

**T.C.
OKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNDEN
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ VE
LOJİSTİK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

MEHMET SİNAN BAĞLAMA

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE DENETİM**

**DANIŞMAN
YRD.DOÇ.DR. ÖZGÜR ÖZDEMİR**

İSTANBUL, Mart 2017

**T.C.
OKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNDEN
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ VE
LOJİSTİK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

**MEHMET SİNAN BAĞLAMA
142008194**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE DENETİM**

**DANIŞMAN
YRD.DOÇ.DR. ÖZGÜR ÖZDEMİR**

İSTANBUL, Mart 2017

**T.C.
OKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNDEN
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ VE
LOJİSTİK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

**MEHMET SİNAN BAĞLAMA
142008194**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE DENETİM**

Tezin Enstitüye Teslim Edildiği Tarih: 27.03.2017

Tezin Savunulduğu Tarih : 07.03.2017

Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Özgür ÖZDEMİR

Diğer Jüri Üyeleri: Doç. Dr. Batuhan GÜVEMLİ

Doç. Dr. Ahmet ATAKİŞİ

İstanbul, Mart 2017

ÖNSÖZ

Türkiye ve Dünya Ekonomilerinin gelişimi, globalleşme sonucunda ticarete sınırların kalkması, şirket birleşme ve satın almaları, şirketlerin pay senetlerinin menkul kıymet borsalarındaki işlemlerini arttırmıştır. Bu işlemlerde belirleyici kriter ise değer unsurudur. Şirketin ve pay senedinin değeri iyi bir değerlendirme çalışması sonucu bulunmaktadır. Bundan dolayı tez çalışmamızda, değerlendirme yöntemleri ve yaklaşımları teorik olarak, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ise hem teorik hem de uygulamalı olarak ele alınmaya çalışılmıştır. Ayrıca son yıllarda lojistik sektöründe, şirket el değiştirmelerinin artması gözlemlendiğinden, bu sektördeki gerçek ve faal bir şirket ele alınarak örnek bir uygulama hazırlanmıştır.

Çalışmam boyunca göstermiş olduğu sabır, anlayış ve sağladığı değerli katkılar sebebiyle saygıdeğer hocam Yrd.Doç.Dr. Özgür Özdemir'e, tüm aileme ve manevi desteği, anlayış ve sabrı için değerli eşim Semra BAĞLAMA'YA sonsuz teşekkür ederim.

Mehmet Sinan BAĞLAMA
İstanbul, Mart 2017

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	iv
ÖZET	x
ABSTRACT	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM- DEĞER KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	3
1.1. DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMLARI.....	3
1.1.1.DEĞER	3
1.1.2.DEĞERİN UNSURLARI	4
1.1.3.DEĞER VE FİYAT	5
1.1.4.DEĞER KAVRAMLARI	6
1.1.4.1.Defter Değeri.....	6
1.1.4.2.Düzeltilmiş Defter Değeri	6
1.1.4.3.Piyasa Değeri	7
1.1.4.4.Nominal (İtibari) Değer.....	7
1.1.4.5.Yeniden Yapma Değeri.....	7
1.1.4.6.Tasfiye Değeri.....	8
1.1.4.7. Net-Aktif Değeri	8
1.1.4.8.Ekspertiz Değer	9
1.1.4.9.İhraç Değeri.....	9
1.1.4.10.Hurda Değeri.....	9
1.1.4.11.Gerçek Değer	10
1.1.5.DEĞERLEME KAVRAMI	10
1.1.6.DEĞERLEME VE ÖNEMİ	11
1.1.6.1.Finansal Açıdan Değerlemenin Önemi	12
1.1.6.2.Muhasebe Açısından Değerlemenin Önemi.....	13
1.1.6.3. Türk Ticaret Hukuku Açısından Değerlemenin Önemi	14
1.1.6.4.Vergi Yasaları Açısından Değerlemenin Önemi.....	14
1.1.6.5.Yönetim Açısından Değerleme	14
1.1.7.DEĞERLEME SÜRECİ	15

1.1.7.1.Firma Faaliyetlerinin Tanımlanması	15
1.1.7.2. Firma Performansının Değerlendirilmesi.....	16
1.1.7.3.Uygun Değerleme Modelini Seçimi.....	16
1.1.7.4.Değerleme çalışmalarının sonlandırılması ve rapor sunumu	17
1.1.8.DEĞERLEME YAPILMA NEDENLERİ VE KİMLER İÇİN YAPILACAĞI.....	17
1.1.8.1. Değerleme Yapılma Nedenleri.....	18
1.1.8.2. Değerleme Kimler İçin Yapılır	20
1.1.9. DEĞERLEMİYİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	21
1.1.10.DEĞERLEMEDE YAKLAŞIMLAR	23
1.1.10.1. Maliyet Yaklaşımı.....	23
1.1.10.2.Gelir Yaklaşımı	24
1.1.10.3.Piyasa Yaklaşımı.....	24
1.1.11.ŞİRKET DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN ANALİZLER.....	25
1.1.11.1.Temel Analiz.....	25
1.1.11.2.Teknik Analiz.....	26
1.1.11.3.Modern Yaklaşım (Etkin Pazar Kuramı)	27
1.1.12. DEĞERLEMEDE RİSK VE RİSK TÜRLERİ.....	28
1.1.12.1.Risk Kavramı	28
1.1.12.2.Risk Türleri	29
1.1.12.2.1.Sistematiik Risk.....	29
1.1.12.2.1.1.Satın Alma Riski	29
1.1.12.2.1.2.Faiz Oranı Riski	30
1.1.12.2.1.3.Piyasa Riski.....	30
1.1.12.2.1.4. Politik Risk.....	30
1.1.12.2.1.5. Kur Riski	31
1.1.12.2.2.Sistematiik Olmayan Risk	31
1.1.12.2.2.1. Finansal Risk	31
1.1.12.2.2.2. Faaliyet Riski	31
1.1.12.2.2.3. Yönetim Riski	32
1.1.12.2.3.Beta Riski	32
1.1.13.DEĞERLEMEDE YAPILABİLECEK HATALAR.....	33
1.2. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	34

1.2.1. PİYASA TEMELLİ-KARŞILAŞTIRMALI-KATSAYILAR DEĞERLEME YÖNTEMİ	34
1.2.1.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi	37
1.2.1.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi	38
1.2.1.3. Fiyat/ Nakit Akımı Oranı Yöntemi	40
1.2.1.4. Fiyat/Satışlar Oranı Yöntemi	41
1.2.1.5. Firma Değeri/Favök (Ebitda)	41
1.2.2. AKTİF BAZLI YAKLAŞIM KAPSAMINDAKİ YÖNTEMLER.....	43
1.2.2.1. Defter Değeri.....	44
1.2.2.2. Tasfiye Değeri.....	45
1.2.2.3. Net Aktif Değeri (Özvarlık Yöntemi)	46
1.2.3. GELİR YAKLAŞIMI KAPSAMINDAKİ YÖNTEMLER	48
1.2.3.1. İndirgenmiş Kar Payı Yöntemi	48
1.2.3.1.1. Genel Model.....	49
1.2.3.1.2. Sıfır Büyüme Oranı Modeli	50
1.2.3.1.3. Gordon Büyüme Modeli	50
1.2.3.1.4. Sabit Olmayan Büyüme Modeli.....	51
1.2.3.2. Fazla Gelir Yöntemi	51
1.2.4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI YÖNTEMİ.....	53
1.2.4.1. Nakit Akımlarının Hesaplanması	55
1.2.4.1.1. Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları(F_{cff})	55
1.2.4.1.2. Öz Sermayeye Olan Serbest Nakit Akımları (F_{cfe}).....	56
1.2.5. KARMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	57
1.2.5.1. Değerlemede Ağırlıklandırma-Berliner Modeli.....	57
1.2.5.2. Şerefıyeyi Temel Alan Değerleme Yöntemi.....	58
1.2.6. GELECEKTEKİ BEKLENTİLERE DAYALI DEĞERLEME YÖNTEMİ	59
1.2.6.1. Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kar($E_{va}-E_p$)	59
1.2.6.2. Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli (C_{froi})	62
1.2.6.3. Temettülerin Bugünkü Değeri Yöntemi.....	64
İKİNCİ BÖLÜM- DEĞERLEMEDE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLAR YÖNTEMİ	66
2.1. SERBEST NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI	68
2.2. İSKONTO ORANININ HESAPLANMASI.....	70
2.3. AĞIRLIKLİ ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ.....	72

2.4.DEVAM EDEN DEĞER BELİRLENMESİ	77
2.5.ŞİRKET DEĞERİNİN HESAPLANMASI	78
2.6.YÖNTEMİN DEĞERLENDİRİLMESİ	79
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM- LOJİSTİK SEKTÖRÜ VE GENEL YAPISI	82
3.1. LOJİSTİK SEKTÖRÜ VE GENEL YAPISI.....	82
3.1.1. LOJİSTİĞİN TANIMI	83
3.1.2.LOJİSTİĞİN AMAÇLARI VE İLKELERİ	84
3.1.3. LOJİSTİĞİN UNSURLARI VE TEMEL LOJİSTİK FAALİYETLER.....	85
3.1.4. TÜRKİYE'DE LOJİSTİK SEKTÖRÜNÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ.....	86
3.1.5. TÜRKİYE'NİN TAŞIMA MODLARINA GÖRE LOJİSTİK SEKTÖRÜNÜN DEĞERLENDİRİLMESİ	87
3.1.5.1.Karayolu Taşımacılığı.....	89
3.1.5.2.Demiryolu Taşımacılığı	90
3.1.5.3.Denizyolu Taşımacılığı	92
3.1.5.4.Havayolu Taşımacılığı	93
3.1.5.5.Boruhattı Taşımacılığı.....	94
3.1.6.TÜRKİYE'DE LOJİSTİK SEKTÖRÜNÜN GÜÇLÜ VE ZAYIF NOKTALARI ...	95
3.1.6.1.Swot Analizi Tanımı Ve Amacı	95
3.1.6.1.1. Swot Analizi Tanımı	95
3.1.6.1.2. Swot Analizi Amacı	96
3.1.6.2. Türkiye'de Lojistik Sektörünün Güçlü Ve Zayıf Noktalarının Swot Analizi İle Değerlendirilmesi.....	96
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM- İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERLEMESİNİN LOJİSTİK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMASI.....	98
4.1. UYGULAMA İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER	98
4.1.1. UYGULAMANIN AMACI	98
4.1.2.UYGULAMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI	98
4.2. DEĞERLEMESİ YAPILACAK ŞİRKET İLE İLGİLİ BİLGİLER.....	99
4.2.1. ŞİRKETİN TANITIMI VE FAALİYET ALANI	99
4.2.2. UYGULAMA YAPILACAK ŞİRKETİN MALİ VERİLERİ	99
4.2.2.1 ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti Bilançoları	99
4.2.2.2. ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti Gelir Tabloları.....	101
4.2.2.3 ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti 2014 ve 2015 yılları Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Tablosu	102

4.3. UYGULAMA ADIMLARI	103
4.3.1. SERBEST NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI	103
4.3.2. İSKONTO ORANININ HESAPLANMASI.....	108
4.3.3. PROJEKSİYON DÖNEMİNDE ELDE EDİLECEK SERBEST NAKİT AKIMLARININ BUGÜNKÜ DEĞERLERİNİN BELİRLENMESİ.....	110
4.3.4. PROJEKSİYON DÖNEMİNİN SONUNDAN SONSUZA KADAR ELDE EDİLMESİ BEKLENEN NAKİT AKIMLARININ TOPLAMININ TESPİT EDİLMESİ VE BUGÜNKÜ DEĞERİN HESAPLANMASI	112
4.3.5. ŞİRKET DEĞERİNE ULAŞILMASI.....	112
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	115
KAYNAKLAR	117
ÖZGEÇMİŞ	124

ÖZET

ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİNDEN İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ VE LOJİSTİK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Bu tez çalışmamızda, lojistik sektöründe gerçek ve faal bir firma uygulama çalışması olarak seçilmiş, İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak firmanın bugünkü değerini hesaplamaya yönelik çalışmalar yapılmış ve bu yöntemin Türkiye’de Lojistik sektöründe uygulanabilir sonuçlar verip vermediği uygulama çalışması ile ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Değerleme günümüzde Finansal yönetimin ayrılmaz bir parçası olmuştur. Firmaların amaçlarına baktığımızda genel olarak hedeflerine ulaşmak, işletmenin piyasa değerini bununla beraber şirket sahiplerinin servetlerini maksimum seviyeye çıkarmak olarak belirlenebilir.

Günümüzde artık firmaların amacı, klasik olarak düşünülen kar maksimizasyonu değil de firmanın piyasa değerinin maksimum kılınması olarak karşımıza çıkan değer maksimizasyonu olmuştur. Şirketlerin esas amacının hisse değeri maksimizasyonu olduğu düşünüldüğünde değerleme süreci daha da önemli hale gelmektedir.

Özel veya kamu sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin gerçek değerlerinin doğru olarak tespit edilmesi bir anlamda ekonominin büyümesi ve ilerlemesi için de önemli bir göstergedir. Bundan dolayı ekonomilerin global olduğu, ekonomik sınırların kalktığı ve sermaye hareketlerinin çok daha hızlı olduğu günümüz dünyasında, ekonomilerdeki gelişmeyle beraber şirket değerlemesinin önemi artmaktadır. Ekonomik hayatın oluşması ve gelişmesinde en önemli rolü oynayan etkenler firmaların varlığı ve yarattıkları değerler olmuştur.

Bu çalışma kapsamında başlangıçta, firma değerlemesine ilişkin detaylı bir akademik tarama yapılmış ve uygulamalar gözden geçirilmiştir. Bu noktada, öncelikli olarak firma değerlemesine ilişkin kavramsal çerçeve incelenerek çeşitli değer kavramları belirlenmeye çalışılmıştır. Değer ve fiyat arasındaki ilişki açıklanarak değerleme ve fiyatlama tanımlanmıştır. Değerlemede kavramsal çerçeve belirlendikten sonra, değerleme yöntemleri belirli bir sınıflama çerçevesinde açıklanmıştır. Bu

kapsamda firma değerleme, piyasa temelli değerleme yöntemleri, varlıkların değerine dayalı değerleme yöntemleri, gelirlere dayalı değerleme yöntemleri ve gelecekteki beklentilere dayalı değerleme yöntemleri olarak belirlenmiş ve her bir bölümde yer alan modeller açıklanmaya çalışılmıştır. Ayrıca tez çalışmamıza konu olan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi detaylıca açıklanmaya çalışılmış, Lojistik sektörü hakkında güncel bilgiler verilmeye çalışılmıştır. Sektöre yol göstermesi ve bir rehber niteliğinde olması açısından lojistik sektöründe faaliyet gösteren gerçek ve faal bir firmanın mali verileri titizlikle incelenmiş ve bunun üzerinden uygulama çalışılması yapılmış, sonuçları değerlendirilmiştir.



ABSTRACT

METHOD OF DISCOUNTED CASH FLOW BY COMPANY EVALUATION AND AN APPLICATION IN LOGISTICS INDUSTRY

In our thesis, we have chosen a real company that operates in the logistics sector, and we tried to calculate the present value of the company using discounted cash flows method. And we tried to find out whether this method can give practical results within Turkey.

Actually, valuation has been an inseparable element of the financial management. When we consider the goals of companies, generally, we can determine the goals of a company to be the maximize the wealth of the shareholders of the company by increasing the market value of the company.

Today, the goal of the companies has become the maximization of company value rather than the classical goal which was profit maximization. When we consider that today the goal of a company has become share value maximization, we can safely say that valuation process turned out to be more important.

Consequently, in our age when the global economies and capital movements have become more and more mobile, due to the developments in the global economy the importance of company valuation increases. The assets and values created within companies, are the prominent factors that influence the economical life and its development.

Within our current work, we have conducted a detailed search about company valuation, and we evaluated numerous practices. Then we have analyzed the conceptual framework related to company valuation, and we tried to identify certain concepts related to “value”. Additionally, we have defined valuation and pricing by explaining the relationship between value and prices.

Following the identification of the conceptual framework, we have explained valuation methods within a certain classification. In this context, company valuation is considered based on methods related to market values, asset valuation, revenues, and expectations. And in the related sections, we tried to explain the relevant methods.

Additionally, we explained discounted cash flow methods and we presented current developments about the logistics sector in detail. We aimed to make this work as a guidance for the sector, and for this purpose, we studied meticulously the financial data of a real and active company, we valued this company and evaluated the results.

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
APM	: Arbitraj Fiyatlama Modeli
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BM	: Birleşmiş Milletler
CAPM	: Finansal Varlıkları Değerleme Modeli
CFROI	: Yatırım Nakit Akımı Kârlılığı Modeli
DED	: Devam Eden Değer
DCF	: İndirgenmiş Nakit Akımı
EBIT	: Faiz, Vergi Öncesi Kâr
EDI	: Elektronik Veri Aktarımı
EİT	: Ekonomik İşbirliği Teşkilatı
EP	: Ekonomik Kâr
EVA	: Ekonomik Katma Değer
F/K Oranı	: Fiyat Kazanç Oranı
F/NA Oranı	: Fiyat Nakit Akımı Oranı
FCFE	: Öz kaynağa Serbest Nakit Akımları
FCFF	: Şirkete Serbest Nakit Akımları
FVAÖK	: Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr
FVÖK	: Faiz, Vergi Öncesi Kâr
GI	: Brüt Yatırım
IATA	: Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği
IRR	: İç Verim oranı
İNA	: İndirgenmiş Nakit Akımı
KEİ	: Karadeniz Ekonomik İşbirliği
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu

MM	:Modigliani-Miller
MVA	:Piyasa Katma Değeri (Market Value Added)
MVD	: Toplam Finansal Borçlar
MVE	:Öz kaynağın Piyasa Değeri
NAD	: Net Aktif Değer
NOPAT	: Vergi Sonrası Faaliyet Kârı
NPD	: Net Mevcut Değer
PD/DD Oranı	: Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
RF	: Risksiz Getiri Oranı
ROI	: Yatırılan Sermayenin Getiri Oranı
ROIC	: Yatırılan Sermayenin Gelirleri
t	:Vergi Oranı (%)
TC	: Yatırılan Toplam Sermaye-Toplam Maliyet
TCDD	: Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryollarının
TRACECA	: Avrupa Kafkasya Ulaşım Koridoru
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VUK	: Vergi Usul Kanunu
WACC	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ

Şekil 1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin İşleyişi.....	67
Şekil 2. İndirgenmiş Nakit Akışları Değerleme Adımları.....	70
Şekil 3. Lojistik Kavramı.....	83
Şekil 4. YİD Otoyol Projeleri(Yap-İşlet-Devret)	90
Şekil 5. 2023 Yılına Kadar Yapılması Planlanan Yüksek Hızlı Demiryolu Hatları.....	92
Tablo 1. Türkiye Taşıma Payları Açısından Mevcut Durum ve 2023 Hedefi...87	
Tablo 2. Türkiye Ekonomisinde Lojistik Sektörü İçin SWOT Analizi.....	96
Tablo 3. Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması Tablosu.....	107
Tablo 4. İskonto Oranı Hesaplama Tablosu.....	110

GİRİŞ

Küreselleşen dünya ekonomisi, ticarete sınırları kaldırmış, şirket birleşme ve satın almalarını hızlandırmıştır. Artan yatırım faaliyetlerinde gerek blok satış gerekse hisse devri açısından firma değerlendirme kavramı ön plana çıkmaktadır. Şirketler, kişiler ve fonlar sahip oldukları kaynakları olabildiğince verimli yatırım alanlarına yönlendirme çabalarını her geçen gün daha da arttırmakta ve yeni yatırım sahaları aramaktadırlar. Yapılması planlanan yatırımların verimliliğini ise şirketin değerlemesi sonucu ortaya çıkan finansal göstergeler ortaya koymaktadır.

Şirketimin değeri nedir? En çok merak edilen sorunun cevabı; yatırımcının vermek isteyeceği en yüksek ve hissedarın kabul edeceği en düşük rakamın bulunduğu yerdir.

Firmanın içinde bulunduğu sektör, firmanın karlılığı, büyüklüğü, cirosu, kullandığı teknoloji, kuruluş yılı, şerefıyesi, geçmiş finansal performansı, bilinirliği ve gelecekte göstereceği performans firma değerini etkileyen en önemli etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye'ye doğrudan yabancı sermaye girişı yıllar itibarı ile hızla artış göstermektedir ve yine son zamanlarda faiz oranlarının düşmesiyle birlikte yatırım ortamının iyileşmesi, sermaye akışının artışı sonucunda hem finans sektöründe hem de reel sektörde yeni yatırım alternatifleri oluşmuştur. Artan yatırım olanakları arasında, risk tercihlerine göre elde edilebilecek en yüksek getiriye ulaşmanın yolu gerek reel sektör projelerinde gerekse para ve sermaye piyasalarında, varlık ve enstrümanların doğru bir biçimde değerlendirilmesinden ve özellikle reel sektör firmalarının gerçek değerinin tespit edilmesinden geçmektedir.

Günümüzde çeşitli değerlendirme yöntemlerinin yanında, indirgenmiş nakit akımları yöntemi de sık kullanılmaya başlanmıştır. Tez çalışmamızda da belirtildiği gibi, indirgenmiş nakit akımları yönteminde, şirketin gelecekte yaratabileceği nakit akımları uygun bir iskonto oranı ile indirgenerek, nakit akımlarının toplam bugünkü değeri elde edilmeye çalışılmaktadır. Böylece şirketin bugünkü değeri tespit edilmektedir. Bu yöntemin, belki de en önemli yönü, para değerindeki değişimleri diğer bir anlatımla, şirketin karşı karşıya olduğu çeşitli risk faktörlerini dikkate almakta ve indirgeme oranını da hesaplamalara katmaktadır. Ayrıca şirketin ortalama sermaye maliyeti de iskonto oranının belirlenmesinde göz önünde bulundurulmaktadır.

Tez çalışmamızın birinci bölümünde, Değer ve Değerleme kavramları açıklanırken çeşitli değer kavramlarına yer verilmiştir. Değerlemeyi yaratan sebepler ve değerlendirme süreçleri yine bu bölümde ifade edilmiştir. Ayrıca, değerlemenin önemi çeşitli açılardan ele alınmıştır. Değerlemenin yapılma nedenleri, kimler için değerlendirme yapılacağı ve değerlemede yaklaşımlar kısaca ele alınmıştır. Değerlemede kullanılan analizler, değerlendirme de çıkması muhtemel riskler ve muhtemel yapılabilecek hatalar ele alınmıştır. Bu bölümde yine değerlendirme yöntemleri ve değerlendirme yaklaşımları belirli sınıflamalar altında açıklanmıştır.

Tez çalışmamızın ikinci bölümünde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi adım adım anlatılmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde Türkiye’de Lojistik sektörü ve genel yapısı kısaca açıklamaya çalışılmış bunun yanında Türkiye’de taşıma modlarına göre değerlendirmeler yapılmış ve sektörün güçlü ve zayıf yönleri ortaya konulmuştur.

Dördüncü bölümde Lojistik sektöründeki hisseleri borsada işlem görmeyen halka kapalı olan gerçek bir firma, uygulama çalışması olarak seçilmiş, İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılarak firmanın bugünkü değerini hesaplamaya yönelik çalışmalar yapılmıştır.

Çalışmamızın sonuç bölümünde genel bir değerlendirme yapılmış ve uygulama örneğine ilişkin sonuçlar, yatırımcı açısından yorumlanarak ortaya konulmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM- DEĞER KAVRAMI VE DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

1.1. DEĞER VE DEĞERLEME KAVRAMLARI

Bu bölümde, Değer, Değerin Unsurları, Değer ve Fiyat Tanımları ile Farkları, Değerin Kavramları, Değerleme Kavramı, Değerleme ve çeşitli açılardan önemi, Değerleme Süreci, Değerleme Yapılma Nedenleri ve Kimler İçin Değerleme Yapılacağı, Değerlemeyi Etkileyen Faktörler, Değerlemede Uygulanan Yaklaşımlar, Değerlemede Kullanılan Analizler, Değerlemede Risk ve Türleri ile Değerlemede Yapılabilecek Hatalar hakkında bilgiler yer alacaktır.

1.1.1.DEĞER

Değer kavramı iktisatta genellikle söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer mal veya para birimine karşılık gelen mübadele değerini ifade etmektedir (Seyidoğlu, 1992: 141). Değer; bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, herhangi bir varlığın başkasına verildiğinde karşılığında alınabilecek varlık miktarı olarak da tanımlanabilir (Akyüz, 1990: 64-65) Başka bir ifadeyle değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır (Gage, 1969: 15)

Değer subjektif bir kavramdır. Kişiden kişiye farklılık gösterebilir. Bir kişi için değerli olan bir mal, başkası için hiçbir anlam ifade etmeyebilir. Örnek verecek olursak, suyun bol olduğu bir yerde altın veya elmas herkes için değerlidir ancak çöl de kalan ve çok susayan bir kimse için altın ve elmas değerli değildir.

Değer kavramının kişiden kişiye değişmesinin bir sebebi de alıcı ve satıcıların söz konusu varlık hakkındaki ekonomik büyüklük, çalışma sahası, sektör ve firmaya ilişkin farklı değerlendirmeleridir (Fernandez, 2002: 1).

Bir varlığın değişim değeri; o varlıktan bir birim sahip olabilmek için verilmesi gereken başka bir varlık veya para tutarı kadardır. Değer olgusu; söz konusu varlığın istem derecesi ve azlık-çokluk gibi iki unsura bağlıdır. Bir varlık bir şekilde istenmesi durumunda bir değere sahiptir. Bu varlık çoğaldıkça veya istenme düzeyi düştükçe, bu

malın değeri de düşecektir. Bu sebepten dolayı, varlığın azlık-çokluğu, değer olgusunu etkileyen önemli bir etkidir (Seyidoğlu, 1992: 141).

Değer kavramı zaman içerisinde, farklı kültürlerle sahip toplumlarda irdelenmiş ve farklı anlamlar almıştır. Zaman içerisinde değer, bazen buğdayla, bazı dönemlerde gümüşle, bazı dönemlerde ise altınla ifade edilmiştir. Ancak; günümüzde değer para ile ifade edilmektedir (Yazıcı, 1997: 5).

1.1.2.DEĞERİN UNSURLARI

Değer kavramına ilişkin bazı tanımlamaları yaptıktan sonra üzerinde durulması gereken bir diğer önemli konu da değer kavramının nicel ve nitel unsurlarıdır.

Değer kavramının nitel unsurları dediğimiz zaman anlamamız gereken, rakamsal olarak belirlenemeyen ve para olarak ifade edilemeyen özellikleridir.

Değerin nitel unsurlarının bazıları aşağıda sıralanmıştır;

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

Değer kavramının nicel unsurları ise; rakamsal olarak belirlenebilen ve para olarak ifade edilebilen özelliklerdir. Nicel unsurları şöyle sıralayabiliriz;

- Firma piyasa değeri
- Gelirleri ve Giderleri ve hakları
- Tahmini kâr ve büyüme hızı

- Tahmini nakit akışları
- Dağıtılacak temettüleri
- Defter değeri
- Şirket varlıklarının değeri
- Net ve Brüt işletme sermayesi (Cingöz, 2014: 7-8).

