,56	0,47	
Duran Varlıklar/ Öz sermaye Oranı	5,21	3,47	
Duran Varlıklar/ Devamlı Sermaye Oranı	0,95	1	
Maddi Duran Varlıklar / Öz Sermaye Oranı	2,56	1,65	
Faaliyet Oranları			
Alacak Devir Hızı Oranı	3,98	4,21	
Stok Devir Hızı Oranı	28,24	39,49	
Öz sermaye Devir Hızı Oranı	2,1	1,39	
Aktif Devir Hızı Oranı	0,6	0,61	
Karlılık Oranları			
SM/Satışlar	0,55	0,52	
Brüt Kar Marjı	1	1	
Faaliyet Karı/ Net Satışlar	0,3	0,43	
Finansal Karlılık Oranı	-0,21	0,18	
Aktife Göre Karlılık Oranı	-0,02	0,18	

5.3.1.1. Türk Telekom A.Ş.'nin rasyo analizlerinin yorumlanması

Likidite oranlarını incelediğimizde Türk Telekom A.Ş. cari oran 2015 de 0,98, 2016 da 1,10 olarak hesaplanmıştır. Cari oran için arzu edilen oran 2'dir gelişmekte olan ülkelerde ise 1,5 uygun oran olarak kabul edilir. Türk Telekom cari oran olarak ideal oranın altındadır. Asit –test oranı Türk Telekom için 1 olarak hesaplanmıştır. Asit test oranı olarak ideal oran seviyesindedir. Nakit oran, işletmenin olağanüstü fon çıkışlarına cevap verebilme gücünü gösterir. Nakit oranın 0,20 olması arzu edilir. Türk Telekom için 0,36 ile arzu edilen oranın üzerindedir. Likidite oranları olarak Türk Telekom cari oranı hariç iyi durumdadır.

Türk Telekom un finansal yapı oranlarını incelediğimiz zaman finansal kaldıraç oranı 0,88 olarak hesaplanmıştır. Bu oran için genel arzu edilen seviye 0,50'dir. Türk Telekom bu seviyenin oldukça üzerindedir. Öz sermaye oranı için ideal oran 0,50'dir. Türk Telekom' un öz sermaye oranı 2016 da 0,12 ile oldukça risklidir. Finansman oranı bir işletmenin borçlarının öz kaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir. Bu oranın 1 olması arzu edilir. Türk Telekom için bu oran 2015 de 4,16 2016 da ise 6,93 ile arzu edilen oranın oldukça üzerindedir. K.V.B/ toplam pasif oranı 0,31, U.V.B/ toplam pasif oranı 0,56 hesaplanmıştır. Duran varlık / öz sermaye oranı Türk Telekom için 2015 de 3,47, 2016 da 5,21 olarak hesaplanmıştır. Bu oran 1den küçük olması arzu edilir. Bu oran duran varlıkların ne kadarının Öz kaynaklarla karşıladığını gösterir. Türk Telekom istenilen oranın oldukça üstündedir. Duran varlıkların / devamlı sermayeye oranı, Türk Telekom için 2016 da 0,95 olarak hesaplanmıştır. Bu oran 1den küçük olması istenir. Duran varlıklar / devamlı sermaye olarak Türk Telekom risk sınırında gözükmektedir. Maddi duran varlıklar / devamlı sermaye oranı Türk Telekom 'un 2,56 'dır.

Faaliyet oranlarını incelediğimiz zaman alacak devir hızı oranı 2015 e göre düşerek 2016 da 3,98 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran işletmenin alacaklarını ne kadar sürede paraya çevirdiğini gösterir. Stok devir hızı, işletmenin stoklarının ne kadar sürede üretime veya satışa gönderdiğini gösterir. Türk Telekom 2016 da 39,49 dan 24,24 e gerilemiştir. Öz sermaye devir hızı, bir işletmenin öz sermayesini ne ölçüde etkin kullandığını gösterir. Türk Telekom' un öz sermaye devir hızı 2,1 olarak hesaplanmıştır. Aktif devir hızı, işletmenin aktiflerinin verimliliğini ölçer Türk Telekom için aktif devir hızı 0,6'dır.

Karlılık oranları incelendiğinde Türk Telekom'un brüt kar marjı 1'dir. Brüt kar marjı net satışların ne kadarının brüt kardan oluştuğunu gösterir. Faaliyet kar marjı ise bir işletmenin faaliyetlerinin ne kadar karlı olduğunu gösterir. Türk Telekom faaliyet kar marjı 0,3 hesaplanmıştır. Finansal karlılık oranı işletmenin öz sermayesinin verimliliğini etkinliğini ölçer. Aktif karlılık oranı ise işletmenin aktiflerinin verimliliğinin ölçüsüdür. Türk Telekom A.Ş. nin finansal kalılık oranı ve aktif karlılık oranı 2016 yılında zarar açıkladığı için eksi değerlere sahiptir.

Oran analizleri şirket yöneticileri ve yatırımcılara önemli bilgiler sağlar ancak oran analizleri işle karar verirken işletmenin sadece mali yapısı değil sektör ortalaması benzer şirketlerin durumları, genel ekonomik durum göz önünde

bulundurulmalıdır. Sadece rasyo analizlerine bakarak kararlar almak yanıltıcı olabilir.

5.3.2. Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı

5.3.2.1. Defter değeri yöntemine göre değerlendirme

Tablo 5.16. Türk Telekom Defter Değerinin Hesaplanması

Varlıklar	
Dönen Varlıklar	9.235.517.000
Duran Varlıklar	17.638.934.000
Toplam Varlıklar	26.874.451.000
Kaynaklar	
Kısa Vadeli Borçlar	8.351.705.000
Uzun Vadeli Borçlar	15.136.125.000
Toplam Yükümlülükler	23.487.830.000

$$\begin{aligned}\text{Defter Değeri} &= \text{Toplam Aktifler} - \text{Toplam Borçlar} \\ &= 26.874.451,00 - 23.487.830,00 \\ &= \mathbf{3.386.621,0}\end{aligned}$$

5.3.3. Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı

Tablo 5.17. Türk Telekom piyasa çarpanları verileri

TTKOM 31.12.2016 Verileri	
Satışlar	16.108.594.000
Net Kar	-724.340.000
Öz Sermaye	4.692.892.000
Sermaye	3.500.000.000
Favök	5.388.095.000
Hisse Fiyatı	5,28

F/K Oranının Hesaplanması: Firma 2016 yılını da zarar ettiği için bu çarpan uygulanamaz.

PD/ DD oranının hesaplanması:

$$\text{PD/DD} = 18.480.000.000 / 3.386.621.000$$

5,46

Şirketin değeri = sektörün ortalama PD/DD ortalaması × şirketin defter değeri

$$= 3,39 * 3.386.621.000$$

$$= \mathbf{11.497.578.300.000}$$

F/NS oranının hesaplanması:

$$HBNSO = 16.108.594.000/ 3.500.000.000$$

$$= 4,60$$

$$F/ NS = 5,28 / 4,60$$

$$= \mathbf{1.15}$$

Şirketin değeri = Sektör F/NS ortalaması × şirket F/NS oranı

$$= 1,32 \times 16.108.594.000$$

$$= \mathbf{21.343.887.05}$$

F/NO oranının hesaplanması:

$$\text{Nakit Akışı} = 1.702.945 + 2.796.342$$

$$= 4.499.287$$

$$F/ NA = 4499287/ 3500000$$

$$= 1,28$$

$$F/ NA = 5,28 / 1,28$$

$$= \mathbf{4,12}$$

Şirketin Değeri = Sektör F/NO Ortalaması × Şirket Nakit Akışı

$$= 4,12 \times 4.499.287$$

$$= \mathbf{22.473.538,7}$$

F/ FAVÖK çarpanının hesaplanması:

$$\text{FAVÖK} = \text{Faaliyet karı} + \text{amortismanlar}$$

$$= 2.591.752,00 + 2.796.343,00$$

$$= 5.388.095,00$$

$$\text{HSBFAVÖK} = 5.388.095,00 / 3.500.000,00$$

$$= 1,53$$

$$\text{F/FAVÖK} = 5,28 / 1,53$$

$$= \mathbf{3,45}$$

$$\text{Şirketin Değeri} = \text{sektör F/FAVÖK} * \text{şirket FAVÖK}$$

$$= 4,08 * 5.388.095$$

$$= \mathbf{21.983.818,00}$$

Tablo 5.18. Türk Telekom A.Ş. piyasa çarpanlarına göre değeri

Çarpanlar	TTKOM	Sektör Ort	Şirket Değeri
F/K		7,095	
PD/DD	5,46	3,395	11.497.578,30
F/NS	1,15	1,325	21.343.887,05
F/NA	4,12	4,995	22.473.538,97
F/FAVÖK	3,45	4,08	21.473.538,00
Ortalama	Şirketin Değeri		19.437.205,25
	Hisse Senedi Sayısı		3.500.000,00
	Hisse Başına Değer		5,55