1.1.3.DEĞER VE FİYAT

Değer, bir varlık, mal veya hizmetin bir uzman kişi tarafından belirlenen parasal karşılığıdır. Fiyat ise, olmuş bitmiş, gerçek bir kavramdır. Diğer bir anlatımla, fiyat kesinleşmiş ve tektir. Oysa takdir edilen değer, kullanılan değerlendirme yöntemine ve değerlendirme ilkelerine göre belirlenir ve değişiklik gösterebilir. Bunun doğal bir sonucudur ki; takdir edilen değer tek ve kesin değildir. Başka bir söylemle, bir mala takdir edilen değer, değerlemede kullanılan yöntem ve ilkeler ile değerlemeyi yapan kişinin amacı doğrultusunda farklılık gösterir.

Fiyata ilişkin bir tanım da şöyle ifade edilmektedir; fiyat, bir varlık veya hizmet için istenen, önerilen veya ödenen bir meblağdır. Ayrıca, belirli koşullar altında alıcı ve satıcı tarafından herhangi bir mal veya hizmet için belirlenen değer ifadesi olarak da belirtilmektedir (Chambers, 2009: 5).

Sonuç olarak fiyat ve değer kavramları çok fazla birbirine geçmiş olmakla birlikte, fiyat daha dar kapsamlı ve anlık bir kavram olarak karşımıza çıkarken, değer ise daha geniş bir kavramdır. Tam rekabet koşullarının olduğu piyasalarda bu iki kavram birbiri ile tutarlı ve birbirleri ile örtüşen nicel tutarlar alırken, tam rekabetin yaşanmadığı piyasalarda birbirlerini doğrulayıp örtüşmeyebilir. Bundan dolayı fiyat, tam rekabet piyasasına yakınlık oranında değere yaklaşırken, tam rekabetten uzaklaştığı oranda, değerden uzaklaşmaktadır. Buradan da görüldüğü gibi, piyasa mekanizmasının güçlü olduğu piyasalarda, fiyat ile değer birbirine yakın olmakta, buna karşılık, piyasa mekanizmasının güçlü olmadığı piyasalarda, fiyat ile değer farklı olabilmektedir diyebiliriz.

1.1.4.DEĞER KAVRAMLARI

Değerleme çalışmalarında şirketin farklı pozisyonlarda alacağı farklı değerleri çok iyi bilmek gerekir. Bu sebeple değer tanımı ve genel olarak unsurlarından bahsettikten sonra ekonomik ve finansal literatürde karşımıza çıkan belli başlı değerleme kavramlarına aşağıda yer verilecektir.

1.1.4.1.Defter Değeri

Bir şirketin muhasebe değeri olarak da nitelendirilen defter değeri, firmaların öz sermayesinin bilanço değeri ile değerlendirilmesidir. Dolayısıyla şirketin toplam aktiflerinden, toplam borçlarının çıkarılmasıyla şirketin defter değerine ulaşabiliriz (Fernandez, 2002:24).

Bilançoya göre şirketin net değeri, defter değeri olarak da tanımlanmaktadır (Breal vd., 2001: 283).

Defter değeri, firmanın aktifleri toplamından borçlarının çıkarılması ile bulunan öz varlığının, çıkarılmış hisse senedi adedine bölünmesi sonucu bulunan değere denir. Firmaların öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksek ise hissenin defter değeri nominal tutardan daha yüksek olacaktır.

Defter değerinin çok üzerinde piyasa değeri yaratabilmiş şirketler, dünyanın en başarılı şirketleridir. Eğer bir firma defter değeri kadar piyasa değeri üretiyorsa, o şirketin bir değer yarattığını söyleyemeyiz.

1.1.4.2.Düzeltilmiş Defter Değeri

Defter değeri kavramında varlıklar, tarihi maliyetlerle mali tablolarda görülürler. Bu durumda varlıklar gerçek değerlerini yansıtmakta yetersiz kalırlar. Bu sebepten dolayı, defter değerinde gerekli düzeltme işlemlerinin yapılması gerekir. Böylece, bilanço kalemleri üzerinde çeşitli düzeltmeler yapılarak yeni bir bilanço hazırlanır. Bu düzeltmeler, stoklar, karşılık hesapları ve maddi-maddi olmayan varlıklar için yapılabilir. Yeniden düzenlenmiş bilanço üzerinden belirlenen değere, düzeltilmiş defter değeri denir. (Blackman, 1992: 60)

Piyasa değeri ve defter değerinin farklılaşmasına neden olan; enflasyon, değer yitirme ve entelektüel sermaye gibi faktörlere rağmen, defter değeri yaklaşımı terk

edilmemelidir. Defter değerleri piyasa değerlerine yaklaşacak biçimde düzeltilebilmektedir (Cornell: 1993: 16). En yaygın düzeltmeler varlıkların;

- Yerine koyma maliyeti (replacement cost)
- Tasfiye değeri (liquidation value)
- Bugünkü değeri (present value)

1.1.4.3.Piyasa Değeri

Piyasa değeri, borsa değeri, pazar değeri veya rayiç değer olarak da isimlendirilen bir kavramdır. Bir firmanın piyasa şartlarında arz ve talebe göre belirlenen değeridir. Eğer firma borsada işlem görüyor ise; firmanın piyasa değeri aynı zamanda borsa değeridir (Sipahi vd. 2010:5).

Pazar değeri, firmanın etkinliğinde bir değişiklik olmadan da piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak değişiklikler gösterebilir. Diğer bir deyişle piyasa koşulları bir hisse senedinin pazar değerini gerçek değerinin üzerine çıkarabileceği gibi altına da düşürebilir (Aydın, 1990: 48).

Şirketlerin yapmış oldukları cirolar bazen düşük olmasına rağmen, piyasa değerleri daha fazla olabilir. Örneğin Microsoft ciro yönüyle dünyada 49.sırada yer alırken piyasa değerine göre dünyada 3.sırada yer almaktadır. Yine Wal-Mart ciro bakımından dünyada 1.sırada iken, piyasa değerine göre 10.sıradadır. Piyasa değerini daha çok firmanın sürekliliği belirler diyebiliriz.

1.1.4.4.Nominal (İtibari) Değer

Nominal değer, kavram olarak itibari değer, ihtiyari değer, kayıtlı değer ve orijinal değer olarak da adlandırılmaktadır.

Nominal değer bir başka ifadesi ise; söz konusu varlığın, kurulması, satın alımı ya da bu varlığın oluşturulması için gereken hammadde, yönetim, işçilik, faiz giderleri ve vergilerin belli bir dönemdeki deftere kayıtlı maliyetidir (Smith, 1988: 68).

1.1.4.5.Yeniden Yapma Değeri

Yeniden yapma değeri, değerlendirme tarihinde, değerlendirilecek olan varlığın üretilmesi için katlanması gereken bir maliyettir (Bealmear, 1992: 112). Yeniden kurma değeri

olarak da adlandırılan bu kavram, mevcut bir tesisin yeni baştan kurulması için yapılması gereken giderlerin toplamı olarak da tanımlanmaktadır (Yazıcı, 1997: 59).

1.1.4.6. Tasfiye Değeri

Tasfiye değerine göre şirket değeri hesaplarırken, firmanın bilançosundaki aktiflerin satılıp, tüm borçlarını ödedikten sonra ortaya çıkan değer dikkate alınır. Bu hesaplamada çalışanların ödemeleri, vergi ödemeleri, tahvil ödemeleri gibi toplam yükümlülükleri hesaplanan aktiflerin piyasa değerinden çıkarılarak bulunur (Fernandez, 2002 :25).

Tasfiye değeri, iflas gibi zorunlu nedenlerle veya bu metotla bulunan değer piyasa değeri için önemli bir gösterge oluşturduğu inancının bulunması durumunda önem kazanır. Firmanın tasfiyeye gitme süreci fiyatın oluşumunda etkili olacaktır. Firma, tasfiye işlemi için makul bir zaman dilimine sahip ise, şirket varlıklarının her birinin en uygun fiyatın sağlanması olasılığı oldukça yüksektir. Fakat tasfiye işleminin mümkün olduğunca kısa süre içerisinde yapılmasına ilişkin zorlayıcı koşulların bulunması, diğer bir deyişle, zorunlu tasfiye var ise, varlıkların daha düşük bir bedelle zararına satılması dahi kabul edilebilecektir (Smith, 1988: 72).

1.1.4.7. Net-Aktif Değeri

En genel anlamda net aktif değeri, belirli bir faaliyet dönemi sonunda düzenlenen bilançodaki net aktif tutarının hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değerdir (Aypek vd, 2009: 468). Bu tanımda firmanın borç ve varlıklarının cari değeri taşıdığı kabul edilmektedir.

Diğer taraftan, bir başka ifade ile varlıkların tarihi maliyetlerinin cari değere dönüştürülmesi durumunda bulunan değer, işletme değerini gösterir. İşletme değerinden borçların cari değerinin düşülmesi durumunda ise, öz varlık değeri veya net aktif değeri elde edilir. Net aktif değer, firmanın aktiflerinin tasfiye değerinden borçların cari değerinin çıkarılması ile elde edilebilir (Yazıcı, 1997: 49).

Net aktif değeri yönteminde, bilanço kalemlerindeki verilerin düzeltmeler yapılarak gerçek değeri bulunduktan sonra bu değer, çıkarılmış hisse senedi sayısına bölünerek hisse senedinin net aktif değeri hesaplanmış olur. Bu yöntemi savunanlar şirketi satın

alacak kimselerin gelecekteki kazançları satın almadığını, geçmiş yıllardaki kazançların gelecekte de elde edileceğinin bir güvencesi olmadığını ileri sürerler (Chambers, 2005:190).

1.1.4.8.Ekspertiz Değer

Ekspertiz değeri yöntemi, firma değerlendirme yöntemlerinden biri olmamakla beraber, şirket varlıklarını değerlemede önemli bir araçtır.

Ekspertiz değeri; şirkete ait varlıkların, belirli uzman kişilerce, bu varlıkların, ömürleri, yaşları, kapasiteleri, sahip oldukları teknolojileri ve piyasadaki benzer varlıkların piyasa değeri vb. dikkate alınarak ortaya konan değerdir (Yazıcı, 1997: 52).

Bu yöntemin uygulanabilmesi için konusunda yetişmiş “uzman-ekspert” kişilere gereksinim vardır. Ekspert-Uzman, bilgi ve uzmanlaşması sebebi ile kendisine başvurulmuş kişidir. Ekspertler, varlıkların cari değerlerini belirlerler. Bu değer de varlığın ekspertiz değerini oluşturur. Bu yöntemde, ürünün piyasadaki durumu veya yönetim becerisi göz önünde tutulmaz. Herhangi bir varlığın satışı veya herhangi bir sebepten dolayı değer tespiti ihtiyacı doğduğu zaman kullanılır (Alp ve Yılmaz, 2000: 201).

1.1.4.9.İhraç Değeri

İhraç değeri, öz sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin firma tarafından çıkarım değerini ifade etmektedir. Hisse senetleri, genellikle nominal değerleri ile satılmakla birlikte, organize ve tezgâh üstü piyasalarda nominal değer üstünde ya da altında işlem gören hisse senedine sahip kuruluşlar, nominal değer üzerinde ihraç fiyatı belirleyebilmektedirler. Hisse senetlerinin ihraç fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark ihraç primi olarak adlandırılmaktadır. Hisse senetleri, nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilemez (Gülbüz, 2008 s:13)

1.1.4.10.Hurda Değeri

Hurda değer, gerçekleştirilen bir yatırım kapsamındaki varlıkların, söz konusu yatırımın ekonomik ömrü sonunda satılması ile elde edilen parasal tutar olarak tanımlanabilir. Belirli bir tutarda para ödemesi yapılan varlığın ekonomik ömrü sonunda muhasebe kayıtlarında değeri tamamlanır. Ancak, bu varlıklar yine de bir satış değerine

sahip olabilirler, işte bu değer yatırım projelerinde dikkate alınması gereken önemli bir unsurdur. (Cingöz, 2014: 22).

Makine, teçhizat, araç, demirbaş gibi yatırımlarda, bu yatırımların gerçekleşmesinden belli bir zaman sonra makine ve teçhizatın ekonomik ömrünü doldurması nedeniyle satılması durumunda ele geçen tutar, bu makine veya teçhizatın hurda değerini ifade eder.

1.1.4.11.Gerçek Değer

Gerçek değer, herhangi bir hisse senedinin başka bir söylemle şirketin sahip olduğu varlıklarının kârlılığı, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı, beklenen büyüme oranı, yöneticilerin nitelikleri, entelektüel sermaye yapısı ve diğer değişkenlerin analizi sonucu belirlenen bir değerdir (Cingöz, 2014: 20).

Bu değer, söz konusu şirkete ait beklenen gelirlerin, uygun bir indirgeme oranı ile bugüne getirilerek toplanması sureti ile belirlenir. Bu noktada şirketin gelecekteki gelirleri ve şirketin risk düzeyini de yansıtan indirgeme oranı gibi iki değişken bu yöntemde kullanılmaktadır.

Tez çalışmamızın da temelini oluşturan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre değerlendirme daha çok Gerçek Değer kavramı üzerinden yürütülecektir.

1.1.5.DEĞERLEME KAVRAMI

Değerleme, bir işletmenin bina, arazi-arsa, araç, makine-teçhizat, mamul stokları vb. varlıklarının değerinin para olarak saptanması, takdir ve tahmin edilmesi işlemi olarak tanımlanmaktadır (Akyüz vd.,1990: 15). Diğer bir deyiş ile değerlendirme, bir fikrin, bir malın veya bir hizmetin kendisinden beklenen faydayı sağlama seviyesini araştırmak, varlığın değerini belirlemek için, ilgili varlığın özellikleri hakkında bir görüş bildirmektir (Gage, 1999: 15).

Değerleme çalışmalarında amaç, firma değerinin tespit edilmesidir. Şirket değerinin belirlenmesindeki amaç ise, şirketin uygun ve makul pazar değerinin belirlenmesidir. Uygun ve makul pazar değeri ise, pazardaki varlıkların değeri hakkında tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıları, herhangi bir baskıya maruz kalmaksızın, o varlık için pazarda uygun gördükleri alım ve satım değeridir (Cornell, 1993: 7).

Şirket değerini etkileyen unsurlar kısaca aşağıdaki maddeler halinde sıralanabilir;

- i. Şirketin içinde faaliyet gösterdiği sektör ve genel ekonomik koşullar,
- ii. Şirketin içinde faaliyet gösterdiği sektöre girme koşulları ile sektörün boyutu ve büyüme hızı,
- iii. Teknolojik altyapısı ve Ar-Ge faaliyetleri,
- iv. Şirketin geçmiş performansı, sermaye yapısı, temettü politikaları, dikey ve yatay bütünleşme,
- v. Maliyet yapısındaki sabit-değişken payları,
- vi. Ürünlerin satılabilme potansiyeli,
- vii. Muhtemel yeni yatırımların durumu vb.

Yukarıda sayılan unsurlar şirketin risk düzeyini ve kârlılığını etkileyerek şirketin pazar değerini belirlemektedir. Bu unsurların analizi uzmanın beceri ve deneyimine bağlı olarak değişiklik gösterecektir. Görüldüğü gibi, değerlemede teorik bilgiye paralel olarak deneyimin de büyük önemi mevcuttur. Teori yönü gelişkin kişiler, uygulamayı, uygulayıcılar da teoriyi ihmal ederek gereksiz görmektedirler (Cornell, 1993: 5-7). Ancak bize göre iyi bir değerlendirme çalışması için teori ve uygulamanın birlikte yapılması önemli bir gerekliliktir.

1.1.6.DEĞERLEME VE ÖNEMİ

Günümüzde finansal yönetim öğretileri incelendiğinde, hemen hemen tüm yaklaşımlarda işletmelerin amacının "*firma değerini maksimize etmek*" olduğu anlaşılabacaktır. Şirket yönetiminin aldığı kararlar işletmelerdeki nakit hareketlerini etkilemekte ve bunun sonuçları da şirket değerini belirlemede temel dayanağı oluşturmaktadır. İşte bu nedenden dolayı, İşletme yönetimi açısından firma değeri oldukça büyük bir öneme sahiptir. İşletme yönetimleri aldıkları kararlar doğrultusunda İşletmenin değerini arttırabilecekleri gibi, firma değerinde bir düşüşe de yol açabilmektedirler.

Değerlemenin, finansal, muhasebe, hukuki, vergisel ve yönetsel açılarından bakıldığında büyük önem taşıdığı görülecektir. Şimdi sırası ile önem taşıyan bu konuları vurgulamaya çalışalım;

1.1.6.1.Finansal Açıdan Değerlemenin Önemi

Değerleme, finansal yönden oldukça büyük önem taşımaktadır. Değer, gelecekte elde edilen nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı olduğuna göre, firma değeri ile firmanın yatırımında kullandığı öz kaynak ve yabancı kaynak oranları, seçilen yatırım projeleri ve kâr dağıtım politikaları arasında bir ilişkinin olduğunu söylemek hiç de güç olmasa gerektir. İşletmelerin tercih ettikleri finansman modeline bağlı olarak İşletmelerin değerinde artış veya azalış meydana gelebilecektir. Bunun nedeni ise özkaynak ve/veya yabancı kaynağa ödenen bedellerin göreceli farklılıkları yıllar itibarıyla şirketlerin nakit akımlarını farklı kılacaktır. Bu ise şirket değerinde değişimlere yol açabilecektir. İşletme değeri yüksek olan bir firma sabit varlıklarını yabancı kaynaklarla finanse etme şansına sahip olabilecektir. Ayrıca, değerlendirme işlemi şirketin maddi ve maddi olmayan varlıklarının değerlendirilerek kredi temininde ve yeni menkul kıymet ihraç edilmesinde veya mevcut hisse senetleri ile kaynak yaratılmasında önem arz etmektedir. Özelleştirme faaliyetlerinde ise değerlendirme çalışmaları olmaksızın gerçekleştirilmesi mümkün görünmemektedir (Babcock,1994:6-7).

İşletmelerin amacı sadece kâr elde etmek değildir. Asıl amaç işletmelerin pazar değerinin maksimize edilmesidir. Buradan hareketle, bu amaç için alınan her türlü finansal kararlar şirket değerini etkileyecektir. Şirketler, ellerindeki olası yatırım projelerini incelerken, birleşme ve satın alma kararlarını verirken, yatırımları için sağlanacak yabancı kaynak veya özkaynak kararını verirken, kendilerini halka açarken değerlendirme unsurunu mutlak surette göz önünde bulundurmalıdır (Üreten ve Ercan, 2000:6-7).

Görüldüğü üzere, değerlendirme kavramı, şirketin vereceği finansal kararlarla çok yakın bir ilişkiye sahiptir.

1.1.6.2.Muhasebe Açısından Değerlemenin Önemi

Vergi matrahını etkileyen unsurları iyi tanımlamak vergilerin sağlıklı hesaplanmasında temel hareket noktasıdır. Vergi matrahını etkileyen unsurların başında ise değerlendirme gelmektedir. Vergi Usul Kanunu 258 maddesinde Değerleme, vergi matrahlarının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tespiti olarak tanımlanmıştır. Yine bu tanımlamadan sonra Vergi Usul Kanunu 261 maddesinde değerlendirme ölçülerini tanımlamış olup, Değerlemenin iktisadi kıymetin nevi ve mahiyetine göre, aşağıdaki ölçülerden biri ile yapılacağını belirlemiştir;

- i. Maliyet bedeli
- ii. Borsa Rayici
- iii. Tasarruf Değer
- iv. Mukayyet Değer
- v. İtibari Değer
- vi. Vergi değeri
- vii. Rayiç bedel
- viii. Emsal bedeli

Muhasebe açısından değerlendirme, işletmenin iktisadi gerçekliğini ortaya çıkarmak olduğundan burada işletmenin varlıklarının ve kaynaklarının değerlemesi yapılarak şirketin aktif pasif değeri saptanmaktadır. İşletmelerin tasfiyesi, mevcut faaliyetine son verme veya iflasını istemesi gibi durumlarda muhasebe değeriyle değerlendirme yapılarak şirketin değeri tespit edilir.

Şirket satın almalarında, birleşme veya ortaklık yapısının değişmesi durumlarında da şirket değerlemesi yapılarak muhasebe kayıtlarının gerçek durumu yansıtacak şekilde düzeltilmesi gerekir. İşletmelerin mali tablolarında yer alan bilgilerin halka açık şirketlerde yatırımcıların karar vermelerine etkisi düşünüldüğünde şirket değerinin belirlenmesinde finansal bilgilerin gerçeği yansıtması için de Vergi Usul Kanunu (VUK) değerlendirme hükümlerine göre muhasebe kayıtlarının yapılması gerekmektedir (Ekici 2013 :166).

1.1.6.3. Türk Ticaret Hukuku Açısından Değerlemenin Önemi

Türk Ticaret Kanunu'nun envanter ile ilgili hükümleri bir bütün olarak incelendiğinde, değerlendirme amacının işletmenin değerlemeye konu olan varlıklarının gerçek değerinin ortaya konulması yönünde olduğu söylenebilir.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunun "Dürüst Resim" başlıklı 515. Maddesi şirketin malvarlığını, borç ve yükümlülüklerini, öz kaynaklarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde; şeffaf ve güvenilir olarak, gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtacak şekilde çıkarılır." hükmünü havidir. Buradan da anlaşılacağı üzere Türk Ticaret Kanunu (TTK), bilançoların doğruluk ve açıklık ilkesini ön plana çıkartmaktadır. Gerek şirketlerin aktif ve pasif yapısı gerek şirket pay sahipleri gerekse üçüncü kişiler açısından da büyük önem arz etmektedir.

1.1.6.4. Vergi Yasaları Açısından Değerlemenin Önemi

Değerleme, vergilendirmede önem arz eden kavramların başında gelmektedir. Bunun nedeni ise; vergiyi belirlemede kullanılan vergi matrahının oluşmasında önemli bir rol almasıdır. Gerek aktif gerekse pasif kalemlerdeki değerlendirme işlemleri vergi matrahının oluşmasında etkili olmaktadır.

Vergi Usul Kanunu gereği işletmeler, dönem sonu kârlarına göre vergilerini ödemek zorundadırlar. Dönem sonu kârının belirlenebilmesi için ise, değerlendirme ve envanter işlemlerinin yapılması bir elzemdir. Vergi Usul Kanunu değerlemeyi; "Değerleme, vergi matrahının hesaplanmasıyla ilgili iktisadi kıymetlerin takdir ve tespiti" olarak tanımlamaktadır. Burada, iktisadi kıymet kavramını geniş anlamı ile işletmenin aktif ve pasifindeki borç ve varlıkların parasal değeri olarak anlamak gerekir. İşletmeler dönem sonu envanter işlemlerinde de zaten aktif ve pasif kalemlerine ilişkin çalışmaları yaparak vergi matrahına ilişkin düzeltmeleri yaparlar.

1.1.6.5. Yönetim Açısından Değerleme

İşletmeler karar alma sürecinde zaman zaman değerlemeden üretilen bilgilere ihtiyaç duyarlar. Dolayısı ile işletme yönetiminde yer alan kişi veya kişiler hayati kimi kararları alırken mutlak surette bir değerlendirme çalışmasına başvurmaları alınacak kararın isabeti

açısından büyük önem taşır. Bu konulara örnek olarak; yeni yatırım kararları, şirket birleşmeleri, şirket satın almaları verilebilir.

Yöneticiler, makine, arazi ve bina gibi sabit varlığın; patent, marka gibi maddi olmayan varlıkların veya bir işletmenin tamamını veya bir bölümünün satın alınması veya satılması halinde, şirket ortaklarına karşı sorumlu olmalarından dolayı en iyi teklifi getirmek ve vermek isterler. Bunu gerçekleştirebilmek için de değerlendirme çalışmasının çıktılarına ihtiyaç duyarlar (Blackman, 1992: 17-18).

1.1.7.DEĞERLEME SÜRECİ

Değerleme bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Değerleme çalışmalarının başından sonuna kadar bu süreci doğru uygularsak, şirket değerini de en doğru şekilde bulmuş olacağız.

1.1.7.1.Firma Faaliyetlerinin Tanımlanması

İlk olarak firmanın yapmış olduğu faaliyetler ortaya konulur. Sektörün geleceği, sektördeki rekabet durumu ve firmanın sektördeki yeri hakkında bilgiler toplanır. Değerlemeyi yapan, bu bilgiler ile finansal tablo analizlerinden elde ettiği bilgileri konsolide ederek gelecekteki performansı öngörmeye çalışır.

Değerleme çalışmasına başlamadan önce değerlendirme uzmanı firma faaliyetlerinin tanımlanması aşamasında aşağıdaki tüm etmenleri göz önünde bulundurmalıdır. Bu etmenler şunlardır;

- i. Faaliyet gösterilen sektör veya sektörler,
- ii. Faaliyet gösterilen pazarlar,
- iii. Ürün yelpazesi,
- iv. Dağıtım kanalları,
- v. Müşteriler,
- vi. Teknoloji,
- vii. Finansal büyüklükler,
- viii. Net satışlar,
- ix. Net kâr,
- x. Sermaye yapısı,

- xi. Yatırım miktarı,
- xii. Kârlılık oranlar,
- xiii. Dış finansman ve borç miktarı,
- xiv. Geçmiş yıllarda gerçekleşmiş büyüme oranları,

1.1.7.2. Firma Performansının Değerlendirilmesi

Ardından şirketin geçmiş performans analizleri detaylıca yapılır. Cirolarının, kazançların ve finansal pozisyonların değerlendirilmesi yapılır. Bunun için ilk başvurulacak kaynak şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları, mali tablo dipnotları ve yıllık faaliyet raporlarıdır. Bu kaynaklardan faydalananarak firma kazancının kalitesi ve devamlılığı hakkında fikir edinilebilecektir. Ayrıca şirketin geçmiş mali verileri üzerinde düzeltme (IAR International Adjustment Rules) işlemlerinin yapılması ve düzeltilmiş mali tablolara ulaşılması, elde edilen sonuçların, ilgili sektör ortalama değerleri ile karşılaştırılması, bu bilgiler ekseninde gelecek yıllara ilişkin mali tablo projeksiyonlarının oluşturulması gerekmektedir.

1.1.7.3. Uygun Değerleme Modelini Seçimi

Değerleme modelinin seçimi, uygulama ve yorumlama kabiliyeti değerlendirme ve yatırım analizinde önemli bir paya sahiptir. Değerleme yapanın değerlendirme yapma amacına uygun olarak değişkenlik gösteren çeşitli değer perspektifleri mevcuttur. Sadece değerlendirme amacına en uygun modelin seçimi ve bu modele girilecek en gerçekçi tahminlerin yapılması durumunda kullanılabilir ve şirket değerinin en doğru verecek sonuç elde edilecektir.

Uygun değerlendirme modelinin seçiminde genel olarak üç kriter mevcuttur. Bunlar modelin;

- Değerlenecek firmanın karakteristik özellikleri ile tutarlı olması.
- Kullanımı için gerekli olan girdilerin kaliteli ve ulaşılabilir olması.
- Değerleme işleminin hizmet edeceği amaç ve kişi (yansız) ile uyumlu olması.

(Association for Investment Management and Research (AIMR); a.g.e., s.21.)

Örneğin oynaklığı çok yüksek olan veya zarar açıklayan bir şirket için fiyat kazanç oranı üzerinden benzer bir şirketlerle anlamlı bir karşılaştırma yapılamayacaktır. Yine bir firmanın elinde sadece makine teçhizat parkı varsa ve faal bir firma değilse, bu

firmaya İndirgenmiş Nakit Akımları modeli uygulamak doğru bir yaklaşım değildir. Bu firmaya Aktif temelli değerlendirme modeli daha uygun olacaktır.

Piyasaların etkin olup olmadığı değerlendirme modelinin seçiminde önemli unsurlardan biridir. Eğer piyasa etkin ise bu durumda piyasa fiyatı en iyi tahmin aracı olmaktadır.

Değerleme modeli seçiminde genel anlamda üç yaklaşım söz konusudur. Bunlar piyasa değeri modeli, aktif bazlı değerlendirme modeli ve gelir modelidir.

Aktif bazlı yaklaşım muhasebe kayıtlarını baz alırken, piyasa değeri yaklaşımı ise bir varlığın değerini karşılaştırılabilir varlıkların fiyatlamasına bakarak kazançlar, nakit akımları, defter değeri ya da satışlar gibi ortak değişkenler bağlamında tahmin etmektedir. Gelir yaklaşımında ise bir varlığın değeri o varlıktan beklenen gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeriyle ilişkilendirilmektedir (Chambers, 2009: 177-178).

1.1.7.4.Değerleme çalışmalarının sonlandırılması ve rapor sunumu

Firma için en uygun değerlendirme modelinin seçilmesinden sonra değerlendirme uzmanı hemen değerlendirme çalışmasına başlamalı ve makul bir zamanda değerlendirme çalışmalarını bitirmelidir. Değerleme çalışmaları sırasında karşımıza çıkan önemli hususlar; İndirgeme oranının (Weighted Average Cost of Capital) belirlenmesi, Nakit Akımlarının tespit edilmesi ve bulunan geleceğe yönelik nakit akımlarının indirgeme oranıyla bugüne indirgenmesi ve nihayetinde nihai varlık değerine ulaşılmasıdır. Bu işlemlere tezimizin ilerleyen bölümlerinde detaylıca yer verilecektir.

Değerleme çalışmalarının sonucunda rapor hazırlanır ve ilgililere sunulur.

1.1.8.DEĞERLEME YAPILMA NEDENLERİ VE KİMLER İÇİN YAPILACAĞI

Bu kısımda Değerleme Yapılma Nedenleri ve Kimler İçin Değerleme Yapılacağı ile ilgili bilgiler yer alacaktır.

1.1.8.1. Değerleme Yapılma Nedenleri

Özellikle son dönemde Türkiye’de hisse senedi piyasalarına olan ilgi artmıştır. Devletinde bu konuda destekleyici adımları sayesinde halka arzlar artmış ve bu yüzden firmalar için doğru değerin tespiti yine oldukça önem kazanmıştır. Sadece halka arz sırasında değil, borsada işlem gören şirketlere yapılacak yatırımlarda da firma değerinin tespiti çok önemlidir. Buna ilave olarak özellikle Türkiye’de 2000’li yıllarda başlayan özelleştirme politikası firma değerinin tespitini önemli hale getirmiştir (Ercan ve Üreten, 2000:6).

Değerleme çalışmaları çeşitli hedefler doğrultusunda ve belli amaçlar gözetilerek gerçekleştirilirler. Değerleme çalışmalarını doğuran olayları ana hatları ile aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (Hitcher, 2003: 2).

Bu ana gerekçeler;

1. Mali yapıdaki yeni düzenlemeler; Ekonomik yaşam içerisinde faaliyetlerini gösteren şirketlerin zaman zaman mali bünyelerinde bozulmalar söz konusu olabilir. Şirketler mali bünyelerini düzeltmek için kendi varlıklarını satma gereği duyabilirler, işte bu varlıkların değerinin belirlemek noktasında değerlendirme çalışması bir zorunluluk olmaktadır.

2. Yeni yatırımların finansmanı; Şirket, getirisi daha yüksek yeni yatırım alanlarına yatırım yapmak istemesi durumunda, yeterli kaynağı mevcut değilse, bu durumda, şirket/varlık satışı yoluna gidilebilir. Fiyat belirlemede değerlendirme ise bir zorunluluk olmaktadır (Şamiloğlu, 2002: 45).

3. İflas; şirketin iflas etmesi halinde, şirket varlıklarının tamamını tasfiye ederek değerini bulmalıdır.

4. İpotek; ipotek tesis edilmesi gerekliliği durumunda, söz konusu varlık veya şirketin değerinin belirlenmesi bir gerekliliktir.

5. Finansal Yönetim, firmanın amacının firma değerinin maksimum kılınması olması, firma değeri ile finansal yönetimin temel politikaları olan finansman kararlarının, yatırım kararlarının ve kâr payı dağıtım politikalarının amaç doğrultusunda birbirleriyle uyumlu olmalarını gerektirmektedir. Son dönemlerde yönetim danışmanlığı yapan firmaların, firma değerinin nasıl arttırılabileceği konusunda hizmet vermesiyle, firmaların yeniden yapılandırılmasına yönelik büyük bir pazar oluşmuş bulunmaktadır. Firmanın nakit akımlarını ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkileyen her

faktörün firma değerinin tespit edilmesinde farklı düzeylerde de olsa etkisi bulunması sebebiyle, finansal yönetim ve değerlendirme birbiriyle yakından ilişkilidir. (Aswath Damodaran, **Investment Valuation**, John Wiley, New York, 1996, s.16)

6. Şirketlerin büyüme arzuları; büyüme arzusunda olan şirketler son dönemlerde diğer firmaları tamamen veya kısmen satın almaktadırlar. Şirket birleşmeleri ve satın almalarındaki amaç, birleşme sonrasında şirketin bütünleşik değerinin, ayrı ayrı değerler toplamından daha büyük olmasıdır. Bu ise sinerji etkisi olarak değerlendirilmektedir (Üreten ve Ercan, 2000: 7).

7. Ortakların ayrılması, yeni ortak alımı ve hisse senedinin halka arzı; Şirketten ayrılmak isteyen bir ortak kendi payına düşen hisse değerini bilmek isteyecektir. Şirkete yeni ortak olan kişi için de hisse başı bedelin yine belirlenmesi bir gerekliliktir. Bu durumda değerlendirme bir zorunluluk halini alacaktır.

8. Ortaklar arasında kâr dağıtım oranının değiştirilmesi gerektiğinde; şirket ortakları bilgi ve deneyimlerini şirket için kullanarak, şirket şerefiye değerinin ve kâr oluşumuna katkıda bulunurlar. Şirket ortaklarının bilgi, yetenek ve çalışmalarında bir değişim olması durumunda kâr ve şerefiye değerine katkıları değişecektir. Bu durumda, yeni bir kâr dağıtım rasyosunun belirlenmesi gerekecektir. Bunun için de firmanın toplam değerinin ve şerefiye bedelinin belirlenmesi gerekir. Bu konuya, ortaklardan birisinin yaşlanması veya sağlığını kaybetmesi sonucu tam olarak çalışamaması ve şirkete yeterli katkıda bulunamaması örnek olarak verilebilir.

9. Ödenecek veraset, bağış, emlak ve gelir vergisi belirleme durumunda; şirket değerinin belirlenmesi gerekmektedir.

10. Kamu yararı olan dernekler ve vakıflar ile hayır kurumlarına yardımlarda; şirket hisse senetlerinin veya varlıklarının bir bölümünü hayır kurumlarına bağışlanması ve bu tutarın da vergiden düşülmesi olanağının bulunması durumunda, değerlendirme yapılması bir gerekliliktir.

11. Boşanma ve miras davalarında; şirket ve varlıkların eşler ve varisler arasında adil olarak paylaşmak için varlık veya şirket değerinin tespit edilmesi gerekir (Kissin ve Zulli, 1989: 39).

12. Özelleştirme; piyasa ekonomisine geçmek isteyen ülkelerde, ekonomide devlet ağırlığının azaltılması ve verimliliğin artması için kamu kuruluşlarının özelleştirmesi önem arz etmektedir. Özelleştirme konusundaki en büyük tartışma, ülke için çok önemli

olan yatırımların yabancılara satılması ve satış fiyatının düşük belirlenmesidir. Başarılı bir özelleştirme, doğru belirlenmiş bir değerlendirme ile mümkündür. (Tevfik, 2005: 6)

13. İş gören hisse sahipliği planlarında (Employee Stock Ownership Plans), şirket çalışanlarının nasıl ve ne ölçüde, şirkete ortak edileceğinin belirlenmesinde değerlemeye ihtiyaç duyulacaktır (Hitcher, 2003: 2).

14. İtilaf ve ortaklık anlaşmazlıkları

15. Finansal raporlamalar için

16. Şerefiyedeki değer kaybı durumunda

17. Aile şirketlerindeki ortaklık payı belirlemede

18. Pay senedi satın alma opsiyon planları için

19. Tazminatların söz konusu olması durumu

20. Hisse hakları ile ilgili davalar

21. Alış bedelinin alınan şirketin aktif ve pasifteki kalemlere tahsisi

22. Satışa karşı olan ortaklara ödemelerin belirlenmesi

Kısaca açıklamaya çalıştığımız bu nedenlerden dolayı, iyi ve sağlıklı bir değerlendirme çalışmasının hem şirketler için hem ülkeler için hem de bireyler için çok önemli ve ülke ekonomisinin sağlıklı çalışıp büyümesinde elzem olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

1.1.8.2. Değerleme Kimler İçin Yapılır

Değerlemeyi doğuran nedenler bir önceki bölümde ana hatları ile belirtilmekle birlikte, bu çalışmanın kimler için gerçekleştirileceği ortaya konmamıştır. Ancak değerlemeyi doğuran her nedenin kendi başına incelenmesi durumunda, değerlendirme çalışmasının kimler için yapılacağı anlaşılabılır. Çünkü değerlemeyi doğuran her durumda, bu çalışmanın yapılmasını isteyen kişi/kişiler ortaya çıkacaktır.

Değerleme çalışmasını isteyen kişi veya kurumların isteklerine bağlı olarak, kullanılacak değerlendirme yöntemi farklılık gösterecektir.

Değerlemenin kimler için ve kimler tarafından yapılacağını açık olarak belirtmenin faydalı olacağı düşüncesi ile değerlemedeki taraf ve kişileri aşağıdaki biçimde sınıflandırmak mümkün görülmektedir.

1. Şirket Ortakları ve Hisse Senedi Almak isteyenler
2. Kreditörler
3. Kamu Kuruluşları (Devlet)
4. Mali Müşavirler
5. Kalkınma ve Yatırım Bankaları (Cingöz, 2014: 26-27).

1.1.9. DEĞERLEMİYİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Firma değerini etkileyen çeşitli faktörler mevcuttur. Bu faktörler önem derecesine bağlı olarak firma değeri üzerinde etkide bulunurlar. Ayrıca değerlemeyi etkileyen faktörler değerlendirme uzmanına ve zamana bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir.

Firma değerini etkileyen faktörleri aşağıda açıklandığı gibi sıralamak mümkündür;

i. *Firmanın hukuksal yapısı ve kuruluş yeri*, şirketin anonim, limited şirket veya şahıs şirketi olup olmamasına bağlı olarak şirketin yasal ve vergisel yükümlülükleri farklılık gösterecektir. Diğer taraftan şirketin kuruluş yerinden kaynaklanan hukuki düzenlemelerde farklılıklar söz konusu olabilir. Bu iki unsurdaki farklılıklar da ödenecek vergileri, yararlanılabilecek çeşitli teşvik unsurlarını değiştirecektir. Bunun bir sonucu da şirketin değeri değişecektir.

ii. *Şirketin halka açıklık durumu*, halka açık şirketler, hisse senetlerin halka daha kolay ulaştırma şansına sahip olduklarından daha düşük maliyetlere katlanacaklardır. Bu sebepten ötürü de halka açık şirketlerin değeri halka açık olmayanlara göre daha yüksek çıkabilmektedir (Aydın, 2004: 195-196).

iii. *Şirketin içinde bulunduğu sektör*; şirketin faaliyet gösterdiği sektörün özellikleri, büyüklüğü, gelişmişlik düzeyi, değişim hızı vb. unsurlar firma değerine etki etmektedir (Akgüç, 1998:3). İçinde bulunulan sektördeki değişim hızı arttığında firmanın karşı karşıya olduğu risk de buna paralel olarak artar. Bilindiği üzere, risk ve getiri arasında paralel bir ilişki mevcuttur. Risk arttıkça getiri de artacaktır. Getiriyi arttırmak için alınan kararlar, getiriyi arttırırken riski de arttıracaktır. Bu noktada önemli olan konu optimum risk ve kârlılık düzeyini ve bileşenini oluşturmaktır.

iv. *Sermaye piyasalarının gelişme düzeyleri*, gelişmekte olan piyasalarda faaliyette bulunan bir şirketin gelirleri, gelişmiş bir piyasada faaliyette bulunan şirketin gelirlerine göre daha çok değişme gösterebilmektedir. Bu sebepten dolayı, gelişmekte olan

piyasalarda faaliyette bulunan şirketler, gelişmiş piyasadaki şirketlere göre daha yüksek risk taşıyacaktır. Bunun bir sonucu olarak da gelişmekte olan piyasada faaliyette bulunan şirketin değeri daha düşük olacaktır (Aydın, 2004: 196).

v. *Mali kararlar*, şirket hakkında alınan kararlar ve belirlenen politikalar da şirket değerine etkiye bulunmaktadır. Şirket değerini etkileyecek finansal kararları aşağıdaki belirtildiği gibi üç ana başlıkta toplamak mümkün görülmektedir;

Sermaye Bütçeleme: Şirketin hangi varlıklara ne kadar yatırım yapacağını tespiti, bu yatırımların termin ve uygulama planları, yatırım yapma kararının alınması ve izleme faaliyetleridir (Akgüç, 1998: 3). Yatırım kararları, yatırımların riskini, kârlılığını ve sonuç olarak da şirket değerini etkileyecektir. Burada gözden kaçmaması gereken nokta, riski artan şirket için daha çok risk primi ön plana çıkacağı için değerlemede kullanılacak iskonto oranı daha büyüyecektir. Buna bağlı olarak da daha küçük bir şirket değeri ortaya çıkacaktır. Yatırımlar incelenirken seçilen teknolojinin de uygunluğu firma değerini etkileyen bir faktör olarak gündeme gelecektir.

Sermaye yapısı: Şirket değerinin belirlenmesinde, şirketin finansman yapısı, borç-öz kaynak yapısının durumu ve hedeflenen sermaye yapısı önemi etkiye sahiptir (Üreten ve Ercan, 2000: 18). Optimal borç öz kaynak bileşeni kuramına göre her şirket, kendisine ait optimum sermaye yapısını belirlemeli ve yatırım projelerinde bu yapıya uygun bir kompozisyonu benimsemelidir. Bir şirket için optimal sermaye bileşeni, şirketin pazar değerini maksimum yapan ve sermaye maliyetini minimum seviyeye indiren yapıdır (Akgüç, 1998:500).

İşletme sermayesi yönetimi: Bir işletmenin kısa süreli varlıkları ile kısa süreli yabancı kaynakların planlanması ve bu sürecin yönetilmesi olarak tanımlanmaktadır (Aksoy, 1993: 2). Her firma için, işletme sermayesi, tesisin tam kapasitede üretim düzeyine ulaşmada, üretimin aralıksız devam ettirilebilmesi, üretim ve satış hacminde arttırılabilmesi, mali yükümlülüklerin karşılanamaması riskini azaltması, olağanüstü koşullarda şirketin sıkıntıya düşmesini önlemede ve şirket faaliyetlerinin verimli ve kârlı olarak sürdürülmesini sağlamada çok büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 1998: 203).

vi. Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki muhtemel değişimler,

vii. Ar-ge faaliyetleri, kullandığı teknoloji,

viii. Şirketin geçmiş dönem kârları ve temettü politikaları.

ix. Üretilen mal ve hizmetin satış kabiliyeti

1.1.10.DEĞERLEMEDE YAKLAŞIMLAR

Değerleme yöntemlerini oluşturan yaklaşımlar üçe ayrılmaktadır. Bu yaklaşımlar maliyet, gelir ve piyasa yaklaşımlarıdır. İşletmelerin değerlemesinde kullanılan yöntemler bu yaklaşımlardan bir veya birkaçının birleşiminden oluşmaktadır.

1.1.10.1. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı, değerlendirme konusu varlığın yerine koyma veya yeniden üretim maliyetini tahmin ederek, bir değer elde edilmeye çalışılmasıdır (Smith, 1988: 73). Bu yaklaşım, tanımından da anlaşıldığı gibi, yenileme veya yerine koyma maliyeti olarak değerlendirilmektedir. Bu yaklaşımın ulaşmak istediği hedef, varlığın adil-gerçek piyasa değerini belirlemektir (Smith, 1988: 73).

Değerleme konusu varlığın adil ve gerçek piyasa değerini bulmak için ilk olarak yenileme veya yerine koyma maliyetinin belirlenmesi gerekir. Bu değer belirlendikten sonra, eskime payı bu tutardan düşülerek net değer elde edilir. Eskime payı, fiziksel bir aşınmadan olabileceği gibi, fonksiyonel-teknolojik veya ekonomik bir sebepten kaynaklanabilir. Fonksiyonel yıpranma veya teknolojik eskime, o anda piyasada daha yüksek kapasiteli ancak daha düşük maliyetli varlıkların bulunmasına bağlıdır. Ekonomik yıpranma ise, söz konusu varlığın beklenen verim oranından daha düşük bir getiri veya katkı oranına sahip olmasından kaynaklanır (Smith, 1988: 74-78)

Özelleştirme değerlemesinde bu yaklaşım uygulandığında tesisin sahip olduğu arazi, lojistik imkanlar (liman, demiryolu vb), pazara olan yakınlık gibi faktörler çok daha önem kazanmaktadır. Kamu işletmesi kurulurken bu gibi faktörlerin fiyatlanmaması ya da kamu bütünlüğü içinde bu olanakların çok kolay temin edilmesi işletmelerin özelleştirilmesi sırasında gözerdi edilebilmektedir.

Maliyet yaklaşımı, varlığı yerine koyma ve yeniden yapma durumları ile ilgilenmekte ancak geleceğe yönelik gelirleri es geçmektedir. Bu nedenle görüşüme göre bu önemli bir eksiklik olarak karşımıza çıkmaktadır.

Varlığın emsal satış bilgileri yetersizse, karşılaştırılabilir satış bilgisi yeteri kadar yoksa, Gelir getiren bir mülk cinsi değilse, fizibilite çalışmaları varsa, buralar başlıca kullanım alanlarıdır diyebiliriz.

1.1.10.2.Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşım kapsamında, gelecekte elde edilmesi beklenen gelirlerin makul bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi ile varlıkların değeri bulunur. Gelir yaklaşımı uygulamasında, hangi yöntemin seçileceği, değerlendirme amacına, firmanın özelliğine, değerlendirme analistinin kullanacağı gelir akımlarından hangisinin daha güvenilir olduğuna bağlıdır (Gilbert, 1992: 201).

Görüldüğü gibi bu yaklaşım varlığın gelir yaratma kapasitesi ile ve gücüne dayanır. Bu yaklaşım gelecekte muhtemel elde edilmesi beklenen gelirleri baz aldığı için Maliyet yaklaşımından keskin çizgilerle ayrılır. Ayrıca para zaman değerini de dikkate almaktadır.

Tez çalışmamıza konu olan İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi de Gelir yaklaşımı kapsamında bir değerlendirme yöntemidir.

1.1.10.3.Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımı, bir varlığın veya şirketin değerinin, bu varlık ile karşılaştırılabilir başka bir varlığın elde etme fiyatı ile temsil edilebileceği düşüncesine dayanmaktadır. Menkul kıymetler borsasında işlem gören şirketlerin, fiyatları yapılması düşünülen değerlendirme çalışması için önemli bir gösterge olabilir. Ancak özelleştirme kapsamındaki işletmelerin özel sektör firmalarına göre çok büyük ölçekli olması, kendi sektörlerinde eş işletmelerin bulunmaması, idari ve karar mekanizmalarının farklı olması nedeniyle piyasa şartlarında değerlemeleri oldukça güçtür. Burada özelleştirme kararı alan siyasi erkin işletmeye ait yetkin bir değerlendirme faaliyeti yaptırarak piyasaya arz etmesi uygun olacaktır. Değerleme sonucu oluşacak fiyatta ıskontolu satış yapılması devlet açısından gelir kaybına, aşırı primli satış yapılması ise gelecek yıllarda vergi kaybına neden olacaktır. (Yılmaz, 2009: 41).

Değerlemede piyasa yaklaşımının kullanımı, sübjektiflikten kurtulup objektif bir bakış açısı kazandırmayı sağlar ayrıca basit ve matematiksel olması nedeni ile hesaplanması ve anlaşılması oldukça kolaydır.

Piyasa yaklaşımı daha çok, gayrimenkul, genel amaçlı makineler-teçhizat, bilgisayar yazılım ve donanımları, franchise, taşıtlar için uygun bir model olarak görülmesine rağmen, özel amaçlı makine-ekipman, maddi olmayan varlıklar ve değişik nedenlerle kullanımı sınırlandırılmış varlıkların değerlemesine çok uygun bir yöntem olarak görülmemektedir. Ayrıca, bu yöntemde, fiziksel, işlevsel ve ekonomik aşınmaların tamamı dikkate alınmaktadır (Smith, 1988: 73-85).

1.1.11.ŞİRKET DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN ANALİZLER

Bu bölümde şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılan, temel analiz, teknik analiz ve modern yaklaşım anlatılmaya çalışılacaktır.

1.1.11.1.Temel Analiz

Yatırım yapılmak istenilen menkul kıymetlerin değerini etkileyen çeşitli faktörlerin incelenerek, bu menkul kıymetlerin yatırım yapılmadan önce gerçek değerinin belirlenmesi işlemine temel analiz denilmektedir. Bu yöntemde asıl amaç menkul kıymetin gerçek değerinin, değeri etkileyen temel faktörlerden yararlanarak bulunması ve mümkünse piyasa değeri ile karşılaştırılarak yatırım kararının verilmesidir (Aksoy ve Tanrıöven, 2007:573).

Firmalar genel ekonomik durumdan soyutlanamadıkları gibi faaliyette bulundukları benzer sektör ve yine bir parçasını oluşturduğu kendi sektöründen ve rekabet içinde olduğu firmalardan ayrı düşünülemezler. Dolayısıyla ekonomi analizi, sektör analizi ve firma analizi temel analiz modelinin üç ayağını oluşturmaktadır.

a) Ekonomik Analiz

Bazı firmalar faaliyet gösterdikleri alanlar itibariyle sadece ülkenin ekonomik konjonktüründen değil, diğer ülkelerin konjonktürlerinden de etkilenmektedir. Bu sebeple şirketlerin başarısı içinde bulundukları ekonomiye de sıkı sıkıya bağlıdır. (Aksoy ve Tanrıöven, 2007:575).

Yatırımcılar da bu değişken ortamlarda yatırım kararı almadan önce pazarın canlanmakta veya daralmakta olmasına, faiz, enflasyona ve döviz kuru risklerine, iç ve dış borçlara, ödemeler dengesine, para ve maliye politikalarına, ekonomik ve siyasi belirsizlik ve istikrarsızlıklara dikkat etmek zorundadırlar (Günak, 2007 :32).

Bu ortamda ekonomi analizi yaparken genel ekonominin durumuyla ilgili olarak gösterge kabul edilebilecek çeşitli veriler bulunmaktadır. Bunlar kısaca aşağıdakilerdir:

- Bir ülkenin üretim gücünü gösteren Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
- Para, kredi arzı ve faiz oranları
- Kamu ve özel kesim harcamaları
- Para ve maliye politikaları
- İç ve dış borç tutarı ve yapısı
- İstihdam ve ücret düzeyi
- Kayıt dışı ekonomi

b) Sektör Analizi

Ekonomik analizle gideceği yolu belirleyen yatırımcı, bu analizin ardından elde ettiği bilgileri tahminlere dayandırarak kendine en uygun sektörleri seçecektir. Makroekonomik değişkenlerdeki değişimler içinde bulunduğu tüm ekonomiyi etkisi altına almakla birlikte, bu değişimlerden bazı endüstri kolları eşit oranlarda etkilenmeyecektir. Bütün sektörlerin kendi içinde dinamikleri vardır ve ekonomideki değişimlerden çok farklı derecede etkilenebilmektedirler. Ekonominin durgunluk gösterdiği zamanlarda bazı sektörler bu durgunluktan etkilenmeyebilirken, ekonomik göstergeler büyümeyi işaret ettiğinde bazı sektörler bu büyümeden faydalanamayabilirler (Konuralp, 2001 :95-98).

c) Firma Analizi

Ekonomi ve sektör analizinin ardından değerlendirme öncesinde firmanın kendisinin analiz edilmesi de önem verilmesi gereken bir konudur. Bu analiz yapılırken firmanın yönetiminin mevcut ortaklık yapısı, bu ortaklık yapısının hukuki durumu, firmanın finansal yapısı, üretim ve pazarlama koşulları ve insan kaynaklarının kalitesi gibi önemli faktörler üzerinde çalışmalar yapılmaktadır. Bu aşama da son dönemde oldukça kapsamlı olarak piyasada uygulanan SWOT analizi yöntemi de sıklıkla çalışmalara temel oluşturmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007:579).

1.1.11.2.Teknik Analiz

Teknik analiz, hisse senetlerinin geçmişte oluşan fiyatlarını, işlem hacimlerini ve dağılımlarını vb. verileri inceleyerek gelecekte oluşabilecek hisse senedi fiyatını, trend analizlerini kullanarak belirlemeye çalışan bir yöntemdir. Görüldüğü gibi, bu model

fiyatların zaman içerisinde kendini tekrarlayacağı varsayımını kabul etmektedir. Bu analizde önemli olan şirketin kendisi değil, şirketin hisse senetlerinin piyasada göstermiş olduğu performansdır (Akgüç, 1998: 877-879). Teknik analiz yöntemini kullanan bir kişi geçmişte oluşan hisse senedi fiyat hareketleri, işlem hacimlerini ve dağılımları ile bu verilerin grafik uygulamalarını kullanarak hisse senedinin ulaşabileceği fiyatı tahmin etmeye çalışır. Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, bu analiz ancak hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için söz konusu olabilir.

Bu modelde, şirkete ait kâr ve dağıtılacak kâr payları, şirketin risk düzeyi, özkaynak-yabancı kaynak oranı vb. temel finansal verilerin bir önemi yoktur.

Bu analiz, "fiyatlar düşerken sat, fiyatlar artarken satın al" kuralına dayanır.

Teknik analizde en çok uygulanan yöntem ve ölçüler, Dow Teorisi, Fiyat Grafikleri, Çizim Çalışmaları, Formasyonlar ve İndikatörler olarak sıralanabilir (Karan, 2004: 501-531).

1.1.11.3.Modern Yaklaşım (Etkin Pazar Kuramı)

Modern yaklaşımın değerlendirme alanında diğer adı Etkin Pazar teorisidir. Modern yaklaşımda, büyük ve etkin hisse senedi piyasalarının olduğu temel kabul edilir. Eğer bir piyasada elde edilen bir bilgi setini kullanarak ekstra bir kazanç elde etmek imkânsız ise, o piyasanın etkin olduğu söylenebilmektedir. Bu yaklaşım bunun sonucunda fiyat hareketlerinin de tesadüfi olarak oluşacağını varsayar.

Etkin piyasa kuramının gereği, piyasa oyuncuları sürekli olarak hisse senetlerinin gerçek değerini bulmaya çalıştıkları için hisse senetlerinin pazar değeri gerçeğe oldukça yakın değerler olacaktır.

Faal bir piyasanın ideal durumda olması için, yatırımcıların, tüm bilgilere maliyetsiz ulaşabilmesi ve işlem maliyetinin de sıfır olması beklenir. Ancak, günümüzde böyle bir piyasa oluşumundan bahsetmek oldukça zordur hatta ütöpik sayılabilir. Her yatırımcı tüm bilgileri elde edemez ve yatırım yapan her yatırımcı farklı oranlarda işlem maliyetlerine katlanırlar (Karan, 2004: 269-300).