5.3.4. Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı

5.3.4.1. İndirgenmiş nakit akımlarına göre değerlendirme

Varsayımlar :

Değerleme çalışmasında 2016 yılı baz alınarak 2016-2021 beş yıllık zaman dilimi seçilmiştir. Şirketin geriye dönük beş yıllık finansal tabloları analiz edilerek aşağıdaki tahminlerde bulunulmuştur.

- Şirketin Satışlarındaki büyüme geçmiş yıllarda satışlardaki artış oranı ve sektörün genel durumu göz önünde bulundurularak % 8 olacağı öngörülmüştür.
- Satışların maliyeti satışların % 63 olacağı varsayılmıştır.
- Şirketin ortalama yatırım oranı satışların %23 ü olacağı öngörülmüştür.
- Şirketin faaliyet giderlerinin satışlara oranı % 20 'dir.
- Şirketin amortisman tutarının satışlara oranı % 25 olacağı varsayılmıştır.
- Net işletme sermayesi satışların %12 sidir
- Duran varlıkların bir önceki yıla göre artış oranı %3 olacağı öngörülmüştür.
- Vergi oranı %20 dir.
- Şirketin 2021 den sonra sonsuza dek büyüme oran % 4 olduğu varsayılmıştır.
- Risksiz faiz oranı on yıllık devlet tahvilleri göz önünde bulundurularak % 10,50 olarak belirlenmiştir.
- Piyasa riski olarak ülke risk primi kullanılmıştır. Ülke risk primi New York Üniversite profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından güncel olarak yayınlanan ülke risk primi tablosundan alınmıştır. Tabloda dolar olarak hesaplanan 3,55% risk primi 2016 ABD enflasyon oranı 2,10% ve Türkiye enflasyon oranı 8,53% alınarak %10,80 olarak hesaplanmıştır. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

$$\text{Ülke Risk Primi}_{TL} = (\text{Enflasyon}_{Türkiye} / \text{Enflasyon}_{USD}) * \text{Ülke Risk Primi}_{USD}$$

(Karakoca, 2011)

$$= (8,53 / 2,10) * 0,0355$$

$$= 0,1080$$

Bu hesaplama dayanılarak çalışmada piyasa risk primi (0,1080-0,1050) =0,0030 olmakla birlikte piyasa şartları göz önünde bulundurularak 0,05 olarak kullanılmıştır.

Tablo 5.19. Türk Telekom A.Ş sermaye maliyeti hesaplaması

TTKOM	
Borç	0,88
Öz Kaynak	0,12
Risksiz Faiz Oranı	0,105
Piyasa Riski	0,05
Vergi Oranı	0,2
Borçlanma Maliyeti	0,14
Beta Katsayısı	0,5
Öz Sermaye Maliyeti	0,13
AOSM	0,1142

Öz Sermaye Maliyeti = Risksiz Getiri Oranı + (Beta Katsayısı X Piyasa Risk Primi)

$$\text{Öz Sermaye Maliyeti (TTKOM)} = 0,1050 + (0,50 * 0,05)$$

$$= 0,1050 + 0,025$$

$$= 0,13$$

$$\text{AOSM} = (0,13 * 0,12) + (0,14 * 0,88 * 0,80)$$

$$= 0,0156 + 0,0986$$

$$= 0,1142$$

Tablo 5.20. Öz sermayeye göre indirgenmiş nakit akımları (TTKOM)

Bin TL	2016	2017	2018	2019	20120	2021	Dev. Ed. Değ.
Büyüme	8%	8%	8%	8%	8%	8%	4%
Net Satışlar	16.108.594,00	17.397.281,52	18.789.064,04	20.292.189,16	21.915.564,30	23.668.809,44	
Satışların Maliyeti	54%	9.394.532,02	10.146.094,58	10.957.782,15	11.834.404,72	12.781.157,10	
Brüt Kar		8.002.749,50	8.642.969,46	9.334.407,02	10.081.159,58	10.887.652,34	
Faaliyet Giderleri	28%	4.871.238,83	5.260.937,93	5.681.812,97	6.136.358,00	6.627.266,64	
Esas Faaliyet Karı		3.131.510,67	3.382.031,53	3.652.594,05	3.944.801,57	4.260.385,70	
Diğer Gelirler	10%	1.739.728,15	1.878.906,40	2.029.218,92	2.191.556,43	2.366.880,94	
Diğer Giderler	2%	347.945,63	375.781,28	405.843,78	438.311,29	473.376,19	
Faiz Vergi Öncesi Kar		4.523.293,20	4.885.156,65	5.275.969,18	5.698.046,72	6.153.890,45	
Faiz Gideri	8%	361.863,46	390.812,53	422.077,53	455.843,74	492.311,24	
VÖK		4.161.429,74	4.494.344,12	4.853.891,65	5.242.202,98	5.661.579,22	
Vergi	20%	832.285,95	898.868,82	970.778,33	1.048.440,60	1.132.315,84	
Net Dönem Karı		3.329.143,79	3.595.475,30	3.883.113,32	4.193.762,38	4.529.263,37	
Amortisman Gideri	27%	4.697.266,01	5.073.047,29	5.478.891,07	5.917.202,36	6.390.578,55	
Sermaye Harcamaları	17%	2.957.537,86	3.194.140,89	3.449.672,16	3.725.645,93	4.023.697,61	
İşletme Sermayesi	4%	695.891,26	751.562,56	811.687,57	876.622,57	946.752,38	644.343,76
Net Borçlanma		51.547,50	55.671,30	60.125,00	64.935,01	70.129,81	
ÖSNA		5.017.324,44	5.418.710,40	5.852.207,23	6.320.383,81	6.826.014,51	75.844.605,70
ÖSNA Bugünkü Değeri	13%	4.440.110,13	4.243.645,08	4.055.873,17	3.876.409,76	3.704.887,20	20.320.925,33
Devam Eden Değer							41.165.413,34
Tah. Özkaynak Değeri							61.486.338,67
Hisse Senedi Sayısı							3.500.000,00
Bir His. Senedinin Fiyatı							17,57

Tablo 5.21. Firmaya göre indirgenmiş nakit akımları değerlemesi (TTKOM)

Bin Tl	2016	2017	2018	2019	20120	2021	Dev. Ed. Değ.
Büyüme	8%	8%	8%	8%	8%	8%	4%
Net Satışlar	16.108.594,00	17.397.281,52	18.789.064,04	20.292.189,16	21.915.564,30	23.668.809,44	
Satışların Maliyeti	54%	9.394.532,02	10.146.094,58	10.957.782,15	11.834.404,72	12.781.157,10	
Brüt Kar		8.002.749,50	8.642.969,46	9.334.407,02	10.081.159,58	10.887.652,34	
Faaliyet Giderleri	28%	4.871.238,83	5.260.937,93	5.681.812,97	6.136.358,00	6.627.266,64	
Esas Faaliyet Karı		3.131.510,67	3.382.031,53	3.652.594,05	3.944.801,57	4.260.385,70	
Vergi	20%	626.302,13	676.406,31	730.518,81	788.960,31	852.077,14	
Noplat		2.505.208,54	2.705.625,22	2.922.075,24	3.155.841,26	3.408.308,56	
Amortisman Gideri	27,00%	4.697.266,01	5.073.047,29	5.478.891,07	5.917.202,36	6.390.578,55	
Sermaye Harcamaları	17%	2.957.537,86	3.194.140,89	3.449.672,16	3.725.645,93	4.023.697,61	
İşletme Sermayesi	4%	695.891,26	751.562,56	811.687,57	876.622,57	946.752,38	
Net Borçlanma		51.547,50	55.671,30	60.125,00	64.935,01	70.129,81	
FSNA		4.193.389,19	4.528.860,33	4.891.169,15	5.282.462,68	5.705.059,70	76.887.597,01
Fsna Bugünkü Değeri	0,1142	3.763.587,50	3.648.065,43	3.536.089,27	3.427.550,18	3.322.342,66	17.697.635,03
Devam Eden Değer							44.775.507,54
Firmanın Değeri							62.473.142,57
N.Mevc. Faal.Dışı Varl							11.357.638,00
Firmanın Değeri							73.830.780,57
Finansal Borçlar							15.041.179,00
Azınlık Payları							0
Öz kay. Piyasa Değeri							58.789.601,57
Hisse Senedi Sayısı							3.500.000,00
Bir Adet Hisse Fiyatı							16,80