Türkiye’de son zamanda atılan bazı olumlu adımlar sonucu, şirketlerin borsaya açılma sermaye piyasalarında doğrudan girme eğilimlerinin arttığı görülmektedir.

1.1.12. DEĞERLEMEDE RİSK VE RİSK TÜRLERİ

Değerleme çalışmaları yapılırken risk kavramı ve riskin türlerini ortaya koymanın faydalı olacağı düşüncesi ile bu kavramlara bu bölümde yer verilecektir. Ayrıca bunların yanında değerlemede sektör riskini de belirten Beta riski kavramına da çalışmamızda yer verilecektir.

1.1.12.1.Risk Kavramı

Risk, yatırım araçlarının beklenen getirilerini negatif yönde etkileyebilecek olayların meydana gelme olasılığıdır (Aypek vd.,2009: 550). Bir başka tanım ise, gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı, yaralanma, incinme ve zarara uğrama ihtimali veya istenmeyen bir durumun olma ihtimalidir. Finansal açıdan ise, risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Yatırımcının, beklediği getirinin üzerinde veya altında bir getiri elde etme olasılığı vardır. İşte bu olasılık yatırımın riskini gösterir. Beklenen getiri ile tahmin edilen getiri arasındaki fark ne kadar yüksek ise yatırımın riski de o derece yüksek olur.

Risk ve getiri kavramları yatırım kararının verilmesinde önemli iki unsurdur. Bundan dolayı, yatırımcılar sadece beklenen getiri değil aynı zamanda risk faktörünü de dikkate almalıdırlar. Risk ve getiri arasında aynı yönlü bir ilişki vardır. Risk arttıkça, beklenen getiri de artacaktır. Ya da beklenen getirinin yüksek olması durumunda risk de yüksek olacaktır diyebiliriz. Yatırımlarda vadelerin de risk faktörü ile bağlantısı mevcuttur. Vade uzadıkça, geleceğin bugünden bilinmemesi nedeni ile risk unsuru da büyüyecektir. Diğer bir ifade ile vade uzadıkça risk faktörü de yükselecektir (Ceylan, 2004: 193).

Firmaların piyasa şartlarında etkilenebileceği pek çok risk unsuru vardır. Bu bazen firmanın kontrolünde olan, yönetilmesinden kaynaklanan yönetim riski, bazen firmanın sermayenin yapısından kaynaklanan finansal risk, bazen de faaliyetlerinden kaynaklanan faaliyet riski olabileceği gibi, şirketin kontrolünde olmayan makro şartlardan kaynaklanan enflasyon, faiz, piyasa riski olabilir.

1.1.12.2.Risk Türleri

Her yatırım gelecekteki potansiyel kazançlarını riskli kılacak birtakım belirsizliklere sahiptir. Finans teorisinde bu riskler sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrılmıştır. Ayrıca sektör riskini yansıtan beta riski kavramı içinde bir risk türü diyebiliriz.

1.1.12.2.1.Sistematik Risk

Sistematik Risk, politik, ekonomik sosyal durum ve buna benzer çevresel faktörlerin değişkenliğinden kaynaklanan ve bütün firmaları aynı yönde ancak değişik derecede etkileyen risk türüdür. Ayrıca sistematik risk, şirketlere veya menkul kıymet yatırım araçlarına ekonomik, politik ve diğer çevre şartlarındaki değişmelerin getirdiği risklerdir diyebiliriz. Bütün yatırımcılar sistematik risklere maruz kalırlar bundan kaçınmak çoğu zaman mümkün olmamaktadır.

Başlıca sistematik riskleri aşağıdaki başlıklar altında toplayabiliriz.

1.1.12.2.1.1.Satın Alma Riski

Enflasyon riski olarak da belirtilen bu risk, fiyat değişmelerinden kaynaklanan satın alma gücündeki potansiyel kayıplar olarak tanımlayabiliriz.

Bu kavram yatırımcının yatırdığı paradan daha az satın alma gücü elde etmesi ihtimaline ilişkindir. Tahviller bu riskten daha çok etkilenir. Çünkü tahvili çıkaran şirket enflasyon zamanlarında anapara ve faize daha düşük paralar öderler. Ancak hisse senetlerinin fiyatı enflasyonla birlikte artış gösterebilir. Genellikle yüksek enflasyon dönemlerinde sabit getirili menkul kıymetler diğer finansal araçlara oranla daha olumsuz etkilenmektedir. Örnek vermek gerekirse, enflasyonun yüksek olduğu bir dönemde tahvil gibi sabit getirili finansal araçlar hisse senedi gibi değişken getirili yatırım araçlarına göre daha çok etkilenir. (Çalı, 2015: 13)

1.1.12.2.1.2.Faiz Oranı Riski

Temel olarak faiz oranı riski yatırımcının piyasa faiz oranlarındaki değişmelere bağlı olarak önceki faiz oranlarından piyasa sürülen finansal varlıkları üzerindeki aşınmayı ifade eder (Konuralp, 2001 :16).

Faiz oranı riski, satın alınan menkul kıymetin fiyatının diğer bir anlatım ile getiri oranının piyasada oluşan cari faiz oranlarından olumsuz yönde etkilenmesidir. Piyasa faiz oranların değişimi, menkul kıymetin piyasa değeri etkiler. Bu oluşan değişim kaynaklı risk, özellikle, değişken faizli tahviller açısından son derece önemlidir (Aypek, 2009: 219-220).

Faiz oranlarındaki hareketler sebebiyle banka sermayesi veya gelirlerinde ortaya çıkabilecek kayıp olasılığını da ifade eden bu kavram özellikle Amerika merkez bankası Fed in çok ufak faiz artış veya azalışlarının bütün küresel ekonomiyi etkilediği çok önemli bir sistematik risk türüdür.

1.1.12.2.1.3.Piyasa Riski

Pazar'daki fiyat hareketlerinin neden olduğu risktir. Pazar'daki fiyat hareketleri, çoğu zaman açıklanabilir bir nedenle olmasına rağmen bazen de hiçbir geçerli neden olmaksızın dalgalanmalar gösterebilmektedir (Ercan ve Ban, 2005:178).

Piyasa riski, ülkenin ekonomik koşullarında, tüketim davranış biçimlerinde oluşabilecek değişimlerden kaynaklanır. Uzun dönemde ekonomide durgunluk veya aşırı canlılık yaşanma ihtimali her zaman olabilir. Ülkede çeşitli sosyal ve kültürel sebep ve etkilerden dolayı tüketim biçim ve kalıpları ve alışkanlıkları da değişebilir. Ülke savaş vb. dönemler yaşayabilir. Diğer taraftan yatırımcılarda oluşan psikolojik değişimler de fiyatları etkileyebilir.

1.1.12.2.1.4. Politik Risk

Yatırımcı şirketler faaliyet gösterdikleri ülkede politik-siyasi istikrarın olmasını ve kendilerine dostça yaklaşılmasını isterler. Ancak bu ortamı her zaman kolaylıkla bulamazlar. Bu da “politik risk” kavramıyla ifade edilir. Politik risk, bir ülkedeki politik kararların ya da politik ve toplumsal olayların kısaca politik davranışların bir şekilde iş iklimini etkilemesi ile yatırımcıların parasal kayba uğramaları ya da yaptıkları

yatırımdan bekledikleri kadar para kazanamamaları olarak tanımlanır. İşte bu nedenle politik risklerle başa çıkabilme yeteneği, yurtdışı yatırımlar yapan işletmeler için hayati öneme sahiptir.

1.1.12.2.1.5. Kur Riski

Döviz kurlarında farklı sebepler ile oluşan aşağı veya yukarı yönlü hareketlerin firmaların mali durumu üzerinde meydana getirdiği olumsuz etkiyi kur riski olarak tanımlayabiliriz. Ayrıca döviz kurunda yaşanan değişiklikler sebebiyle şirket varlıkları ve yükümlülüklerinde meydana gelen olumlu ve olumsuz değişimlerdir de diyebiliriz.

1.1.12.2.2.Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, işletmeye veya firmanın faaliyet gösterdiği sektöre ait riskler olup, firmanın bunlardan kaçınabileceği riski ifade eder. Firma yönetiminin yapmış olduğu faaliyet hataları, grevler, teknolojik ve finansal riskler, sektörel kısıtlamalar, tüketici tercihindeki değişimleri doğru tahmin edememe, finansal varlığın getirisi üzerinde ciddi dalgalanmalara yol açabilir. Bu riskler firmalar arasında farklılık gösterebilir. Başlıca sistematik olmayan risk kaynakları ise; finansal, faaliyet, yönetim, riskleridir. Bunlar aşağıdaki kısaca açıklanacaktır.

1.1.12.2.2.1. Finansal Risk

Şirketlerin finansal yapısı içinde banka kredileri, tahvil gibi borç türleri yer alır. Bu kaynaklar firmalara faiz ve ana para ödemesi şeklinde finansal yükümlülükler getirir. İşletmenin yükümlülüklerini yerine getirememesi durumu, tasfiyeye gitmesi veya iflas etmesi yatırımcıları zarara uğratar. Finansal risk firmaya ait bir risk türüdür. Dolayısıyla yatırımcılar portföy oluşturarak ve farklı sektörlerle yatırım yaparak finansal riski azaltabilirler.

1.1.12.2.2.2. Faaliyet Riski

İşletme faaliyet alanını belirlerken faaliyet riskini de üstlenmiş bulunmaktadır. Yatırımcıların da faaliyet alanı ile ilgili geleceğe yönelik beklentilerinde olumsuz değişimler faaliyet riskinin temelini oluşturmaktadır. Şirket eğer bu riskleri görmezden

gelip varlıklarını risklerden arındıracak hamleler yapmazsa kendi hisse senetlerini dolayısıyla da firma değerini baskı altına almış olacaktır (Ercan ve Ban, 2005:180).

1.1.12.2.2.3. Yönetim Riski

Firmanın yönetim kadrosunun hatalarından kaynaklanabilecek ve firma değerini doğrudan etkileyecek risklerdir. İşletmelerde yönetim tarafından verilen kararlar, başarı düzeyi ve şirketlerin pazar değerini etkilemektedir. Yöneticilerin firmanın varlıklarını sigorta ettirmek, iyi bir maliyet yönetimi kontrolünü sağlamak, firmayı rekabet ortamında doğru konumlandırmak gibi konularda alınabilecek yanlış kararlar firmayı ve firma değerini olumsuz etkileyecektir (Akgüç,1994 :839).

1.1.12.2.3.Beta Riski

Sistematik riskin temel ölçütü betadır. Beta, toplam riskten daha çok çeşitlendirilmiş portföylerdeki spesifik riski ölçmektedir. Beta katsayısı, piyasa portföyünün getiri oranlarında meydana gelen değişimlere bağlı olarak, hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişiklikler arasındaki ilişkiyi göstermektedir (Hitchner, 2003:135). Bir menkul kıymetin piyasadaki değişimlere karşı duyarlılığı ne kadar yüksek ise, menkul kıymetin betası da o kadar yüksektir. Beta katsayısı hisse senedinin piyasa hareketine göre göstermiş olduğu yönü göstermektedir.

Piyasaya duyarlık sistematik risk olarak tanımlanır ve CAPM de beta ile ölçülür. Betası 1 olan bir menkul değer bir piyasa portföyüne dahil olması genel portföy riskini ne artırır ne de azaltır. Örneğin bir menkul değer betasının 1'den küçük olması durumunda, bu menkul değer bir piyasa portföyüne dahil olması bu portföyün genel riskini düşürür (Mercer ve Harms, 2008: 166).

Sektörel riski yansıtan beta katsayısı, gelecekte oluşması beklenen gelirlerin bugüne indirgenmesini sağlayan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin bulunmasında önemli bir faktördür. Tez çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde beta katsayısının bulunması ve hesaplanması ile bilgilere yer verilecektir.

1.1.13.DEĞERLEMEDE YAPILABİLECEK HATALAR

Firma değerleme çalışmalarında yapılabilecek başlıca hatalar şunlardır. Değerleme uzmanı aşağıdaki açıklamalardan hareketle ve hataları önceden öngörerek önlemlerini alabilir (Damodaran, 2002 s: 2-6).

- Değerleme sonucu önemlidir, değerleme süreci önemli değildir: Sadece firma değerlemesinin sonucuna odaklanmak, değerleme sürecinden elde edilebilecek değerli bilgilerin gözden kaçırılmasına neden olabilir. Değerleme süreci, firma değerini belirleyen faktörler hakkında oldukça önemli bilgiler sağlar. Tezimizin bir bölümünde de bu süreçleri detaylıca açıklamaya çalıştık. Süreci es geçip sonuca odaklanmak ciddi bir hata olarak karşımıza çıkacaktır.
- Değerleme sonucu kar elde etmek için hisse senedi piyasalarının etkin olmadığı kabul edilir: Şirket değerlemesi yapılırken genellikle piyasaların etkin olmadığı, piyasada fiyatların yanlış belirlenebileceği ve yanlış değerlendirilmiş hisse senetlerini yatırımcıların, diğer binlerce yatırımcının da kolaylıkla ulaşabileceği bilgileri kullanarak tespit edebileceği varsayılır. Ancak hisse senedi piyasalarının etkin olduğuna inanılıyorsa piyasa fiyatının gerçek değer olduğu kabul edilir. Her zaman piyasalar etkin olmayabilir.
- Değerleme modelleri kantitatif olduğu için değerleme objektiftir: Firma değerlemede kullandığımız yöntemler kantitatif olabilir. Ancak yöntemlerde kullanılan veriler ve yapılan tahminler değerlemeyi yapanlar tarafından belirlenir. Verilerin belirlenmesi ve tahminler yapılması sübjektif niteliktedir. Değerlemeyi yaparken değerlemenin kantitatif (Nicel) unsurları olabileceği gibi, nitel unsurlarının da değerleme çalışmalarında fazlaca hesaba katılması yapılabilecek olası hatalardan bizi koruyacaktır.
- İyi değerleme kesin bir firma değeri tahmini sağlar: çok dikkatli ve detaylı bir şekilde yapılan değerleme süreci sonunda dahi nihai firma değeri hakkında bir belirsizlik olacaktır. Çünkü elde edilen tahmini firma değeri, firmanın ve ekonominin geleceği hakkında yapılmış varsayımlara dayanmaktadır. Firma değerini kesin olarak çıkarttık demek önemli bir hatadır. Değerleme süreci değerlendirme uzmanının kendi değer yargılarını ve sübjektif özellikler taşıyacaktır.

- İyi bir araştırma sürecine sahip ve iyi yapılmış bir değerlendirme zamandan bağımsızdır ve her zaman için geçerlidir: Değerleme sonucu elde edilen bir şirket değeri işletmeye özgü yeni bilgilerden etkilendiği gibi piyasaya ilişkin yeni bilgilerden de etkilenir. Sonuç olarak, yeni bilgiler geldikçe firmanın değeri değişir.

Değerleme uygulama çalışmalarımız sırasında bu aşamalar karşımıza çıktı ve bu hatalara düşmemek için gerekli önlemleri almaya gayret ettik.

1.2. ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Değerleme yöntemlerinin genel olarak amacı, varlıkların değerini mümkün olduğunca doğru bir şekilde tahmin etmektir. Etkin piyasalarda, piyasa fiyatları varlığın değerinin tahmininin temelini oluştururken, değerlendirme yöntemleri söz konusu değeri doğrulamayı amaçlamaktadır. Doğru bir değerlendirme için firmanın yapısına uygun olan değerlendirme yöntemini tespit etmek ve uygulamak çok önemlidir.

Bu bölümde, Piyasa Temelli Karşılaştırmalı Katsayılar Değerleme Yöntemi, Aktif Bazlı Yaklaşım Kapsamındaki Yöntemler, Gelir Yaklaşımı Kapsamındaki Yöntemler, İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi, Karma Değerleme Yöntemleri, Gelecekteki Beklentilere Dayalı Değerleme Yöntemi hakkında açıklamalar yapılarak, bu konularda çalışmak isteyen akademisyen ve piyasa profesyonellerine kaynak olması hedeflenmektedir.

1.2.1. PİYASA TEMELLİ-KARŞILAŞTIRMALI-KATSAYILAR DEĞERLEME YÖNTEMİ

Piyasa temelli değerlendirme yöntemlerinde amaç, pazarda fiyatı oluşmuş benzerlik gösteren varlıklardan yararlanılarak bir varlığın değerinin belirlenmesidir (Damadoran, 2002: 453).

Bu yöntemlerin temel varsayımı, benzer varlıkların benzer fiyatlarla satılacağıdır. Bu varsayıma göre, aktiflerin doğru değerlendirildiği, alıcı ve satıcıların bu değerlemeleri kullanarak karşılaştırma yapabileceklerini ve kendi aktiflerinin değerini doğru bir biçimde tespit edebilecekleri kabul edilmektedir (Cornell, 1993: 56). Bu yöntemde borsada işlem görmeyen şirketlerin değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bu noktadan hareketle, değerlendirme çalışmasında bu modelin uygulaması, değerlendirilmesi yapılan şirketin değerinin

karşılaştırılabilir diğer bir işletmenin değeri ile aynı olacağının kabulünü gerektirmektedir.

Piyasa temelli veya karşılaştırmalı değerlemede şirket değerinin belirlenmesi, işletme performansının tahmin edildikten sonra, belirlenen bu performansın, piyasa fiyatları kullanılarak değere dönüştürülmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir (Benninga ve Sarig, 1997: 306-309).

Karşılaştırılabilir firmaların bulunması ve piyasa fiyatlarının doğru bir şekilde uygulanması sonuçların güvenilirliğini arttırmaktadır. Ancak bu durum aynı zamanda manipülasyona da açık bir durumdur. Bunun sebebi karşılaştırılacak firmanın analizi yapacak kişinin görüşlerini ve isteklerini yansıtacak bir firma seçilmesinin mümkün olmasıdır. Bu sayede değerlemeyi yapanlar baz alınan firmayı referans göstererek yanıltıcı birtakım işlemler yapabilecektir. Bu durum dışında değerlemenin güvenilirliğini etkileyecek bir tehlikeli nokta daha vardır. Bazen piyasa, karşılaştırmada kullanılacak firmaları yanlış fiyatlayabilir dolayısıyla elde edilecek sonuçlarda hatalı olabilir. Bu hataları bertaraf etmek için firmalardan kullanılacak piyasa verilerinin aritmetik, geometrik veya regresyon analizleri kullanılarak ortalamalarının alınması daha sağlıklı sonuçlar verecektir (Daves vd.2004 :61-63).

Karşılaştırmalı değerlendirme yaklaşımında, iki ana esas bulunur (Damadoran, 2002: 453). Birinci esas, karşılaştırılacak şirketler için çeşitli standart oranların belirlenmesi gerekir. İkinci esas ise; karşılaştırılabilir şirketlerin bulunmasıdır. Ancak; benzer şirketlerin elde edilmesi son derece zordur. Çünkü benzer şirketler, risk düzeyleri, büyüme potansiyelleri, nakit akımlarının oluşumu vb. bakımlarından farklılık arz ederler (Damadoran, 2002: 453). Bunun bir sonucu olarak da, piyasanın etkinlik düzeyine bağlı olarak değerlendirilen hisse senedi fiyatı gerçek değerinin altında veya üzerinde bir yerlerde oluşabilir. Bu ise görüleceği üzere değerlemede önemli bir sorun teşkil eder.

Yöntemin avantajları;

- i. Halka açık şirketlerin finansal tabloları ve hayatiyet taşıyan bilgilere ulaşmak kolaydır,
- ii. Çok sayıda alıcı ve satıcının yer aldığı bir piyasada fiyat oluşmaktadır,

iii. Piyasa fiyatı azınlık hisselerinin de değerini gösterir. Özellikle azınlık hisselerinin değerlemesinde bu yöntem kullanılır.

iv. Çeşitli sektörlerde ve her sektörde çok sayıda halka açık şirket olduğundan, değerlendirme konusu şirketin sektörüne ilişkin bilgiler kolaylıkla elde edilebilir.

v. Piyasa verilerini baz olarak aldığı için objektif bir yöntemdir.

Yöntemin Sakıncaları;

i. Değerleme konusu şirketin piyasadaki halka açık şirketlerden çok büyük olması durumunda temsil edecek şirketleri bulmak son derece zor olabilir,

ii. Hisse senedine ilişkin piyasa bilgilerini doğru olarak temin etmek zaman zaman oldukça güç olmaktadır (finansal tablo ve hisse senedi fiyatları).

iii. Sığ piyasalarda karşılaştırılabilir şirket bulmada ve uluslararası şirketlerin karşılaştırılmasında farklı ülkelerdeki farklı muhasebe standartlarının uygulanması gerçek piyasa değerini bulmada zorluk yaratır. (Cingöz, 2014: 62).

Bu yöntemde değerlendirme aşamaları aşağıdaki sıra ile izlenebilir (Benninga ve Sarig, 1997:307-309);

- i. Değerlemesi yapılacak şirketin benzeri olan şirketlerin belirlenmesi,
- ii. Değerlemede kullanılacak standart oranların tespit edilmesi,
- iii. Değerleme konusu şirketin dahil olduğu sektörde ortalama değerlerin bulunması,
- iv. Değerleme konusu şirketin gelecekte gösterebileceği performansın öngörülmesi,
- v. Şirket değerinin tespiti

Piyasa bazlı yaklaşım kapsamında firma değerlendirme çalışmaları yapılırken 4 temel çarpan kullanılmaktadır. Bu dört temel oran uygulamada en çok kullanılan oranlardır (Stowe, 2002):

- Kazanç gücüyle ilişkili olarak: F/K oranı (Fiyat/Kazanç)
- Gelirle ilişkili olarak: FD/S oranı (Firma değeri/Satışlar)
- Nakit akımlarıyla ilişkili olarak: FD/FAVÖK oranı
- Varlık değeriyle ilişki olarak: PD/DD oranı (Piyasa değeri/Defter değeri)

1.2.1.1. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat/Kazanç oranı bir işletmenin net karı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kurar. Söz konusu oran, hisse başına net kar ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan bulması gerektiğini bahseder. Söz konusu çarpan katsayısı, firmanın 1 TL 'lik vergi sonrası hisse başı karına karşılık yatırımcıların kaç lira ödemeye razı olduklarını gösterir. Başka bir deyişle oran, hisse senedi için ödenen bedelin hisse başına kazancının kaç katı olduğunu açıklar. Örneğin Fiyat/Kazanç oranının 7 olması, yatırımcıların hisse başına düşen kazancının 7 katı hisse senedine ödemeye razı olduklarını gösterir (Chambers, 2009: 217).

Fiyat Kazanç oranı (F/K), piyasa temelli, karşılaştırmalı veya katsayılar değerlendirme yöntemi olarak bilinen yöntemlerden birisi olmakla birlikte çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Uygulaması oldukça basit olan bu yöntemde F/K katsayısı ve şirketin değeri aşağıda gösterildiği gibi hesaplanabilir (Damadoran, 2002:462). F/K hesaplamasında iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki; hisse senedinin pazar değerini, hisse senedi başına düşen kâra bölünerek bulmaktır. İkincisi ise; şirketin piyasa değerinin, şirketin vergi sonrası toplam net kârına bölmek suretiyle bulunur. Şirketin piyasa değeri, söz konusu hisse senedin piyasa değeri, toplam hisse senedi sayısı ile çarpılarak bulunmaktadır (Akgüç, 1998: 86-87). Hisse senedi piyasa fiyatı, piyasada arz ve talep doğrultusunda oluşur. Hisse başına net kâr, şirketin vergi sonrası kârının hisse senedi sayısına bölünmesi suretiyle bulunur.

Fiyat/Kazanç oranı indirgenmiş nakit akımları yöntemiyle kıyaslandığında, indirgenmiş nakit akımlarının Fiyat/Kazanç oranına göre daha ayrıntılı ve güvenilir sonuçlar verdiği görülmüştür. Fiyat/Kazanç oranında bir firmanın değeri, elde ettiği kazancın katları şeklinde hesaplanır. Bu yöntemde yalnızca cari yılın veya gelecek yılın kazançları önemlidir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde ise firmanın değeri, belirlenen bir risk oranı üzerinden iskonto edilmiş nakit akımıdır (Copeland, Tom/Koller, Tim Murrin Jack, 2000, age. s.62.63).

Şirket değeri alttaki formülden de anlaşılacağı gibi, temel alınan ortalama, sektöre ilişkin veya benzer şirketlere ait F/K oranı ile söz konusu şirketin yılsonu vergi sonrası net kârı çarpılarak hesaplanmaktadır. Diğer bir hesaplama yöntemi ise F/K oranı, hisse senedi başına kâr ve hisse senedi ile çarpılarak bulunmasıdır.

$$\text{Şirket Değeri} = \text{F/K Oranı} \times \text{Toplam Net Kâr}$$

Veya

$$\text{Şirket Değeri} = \text{F/K Oranı} \times \text{Hisse Başı Net Kâr} \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Fiyat/Kazanç oranı ve firma değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

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

$$\text{Firma Değeri} = \text{Baz Alınan F/K oranı} \times \text{Firma Net Karı}$$

Fiyat/Kazanç oranı, uygulaması kolay ve sık kullanılan olmakla birlikte hata yapma olasılığı da yüksektir. En büyük handikap hesaplamalarda net kârın kullanılması ve bu net kârın değişik muhasebe uygulamaları, enflasyon veya bilanço makyajları uygulanması sebebiyle gerçek karlılığı yansıtmamasıdır. Dolayısıyla sonuçlar yanıltıcı olabilmektedir. (Demir, 2013, s:32)

Fiyat/Kazanç oranının yönteminde dikkat edilmesi gereken bazı sakıncalar vardır. Bunlardan biri oranın zaman içinde değişebileceğinin göz ardı edilip sabit olarak dikkate alınmasıdır. Ayrıca oranın hesaplanmasında dönem karının kullanılması ve bunun yönetime durağan bir nitelik kazandırmasıdır. Bu yöntemin en önemli eksikliği paranın zaman değerini dikkate almamasıdır.

1.2.1.2.Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Yöntemi

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, şirketlerin menkul kıymetler piyasalarındaki performansını göstermenin yanı sıra, şirketlerin değerleme alışmalarında da kullanılmaktadır.

Bu oran şirketlerin pazar değeri ile defter değeri arasında bağlantı kurmakla birlikte bir işletmenin piyasa değerinin özvarlıklarının kaç katı olduğunu göstermeye yarar. Bir şirketin özvarlığı, toplam varlıklarından borçlarının çıkarılmasıyla bulunur. Yani tüm borçlar çıkarıldıktan sonra işletme sahiplerine kalacak olan yaklaşık değeri belirtir. Oranın hesaplanabilmesi için öncelikli olarak şirketlerin pazar değeri bulunması ve akabinde şirketin defter değeri belirlenmelidir. Nihai olarak da şirketin bulunan pazar

değeri şirketin defter değerine bölünmelidir. Bu oran ve şirket değeri aşağıda verilen formül kullanılarak hesaplanabilmektedir (Bolak, 1991: 164). Bu hesaplama ile bulunan oran ise şirketlerin pazardaki performansını gösterecektir.

PD/DD= Hisse Senedi Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Düşen Defter Değeri (Hisse Başına Öz kaynak)

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı yöntemi kullanılarak, değerlemesi yapılan şirketin değeri aşağıdaki formülde görüleceği gibi; sektördeki veya piyasadaki ortalama PD/DD oranıyla, şirketin defter değeri (öz kaynak değeri) çarpılarak bulunmaktadır.