Tablo 5.22. Türk Telekom A.Ş. özet değerleme tablosu

Türk Telekom. A.Ş.			
Değerleme Yaklaşımı	Değerleme Yöntemi	Şirketin Değeri	Hisse Başı Değeri
Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı	Defter Değeri Yöntemi	3.386.621.000	0,96
Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı	Öz Sermayeye Göre İNA	61.486.338.670	17,18
	Firmaya Göre İNA	58.789.601.570	
Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı		19.437.205.250	5,55
Ortalama Değer		14.087.010.500	4,02

TÜRK TELEKOM A.Ş.'nin Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı, Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı ve Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı olmak üzere üç ayrı yaklaşıma göre Değerleme çalışması yapılmıştır. Yukarıdaki özet tabloda görüldüğü üzere TÜRK TELEKOM A.Ş.'nin ortalama değeri 14.087.010.500 TL bir adet hisse değeri ise 4,02 TL olarak hesaplanmıştır.

TARTIŞMA VE SONUÇ

Değerleme çalışması sonuçları, seçilen yaklaşıma ve yöntemlere göre farklılık göstermektedir. Gelir Bazlı Değerleme Yaklaşımı şirketin gelecek dönemlerde nakit akışlarına göre değer belirlediği için şirketin gelecek dönemlerindeki satışların büyüme potansiyeli, şirketin maliyetlerindeki değişiklikler ve ekonomik beklentiler gibi birçok ileriye dönük tahminler varsayımlar barındırır. Bu varsayımlar altında şirketin getireceği gelir miktarına göre değer belirler. Yaptığımız değerleme çalışmasında hem TÜRKCELL A.Ş. hem de TÜRK TELEKOM A.Ş.' de en yüksek değer gelir bazlı değerlendirme yaklaşımlarında belirlenmiştir. Özellikle TÜRK TELEKOM A.Ş. 'de diğer değerlendirme yaklaşımlarına göre ciddi bir fark ortaya çıkmıştır.

Varlık Bazlı Değerleme Yaklaşımı, şirketin varlıklarının değeri üzerinden şirketin değerinin belirlenmesi gerektiğini savunur. Varlık bazlı değerlendirme yaklaşımında muhasebe kayıtları esas alınmaktadır bu sebeple varlıkların kayıt tarihindeki değerleri ile değerlendirme tarihindeki değerleri farklı olabilmektedir. Bu durum şirketin değerinin altında bir değerle değerlendirilmesine sebep olmaktadır. Çalışmamızda TÜRK TELEKOM A.Ş. de diğer yöntemler göre önemli bir fark vardır.

Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımı, şirketin değerini piyasa verilerini esas alarak değerlendirme yapılması gerektiğini savunur. Şirketin benzer şirketlere göre veya sektör verilerine göre kıyaslamalar yaparak değerinin tespit edilmesini savunur. Çalışmamızda TÜRKCELL A.Ş. ve TÜRK TELEKOM A.Ş. şirketlerinin aynı sektörde faaliyette buldukları için Piyasa Bazlı Değerleme Yaklaşımında iki şirketin ortalama değerleri sektör ortalaması olarak alınmış ve değerlendirme yapılmıştır.

Yapılan değerlendirme çalışması sonucunda değerlendirme yaklaşımlarının ortalaması alınarak ulaştığımız değer TÜRKCELL için 10,56 TÜRK TELEKOM için 4,02'dir.31.12.2016 tarihinde TÜRKCELL işlem fiyatı 9,75 TÜRK TELEKOM için işlem fiyatı 5,28'dir. Görüldüğü üzere değerlendirme sonuçları ile hisselerin piyasa fiyatı ile yaklaşık aynı seviyelerde gerçekleşmiştir.

Değerleme yaklaşımlarındaki yöntem farklılıkları sebebiyle değerlendirme yapılan şirketlerin değeri oldukça farklı olabilmektedir. Değerleme yaklaşımları

sübjektif olduğu gibi aynı zamanda birçok varsayımlara dayanmaktadır. Bu sebeple değerlendirme çalışmaları yapılmadan önce hangi amaçla yapılacağı belirlenmeli ve o amaca göre uygun yaklaşım ve yöntem belirlenmeli. Değerleme yapılacak şirket ve sektör hakkında yeterince veri toplanmalı ne kadar çok veri ile çalışılırsa sonuçlar o derece sağlıklı olacaktır. Yaklaşım ve yöntemlerde yapılan varsayım ve tahminler şirketin ve sektörün mevcut durumuna uygun olmalıdır. Değerleme çalışmasını yapan uzmanların bilgi tecrübe ve yetenekleri arttıkça yapılan tahminler daha tutarlı olacaktır.