Şirket Değeri= Piyasanın(sektörün) Ortalama PD/DD Oranı*Şirketin Defter Değeri (Öz Sermayesi)

veya

Hisse Senedi Piyasa Değeri=Piyasanın(sektörün) Ortalama PD/DD Oranı* Hisse Başına Defter Değeri

Şirket Değeri = Hisse Senedi Sayısı * Hisse Senedinin Piyasa Değeri

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının, özellikle yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Bunun nedeni, yatırımcıların, şirketin değerinin, piyasa değerinin ne kadar altında veya üzerinde olduğuna bakarak ve sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırarak hisse senedi fiyatının aşırı değerlendirildiği veya ucuz kaldığı konusunda, nakit akımlarını hesaplamak gibi detaylı bir araştırmaya gerek duymaksızın, hemen bir fikir sahibi olmalarıdır (Üreten ve Ercan, 2000:132).

Bu oranın yüksek ya da düşük çıkması firma değeri konusunda bize önemli ipuçları verecektir. Buna göre **PD/DD** oranının yüksek çıkması, hisse senedinin çok değerlendirilmiş olduğunu ve elden çıkarılması gerektiğini, oranın düşük çıkması ise hisse senedine yatırım yapılması gerektiğini gösterir.

Önemli ölçüde maddi duran varlıklara sahip olmayan hizmet sektöründeki şirketler ve teknoloji firmaları için defter değeri çok fazla önem taşımayacağından, bu tür

firmaları değerlerken Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı yöntemi yanıltıcı sonuçlar vermektedir (Damodaran, 2002: 512).

1.2.1.3.Fiyat/ Nakit Akımı Oranı Yöntemi

Bu yöntem, Fiyat/Kazanç oranı yöntemine büyük bir benzerlik göstermektedir. Aslında; fiyat/nakit akımı yöntemi, Fiyat/Kazanç Oranı yöntemine alternatif olarak geliştirilmiş bir yöntemdir. Ancak, net kâr yerine net nakit akımı kullanılarak şirket değeri tespiti yapılmaktadır (İvgen, 2003: 124).

Firmaların uyguladıkları amortisman oranlarının farklı olması nedeniyle firma gelirleri yerine nakit akımlarının kullanılması bazı uzmanlar tarafından daha doğru bir yöntem olarak görülmüştür. F/K oranına alternatif olarak oluşturulmuş bir oran olup formüldeki piyasa kapitülasyonu kavramından kasıt öz kaynakların piyasa değeridir.

Fiyat/Nakit Akımı oranı: Piyasa kapitülasyonu/ Nakit Akımı

Şirket değeri hesaplaması bu yöntemde aşağıda verilen formüller yardımı ile de bulunmaktadır. Aşağıdaki ilk formülde şirketin F/NA Oranı hesaplanırken, ikinci formülde şirket değeri bulunmaktadır. Her iki değer de yatırımcılar için önemli birer karar değişkenidir.

Fiyat/Nakit Akımı= $\frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Düşen Nakit Akımı}}$

Hisse Başına Düşen Nakit Akımı

Diğer bir gösterim şekliyle Fiyat/Nakit Akımı oranı:

Fiyat/Nakit Akımı Oranı= $\frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kar+Amortisman)}}$

Hisse Senedi Başına Nakit Akımı (Net Kar+Amortisman)

Fiyat/Nakit Akımı oranına dayanılarak firma değeri aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.

Firma Değeri= Fiyat/Nakit Akımı oranı x Firmanın Nakit Akımı

Bu yöntem, gördüğümüz kadarıyla uygulamada nadiren kullanılmakta ve tercih edilmemektedir. Yatırımcılar daha çok Fiyat/Kazanç oranını pratik bir yaklaşım olarak

kullanmakta ve tercih etmektedirler. Ancak, profesyonel yatırımcılar birçok değerlendirmeye baktıkları gibi bu yönteme de önem vermektedirler.

1.2.1.4.Fiyat/Satışlar Oranı Yöntemi

Bu yöntemde, şirketin kendi oranı hesaplanabilmekle beraber, şirketin değer tespiti, hesaplanan ortalama piyasa veya sektör oranı yardımı ile belirlenebilmektedir.

$$\text{Fiyat / Satışlar Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Satış Geliri}}$$

Fiyat/Satışlar Oranı, şirket için hesaplanırken, yukarıdaki formülden de görüleceği gibi, söz konusu şirketin hisse senedinin piyasa fiyatının, şirket satışlarının hisse başına düşen tutarına bölünmesi ile hesaplanabilmektedir (Beninga ve Sarig, 1997: 326).

Bu oran bir firmanın piyasa değerinin yıllık satış hasılatının kaç katı olduğunu gösteren bir orandır. Aynı endüstride faaliyette bulunan firmaların karşılaştırılmasında sık kullanılan yöntemlerden biridir. Satış oranı finansal sıkıntı içerisindeki ya da yeni kurulmuş firmalar açısından da oldukça anlamlı ölçüttür. Satış oranının konjonktürel dalgalanma ve dönemsel faaliyetlerden kazançlar kadar etkilenmemesi de bu yöntemi ön plana çıkaran etkenlerdendir. (Ercan ve Üretan, 2000, s:133)

İşletme değeri ise; aşağıda belirtilen formülden de anlaşılacağı üzere, sektördeki veya piyasada oluşan ortalama Fiyat/Satışlar oranı ile şirketin dönem sonu satış gelirleri çarpılarak elde edilmektedir.

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Fiyat/Satışlar Oranı (Sektör-Piyasa Ort.)} * \text{Şirket Satış Gelirleri}$$

Özellikle zarar açıklamış ve öz sermayesi negatif olan olan şirketler için bu oran anlamlı değerler ortaya çıkarabilir. Perakendecilik ve gıda gibi satışın yoğun olduğu sektörlerde bu oranın kullanılması faydalı sonuçlar verebileceği görülmüştür.

1.2.1.5.Firma Değeri/Favök (Ebitda)

Günümüzde firma değerlemelerinde birçok çarpan kullanılmaktadır. Ancak, FD/FAVÖK oranı son yıllarda yoğun bir şekilde analistler arasında kullanım alanı

bulmuştur. Bu oran analiz edilirken, Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK) ile şirketin piyasa, diğer bir deyişle pazar değeri arasında bağlantı kurularak şirketin toplam pazar değeri veya hisse senetlerinin piyasa değeri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Söz konusu yöntemde aşağıdaki formüller kullanılarak değer hesaplamaları yapılabilmektedir.

Piyasa Değeri/FAVÖK: Hisse Senedi Piyasa Fiyatı/(FAVÖK/Top. Hisse Senedi Sayısı)

veya

Piyasa Değeri/FAVÖK: Şirket Top. Hisse Senedi Sayısı*Hisse Senedi Fiyatı/FAVÖK

Bu oranın değerlemede kullanılmasına gelince; şirketin faaliyet gösterdiği ortalama olarak hesaplanmış oranlar esas alınarak şirketin toplam değeri veya hisse senedinin değeri ile ilişkilendirilerek firma değeri hesaplanabilmektedir. Hesaplama formülü aşağıda belirtilen şekilde ifade edilebilir;

Şirket Değeri: Sektörün Ortalama "Piyasa Değeri/FAVÖK Oranı "Şirket FAVÖK

FAVÖK çarpanı firma değerini belirlerken, firmanın faaliyet sonucu elde ettiği kârı dikkate alarak firmanın farklı giderler sonrasında kârının negatif olması ihtimalini büyük ölçüde ortadan kaldırarak operasyonel kara odaklanmıştır. Bu oran uygulamada verilerin gelir tablosundan kolayca elde edilmesi bakımından avantajlıdır. Piyasa çarpanları arasında özellikle son dönemde en çok tercih edilen yöntemlerden birisidir. Bunun sebebi nakit akış yöntemine benzerlik göstermesi ve uygun verilere ulaşmanın zor olmamasıdır (Coyle, 2002).

FAVÖK yöntemini kullanırken aşağıdaki noktalara dikkat edilmelidir (Frykman ve Tolleryd, 2003 :52-56).

- FAVÖK yöntemi, nakit akım yöntemlerine benzemesine rağmen aslında farklıdır. Vergi ödemeleri veya çalışma sermayesindeki değişiklikler FAVÖK' DE dikkate alınmaz. Bu değişkenler FD/FAVÖK oranını firmadan firmaya değişecek şekilde etkileyebilir.

- Sermaye gücündeki önemli farklılıklar çarpanın karşılaştırılabilir olması için belirli ayarlamalara maruz kalmasına sebep olabilir.
- Sadece FAVÖK pozitif iken kullanılabilir.

Ayrıca bu çarpan aşağıda belirtilen faktörlerden etkilenmektedir.

Vergi oranı – Yüksek vergi oranı düşük çarpan demektir. Yetenekli vergi yönetimi, çarpanı normalden daha yüksek gösterebilir.

Sermaye Maliyeti – Riskli finansal yapısı olan firmalarda sermaye maliyeti yüksektir. Yüksek sermaye maliyeti düşük değer demektir. Firmanın kaldıraçının düşük olmasına rağmen operasyonel riskleri fazlaysa çarpanı yine düşük olacaktır.

Amortisman – Amortisman arttığında verilen sermaye bütçesi artmıyorsa pozitif vergi etkisinden dolayı çarpan artacaktır.

Büyüme ve Sermaye bütçesi – Eğer firmanın büyümesi karşılaştırıldığı firmalardan büyükse veya firma daha az sermaye harcamasında bulunuyorsa çarpan büyür.

Bu yöntemin kullanılması özellikle amortisman giderleri yüksek olan işletmelerin değerinin tespitinde büyük avantajlar sağlamaktadır. Sabit varlıkları yüksek, dolayısı ile amortisman giderleri yüksek olan işletmelerde, amortismanları dikkate almayan değerlendirme yöntemlerinin kullanılması firma değerini anlamada ve firma algısında hatalı sonuçlara götürebilmektedir. İşte, tüm bu sebeplerden dolayı bu yöntemin de kullanımında fayda olacağı düşünülmektedir.

1.2.2.AKTİF BAZLI YAKLAŞIM KAPSAMINDAKİ YÖNTEMLER

Aktif bazlı yaklaşıma göre firmanın aktiflerinin bir değerlemesi yapılarak firmanın değeri tespit edilmektedir. Aktif yaklaşımlarında şirket değeri bulunurken, firmanın aktiflerinin değeri baz alınmaktadır. Bu modele göre bir firmanın değeri sahip olduğu varlıklar ve yükümlülüklerden yani aktif toplamından oluşmaktadır. Defter değeri, bilançoda yer alan varlıkların tarihsel maliyetini yansıtmaktadır. Varlığın kazanma gücü önemli ölçüde değişkenlik gösteriyorsa, defter değeri piyasa değerinden ayrışacaktır. Bu yüzden de firmanın maddi olarak ölçülebilir varlıklarının piyasa değeri değerlemeler için oldukça önemlidir. Firmanın defter değeri aynı zamanda bilançodaki öz sermaye

değeridir. Bu değer de bilançodaki toplam varlıklar ile toplam yükümlülükler arasındaki farktır (Fernandez, 2007:3-4).

Aktif bazlı yaklaşımda kullanılan yöntemlerde statik bir bakış açısı ele alınır ve şirketin gelecekle ilgili herhangi bir stratejisi, paranın zaman değeri, sektörün mevcut durumu gibi unsurlar dikkate alınmaz. Uygulaması kolay ve fazla zaman almayan bir yaklaşım olmasından dolayı özellikle piyasada yatırımcılar tarafından oldukça sık kullanılan bir yaklaşımdır. Bu yöntemde aşağıda açıklamaya çalışacağımız üç temel yöntem kullanılmaktadır.

1.2.2.1.Defter Değeri

Bir firmanın defter değeri, firmanın bilançosundaki öz sermaye değeridir. Defter değeri, belirli bir tarihteki muhasebe kayıtlarından yola çıkılarak yapıldığından, bu değeri hesaplarken firma bilançosundan faydalanılır. Defter değeri hesaplamalarında firmaların kullandığı muhasebe tekniklerine göre bazı farklılıklar ortaya çıkabilir. Farklı amortisman yöntemi veya stok değerlendirme yöntemi farklı sonuçların çıkabilmesine sebep olabilir. Piyasa işleyişi ise bu hesaplamalar doğrultusunda olmamaktadır. Ayrıca piyasada beklentiler fiyatlanır ancak bunlar defter değerine yansımamaktadır. Dolayısıyla genellikle firma değerlemelerinde piyasa değeri ile defter değeri arasında farklılıklar olmaktadır (Fernandez, 2002 :24).

Defter değeri aşağıdaki gibi gösterilebilir.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borçlar Toplamı}$$

Defter değeri, esas itibariyle firmanın belirli bir tarihteki, tarihi verilere dayalı muhasebe değerlerini gösterdiğinden ötürü, uzunca bir süre enflasyona maruz kalmış piyasalarda, cari değerleri göstermekte son derece başarısızdır. Enflasyonun yol açtığı bu aşınma, değeri olduğundan küçük göstermektedir. Buna karşılık, deflasyonist bir ortamda ise, bu değer olduğundan yüksek görülecektir.

Bu modelde, hisse senetlerinin defter değeri, toplam öz sermayenin hisse sayısına bölünmesi yolu ile bulunur. Genellikle, hisse senetlerinin kayıtlı değerleri, bulunan hisse başına defter değeri farklıdır. Bilanço tarihi itibariyle öz sermayeyi, ödenmiş

sermaye, ihtiyatlar, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu ve karşılıklar oluşturmaktadır (Bolak, 1991: 78).

Bir firmanın oluşan kayıplar nedeniyle defter değerinin düşmesi sonucu firmaya duyulan güven ve ilgi azalacağından, hisse senetlerinin piyasa değeri düşebilecektir (Ercan ve Ban, 2005, s: 118).

Defter değeri, özellikle birleşme işlemlerinde kullanılan, ayrıca firmanın blok şeklinde satın alınmasında önem kazanan bir yöntemdir. Bu yöntem bir değerlendirme standardı olmaktan çok bir muhasebe terimini andırmaktadır. Bu sebeple değerlendirme çalışmalarında iyi bir yöntem olmadığı konusunda bir görüş birliği mevcuttur. Yine bu yöntem, kullanılan diğer değerlendirme yöntemlerine bir temel teşkil edebilir. Tek başına yetersiz bir değerlendirme yöntemi olan defter değeri, diğer yöntemlere göre belirlenen değerler ile birlikte analiz edilmesi bakımından, temel oluşturması önemli bir özelliktir.

1.2.2.2. Tasfiye Değeri

Bir firmanın varlıklarının belirli bir süre içerisinde zorunlu olarak satılması sonucunda elde edilen değerden, şirketin tüm borçları ödendikten sonra kalan tutara tasfiye değeri denir. Hisse adedine bölünmesi sonucunda ise hisse başına tasfiye değeri bulunmuş olur (Ataman, 1999, s:70).

Bir firmanın faaliyetlerine son verilmesi durumunda, mevcut varlıkların tümü satılarak elde edilen tutardan, önce firmaya borç vermiş olan kişi ve kurumların borçları ve vergiler ödenmekte, daha sonra ise sırasıyla ayrıcalıklı hisse senedi sahiplerine, adi hisse senedi sahiplerine ve diğer giderlere ilişkin ödemeler yapılır. Bütün bu ödemelerden sonra geriye kalan tutar firmanın tasfiye değeri olmaktadır. Bu değere aynı zamanda likidasyon değeri de denilmektedir. Şirketin tasfiye değeri aynı şirketin piyasa değeri için alt sınırı oluşturmaktadır (Chambers, 2009: 209)

Bazı değerlemelerde, şirketin gelecekteki belirli bir noktada faaliyetlerini durduracağını ve o ana kadar şirket kayıtlarında topladığı varlıkları en yüksek teklif verene satacağını varsayabiliriz (Damadoran, 2002: 304).

Şirket tasfiye değeri aşağıda verilen formül yardımı ile de hesaplanabilir;

$$\text{Tasfiye Değeri} = \text{Şirketin Varlıklarına Takdir Edilen Değer} - \text{Borçlar}$$

Veya

Tasfiye Değeri = Duran Varlıkların Tahmini Satış Bedeli + Hazır Değerler – Borçlar- Kıdem Tazminatı Ödemeleri – Birikmiş Vergi ve Yasal Yükümlülükler

Tasfiye değeri genellikle, şirketin değerinden farklıdır. Gelişip, büyüyen endüstrilerde tasfiye değer, çalışan tesisin değerinden küçük olabilir. Düşüş süreci yaşayan işletmeler için tasfiye değeri, çalışan tesisin değerini geçebilir (Copeland, 1995: 95).

Tasfiye değeri, bir şirket için düşünülen en küçük değeri ifade etmelidir. Bir şirketin hisse senedinin fiyatı tasfiye değer fiyatının altına inmesi durumunda, işletmenin nakit değere dönüştürülmesi oldukça uygun olacaktır (Kaen, 1995: 22).

Görüldüğü gibi, bir işletmenin değeri, hisse senetlerinin fiyatı temel alınarak hesaplanması durumunda çıkan değer, tasfiye sonucu oluşan toplam değerden düşük olması durumunda, şirketi bir bütün olarak tutmanın bir anlamı olmayacaktır. Şirketin tasfiye edilerek nakde dönüştürülmesi son derece mantıklı bir davranış biçimi olarak karşımıza çıkacaktır. Bir şirketin bu durumda olması şirketin hisse senetlerine olan talebi de arttıracaktır. Bu yolla elde edilen şirket de tasfiye edilerek artı bir değer edilmiş olacaktır.

Tasfiye değerinin en uygun olarak kullanıldığı alan doğal kaynakların değerlemesi olarak görülmektedir.

Tasfiye değerinin en önemli sakıncalarından birisi, kurumsal sermayeyi diğer bir deyişle, şirketin görünmeyen değeri olan şerefliyi hesaplamaya dahil etmemesidir (Cingöz, 2014: 80).

1.2.2.3.Net Aktif Değeri (Özvarlık Yöntemi)

Net aktif değer, firmanın aktiflerinin piyasa değeri toplamından pasiflerinin piyasa değerinin toplamının çıkarılması sonucu kalan değerdir. Aynı zamanda tüm yükümlülüklerin ödenmesinden sonra aktiflerin elden çıkarılmasıyla elde edilecek nakit değere net aktif değer denilmektedir (İvgen, 2003: 165).

Bir başka tanıma göre ise; Net aktif değer, işletmenin varlıklarının piyasa değerinden satılması varsayımı altında muhtemel sağlanacak gelirlerden, firmanın borçlarının piyasa değerinin çıkarılması sonucu bulunur. Net aktif değeri, tüm yükümlülüklerin

ödenmesinden sonra aktiflerin elden çıkarılmasıyla elde edilecek nakit değeridir (Penman, 2004:30).

Net Aktif Değeri Yöntemi, aşağıda verilen formül yardımı ile hesaplanabilmektedir.

$$\text{Net Aktif Değer} = \text{Firma Aktifinin Piyasa Değ.} - \text{Firma Borçları}$$

Piyasa Değeri

Net aktif değeri yöntemi genelde şu durumlarda kullanılmaktadır;

- i. İşletme kötü durumda ve sürekli zarar etmekteyse,
- ii. İşletme yükümlülüklerini yerine getiremeyecek kadar nakit akışı yaratamıyorsa,
- iii. İşletme faaliyetlerini durdurmuş veya azaltmışsa,
- iv. İşletmenin aktife kayıtlı varlıkları çok değerli ise,
- v. Firma know-how, patent gibi maddi olmayan duran varlıklara sahipse (Yazıcı, 1997: 54).

Net aktif değeri yöntemi konusunda olumlu düşünenler, şirketi satın alan kişi veya grupların firmanın geçmiş performansını gösteremeyebileceğini ileri sürerler ve geçmiş yıl kârlarının da gerçekleşmeyebileceğini savunurlar. Bu nedenle, net aktif değer yönteminin önemli olduğunu ve değerlendirme için bu yöntemin uygun olduğunu belirtirler (Chambers, 2009: 213).

Bu yöntem gerçekten basit ve tarafsızlık açısından son derece uygun bir yöntemdir. Çünkü veriler piyasa verilerine göre düzeltilmektedir ve uygulaması da oldukça kolaydır. Fakat olumlu yanlarına karşılık bu yöntemin kimi sakıncaları da mevcuttur. Örneğin aktif ve pasif değerlerin cari değerlerini bulmada borsa değeri gibi objektif ölçütlerin olmadığı hallerde yöntem oldukça subjektif bir özellik taşıyacaktır. Net aktif değer hesaplama işleminde bazı varlıkların değer tespiti yapılırken kimi zorluklarla karşılaşmaktadır. Örneğin, firmanın sahip olduğu özel bir varlığın piyasada eşinin ve benzerinin bulunmamasından dolayı, bu varlığın değerini piyasada belirlemek ve tespit etmek oldukça güç olacaktır. Bu varlığa bir değer biçilse bile subjektif bir özellik taşıyacaktır. Buna ilaveten, ikinci el piyasasında varlıklara bir talebin oluşmaması durumunda, teknolojik eskimenin olması halinde, varlığın oldukça kötü durumda olması

ve varlığın nakit yaratma yeteneğini kaybetmesi durumunda değerlendirme konusu varlığın piyasa değeri düşük kalacaktır. Değerleme çalışmalarında genellikle bir uzman görüşü alınarak değer tespiti yapılmaktadır (Yazıcı, 1997: 50).

Net aktif değeri tasfiye değerinin üzerinde oluşurken, tasfiye değeri ise defter değerinin üzerinde oluşmaktadır.

1.2.3.GELİR YAKLAŞIMI KAPSAMINDAKİ YÖNTEMLER

Gelir yaklaşımını baz alan değerlendirme yöntemleri, firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Gelir yaklaşımının temelini, işletmenin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen serbest nakit akımları ile bu nakit akımlarını bugünkü değere indirmede kullanılan iskonto faktörü oluşturur. İşletmenin yaratacağı nakit akımları ise şirketin büyüme potansiyeli ve riskine bağlıdır (Öztürk, 2009, s:84)

Şirketlerin değerlendirme ve değerlendirme çalışmalarında en uygun kavram her zaman “net nakit akışı” olmuştur. Çünkü bu kavramın kullanımı, sonuçları itibarıyla daha sağlıklı değerler üretmektedir. Bu noktada sağlıklı sonuçlar vermesini sağlayan en önemli etken, işletme giderleri arasında yer alan amortisman gibi nakit çıkışı gerektirmeyen gider kalemlerini dikkate alarak, nakit bazlı çalışmalara esas teşkil etmesidir (Cingöz, 2014: 89).

Bu yöntemler aşağıda belirtilen varsayımlara dayanmaktadır (Chambers, 2009: 232).

- Bir firmanın bugünkü değeri, gelecek yıllara ilişkin gelir ve giderler arasındaki olumlu farkın bugünkü değerinden oluşmaktadır.
- Bugün sahip olunan karlar gelecekte oluşacak karlara göre daha değerlidir.
- Gelecekte oluşacak karları tahmin etmek olasıdır.

1.2.3.1.İndirgenmiş Kar Payı Yöntemi

Bu yöntemde hisse senedinin değerini belirleyen temel unsur, söz konusu hisse senedini elinde bulunduranların elde edeceği kâr payı ödemeleridir. Yöntem kapsamındaki öz sermayeye olan nakit akımları başka bir deyişle hissedarlara olan nakit akımları, bir firmanın belirli bir dönem içerisinde finansal yükümlülüklerini karşıladıktan sonra elde kalan ve hissedarlara dağıtılabilecek maksimum nakit

akımlarını ifade eder. Kâr payı ise bir firmanın yönetim politikaları çerçevesinde belirli bir dönemde elde ettiği kar üzerinden hesaplanarak hissedarlara dağıttığı paydır (Chambers, 2009: 239).

Bu yöntemde temel olarak hisse senedinin beklenen satış fiyatı, gelecekteki kâr paylarına göre belirlenmektedir. Bu sebeple de hisse senetlerinin değeri, sonsuza kadar elde edilecek kâr paylarının bugünkü değeridir. İndirgenmiş kâr payları yöntemine göre firma hisse senedi değeri belirlenirken kâr paylarının büyüme durumlarına göre farklı hesaplamalar yapılır (Damodaran,2005:701).

Bu yöntemde temel olarak hisse senedinin beklenen satış fiyatı, gelecekteki kâr paylarına göre belirlenmektedir. Bu sebeple de hisse senetlerinin değeri, sonsuza kadar elde edilecek kâr paylarının bugünkü değeridir. İndirgenmiş kâr payları yöntemine göre firma hisse senedi değeri belirlenirken kâr paylarının büyüme durumlarına göre farklı hesaplamalar yapılır (Damodaran,2005:701).

İndirgenmiş kar payları yönteminin kullanıldığı durumlar aşağıdaki gibidir. (Damodaran,Beyond Inputs. S, 141).

- Kâr payı ödemesi yapan firmalar için (kar payları öz sermayenin kullanılabilir nakit akımına kapalı olan)
- Öz sermayeye olan serbest nakit akımını tahmin etmenin güç olduğu durumlarda (Örneğin bankalar ve finansal hizmet veren kuruluşlarda)

1.2.3.1.1.Genel Model

Bir yatırımcı hisse senedi aldığı anda bu yatırımdan iki türlü nakit akışı beklemektedir. Bunlardan birinci hisse senedini elinde tuttuğu süre boyunca firmanın yapacağı olası kâr payı ödemesi ve hisse senedi fiyat hareketlerinden dolayı elde edebileceği sermaye kazancıdır. Hisse değeri için genel eşitlik aşağıdaki gibidir:

Hisse Senedi Değeri= P_0 =

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPSt)}{(1 + ke)^t}$$

$E(DPSt)$ = t dönemindeki hisse başına beklenen net kar payı

e = Öz sermaye maliyetini ifade etmektedir .

İndirgenmiş kâr payları yöntemi değişik etkenlere göre farklı şekilde hesaplanabilmektedir. Gelecekle ilgili yapılan varsayımlar sabit bir kâr payı ödemesini ya da önce sabit ardından daha farklı bir kâr payı büyüme modeli de öngörüyor olabilir. Dolayısıyla elde edilecek sonuçlarda bu varsayımlara göre farklı sonuçlar verebilir.

1.2.3.1.2.Sıfır Büyüme Oranı Modeli

Sıfır büyüme oranı, zamanla değişmeyecek şekilde kâr payını sabit bir tutara eşitler. Bu yöntemle göre hisse senedi değeri aşağıdaki gibi hesaplanır (Sipahi vd.2010:79):

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

D_0 = Hisse Başına Beklenen Sabit Kar Payı

k_e = Özsermaye Maliyeti (Hisse Senedinden Beklenen Getiri Oranı)

1.2.3.1.3.Gordon Büyüme Modeli

Kâr payı indirgeme modeli olarak da adlandırılan sabit oranda büyüme modelinde, hisse senedi başına kâr paylarının her zaman sonsuza kadar sabit bir oranda artacağı varsayılmaktadır. Firmanın her yıl dağıtacağı kar paylarının sabit bir (g) oranında büyüyeceği varsayıldığında, hisse senedinin fiyatı şu şekilde bulunur (Aktaş vd.2009:102):

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g}$$

DPS_1 = Hisse Başına Beklenen Kâr payı (Yıl Sonu Ödenmesi Gereken Kâr Payı)

k_e = Özsermaye Maliyeti

g = Sabit Büyüme Oranı

Yine bu modelin esasını gelecekte elde edilmesi beklenen kâr paylarını bugünkü değere eşitleyen indirgeme oranı olarak özkaynak maliyetinin belirlenmesi oluşturur.

1.2.3.1.4.Sabit Olmayan Büyüme Modeli

Tıpkı canlılar gibi firmalarında bir yaşam seyri vardır. Genellikle firmalar ilk yıllarında genel ekonomik büyümenin üzerinde büyüme gösterirler. Belirli bir zaman geçtikten sonra bu büyüme oranı ekonomik büyüme oranına yakınsamaya başlar. Firmanın olgunluk dönemi ve sonrasında ise büyüme oranı ekonominin büyümesinin altında kalabilir. Bu modelde bu varsayım üzerine kurulmuştur. Çoğu zaman firmalar iki farklı şekilde büyüme gösterirler. Özellikle piyasada yeni olan firmalarda büyüme oranı sabit olmaz ve piyasada tam olarak konumlanana kadar da bu istikrarsız bir büyüme gösterir. Ancak uzun dönemde büyüme oranı dengeye gelerek sabit hale gelebilir (Scott ve Brigham,2005:226).

$$\sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+gs)^t}{(1+ke)^t} + \left[\frac{D_n(1+gc)}{ke} \times \frac{1}{(1+ke)^n} \right]$$

D_0 = Hisse Başına En Son Ödenen Kâr Payını,

gs = Normal Dışı Dönemdeki Kâr Payı Büyüme Oranını,

gc = Normal Dönemdeki Kâr Payı Büyüme Oranı,

ke = Özsermaye Maliyetini (Hisse Senedinden İstenen Getiri Oranı)

N = Normal Dışı Büyüme Dönem Sayısını,

D_n = Normal Dışı Büyüme Dönemi Sonundaki Kâr Payı Ödemesini göstermektedir.

İndirgenmiş kâr payı yönteminin, indirgenmiş nakit akımları yönteminden en önemli farkı, nakit akımları yerine net kârı baz alarak, ödenecek kâr paylarını bugünkü değere indirgeyerek firma değerinin belirlenmesidir.

1.2.3.2. Fazla Gelir Yöntemi

Fazla gelir yöntemi, formül veya hazine metodu olarak da anılmaktadır. Bu yöntem, A.B.D. Hazine Bölümü'nün (I.R.S-Internal Revenue Service) maddi olmayan varlıkların değerinin belirlenmesi için önerdiği bir yöntemdir (Summers, 1992: 167; Thomas ve Gup, 2010: 434). Amerikan Ulusal Gelir Servisi maddi olmayan varlıkların değerinin tespitinde bu yaklaşımın kullanılması gerektiğini ortaya koymuştur (Thomas

ve Gup, 2010: 434). Fazla gelir yöntemi, şirket kârındaki, maddi varlıklardan kaynaklanan getirinin üzerinde kalan kâr tutarının, maddi olmayan varlıklardan dolayı elde edildiğini kabul etmektedir (Summers, 1992: 167). Diğer bir ifade ile şirket kârının bir bölümü, maddi varlık getirileri, bir kısmı da maddi olmayan varlıkların getirileri olarak düşünülmektedir. Burada maddi sabit varlıklardan beklenen belirli ve normal olduğu düşünülen bir getiri oranı mevcuttur. Normal getiri ile sabit varlıklar ilişkilendirilerek çarpılması sonucu bulunur sabit varlıklardan kaynaklanan kâr belirlenir. Bunun dışında kalan kâr tutarı artık maddi olmayan varlıklardan kaynaklanmaktadır. Bu durumda, kalan kâr kapitalize edilerek maddi olmayan varlıkların değeri elde edilir (West ve Jeffry, 1992: 170).

Fazla gelir yönteminde uygulanması gereken aşamalar aşağıdaki biçimde sıralanabilir (Summers, 1992: 168-174; Pratt, 1993: 104,214).

i. Şirket Maddi Varlıklarının Net Değerinin Belirlenmesi: Değerleme tarihi itibarıyla bilanço kalemleri gerçek ekonomik değerlerini gösterecek düzeltmeler yapılır.

ii. Şirketin Normal Kâr Düzeyinin Belirlenmesi: Şirketin mevcutta kâr yaratma gücü belirlenir. Bunun için şirketin geçmişte elde ettiği göz önüne alınarak, gelecekte de ne kadar kâr elde edebileceği tahmin edilmeye çalışılır.

iii. Şirketin Maddi Varlıklarının Kâr Oranını Belirleme: İşletme riskini de içerecek şekilde belirlenen getiri/kâr oranı, 1. aşamada düzeltilen maddi varlıkların net değeri ile çarpılarak işletme varlıklarının yaratabileceği kâr tutarı belirlenir.

iv. Maddi Olmayan Varlıkların Getiri/Kâr Oranının Belirlenmesi: 2. aşamada belirlenen normal kâr tutarından, 3. aşamada belirlenen maddi varlıklardan sağlanan kâr tutarı düşülerek, maddi olmayan varlıkların normal kâr tutarına olan katkı belirlenir. Bulunan bu tutar „Fazla Gelir“ olarak adlandırılır. Bu aşamada, işletmeyi temsil edeceği düşünülen ve kapitalizasyon oranı olarak kullanılmak üzere maddi olmayan varlıklar için bir getiri/kâr oranı belirlenir. Daha sonra fazla gelir tutarı, belirlenen bu ikinci oran ile kapitalize edilerek şerefiye vb. maddi olmayan varlıkların değeri saptanır.

v. İşletme Değerinin Belirlenmesi: 1. aşamada düzeltmeler sonucu elde edilen maddi varlıkların cari net değeri ile 4. aşamada saptanan maddi olmayan varlıkların değeri toplanarak işletme değerine ulaşılır.

Fazla gelir metodu, birçok değerleme uzmanı tarafından, gelir yaklaşımındaki varlık ve maliyete dayalı değerleme yöntemlerinin melez bir karışımı olduğunu düşünmektedirler (Thomas ve Gup, 2010: 434).

1.2.4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI YÖNTEMİ

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin genel işlemesi şu şekilde oluşmaktadır:

Gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen serbest nakit akımları belli bir süre boyunca hem geçmiş finansal tablolardan yararlanarak hem de şirketin eğer varsa yapacağı yatırımları da göz önünde bulundurarak gelecek yıllar için bir proforma finansal tablolar oluşturularak tahmin edilmektedir. Gelecek yıllara ilişkin yapılan serbest nakit akımları tahmini genellikle 5 yıl olmakla birlikte 5 – 10 yıl arasında değişmektedir. Bu sürenin uzunluğu şirketin optimal seviyeye ne zaman ulaşacağını tahmin etmeye bağlıdır. Bundan sonraki aşama tahmin süresinin sonrasında şirket ömrünün sınırsız kabul edilmesi nedeniyle sonsuza kadar devam etmesi beklenen yıllık serbest nakit akımları tahmin edilmektedir. Bu değere devam eden değer, uç değer, artık değer ya da finans tabiriyle terminal value denilmektedir. Devam eden değerin hesaplanmasında nakit akımlarının projeksiyon döneminin son yılının iskonto oranıyla çarpılacağı ya da sabit kalacağı varsayılmaktadır. Daha sonra bu nakit akımlarını bugünkü değere indirgeyecek olan iskonto faktörü tespit edilerek, tahmin döneminde hesaplanan serbest nakit akımlarının bugünkü değerleri ile devam eden değerin bugünkü değerleri toplanır ve şirket değerine böylece ulaşılır. (Güler, 2010 s:35)

Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konan bu yönteme göre, bir firma varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri, nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerini dikkate alınması sebebiyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenecek, yani nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunacaktır. İndirgenmiş nakit akımları (İNA), belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır (Fernandez,2002:37).

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre değerlemede varlıkların nakit akımları risk faktörünü de göz önünde bulunduracak bir iskonto oranıyla bugünkü değerine

indirgenerek firmanın değerine ulaşılır. Bu yöntemin temelinde bir varlık satın alındığında bunu alan kişi veya kurumların varlığın gelecekteki nakit yaratma gücündeki beklentisi, dolayısıyla varlığı satın aldığı düşüncesi vardır (Damodaran,2005:693).

İndirgenmiş nakit akım yöntemi, her periyot için kapsamlı tahminleri içeren, detaylı, finansal tabloların analiz edilmesini gerektiren, firmanın satışları, insan kaynakları, hammadde, kira harcamaları gibi her türlü operasyonlarını da göz önünde bulunduran ve firmayı her açıdan ele alan bir yöntemdir. Nakit akım tablosu yöntemin ana verisidir. Ayrıca bu nakit akımlarını indirgeyecek iskonto oranının tespiti de yöntemin en önemli aşamalarından biridir (Fernandez,2002:37-45).

İNA; uygulamada karmaşık ve zorlu süreçleri olan bir yöntemdir. Birçok bilgi ve girdiyi içermesi, subjektif varsayımlar yapılması ve geleceğe yönelik belirsizlikler modelin dezavantajlarını oluşturur. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda yüksek enflasyon, siyasi istikrarsızlık, esnek muhasebe sistemleri gibi ek risklerin nakit akımlarının tahmininde ve iskonto oranında dikkate alınması gerekir. Nakit akımları pozitif olan ve geleceğe yönelik nakit akımları kolaylıkla tahmin edilebilen firmalar için daha anlamlı sonuçlar vermektedir (Chambers, 2005:118-120).

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin üstün yönleri; (Chambers, 2009:236).

- Firmanın gerçek değerini belirlemek için kullanılan en önemli ve bilimsel Yöntem olması,
- Firmanın gelecekteki performansını firma değerine en iyi yansıtan değerlendirme yöntemi olması,
- Nakit yaratma potansiyeline odaklanması,
- Birçok ekonomik ve şirkete özgü unsurların modelin içine katılabilmesi, değişik senaryoların analizine olanak sağlayan esnek bir yöntem olması,
- Birleşme ve satın almalarda sinerjilerin değerlendirilmesine ve firmanın Şerefiyesini değerlemeye katmasıdır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin zayıf yönleri; (Chambers, 2009:237).

- Birçok değişkenin modelde olması nedeniyle karmaşık bir yöntem olması,

- Dayandığı varsayımların subjektif olması,
- Geleceğe dönük belirsizlikler içermesi,
- Diğer yöntemlere nazaran daha çok bilgi ve girdiye ihtiyaç olunmasıdır.

1.2.4.1.Nakit Akımlarının Hesaplanması

İndirgenmiş nakit akımları yöntemini uygulayabilmek için nakit akımların ve iskonto oranının öncelikle tahmin edilmesi gerekmektedir. Varlıkların tarihsel performanslarının değerlendirilmesi yine oldukça önemlidir. Firmanın gelecekte ekonomiden sağlayacağı faydanın uzun dönem tahminlere doğru bir şekilde dahil edilerek değerlendirilmesi yöntemin gerekliliklerindendir (Arumugam, 2007:35).

İNA yöntemine göre yapılan şirket değerlemelerinde temel olarak iki tane yöntem vardır. Bu yöntemler “Firmaya ait Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows To Firm)” ve “Öz kaynağa ait Serbest Nakit Akımları (Free Cash Flows To Equity)” yöntemidir. Firmaya ait serbest nakit akışları yönteminde firmanın operasyonel faaliyetlerinden dolayı yaratmış olduğu nakdin iskontolanması ile şirketin değeri bulunur. Daha sonra bu değerden finansal borçlar ve diğer yükümlülükler düşülüp hazır değerler eklenerek ortaklara kalan değer ortaya konulur. İkinci yöntem olan Öz kaynağa ait serbest nakit akımları yönteminde ise doğrudan ortaklara kalan öz sermayenin değeri bulunur. İskonto faktörü burada çok önemlidir ve doğru hesaplandığı takdirde her iki yöntem de aynı sonucu verecektir. Ancak pratikte bunun olma olasılığı genellikle yoktur (T. Copeland, E. Koller, T. Murrin, 2000 s. 137).

Serbest nakit akımları, işletmenin ilerleyen dönemlerinde normal faaliyetleri sonucunda yaratacağı vergi sonrası nakit akımlarıdır. Bir başka anlatımla, serbest nakit akımları firmanın faaliyetleri sonucunda yaratacağı ve içerisinden faaliyetler ile ilgili sermayeyi sağlayan hissedarlar ve kredi kurumları tarafından talep edilen temettü, faiz ve ana para ödemelerinin karşılanacağı nakit akımlarını ifade eder. (Olsson, 2003, s.17)

1.2.4.1.1.Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları(Fcff)

Firmaya serbest nakit akımları, işletmeye fon sağlayan pay sahipleri, diğer bir anlatımla özkaynak koyanlar ile şirkete orta-uzun vadeli kredi veren finansör şirketlere olan nakit akımlarının toplamı olarak tanımlanabilmektedir.

Firmaya serbest nakit akımı, şirketin tüm faaliyet giderleri karşılandıktan ve vergiler ödenip ihtiyaç duyulan sabit ve işletme sermayesi yatırımı ihtiyaçları karşılandıktan sonra firmaya fon sağlayan özkaynak ve yabancı kaynak sahiplerine kalan nakit akımıdır. Esas itibarıyla FCFF, işletme faaliyet gelirlerinden faaliyet giderleri, vergiler ile gerekli işletme sermayesi ve sabit yatırım harcamaları düştükten sonra kalan kısım olduğu söylenebilir.

Bu yöntemde firmanın değeri, borçlanmanın vergi avantajı ve bu borçlanma nedeniyle beklenen ilave risk ile birlikte düşünülmektedir. FCFF'yi hesaplamak iki şekilde mümkün olabilmektedir. Bunlardan birincisi (Gürbüz ve Ergincan, 2004:148):

FCFF

=FCFF +Faiz Giderleri (1- Vergi Oranı) +Anapara Taksidi Geri Ödemeleri+
Yeni Borçlanma İhraçları + İmtiyazlı Hisse Senedi Kar Payları

İkinci Yöntem İse Faiz Vergi Öncesi Kar (FVÖK) temelli yöntemdir. Bu yöntemde

= FVÖK (1- Vergi Oranı) + Amortisman- Duran Varlık Yatırım Harcamaları-
İşletme Sermayesi

1.2.4.1.2.Öz Sermayeye Olan Serbest Nakit Akımları (Fcf_e)

Öz sermayeye serbest nakit akımlarına göre firma değeri hesaplanırken; borç ve öz sermaye sahiplerine sağlanan serbest nakit akımları dikkate alınmaz. Bu yöntemde sadece özsermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları iskonto oranıyla bugünkü değerine indirgenir. Bu yöntemde ele alınan nakit akımları özsermaye sahiplerine sağlanan nakit akımlar olduğundan dolayı, uygulamalarda iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti alınmalıdır.

Bir İşletmenin finansal yapısı incelendiğinde, firmaya özkaynak sağlayanların, pay sahipleri, şirkete ortak olmadan kredi sağlayan kreditorler, diğer kredi sağlayıcılar olduğu görülecektir. Özkaynak temini sağlayan pay sahipleri teorik olarak şirketten kâr payı elde etmek amacı güderler. Kredi veren finansal kurumlar ise faiz geliri elde etmek isterler. Her iki grubun da finansman sağlamadaki amaçları farklılıklar göstermektedir. Firma değerlemede, bu iki grubun durumuna göre farklı nakit akımları belirlenmekte ve

bu nakit akımlarına dayanarak firma değeri ve özkaynak değeri belirlenmeye çalışılmaktadır.

Bir İşletmenin sahibi olarak firmaya özkaynak sağlayan pay sahipleri kadar firmaya kredi sağlayan finans kurumları da düşünülmelidir. Her iki taraf da bu yatırımla taşın altına ellerini koymaktadır. Bu iki taraf elbette ki farklı beklentilerle hareket etmektedir. Şirkete özkaynak sağlayan pay sahipleri ve şirkete kredi veren kuruluşlara ifade ettiği firma değerinin toplamı olduğundan, şirket değeri, şirketin net kredi borcu ve öz sermaye değerinin toplamı olarak belirlenebilir. Burada dikkat edilmesi gereken, şirket değeri belirlenirken, şirketin net borcu ve sağlanan özkaynağın değerinin toplamı hesaplanmaya çalışılmak olmalıdır. Bu durum aşağıdaki gibidir;

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Özkaynak Değeri} + \text{Net Borç Değeri}.$$

Özkaynağa serbest nakit akımı, gerekli olan gerçekleştirilmiş işletme ve sabit sermaye yatırımları, ödenmiş anapara taksitleri, faizler ve bütün faaliyet giderlerinden sonra firma öz kaynaklarına sahip ortaklar için uygun olan nakit akışıdır (Pinto vd, 2010: 147).

Yine Özkaynağa olan serbest nakit akımlarını aşağıdaki formüllüde bulabiliriz;

$$\text{FCFE} = \text{Net Kar} + \text{Amortisman} - \text{Sermaye Harcamaları} - \text{İşletme Sermayesi} - \text{Borç Anapara Ödemeleri} + \text{Yeni Borçlanmalar}$$

Tezimizin temelini oluşturan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine ve uygulama aşamalarına çalışmamızın ikinci bölümünde geniş bir şekilde yer verilecektir.

1.2.5.KARMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Çalışmamızda bahsedilen değerleme yaklaşımlarına ilişkin çeşitli değerleme yöntemleri mevcuttur. Her bir yaklaşım ile net bir ilişkisi olan yöntemler o yaklaşımın değerleme yöntemlerinde anlatılmıştır. Ancak kimi yöntemler birkaç yaklaşımı da içermektedir.

1.2.5.1. Değerlemede Ağırlıklandırma-Berliner Modeli

Yöntem, daha önce açıklanan nakit akımları ile net aktif değeri yöntemlerinin, değerlemesi yapılacak işletmenin yapısına göre, ağırlık katsayıları ile ağırlıklandırılarak değer tespitine yöneliktir.

Yöntem formüle edilecek olursa;

$$V_b = V_a * k + V_n (1-k)$$

Formüldeki değişkenlerin açıklaması aşağıdaki gibidir.

V_b : Varlığın ağırlıklı ortalama değeri

V_a : Net aktifler temel alınarak hesaplanan değer

V_n : Nakit akımları temel alınarak hesaplanan değer

k : Ağırlık katsayısı

Yöntemde kullanılan " k " ağırlık katsayısı değerlendirilen işletmenin yapısına göre 0,5'ten büyük veya küçük olması gerekecektir. Eğer işletmenin gerçek değerine net aktif yöntemi ile daha yakın ulaşılabileceği düşünülüyorsa " k " katsayısı 0,5'ten büyük, aksi durumda 0,5'ten küçük olacaktır (Cingöz, 2014: 116).

1.2.5.2. Şerefiyeyi Temel Alan Değerleme Yöntemi

Yöntem daha önce açıklanan net aktif yönteminin çok istisnai durumlar dışında faal bir işletmenin değerini doğru olarak yansıtamayacağını gerekçesiyle geliştirilmiştir. Ayrıca nakit akımları yöntemi ise işletmenin özvarlıklarını dikkate almamaktadır.

Yönteme göre faal bir işletmenin değeri işletmenin net aktifleri toplamından daha büyüktür.

D : Faal bir işletmenin değeri

V : Net aktif toplamı olmak üzere

$D > V$ şeklindedir.

Gösterim eşitlik durumuna getirilirse

$$D = V + G$$

Şeklinde yazılabilir.

Bu yönteme göre eşitliği sağlamak için denklemin sağ tarafına gelmesi gereken unsur şerefiye olmaktadır.

Denklemin açık bir biçimde ifade edersek; faal bir işletmenin değeri o işletmenin net aktifleri ile şerefiye değerinin toplamına eşittir.

Şerefiye, değerlemesi yapılacak olan işletmenin, diğer işletmelerden farkının getirdiği ve bir anda gözle görülmesi olanaksız olan ancak bazı hesaplamalarla saptanabilecek bir kavramdır.

Şerefiyenin saptanması konusunda literatürde çeşitli yöntemler vardır. Bu çalışmada açıklanan yöntem "işletmenin sınırlı süreli fazla kazançlarının bugünkü değeri"dir. Yönteme göre, değerlemesi yapılacak işletmenin hesaplaması yapılacak dönem boyunca yıllar itibarıyla işletmenin kazançları öngörülüp bu tutardan aynı yıllar itibarıyla öngörülen sektör ortalama kazançları çıkarılıp iskonto edilmesi şeklindedir (Lalick,1984: 68).

1.2.6.GELECEKTEKİ BEKLENTİLERE DAYALI DEĞERLEME YÖNTEMİ

Firma değerlemesinde geçmiş ve bugünkü verilere dayalı değerlendirmelerin yanında firmanın gelecek dönem beklentileri de kullanılmaktadır.

1.2.6.1.Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kar(Eva-Ep)

Değere dayalı yönetimin öneminin her geçen gün daha da arttığı günümüzde Ekonomik Katma Değer (EVA), bu yönetim anlayışının önemli unsurlarından biri olarak kabul edilmektedir. EVA, şirketin ekonomik kâr yaratma yeteneğini ölçmeye yarayan finansal bir göstergedir. Bir başka deyişle sermayenin maliyetini aşan kazanç olup, bu durum hisse senedi sahiplerinin servetinde gerçek artışı gösteren ölçü olarak kabul edilmektedir. Yatırımcılar açısından, şirketin sermaye maliyetinden daha fazlasını kazanmak çok önemli bir durumdur (Gürbüz ve Ergincan,2004:245).

Bu yöntemde, başlıca amaç şirketin belirli bir faaliyet döneminde yaratmış olduğu gelirin ne kadarının net olarak yatırımcıya kaldığını tespit etmektir. Bu amaç için yaratılan faaliyet gelirinden kârından söz konusu yatırım için kullanılan özkaynak ve yabancı kaynağın maliyeti düşülerek net rakamlar elde edilmeye çalışılmaktadır.

Bu yöntem şirketin bir dönemde elde ettiği ekonomik kâr tutarını belirlemeye çalışır. Diğer bir ifade ile Ekonomik Katma Değer veya Ekonomik Kâr kavramı sadece bir muhasebe döneminde elde ettiği ekonomik kârı ölçmeyi amaçlamaktadır. EVA bir değerlendirme modeli olmamakla birlikte, değerlemede kullanılan bir ölçüttür. Şirket değer tespiti için yapılan değerlendirme çalışmasında sadece bir veri olarak kullanılmaktadır.

EVA muhasebe kârından farklı bir kavramdır. Ayrıca EVA muhasebe verilerinden yararlanılarak hesaplanmaktadır (Cingöz, 2014: 98).

EVA, farklı işlem bölümlerinin performansının belirlenmesinde, birçok şirketin bu modeli bir iç performans ölçme aracı olarak benimsemesinin nedenini açıklayan basit ve güçlü bir araçtır (Pike ve Neale; 2006: 112).

Bir firma, sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri elde etmedikçe, zarar ediyor demektir. Fakat kimi işletmeler bazı durumlarda, gerçekte zarar etmesine rağmen, kâr elde ediyor gibi vergi ödemek durumunda kalmaktadırlar. Bunun nedeni, yabancı kaynağın maliyetini dikkate alan muhasebe kârı, özkaynak maliyetini dikkate almamakta ve ortaya kâr çıkmaktadır. Birçok yönetici muhasebe kârı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Oysa gerçek kâr, özkaynak maliyetini de dikkate alan EVA ile hesaplanan gerçek kârı dikkate alınmalı ve yöneticiler EVA üzerinde durmalıdır (Sipahi 2011, s:129).

EVA formülünü aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır (Thomas ve Gup, 2010: 173; Koller, Goedhart ve Wessels: 2010: 117);

$$EVA = TC \times (ROI - WACC) \text{ veya}$$

$$EVA = NOPAT - C\% (TC)$$

NOPAT: Vergi sonrası net faaliyet kârı(Net Operating Profit After Tax)((EBIT*(1-t))

EBIT : FVÖK-Faiz ve Vergi Öncesi Kâr

t : Vergi oranı(%)

C% : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

TC: Yatırılan Toplam Sermaye

ROI: Yatırılan Sermayenin Getiri Oranı

EVA formülünden görüldüğü gibi, EVA, vergi sonrası faaliyet kârından yatırılan toplam sermaye ile ortalama sermaye maliyetinin çarpımının çıkarılması sonucunda bulunmaktadır.

Formül detaylı olarak aşağıdaki gibi de gösterilebilir. (Young ve O'Byrne, 2001:35):

Detaylı EVA Formülü

$$\begin{aligned} & \text{Net Satışlar} \\ & \text{Sermaye Maliyeti (-)} \\ & \text{Faaliyet Giderleri (-)} \\ & \text{Faaliyet Karı (Faiz ve Vergi Öncesi} \\ & \text{Kar)(EBIT)} \\ & \text{Vergiler (-)} \\ & \text{Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı} \\ & \text{(NOPAT)} \\ & \text{Sermaye Giderleri (Toplam Sermaye} \times \\ & \text{Sermaye Maliyeti)(-)} \\ & \text{Ekonomik Katma Değer (EVA)} \end{aligned}$$

Yapılan uygulamalardan sonra bulunan tutarın pozitif olması durumunda firma katma değer yaratmış demektir. Negatif olması durumunda ise firma değer yaratmıyor; aksine mevcut sermayesini tüketiyor veya daha önce yarattığı katma değeri kullanıyor anlamına gelmektedir.

Ekonomik Katma Değer yöntemi (EVA) aşağıda belirtildiği özellikler nedeniyle önemli bir tekniktir (Chambers, 2009:30).

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

1.2.6.2.Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Modeli (Cfroi)

Yatırımın nakit akım karlılığı yöntemi (CFROI), danışmanlık firması olan HOLT Value Associates tarafından EVA yöntemine alternatif bir yaklaşım olarak geliştirilmiştir. Yatırımın nakit akım karlılığı yöntemi firma yatırımlarından elde edilebilecek geri dönüşleri sağlıklı bir biçimde tahmin etmeye çalışır. EVA parasal kavramla ifade edilebilirken, CFROI bir getiri değeridir ve parasal kavramla ifade edilememektedir. CFROI genellikle bir oran belirtmektedir. CFROI’ de bir şirketin yatırımcıları için mevcut vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımlarıyla, söz konusu yatırımcılar tarafından yapılan enflasyona göre düzeltilmiş brüt nakit akımı karşılaştırılmaktadır (Fernandez, 2002:275).

CFROI yaklaşımında aşağıdaki unsurlar dikkate alınmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:320).

- Bu yaklaşım, iç verim oranı (IRR) kadar anlaşılabilir olmasa da IRR ile aynı biçimde hesaplanır.
- Bu yaklaşım, nakit akımlarına bağlı olup buradan artış miktarı hesaplamalarının etkilerini gidermede EVA’ dan daha fazla ileri gitmektedir.
- Bu yaklaşım, nominal getiri ölçüsü olmayıp reel (enflasyona göre düzeltilmiş) getiri ölçüsüdür.

CFROI genelde yıllık olarak hesaplanır ve şirketin sermaye maliyetine ve bununla birlikte hissedarlar için oluşturulan değere göre daha iyi bir getiri temin edip etmediğini belirlemek maksadıyla kullanılır. Firma için yatırımın nakit akım karlılığını hesaplamak için ihtiyaç duyulan dört temel nakit akım verisine ihtiyaç duyulur (Damodaran, 2002:878).

-Brüt Yatırım: Yatırımın başlangıcında duran varlıkların defter değerine birikmiş amortisman ve enflasyondaki gerekli değişikliklerin yapılmasıyla hesaplanır.

- Brüt Nakit Akımlar: Vergi sonrası faaliyet kârına amortisman gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin eklenmesiyle elde edilir.

- Duran Varlık Beklenen Yararlı Ömür: Yararlı ömür, yatırıma konu olan mevcut varlıkların ekonomik olarak kâr elde etme süresini ifade etmektedir.

- **Duran Varlık Beklenen Hurda Değer:** Yatırıma konu olan mevcut varlıkların yararlı ömürleri sonundaki değerinin bugüne indirgenmiş değerini ifade etmektedir. Kısaca, başlangıç yatırımının belli bir yüzdesi olarak hesaplamaya alınabilir.