Değerleme süreci belirli bir zaman dilimini kapsadığı için veriler girdiler değiştikçe sonuçlar da değişecektir. Özellikle günümüzde küreselleşen ekonomide çok hızlı veri akışı ve sermaye akışı olmaktadır. Böyle bir ekonomide değişkenlerin hızlı değişmesiyle risk unsurlarını tahmin etmek riski en aza indirmek oldukça önem arz etmektedir. Yeterli bilgi ve veri ile çalışarak riski en aza indirmek mümkün olabilir ancak hiçbir zaman risk ortadan kalkmaz. Önemli olan risk faktörünü doğru tespit etmektir çünkü risk faktörü değerlendirme çalışmasını önemli ölçüde etkilemektedir.

Değerleme sonuçları şirket yöneticilerinin doğru stratejik kararlar vermelerinde, şirketin değerini bilmeleri ve mevcut değeri artırma açısından yatırımcılar için de doğru karar vermeleri açısından hayati öneme sahiptir. Ancak değerlendirme çalışması birçok faktör etki etmektedir. Bütün değerlendirme çalışmaları şirketin finansal tablolarına dayandığı için muhasebe uygulamaları da önem taşımaktadır. Farklı muhasebe uygulamaları da değerlendirme sonuçlarında tutarsızlık oluşturacaktır. Finansal tabloların doğru ve tutarlı olması muhasebe hilelerinden uzak olması değerlendirme çalışmalarının kalitesini artıracaktır.

KAYNAKLAR

- Akdoğan , N., & Tenker, N. (2007). *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri* (12. b.). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akgüç, Ö. (1988). *Finansal Yönetim* (7 b.). İstanbul: Avcuol Basım Yayın.
- Akgüç, Ö. (2006). *Mali Tablolar Analizi* (12 b.). İstanbul: Arayış Basım.
- Akyüz , Y. (2013). Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Analizi: İMKB'de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18.
- Andrew, B. (1988). *Hissedar Değeri Arayışı*. Globus Dünya Basımevi.
- Ataman, Ü. (1999). *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Ataman, Ü., & Kibar, H. (1999). *Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Başaran , Ö., Ercan, M., & Kartal , D. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Besley Scot, & Eugene , f. (2005). *Essentials of Managerial Finance*. Thirteenth Edition.
- Black, A., Wright, P., Bachman, J., & Davies, , J. (1998). *Hissedar Değeri Arayışı Performansı Etkileyen Faktörlerin Yönetimi*. İstanbul: Dünya Yayınlar.
- Borsa İstanbul A.Ş.* (2016). <http://www.borsaistanbul.com/> adresinden alındı
- Canbaş, S., Doğukanlı, H., & Düzakın, H. (2004). Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 58.
- Ceylan , A. (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim* (6. b.). Bursa: Ekin Kitabevi.

- Chambers, N. (2005). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi* (2. b.). İstanbul: Beta Basım A.Ş.
- Çırıkçı, M., & Daştan, A. (2002). Entellektüel Sermayenin Temel Finansal Tablolar Aracılığıyla Sunulması. *Bankacılar Dergisi*, 18-32.
- Damodoran, A. (2006). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2 b.). New York: John Wiley&Sons.
- Demirgüneş, K. (2016). Firma Değerinin Finansal Belirleyici: Amprik Bir Analiz. *Kastamonu University Journal of Economics & Administrative Sciences Faculty*, 11.
- Demirkol, İ. (2008). *Firma Değeri Yaklaşımları*.
- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Başaran, Ö. M., & Küçük Kaplan, İ. (2006). *Firma Değerlemesi*, *Banka Uygulaması* (1. Basım b.). Literatür Yayıncılık.
- Ercan, M., Öztürk, M., & Küçük Kaplan, İ. (2008). *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi İle Firma Değerlemesi Özellikli Durumlar*.
- Gökçe , A. (2006). *psiyon değerlemenin temelleri ve temel opsiyon değerlendirme modelleri ile stokastik değişkenliğin İMKB hisse senedi piyasaları'nda geçerliliklerinin araştırılması*. İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı.
- Gökçen, G. (2004, Ekim). Ekonomik Katma Değer (EVA). *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(24), 106.
- Gürbüz, A., & Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar* (2. b.). İstanbul: Literatür Yayınları.
- İvgen, H. (2003). *Şirket Değerleme* (1. baskı b.). İstanbul: Finnet Yayınları.
- Kaderli , Y., & Başkaya, H. (2014). Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(1), 49-64.