Yatırımın nakit akım karlılığı, yukarıda belirtilen nakit akımlarından ikinci ve dördüncüsünün toplamını, birincisine eşitleyen iç verim oranını ifade eder.

Şirketin değerini belirleyen esas itibarıyla üç unsur vardır. Bunlardan ilki olan mevcut varlıkların nakit sağlama gücüne göre; yüksek nakit yaratma gücü yüksek firma değeri getirecektir. İkinci unsur, gelecekte şirketin büyümesini sağlayacak olan ara dönem yatırımlarının istekliliği ve bu yatırımların kalitesidir. Gelecekte diğer bütün değişkenler sabit olması durumunda, ara dönemdeki gelecek yatırımları şirkete fazladan nakit girişi sağlayacak ve firma değerini arttıracaktır. Üçüncü unsur ise sermaye maliyetinin yüksek olmasıdır. Yüksek sermaye maliyeti düşük firma değerine yol açabilecektir (Damadoran, 2002: 883). Çünkü görece olarak yüksek olan sermaye maliyeti gelecekteki muhtemel nakit akımlarının bugünkü değerini düşürecek ve firma değerini aşağıya çekecektir. Bu nedenle yatırımlar gerçekleştirilirken sermaye yapısı üzerinde durulması gereken çok önemli bir unsurdur.

Proje ömrünün sonunda varlıkların beklenen yenileme maliyetini karşılayacak yıllık ödeneğe “ekonomik amortisman” denir ve bu oran Yatırım Nakit Akımı Kârlılığı Modeli (CFROI) yönteminde kullanılmaktadır. Formüldeki “n”’in varlığın beklenen ömrü olması durumunda ekonomik amortisman aşağıdaki şekilde hesaplanabilir.

$$\text{Ekonomik amortisman} = \frac{\text{Enflasyon oranı (kc)}}{(1+kc)^n - 1}$$

Yukarıdaki ekonomik amortisman tutarının belirlenmesinin ardından yatırımın nakit akım karlılığı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Brüt Nakit Akışı} - \text{Ekonomik Amortisman}}{\text{Brüt Yatırım}}$$

1.2.6.3.Temettülerin Bugünkü Değeri Yöntemi

Gelecek beklentilerine dayalı şirket değerleme modellerinden biri de Temettülerin Bugünkü Değeri veya Temettülerin indirgenmesi Modeli olarak anılan modeldir. Bu modelde, bir hisse senedinin fiyatı, beklenen kâr paylarının bugünkü değerine eşit olduğu varsayımı üzerine inşa edilmiştir (İvgen, 2003: 50).

Bir yatırımcı bir hisse senedi satın aldığı zaman, bu hisse senedinden iki tür nakit akışı beklemektedir. Bunlardan ilki; hisse senedine sahip olduğu sürece *temettü almak*, ikincisi de hisse senedini elden çıkaracağı zamandaki *hisse senedinin satış fiyatıdır*. Hisse senedini elden çıkarma dönemindeki satış fiyatı, gelecekteki muhtemel kâr payı ödemelerine bağlı olduğundan, hisse senedinin cari değeri, sonsuz dönemde hisse senedinden elde edilen temettülerin bugünkü değeridir. Bu değer de aşağıdaki formül yardımı ile belirlenebilir (Damadoran, 2002: 322):

$V_0 =$

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPSt)}{(1 + ke)^t}$$

V_0 : Hisse senedinin bugünkü değeri

ke : Özkaynak maliyeti, Beklenen Getiri Oranı

$DPSt = Dt$: t dönemi hisse başı beklenen temettü

Yukarıdaki formülden de görüldüğü gibi, temettülerin bugüne indirgenmiş değerler toplamı, temettü elde edilen menkul kıymetin değerini oluşturur. Temettüleri bugüne indirirken, uygun bir iskonto oranı kullanılmalıdır. Söz konusu oran olarak, hisse senedinden *beklenen getiri alınabileceği* gibi, *ortalama sermaye maliyeti veya özkaynak maliyeti* alınabilmektedir.

Yatırımcılar hisse senedini satmadan önce temettüleri alacaklarını kabul etmektedirler. Satışın daha sonra olacağı kabul edilmektedir (Pinto vd., 2010: 94).

Bu modelde bir hisse senedinin fiyatı bulunduktan sonra, mevcut hisse senedi sayısı ile bulunan fiyat çarpılarak şirket değerine ulaşılabilir (Pinto vd., 2010: 96).

Temettü indirgeme Modeli aşağıda belirtilen durumlarda kullanılabilmektedir (Damadoran, 2002: 325);

- i. Kâr payı ödemesi yapmakta olan şirketler,
- ii. Öz sermayeye olan nakit akımlarının tahmin edilmesinin zor olduğu durumlar.

Temettü indirgeme modelinin, yıllar itibariyle temettü artışına bağlı olarak değişik uygulamaları mevcuttur. Bunlar (Pinto vd., 2010: 96):

- i. Temettülerin yıllar itibarıyla *değişmemesi hali*,
- ii. Temettülerin sonsuzda *sabit artış modeli* (the Gordon growth modeli),
- iii. Temettülerde *iki aşamalı büyüme modeli*,
- iv. Temettülerde *üç aşamalı büyüme modeli* (H Modeli)



İKİNCİ BÖLÜM- DEĞERLEMEDE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLAR YÖNTEMİ

Tez çalışmamızın birinci bölümünde İndirgenmiş Nakit Akışları Yönteminin genel hatlarıyla işleyişi, üstün ve zayıf yönleri ile, Firmaya ve Öz sermayeye olan Serbest Nakit Akımları kavramları üzerinde durmuştuk. Bu bölümde de şirket değerleme uygulamamız öncesinde İndirgenmiş Nakit Akışları Yönteminin Uygulama adımları üzerinden çalışmamıza devam edeceğiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine göre şirket değerlemesini uygulamamızda seçmemizin en büyük nedeni diğer yöntemlerle komple değerlendirildiğinde bu yöntemin şirket değerini gerçeğe en yakın ve en yüksek değerlerle vermesidir. Yüksek olan firma değeri şirkete kazandırdığı itibarla beraber işletmenin yapacağı ortaklık veya hisse satışı işleminde pazarlık gücü sağlamakta ve firmanın ihtiyaç duyacağı fonu talep etme aşamasında yatırımcısına önemli avantajlar sunmaktadır. Paranın zaman değerini de hesaba kattığı için firma değerinin tespitinde en çok uygulanan yöntem olan İndirgenmiş Nakit Akımı için etkin bir finansal planlamanın yanında şirketin faaliyet alanı ve finansal durumu konusunda bilgi ve birikim sahibi olan piyasa şartlarını yakından takip eden kişilere önemli avantajlar sunmaktadır.

Firmanın sahip olduğu varlıkların nakit üretebildiği sürede ve ölçüde değer ifade etmesi İndirgenmiş nakit akımları yönteminin temel ilkesidir. Böylece, şirketin geçmiş finansal tabloları baz alınıp geleceğe ilişkin nakit akımları tahmin edilerek, bu nakit akımlarının belli bir iskonto oranıyla bugünkü değere indirgenmesi sonucu firma değeri tespit edilmiş olur (İvgen, 2003: 43). İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firmanın serbest nakit akımı üretebilmesi çok önemlidir ve finansal performansın değerlendirilmesinde kardan daha iyi bir kriter olarak kabul edilir (Yılmaz, 2009: 188).

İndirgenmiş nakit akımı (INA) metodunda varlıkların değeri varlık tarafından üretilen gelecekteki nakit akışının mevcut değerine (MD) dayanarak hesaplanır. Bu nakit akışları risklerini temsil eden bir oran kullanarak indirgenir (Damodaran, 2010 :3).

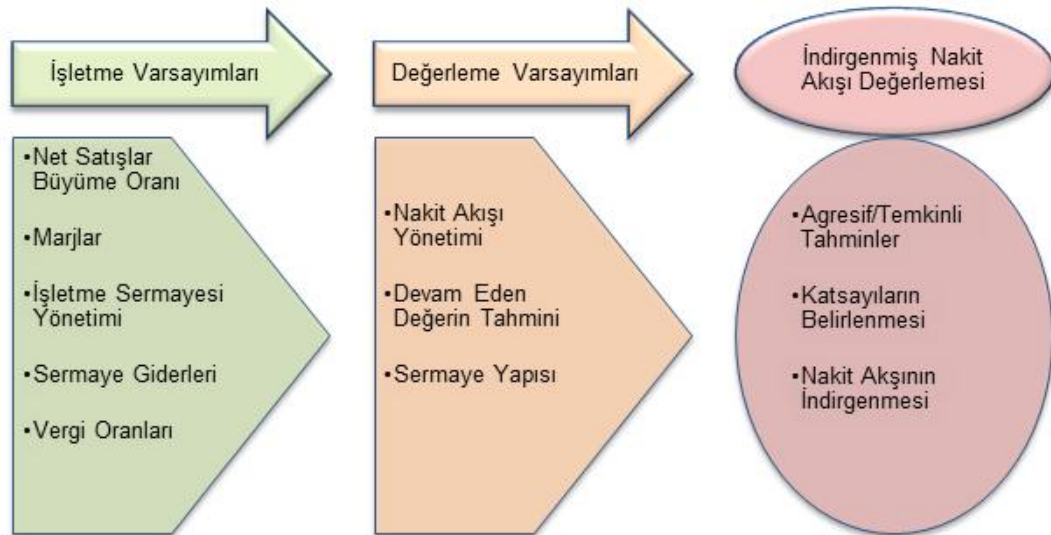
Bu yöntem genel olarak şöyle işlemektedir: Gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen serbest nakit akımları belirli bir süre boyunca, geçmiş finansal tablolardan faydalanıp, gelecek için proforma finansal tablolar oluşturularak bütçesi tahmin edilir. Geleceğe yönelik 3 ile 10 yıl arasında serbest nakit akımları tahmini yapılabilir. Bu tahmin,

değerlemeyi yapan değerlendirme uzmanının bakış açısı, şirketin yer aldığı sektörün durumu, firmanın dengeye ulaştığı olgunlaşma yılına göre değişir. Tahmin süresi gelecekle ilgili belirsizliklere yol açabileceğinden çok fazla uzun tutulmamalıdır (Pereiro, L, 2002, s.49). Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için bu süre 5 yılı geçmemelidir. Tahmin süresi sonunda artık bir değer (nihai değer- terminal value) hesaplanır. Bu değer sonsuza kadar belli bir büyüme oranıyla büyüyeceği ya da sabit kalacağı varsayılmaktadır. Serbest nakit akımlarının bugünkü değeri ile artık değer bugünkü değeri toplanır ve şirket değerine ulaşılmış olur.

Firma değerini belirlemek için, firmanın faaliyetlerindeki tüm projelerden elde edilecek gelecekteki nakit akımlarının mevcut değeri belirlenir (Penman, 2010). Ayrıca İNA metodundaki nakit akışları temettüleri, serbest nakit akışı (FCF) ya da hesap kazançları kullanarak tahmin edilebilir (Koller, 2005)

İndirgenmiş nakit akımı (İNA) metodunda iki yaklaşım vardır. Birincisi sadece finanse edilmiş öz kaynaklarca firmaya değer biçmek şeklinde yani özkaynak değerlemesi, bir diğeri ise lisans sahiplerinin hepsi dahil tüm firmaya değer biçmek şeklinde yani firma veya işletme değerlemesi (Damodaran, 1996). Bu çalışmanın odak noktası şirket değerlemesi olduğundan, birinci yöntem kısaca ele alınmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Metodolojisi, aşağıdaki şekilde de gözüktüğü gibi özetle Nakit Akışını ortaya çıkaracak varsayımlarla oluşmaktadır.



Şekil 1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin İşleyişi

Kaynak: <http://www.besfin.com/tr/makale-detay.php?uid=10191>

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi (İNA) Penman tarafından önerilen dört adım kullanılarak kurulabilir. İlk adım olarak, bir şirketin serbest nakit akışları geçmiş yıl verilerinden hareketle, ileriye dönük olarak tahmin edilmektedir. Bu süre gelişmiş ekonomiler için 10 yılı bulurken, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ortalama 5 yıl alınabilir. İkinci adım net mevcut değerleri (NPD) belirlemek üzere indirim oranı kullanarak sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti (WACC) ve serbest nakit indirimini belirlemesini içerir. Buna ek olarak, devam eden değer üçüncü adım olarak tanımlanır ve işletme değerinin belirlenmesi adım dördte açıklanmıştır. Son olarak, İNA yönteminin bir değerlendirmesi yapılır.

2.1.SERBEST NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI

Serbest nakit akımları, şirkete fon sağlayan pay sahipleri, diğer bir söylemle özkaynak koyanlar ile firmaya orta-uzun vadeli kredi veren finansör kuruluşlara olan nakit akımlarının toplamı olarak tanımlanabilmektedir.

Serbest nakit akışı, firmanın operasyonları ve nakit yatırımından elde ettiği nakit akışları arasındaki fark' dır (Penman 2010, s. 341). Bu sabit varlık ve işletme sermayesi yatırımlarından sonra yatırımcılar için kullanılabilir nakit akışıdır (Brealey ve Myers 2007). Negatif Serbest nakit akışları şirketin operasyonlarının kârsız olduğu anlamına gelmez, ancak bu şirketin hızla büyüdüğünün ve bu nedenle büyük yatırımlar yaptığının bir işareti olabilir. Şirket hızlı büyüme yatırımlarından ve sermaye maliyetinden daha fazla kazanç elde ettiği sürece iyidir (Brealey ve Myers 2007).

Bir şirketin gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmek amacıyla, öncelikle geçmiş finansal performansını değerlendirmek gereklidir. Şirketin değerinin ana unsurları: yatırılan sermayenin gelirleri (ROIC), büyüme oranı ve serbest nakit akışı tespit edilebilir. Dahası, performansı rakiplerle kıyaslamaya ek olarak eğer şirket büyüdü ise, şirketin üretilen bir değere sahip olup olmadığı sonucuna varmak da mümkündür. Ancak, ROIC ve İNA şirketin bildirilen finansal tablolarından doğrudan hesaplanamaz, bu nedenle bir şirketin işletme öğelerini, işletme dışı öğeleri ve mali yapısını belirlemek için bu tabloları yeniden düzenlemek gereklidir (Koller 2005).

Bir şirketin gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmek amacıyla, öncelikle geçmiş finansal performansını iyi analiz edip değerlendirmek gereklidir. Şirketin değerinin ana

unsurları: yatırılan sermayenin gelirleri (ROIC), büyüme oranı ve serbest nakit akışı olarak tespit edilebilir. İşletmenin performansı rakiplerle kıyaslama yapılarak eğer şirket büyüdü ise, şirketin üretilen bir değere sahip olup olmadığı sonucuna varmak da mümkündür. Serbest nakit akımları, şirketin bildirilen finansal tablolarından doğrudan hesaplanamaz, bundan dolayı bir şirketin işletme öğelerini, işletme dışı öğeleri ve mali yapısını belirlemek için bu tabloları yeniden düzenlemek gereklidir (Koller et. al, 2005).

Serbest nakit akımları, şirketlerin güçlü bir finansal yapıya sahip olmalarında ve belirledikleri hedeflere ulaşmalarında çok önemli bir etkidir. Firmanın bütçe yapısı nakit akımı ile ilgili bilgileri ortaya sağlam bir şekilde koymasını firmayı başarısızlığa götüren sorunların ortadan kaldırılmasına yarar. Şirket değeri ile nakit akımı arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Firmaların elde ettikleri nakit akımları üç başlık altında toplanır (Chambers, 2009: 168-169).

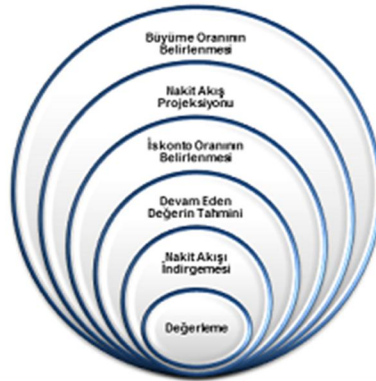
- 1. Faaliyetten doğan nakit akımları**
- 2. Yatırımdan doğan nakit akımları**
- 3. Finansmandan doğan nakit akımları**

İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminde değerlendirme sonucunu etkileyen en önemli faktörlerden birisi, nakit akımlarının gelecekte kaydedeceği büyüme oranlarını tahmin etmektir. Büyüme oranlarının tahmininde genellikle, ilgili İşletmeye ait geçmiş dönem tarihsel büyüme oranı verilerinden ve firmanın temel verilerinden yararlanılır (İvgen, 2003: 52).

Net nakit akışlarının belirlenmesinde tarihi veriler kullanılabileceği gibi, temel muhasebe verileri de kullanılabilmektedir. Büyüme oranlarının belirlenmesinde, firma kârlılık oranları, temettü ödeme politikaları ve şirket borçluluk düzeyi, diğer bir ifade ile kaldıraç seviyesi rol oynamakta ve belirleyici faktör olarak görev yapmaktadır (İvgen, 2003: 63). Serbest nakit akışının önemli bir bölümünü net kâr oluşturduğundan, net kârdaki büyüme oranı çalışmamızda anahtar bir değişken olarak yer almaktadır. Bu bakımından, bu kavramın öngörüsü öz sermaye kârlılığı ve dağıtılmamış kâr oranının bir fonksiyonu olarak ortaya konabilmektedir. Büyüme oranı iki varsayım altında hesaplanabilmektedir. Bunlardan ilki, öz sermaye kârlılığının zaman içerisinde sabit kalması ve ikincisi de öz sermaye kârlılığının zaman içerisinde artmasıdır.

Serbest nakit akımlarının hesaplanmasına yönelik olarak, halka açık şirketlerde nakit akımlarının hesaplanması daha kolayken, halka açık olmayan şirketler açısından hem nakit akımlarının belirlenmesi hem de büyüme oranlarının tahmin edilmesinde zorluklar yaşanmaktadır. Bugünkü nakit akışlarını hesaplarken, örneğin halka kapalı şirketlerde yönetimin ücretlendirilmesi ve sermaye karlılığı ayırımının yapılması oldukça zordur, çünkü genellikle şirket sahipleri aynı zamanda yönetici pozisyonunda görev almaktadırlar. Bundan dolayı, yönetici olarak şirketten düşük ücret alan şirket sahibi, şirket halka açıldığında daha yüksek ücretlendirme talep edebilir. Halka açık işletmeler için uygulanan katı özel durum açıklamalarının olmaması, halka açık olmayan firmaların mali tablolarının daha az güvenilir bulunmasına neden olabilmektedir. Halka açık olan şirketlere nazaran halka açık olmayan şirketler için ilgili tahmin sayısı ya az ya da hiç yoktur. Dolayısıyla halka kapalı şirketlerin büyüme oranlarını ve iskonto oranlarını belirlemek noktasındaki tahminler daha çok hata payı içermektedir

Şekil 2. İndirgenmiş Nakit Akışları Değerleme Adımları



Kaynak: <http://www.besfin.com/tr/makale-detay.php?uid=10191>

2.2. İSKONTO ORANININ HESAPLANMASI

İskonto oranı, paranın zaman değeri dikkate alınarak, ilerleyen dönemlerde elde edilecek nakit akışlarının bugünkü cari değerinin belirlenmesinde kullanılan bir indirgeme oranıdır. (Cingöz, 2014: 165).

Firmaya özgü iskonto oranının belirlenmesinde, firmanın yer aldığı sektörün özellikleri, kazancı, faaliyet alanları, işletmenin dönemsel değişikliklerden etkilenme oranı, rakip firmaların rasyoları, yeni yatırımlardan beklenen minimum ve alternatif

verimlilik oranları ile firmanın sermaye maliyetlerinden faydalanılmaktadır. Yine oranın belirlenmesinde tecrübenin çok büyük önemi vardır.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminde iskonto oranı en önemli parametrelerden biridir. İskonto oranındaki %1’lik fark bile şirket değerlerinde milyon dolarlık etkilere sebep olabilmektedir. Bu nedenle bu yöntemde uygun iskonto oranının seçimi firmanın değeri açısından çok önemlidir.

İskonto oranı temel olarak yapılacak yatırımdan beklenen getiriye ifade eder. “İskonto oranı, yatırım ve ülke riskini de içeren uluslararası kabul gören bir oran olmalıdır. İskonto oranını hesaplamak birkaç farklı değişkeni göz önünde bulundurarak nispeten karmaşık hesaplamalar yapmayı gerektirir. Ayrıca İskonto oranını belirlerken yatırımcıların beklediği risk primlerinin de hesaba katılması gerekir.

İskonto oranının hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki gibidir;

$$WACC = \frac{MV_e}{MV_d + MV_e} \cdot R_e + \frac{MV_d}{MV_d + MV_e} \cdot R_d \cdot (1 - t)$$

Formülde,

WACC: İskonto Oranı

Re: Sermaye Maliyeti

Rd : Borçlanma Maliyeti

MVe : Toplam Özkaynaklar

MVd: Toplam Finansal Borçlar

T : Vergi Oranı

Firma değerlemesinde kullanılan iskonto oranını aşağıdaki unsurlar belirler:

- Alternatif yatırım olanakları
- Konjonktürel risk faktörleri
- Firmanın faaliyet gösterdiği sektör ile ilgili risk faktörleri
- Şirketin sermaye yapısı

İNA hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı temelde özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti olmak üzere iki ana değişkenden yola çıkılarak hesaplanmaktadır.

İskonto oranı yalnızca firma değerlemede firma değerinin tespit edilmesinde veya ticari yaşamda senet değerlemesinde değil aynı zamanda, sermaye bütçelemesinde

yatırım kararlarının alınmasında oldukça önemli bir kullanım alanına sahiptir. Sermaye bütçelemesinde, iskonto oranı, proje için kullanılan kaynakların sermaye maliyeti veya yatırımcının projeden istediği en az beklenti olarak ifade edilmektedir (Sariaslan, 2010: 136.) Ayrıca sadece firma değerlendirme değil aynı zamanda tahvil değerlendirme çalışmalarında da kendine yaygın bir uygulama alanı bulmaktadır.

Bu oran belirlenirken son derece hassas davranılmalıdır. Çünkü oranın yüksek çıkması şirket değerini düşük gösterirken, oranın düşük çıkması ise firma değerini yüksek gösterecektir. Dolayısı ile yüksek maliyetlere yol açmamak için oranın doğru hesaplanması büyük önem taşımaktadır.

Nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, firmaya serbest nakit akımları yönteminde iskonto oranı olarak; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti yöntemi kullanılırken, öz sermayeye serbest nakit akımları yönteminde ise, iskonto oranı olarak öz sermaye maliyeti kullanılmaktadır.

2.3.AĞIRLIKLİ ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, firmanın gelecekte elde etmeyi beklediği nakit akımlarının günümüz değerine indirgenmesinde kullanılan oranı ifade etmektedir. İskonto oranı işletmeye yatırım yapanların söz konusu yatırımları karşılığında elde etmek isteyecekleri minimum getiri oranını ifade eder. Tezimizin bir önceki bölümünde de belirttiğimiz gibi firmaya olan serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti kullanılmaktadır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, borç ve özkaynak gibi kullanılan kaynakların her birinin maliyetinin ayrı ayrı ağırlıkları ile çarpılıp, bu değerlerin toplanmasından oluşmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti formülünde borçların vergiden sonraki maliyeti, vergiden önceki maliyetinden daha düşüktür, bu durum vergi avantajını yansıtmaktadır.

Uygulamada AOSM genellikle sabit olarak alınmaz çünkü faiz oranlarındaki değişme AOSM'yi değiştirir. AOSM değiştikçe firma değeri ve hisse senedi değeri de buna bağlı olarak değişir.

Öz sermayeye serbest nakit akımları için öz sermaye maliyeti kullanılırken, firmaya serbest nakit akımları için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanılır. Firmaya serbest nakit akımları değerlendirilirken ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin

esas alınmasının nedeni, öz sermayeye göre hesaplanan nakit akışlarıyla firmaya olan nakit akışlarının aynı tutarlarda olmasını sağlamaktır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, aynı zamanda yatırımcılar tarafından beklenen minimum getiri oranıdır (Fernandez,2002).

Yöneticiler, şirketin hisse senetlerinin fiyatını maksimum yapan sermaye yapısını seçmelidirler. Fakat sermaye yapısında bir değişikliğin hisse senedi fiyatını nasıl etkileyeceğini tahmin etmek zordur. Ancak ortaya çıkan odur ki, hisse senedinin fiyatını maksimum yapan sermaye yapısı aynı zamanda ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini minimum yapan bir sermaye yapısıdır (Brigham ve Houston, 1999: 617).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketlerin kullanmış oldukları kaynakların ki bunlar özkaynak ve orta ve uzun vadeli kaynaklar olarak dikkate alınmaktadır, ortalama maliyetidir. Bir şirketin imtiyazlı hisse senedi olmaması durumunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanabilmektedir (Ercan ve Bal, 2005: 214-215; Brigham ve Houston, 1999: 617).

$$WACC = \frac{MV_e}{MV_d + MV_e} \cdot R_e + \frac{MV_d}{MV_d + MV_e} \cdot R_d \cdot (1 - t)$$

$$WACC = K_a = w_e k_e + w_d k_d (1 - T)$$

Formüldeki değişkenler aşağıda verilmiştir.

WACC = k_a : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti,

w_e : Öz kaynağın toplam aktifteki oranı,

k_e : Öz sermaye maliyeti,

w_d : Yabancı kaynağın toplam aktifteki oranı,

k_d : Yabancı kaynak maliyeti,

T : Kurumlar vergisi oranı

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM), benzer riskteki alternatif yatırım araçları kullanılarak belirli bir yatırım ya da varlık tabanından elde edilmesi ekonomik olarak beklenen getiri oranıdır. Daha önce bahsettiğimiz gibi Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti firmaya serbest nakit akımlarını indirgemede kullanılır. İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin en önemli aşamalarından birisi iskonto oranını doğru olarak

belirlemektir. Çünkü AOSM’de olacak küçük bir değişim firma değerinde büyük değişimlere yol açacaktır. AOSM’yi başarıyla uygulamak için, yöntemin uygulanmasındaki süre, risk gibi girdilerin dikkatlice belirlenmesi gerekir (Koller,2005:297).

Aşağıdaki bölümler AOSM formülünün içeriğinde neler olduğu ve vergi sonrası özkaynak maliyetinin ve borç maliyetinin nasıl hesaplanacağını içerir.

Risksiz Getiri Oranı (Rf): İskonto oranının belirlenmesinde kullanılan en önemli çarpanlardan biri olan Risksiz Getiri Oranı sadece güvenli bir biçimde parayı kullandırmanın karşılığı olan faiz getirisidir. Başka bir tanımda; beklenen kazancı devamlı elde tutmaktan bir adım uzaklaşarak, yatırılan paranın ve faizinin geri dönüşüyle ilgili bir belirsizliğe katlanmadan elde edilebilecek net getiridir diyebiliriz.