- Kamuyu Aydınlatma Platformu*. (2016). <https://www.kap.org.tr/tr/> adresinden alındı
- Karakoca, A. (2011). Farklı Değerleme Yöntemleri İle Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama. İstanbul.
- Karavardar, A. (2003). Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama.
- Koçakoğlu, H. (2011). *Tek Düzen Muhasebe Uygulamaları* (3 b.). İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Koller, T., Goedhart , M., & Wessel , D. (2005). *The Right Role for Multiples in Valuation* . McKinsey on Finance .
- Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2007). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi* (4. b.). Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Korkmaz, T., Mine., K., & A. Ö., & Ö. (2003). Ekonomik Katma Değer-Eva Nedir? *Active Dergisi*, 32-42.
- Küçükcaraba, M. (2012). Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı.
- Öztürk, H. (2009). *Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Öztürk, M. B. (2004). Finansal Performansın Ölçülmesinde Alternatif Bir Yöntem - Ekonomik Katma Değer. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 352-368.
- Sarıkamış, C. (1998). *Sermaye Pazarları* (3 b.). İstanbul: Alfa Basım Yayın.
- Seyidoğlu, H. (1992). *Ekonomik terimler: Ansiklopedik sözlük*. Güzem yayınları.
- Sipahi, B., Yanık, S., & Aytürk, Y. (2016). *Şirket Değerleme Yaklaşımları* (2. b.). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Şamiloğlu, F. (2006). "Şirket Büyüklüğü, Defter Değeri/ Piyasa Değeri ve Beklenen Getiriler : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Amprik Bir İnceleme". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, s.99.

- Taner , B., & Akkaya, G. (2003). İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 1-7.
- Türk Telekom A.Ş.* (2016). Yatırımcı İlişkileri: <http://www.ttyatirimciiliskileri.com.tr> adresinden alındı
- Türkcell A.Ş.* (2016). Yatırımcı İlişkileri: <http://www.turkcell.com.tr/> adresinden alındı
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.* (2016). <http://www.tcmb.gov.tr/> adresinden alındı
- Türkiye İstatistik Kurumu.* (2017). <http://www.tuik.gov.tr> adresinden alındı
- Üreten, A., & Ercan, M. (2000). *Firma Değerinin Tespiti*. Ankara: Gazi Kitapevi.
- Yalçın, H. (2014). *Şirket Değerlemesi* (1 b.). İstanbul: Sak Ofset Reklamcılık Yayıncılık mat.
- Yavuz, A. (2012). Firma Değerleme Yöntemleri. *Kırklareli Üniversitesi İİ BF Dergisi*.
- Yazıcı, K. (1997). *Özellestirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. Ankara.
- Yıldırım , Ö., Karadeniz , B., Kandır, E., & Yılmaz, S. (2005). “Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB’ye Kote Bir Turizm İşletmesi Üzerinde Uygulama. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14(2), 370.
- Yörük, N. (2000). *Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri ve Arbitraj Fiyatlama Modelinin İMKB’de Test Edilmesi*. İstanbul: İMKB Yayını.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Mustafa ŞAHİN
Doğum Yeri ve Tarihi :ERMENEK-08.01.1988

EĞİTİM DURUMU

Lisans Öğrenimi : İşletme
Yüksek Lisans Öğrenimi : İşletme – Muhasebe ve Finansman
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

BİLİMSEL FAALİYETLERİ

Makaleler

Nakit Yönetiminde Nakit Dönüş Süresi Analizinin Kullanılması: BİST 100’de İşlem Gören 5 Büyük Gıda Firması Üzerinde Ampirik Bir Çalışma

Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değer İlişkisi: BİST 100’de İşlem Gören Çimento Firmaları İle İlgili Ampirik Bir Çalışma

İŞ DENEYİMİ

Çalıştığı Kurumlar ve Yıl :

İLETİŞİM

E-posta Adres : m.shn70@gmail.com
Tarih : 28.07.2017