Devlet iç borçlanma senetlerinin (devlet tahvillerinin) yıllık faiz oranı, geri ödeme riski olmayan getiri oranı olarak ele alınır. Devlet tahvillerine yatırılan anaparanın ve faizinin geri dönmesi ile ilgili bir güvensizlik ve risk bulunmadığı gibi, yatırılan paranın yönetilmesi yükü ve zorluğu da yoktur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı’nda işlem gören gösterge kâğıdın bileşik faizi, nominal risksiz getiri oranı olarak alınabilir. Risk getiri oranı hesabını Türkiye için yaparken IMKB 100 endeksini kullanmak mantıklı olabilir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 'in girdileri için yapmak zorunda olduğumuz en tartışmalı tahmin risksiz faiz oranıdır. Yine de burada ele almamız gereken iki sorun vardır. Bunlardan ilki; risksiz varlığın ne olduğu, ikincisi ise, hangi vadeyi kullanmamızın gerektiğidir. Maalesef ki Finansal Varlıkları Değerleme Modeli (CAPM) her iki sorunu yanıtlama da çok az bilgi sağlamaktadır (Titman ve Martin, 2010: 112).

Beta Katsayısı:

Sistematik riskin temel ölçütü betadır. Beta, toplam riskten ziyade çeşitlendirilmiş portföylerdeki spesifik riski ölçmektedir. Beta katsayısı, piyasa portföyünün getiri oranlarında meydana gelen değişimlere bağlı olarak, hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişiklikler arasındaki ilişkiyi göstermektedir (Hitchner, 2003:135).

Finansal Varlıkları Değerleme Modeli (CAPM) ‘inde bir bir finansal varlığın sistematik riskini beta (β) ifade eder. Beta katsayısı belirli bir hisse senedinin ne ölçüde pazarla birlikte hareket ettiğini gösteren bir sayıdır (Sümer ve Hepsağ, 2007: 5).

Beta katsayısı firmanın hisse senedinin getirisinin, firmanın kote olduğu borsa endeksinin getirisi ile regresyona sokulması sonucu bulunur (Damodaran, 2001: 196-197).

Beta katsayısı, değerleme yapılan şirketin halka açık olup olmamasına göre değişmektedir. Eğer firma halka açıksa beta katsayısı, borsa da açıklanan verilerle rahatlıkla hesaplanabilir. Eğer işletme halka kapalı ise onunla aynı risk profilinde bulunan halka açık şirketlerin en az üç tanesinin aritmetik ortalaması beta olarak kullanılabilir. Bu firmaların betasını kullanırken kaynak yapılarının benzer olması gerekmektedir. Firmaların beta katsayılarının birbirlerinden farklı olmasının sebepleri aşağıda sıralanmıştır:

- şirketlerin bulunduğu endüstrideki koşulların şirketin karlılığına olan etkisi,
- şirket Sabit giderleri (Faaliyet Kaldıracı),
- şirket Borçlanma düzeyleri (Finansal Kaldıraç),

Borçlanma Maliyeti

Borçlanma maliyeti bir firmanın mevcut ortalama borçlanma maliyetini ifade eder. Borçlanma maliyeti sonucunda oluşan faiz giderleri vergi matrahından düşürülebildiği için bir firmanın borçlanma maliyetinin, gerçek ve doğru çıkması için vergi sonrası borçlanma maliyeti baz alınmalıdır.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti (Rd)= Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti x (1 – Vergi Oranı)

Borç maliyeti bir şirketin borç para almak için ödediği orandır (Damodaran, 2009). Borç maliyetini hesaplamak için gerekli 3 tane faktör vardır: Risk serbest oranı, serbest yayılma ve vergi oranı (Damodaran, 2010). Risk serbest oranı CAPM’la ilgili olarak aşağıda ele alınmaktadır. İkinci faktör varsayılan yayılma değerlendirilecek şirkete bağlı olarak seçilen üç yol ile belirlenir: a) Eğer bir şirket olağanüstü tahvillere sahip ise borç maliyeti şirketin uzun dönem tahvillerine mevcut pazar faiz oranı uygulayarak hesaplanabilir (vadeye getiri) b) Bir firma Moody's veya Standard and Poor (S & P) gibi derecelendirme kurumlarından tahvil derecelendirmesine sahipse varsayılan yayılma değerlendirmesi bu derecelendirmelere dayanarak hesaplanabilir (Steiger, 2010) c)

Firma derecelendirmemiş ise, yapay derecelendirme firmanın faiz kapsama oranı (EBIT/ Faiz gideri)'na dayanarak yapılabilir (Damodaran, 2009)

Borç maliyetini belirlemek için son kısım vergi oranıdır. Borçtaki faiz ödemeleri vergi belirlenmeden önce gelirden çıkarılır, bu nedenle borç almak vergi kalkanı olarak hareket edebilir (Brealey & Myer 2007). Vergi sonrası borç maliyeti için formül şu şekildedir (Damodaran, 2010):

Vergi sonrası borç maliyeti= (Risksiz oran + varsayılan yayılma) x (1- marjinal vergi oranı)

Borçlanma Maliyeti formülü

$$K_d = r_f + R_{Pd}$$

R_f: Risksiz Getiri oranı

R_{Pd}: Borç Risk Primi

Vergi kalkanı haricinde borcun avantajları anapara ve faiz ödemelerini karşılamak için yöneticileri etkin şekilde çalışması için taahhüt ettirmek, borç verenleri şirketi izlemesi için teşvik etmek şeklinde sıralanabilir (Binsbergen 2010). Faiz giderleri vergiden düşülebilir olsa da şirketler, mali sıkıntı (Scholze, 2010) gibi aşırı borçlanma dezavantajlarından dolayı maksimum miktarda borç almaz. Borç finansmanının açık maliyet ve örtülü maliyeti de vardır; açık maliyet tahvil sahiplerinin şirketlerden talep ettiği faiz oranıdır ve örtülü maliyet bir firma borç aldığı zaman öz kaynağının daha riskli hale gelmesi ve bu nedenle bu riski dengelemek için özkaynak sahiplerinin daha yüksek getiri talep etmesi gerçeği ile ilişkilidir. (Brealey & Myers 2007).

Öz Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlenmesinde bir faktör olan özkaynağın, diğer bir deyişle öz sermayenin maliyetinin ortaya konabilmesi için bilançoda yer alan özkaynak kalemlerinin neler olduğu tespit edilmeli ve her birinin maliyetlerinin hesaplanarak çalışmaya katılmalıdır.

Özkaynak maliyetini belirlemede kullanılan çeşitli yöntemler belirli kısıtlamalar ve varsayımlara dayanması nedeni ile çalışmayı yapan uzman kişinin, bu modellerden ayrı olarak, ekonomideki cari faiz hadleri, yatırımın risk düzeyi, ortakların veya muhtemel ortakların şirketten bekledikleri minimum getiri oranı, şirketin marjinal sermaye

maliyeti, sektördeki benzer şirketlerin kârlılık oranları ve fırsat sermaye getiri oranlarını dikkate almalıdır (Öztürk, 2003: 73).

WACC formülüne genel bakış

Daha önce bahsedildiği gibi WACC her bir güvencenin firma Pazar değerinde orantısal olarak ağırlıklandırılmasından dolayı firma güvenceleri üzerinde (örneğin özkaynak, borç ve tercih edilen stok) beklenen getiri oranıdır. WACC formülü eğer firma sadece sermaye yapısında borç ve özkaynak gibi iki güvenceye sahipse genellikle şu şekilde yazılır; borç maliyeti bono sahipleri tarafından gerektirilen mevcut pazar faiz oranı ve özkaynak masrafı firma stoğundan beklenen getiridir. Eğer bir firmanın sermaye yapısı değişirse, bono sahipleri tarafından istenen getiri oranı da değişecektir, örneğin eğer bir şirket çok borca sahip olursa bu daha önceden bahsedilen risk için dengelenecek daha yüksek getiri gerektirir. Fakat bu otomatik olarak WACC' nin yükselteceğini göstermez. Miller ve Modigliani (MM) tarafından yapılan araştırma şirketin vergi ödemediği varsayılırsa WACC' nin borç ve özkaynak değişikliklerine bağlı olmaksızın aynı kalacağını iddia eder (Brealey & Myers 2007)

Ayrıca WACC formülündeki uygun sermaye yapısını belirlemek için, şirketin mevcut sermaye yapısı yerine hedef ağırlıklarını kullanmak önemlidir. Bu daha önce bahsedildiği gibi şirketin sermaye yapısının değişebileceğinden ve bugün kullanılan yapının borç seviyesi yükselebilir olan firmalar için vergi kalkanlarının değerinin fazla tahmine sebep olabileceğindendir (Koller 2005). Şirketin hedef sermaye yapısının ilk önce mevcut sermaye yapısını inceleyerek ve daha sonra gelecek hakkında bazı beklentiler oluşturarak belirlenmesini önerir. (Koller 2005).

WACC'yi hesaplamak için, borcun vergi sonrası masrafı, özkaynak masrafı ve hedef değer ağırlıkları WACC formülüne eklenmiştir. Bu oran serbest nakit akışını ve devam eden değeri mevcuda indirgemek için kullanılır. Bu nedenle gelecek bölümde devam eden değerin hesaplanması ele alınmaktadır.

2.4.DEVAM EDEN DEĞER BELİRLENMESİ

Nakit akımlarının tahmin dönemleri sonundan, firmanın sonsuza dek alacağı değer, Devam Eden Değer (Terminal Value) olarak adlandırılır. Bu değer belirlendikten sonra

gerekli ekleme ve çıkartmalar var ise, bu hesaplamalar da yapıldıktan sonra nihai olarak firma değerine ulaşılır.

Bir şirketin faaliyetlerinde olgunluk seviyesine ulaşacağı, nakit akımlarında artık önemli bir değişimin yaşanmayacağı bir dönemi ifade etmektedir. Firmanın bu safhadan sonra yaptığı yatırımların, amortismanlarının, işletme sermayesindeki değişimlerin etkisinin sifıra yakın olacağı ve olgunluk safhasına ulaşan firmanın nakit akımlarının sonsuza kadar bu seviyede devam edeceği varsayımına dayanır. İşletmenin nakit akımlarında yaşanacak bu durağanlık için kaç yıla ihtiyaç duyacağı başka bir deyişle şirketin olgunluk seviyesine ulaşması için kaç yıla gereksinim duyduğunu belirlemek oldukça önemli olup, her firma için bu süre değişebilir. Ancak değerlendirme çalışmalarında genellikle 5-10 yıl arasında bir süre makul bir süre olarak kabul edilebilir. Biz çalışmamızda projeksiyon dönemimi 5 yıl olarak aldık.

Firma değerlemesinde Devam eden değer (DED) doğru belirlenmesi son derece önemlidir. Devam eden değer açık dönemlerdeki değerden daha fazla olmalıdır. Bunun sebebi firmanın açık dönemdeki nakit akışlarının detaylıca değerlendirilmesidir. Firmanın pazardaki optimal büyüklüğüne kadar projekte edilen serbest nakit akımları firmanın açık dönemdeki nakit akımlarını içermektedir. Devam eden değer kavramı değerlendirme çalışmalarını kolaylaştırmakta ve firmanın nakit akımlarını tahmin süresi sonra sabit bir büyüme hızına erişeceğini öngörmektedir. Pek çok şirket için işleyen teşebbüs değeri toplam firma değerinin yaklaşık %55'ine yakın bir değeri ihtiva etmektedir.

İNA yaklaşımında aksine bir beklenti yoksa projeksiyon döneminin son yılında elde edilmesi beklenen nakit akımlarının, sonsuza kadar aynı tutarda devam edeceği kabul edilir ve bunların toplamı da “Devam Eden Değer” olarak adlandırılır.

2.5.ŞİRKET DEĞERİNİN HESAPLANMASI

İNA yöntemine göre Şirket Değerinin hesaplanması şu şekilde bulunmaktadır:

İNA (Şirket Değeri) = (Projeksiyon Dönemi Nakit Akımları Toplamının Bugünkü Değeri) + (Projeksiyon Döneminden Sonsuza Kadar Devam Etmesi Beklenen Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri)

Bir formülasyona gerek duyarsak;

$$\dot{I}NA=(1.PYNA \times 1/(1+i))+(2.PYNA \times 1/(1+i)^2)+(3.PYNA \times 1/(1+i)^3)....(n.PYNA/(1+i)^n) + (1/(1+i)^n) \times (n.PYNA/i)$$

1.PYNA=1. Projeksiyon Yılı Nakit Akımları

2.PYNA=2. Projeksiyon Yılı Nakit Akımları

3.PYNA=3. Projeksiyon Yılı Nakit Akımları

i= İskonto Oranı

n=Yıl (Son Projeksiyon Yılı)

Kısaca ifade edilmesi gerekirse;

$$\sum \frac{NA(n)}{(1+i)^n} + \frac{1}{(1+i)^n} \times \text{Sonsuza Kadar Deva Edecek Nakit Akımları}$$

NA= Nakit Akımı

n= Yıl

i= İskonto Oranı

Projeksiyon dönemi boyunca elde edilmesi beklenen serbest nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı ile projeksiyon döneminden sonsuza kadar elde etmesi öngörülen nakit akımlarının toplamı bize şirket değerini verecektir

Tez çalışmamızın uygulama konusu dördüncü bölümünde şirket değerinin hesaplanması detaylıca açıklanacaktır.

2.6.YÖNTEMİN DEĞERLENDİRİLMESİ

İndirgenmiş nakit akışları analizine baktıktan sonra bu bölüm metodun genel olarak değerlendirilmesini içermektedir. İndirgenmiş Nakit Akışlar metodunun bir avantajı kolay anlaşılabilir olmasıdır; şirketin değeri gelecek nakit akışlarına bağlıdır (Morris, 1994). Bu metot açıklaması kolay olan gerçek ölçü niteliğindeki nakit akışlarına odaklanır. İndirgenmiş Nakit Akışlar metodu ayrıca şirketin hesaplama prensiplerine bakılmaksızın çalışır (Penman, 2010). Şirketi bu metodu kullanarak analiz ederken, analistçi şirketin büyüme ve riskine ek olarak şirketin değer sürücülerini tanımlayarak kullanışlı bir uygulama gerçekleştirir (Damodaran, 2010 3). Genel olarak, İndirgenmiş Nakit Akışlar metodu şirket değerlemesi için en iyi metot olarak algılanır eğer sadece şirket kar ediyorsa kullanılması yararlı olur (Russell, 2007).

İndirgenmiş Nakit Akışlar metodunun limitasyonları WAAC' YE ve devam eden değer varsayımlarına büyük bağlılık içerir bu daha önceden bahsedildiği gibi firma değerinde bu değerler üzerindeki küçük değişikliklerin büyük etkiye sahip

olmasındandır (Steiger, 2010; Copeland 2000). Bu nedenle, İndirgenmiş Nakit Akışlar metodu kolaylıkla istenilen sonucu elde etmek için analist tarafından manipüle edilebilir. Buna ek olarak şirketin gelecek nakit akışı, büyüme oranları ve indirim oranlarını belirlemek için birçok bilgi gerektirir. Diğer analitik araçlara ek olarak, İndirgenmiş Nakit Akışlar dikkatle kullanılmalıdır.

İndirgenmiş Nakit Akışlar modeli nakit dağıtımından nakit üretimine ilerler. Fakat sadece nakiti dikkate alarak ve diğer varlıkları göz ardı ederek İndirgenmiş Nakit Akışlar metodu şirket değerini dar bir açıdan ele alır. Bu değer üretimi yerine İNA'nın sadece nakit üretimine odaklanmasıdır (Gode & Ohlson 2006, p. 3).

Nakit akışı açısından sonucun gelecek yaratma potansiyelinin birleşme ve satın alma anlaşması isteyenler için ana amaç olduğunu aklımızda tutmalıyız. İndirgenmiş nakit akışı tahmin edilen gelecek nakit akışına göre şirketin mevcut değerini belirler. Öngörülen serbest nakit akışı (net gelir + amortisman / itfa- sermaye harcamaları – işleyen sermayede değişiklikler) şirketin WAAC'sini kullanarak mevcut değere indirgenir.

Aynı şekilde, İndirgenmiş Nakit Akışlar metodu o varlığın beklenen gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değere bir varlığın değerini ilişkilendirir. İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) analizi, gelecekteki serbest nakit akış projeksiyonlarını kullanır ve potansiyel yatırımı değerlendirmek için kullanılan bir bugünkü değere erişmek için WACC'yi kullanarak bunları indirger.

Buna ek olarak İNA, gelecekte satış büyümesi, marjinleri gibi bir şirket etkileyen faktörleri düşünmeyi gerektirir. Bize risksiz faiz oranına, sermayenin maliyetleri ve hisse senetleri riskine bağlı olan indirgeme oranını dikkate almamızı sağlar.

Kısacası İNA analizi ile gelen değer, mevcut yatırım maliyetinden daha yüksek ise, hedef şirketi edinme fırsatı iyi olabilir.

Şirketlerin "gerçek değerini" belirlemek için analistler ve değerlendirme uzmanları tarafından kullanılan örnek şu şekildedir. (João D. Cicarini Jr. S:40-43)

1. Varsayımların Belirlenmesi: Şirket hızlıca büyüyor veya gelişmiyor mu? Şirket sermayesinin maliyetinden daha büyük bir varlığına ilişkin getiri elde etmek mümkün olacak mı? Bu soruları cevaplarırken nakit akışlarını ne kadar yakın geleceğe dair tahmin etmemize yardımcı olacaktır. (Örneğin 1 yıl, 5, 10 yıl)

2. Gelir artışını tahmin etmek (varsayımlar): Şirketin piyasasının genişletildiğini veya akdedildiğini, satışı ilerleten yeni ürünler olup olmadığını veya fiyatlandırma değişikliklerinin, pazar payı olup olmadığını göz önünde bulundurmanız gerekir.

3. Serbest Nakit Akışını tahmin etme (varsayımlar): Serbest Nakit Akımları, gelirden işletme maliyetlerinin, vergilerin, yatırımların ve işleyen sermayedeki değişikliklerin çıkarılmasından sonra kalan miktara eşittir.

4. İndirim oranını hesaplama (=WACC): Serbest Nakit Akımları nı tanımladıktan sonra, Net Değeri hesaplamak ve bu nakit akışlarının bugünkü değerini görmek için bir indirim oranı belirlenmelidir. Şirket değerine (EV) ulaşmak için, bazı hesaplamalar yapılmalıdır:

a. Öz sermaye maliyeti (yatırımcılara tatmin edici olan bir hisse fiyatını korumak için şirketin yapacağı masraflar):

Öz kaynak maliyeti (RE) = Risksiz oran (Rf) + Beta (b) x Özkaynak Pazar risk primi (Rp)

b. Borç maliyeti (şirketin ödediği borcun oranı):

Borç maliyeti (RD) = Rf x (1 – kurumlar vergisi oranı)

c. Sermaye maliyetinin ağırlıklı ortalaması, borcun ve şirketin özkaynak oranına dayanmaktadır. WACC ne kadar düşükse, şirketin değeri o kadar artar.

$$WACC = (\% \text{ Özkaynak} \times RE) + RD (\% \text{ Borç} \times RD)$$

5. Terminal değerinin hesaplanması: tahmini dönemden sonra şirketin nakit akışlarının değerini hesaplama.

Terminal Değeri = Nihai öngörülen yıllık nakit akışı / (WACC – uzun dönem nakit akışı büyüme oranı)

6. Şirket değeri hesaplama (EV): Toplam şirket değerini bulmak için, serbest nakit akışının mevcut değerini alarak, Şirketin % WACC ile bölerek, sonuçları toplayın.

7. Öz kaynak rayiç değerini hesaplama: şirket öz kaynağının rayiç değerini bulmak için, net borcunu değerden düşmeliyiz.

Özkaynak rayiç değeri = EV – Borç

Eğer rayiç değerini hisse sayısına bölersek, şirket hisselerinin rayiç değerini buluruz. Eğer hisseler bundan düşük değerde işlem görüyor ise, yatırımcılar için alım şansı yaratır. Diğer bir yandan, hisse rayiç değerinden yüksekte işlem görüyorsa, işlem yapmanın iyi bir fikir olmadığını bir işareti olabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM- LOJİSTİK SEKTÖRÜ VE GENEL YAPISI

3.1. LOJİSTİK SEKTÖRÜ VE GENEL YAPISI

Lojistik, çok geniş kapsamlı bir kavramdır. Lojistik, genellikle taşımacılık olarak bilinmekle birlikte, son dönemlerde daha geniş anlamlarla kullanılmaya başlamıştır. Lojistik sektörü, yapı itibari ile bir hizmet sektörüdür. Tüm hizmet sektörleri içinde ele alındığında önemli bir ağırlığa sahip olduğu görülmektedir. Bunun sebebi hem sanayi hem de hizmet sektörlerini tamamlayıcı bir sektör olmasından kaynaklanmaktadır. Hammaddelerin başlangıç noktasından, malların tüketildiği son noktaya kadar gerçekleşen süreç içerisinde her türlü bilgi akışının sağlanması, depolama ve envanter faaliyetlerinin gerçekleşmesi ile sürecin hem verimli hem de en az maliyetli olacak şekilde planlaması ve kontrol altına alınmasıdır. Bundan dolayı lojistik kapsamında pek çok hizmet türü bulunmaktadır. Bu hizmet türlerini, taşımacılık, depolama, elleçleme, gümrükleme, sigortalama, ambalajlama, paketleme, Pop Lojistiği, stok ve envanter yönetimi ve tüketiciye özel spesifik hizmetler olarak belirtilebilir. Söz konusu hizmetler, lojistiği önemli bir sektör haline getirmiştir. Lojistik sektörü birçok ülkede hizmet sektörleri içinde en büyük paya sahip sektör durumundadır.

Artan ekonomik faaliyetler, dünya ticaretinde sınırların kalkması, ulaşım olanaklarının iyileşmesi gibi nedenlerle lojistik sektörü dünyada son yıllarda önemli gelişme gösteren bir sektör olmuştur. Yaşanan bu gelişmeler Türkiye' de de nasibini almış ve özellikle 1990'lı yıllardan itibaren firmalar, salt nakliye firması anlayışından lojistik hizmet üreten firma anlayışına doğru dönmeye başlamışlardır. Bunu yaparken de bazen kendi bünyelerinde çözüme giderken, bazen de yabancı ortaklıklar yolu ile kendilerini, yeni ihtiyaçlara cevap verebilecek seviye ve konuma çıkartmaktadırlar. Türkiye'de hızla gelişen ve yıllık artış oranı %20'ler civarında olacağı tahmin edilen bu sektörün ülke ekonomisine dolaylı ve doğrudan büyük katkılar sağlayacaktır.

Dünya da malların tedarik ve kullanım alanlarının birbirinden giderek uzaklaşmasına bağlı olarak lojistik sektörü, önemli bir rekabet aracı olarak görülmeye başlamış ve bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu sektöre olan ilgiyi arttırmış adeta ekonomilerin can damarı olmuştur.

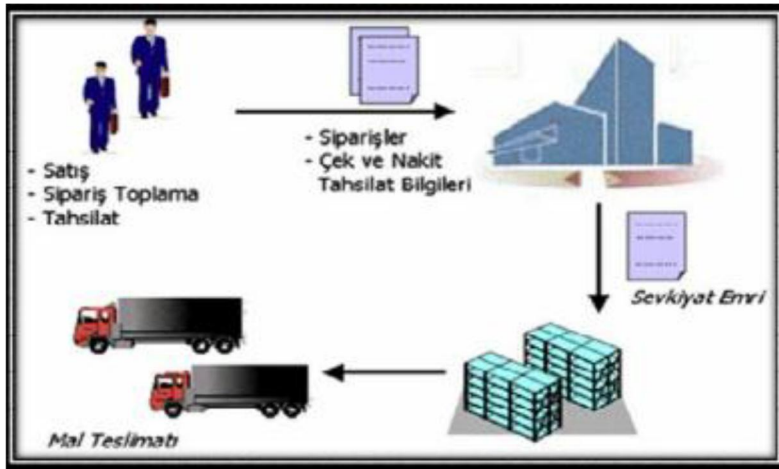
3.1.1. LOJİSTİĞİN TANIMI

Lojistiğin, ürünlerin (hammadde, yarı mamul madde, nihai ürün, vb) üreticiden tüketiciye hareket akışı, bu akışın koordinasyonu, farklı hizmet alanlarını kapsayacak şekilde planlanması ile ilgili bir bilim olduğuna yönelik görüşler son zamanlarda ağırlık kazanmış bulunmaktadır (Sujeta 2006, s:2).

İlk kullanım alanları 1700 lü yıllara kadar dayanan lojistik kavramı için yapılan çok farklı tanımlar bulunmaktadır. Geniş anlamda lojistik kavramı, “tedarik, üretim ve dağıtım faaliyetlerine yönelik olarak, kaynakların tahsis edilmesi ve kontrolü süreci” olarak tanımlanmaktadır (Canitez 2005).

Lojistik kavramı askeri literatürde olduğu kadar günümüz iş dünyasında da çokça sık kullanılan ve önem verilen bir kavram haline gelmiştir. Lojistik, tarih içinde çok uzun yıllardır fiilen kullanılan bir uygulamalar bütünü olmakla beraber, kavram olarak 20. yüzyılın başlarında ele alınmaya başlanmış ve iş dünyasındaki kullanımı 60’lı yıllarda görülmüştür. [Http://Www.İgeme.Org.Tr/Tur/Pratik/Lojistik.Pdf](http://Www.İgeme.Org.Tr/Tur/Pratik/Lojistik.Pdf), Erişim Tarihi:02.01.2009

Lojistik; müşterinin sipariş vermesiyle başlayan ve müşterinin ürünü kullandığı süre boyunca üretici firmaya hizmet verme yükümlülüğü yükleyen faaliyetler bütünüdür. Başka bir tanımda ise lojistik, doğru ürünün, doğru miktarda, doğru şartlarda, doğru yerde ve zamanda, doğru müşteride, doğru maliyette olmasını sağlamak ve garanti altına almaktır. Kısaca ifade etmek gerekirse, mal ve hizmet tedarikine ilişkin planlama, organizasyon, nakliye ve yönetim faaliyetlerinin bütünü olarak da ifade edilebilir (www.lojisticsworld.com).



Şekil 3. Lojistik Kavramı (<http://megep.meb.gov.tr>)

3.1.2.LOJİSTİĞİN AMAÇLARI VE İLKELERİ

Lojistiğin genel olarak amacı ürün, hammadde ve yardımcı malzemenin ihtiyaç duyulduğunda, ihtiyaç olan yerde, uygun koşullarda, en uygun maliyetle, ihtiyaç olan yere teslimatını sağlamaktır (Birdoğan, 2004:15). Üretimde çeşitliliğin, artan nakliye ücretlerinin, kanuni hükümlerin değişmesi ve gelişmesiyle lojistiğin günümüzdeki amaçları geçmişe göre farklılık göstermektedir. Bu gelişmeler lojistik kavramını ön plana çekmiş ve bunun bir sonucu olarak lojistiğe olan ilgi hızlı bir şekilde artmıştır (Uçar, 2007:4).

Üretimden, ticarete bütün iş kollarına hitap eden lojistik kavramı, özellikle ihracata yönelme durumunda bulunan firmaların işlerini kolaylaştırmada anahtar role sahiptir. İşletmelerde Lojistik birimi firmalara şunları kazandırmayı amaçlar (Menemencioğlu, 1999):

- İşletmelerin taşıma işlemleri yerine yeni pazarlara ve üretime yoğunlaşmalarına olanak sağlamak.
- Dünyanın istedikleri bölgelere daha etkin bir şekilde ürünlerinin zaman, fiyat ve kalite kriterlerine bağlı olarak ulaştırılmasını kolaylaştırmak.
- Her aşamada insan kaynaklarını daha etkili bir şekilde kullanıp, işletme maliyetlerinin azaltılmasını sağlamak.
- İşletmelerin depolama masraflarını, envanter yönetimi ve koruyucu ambalajlama konusunda maliyetlerini düşürmek.
- Her organize sanayi bölgesinde, daha büyük ve organize depolama ve taşıma hizmetleri ile dağıtım kanallarının daha verimli olmasını sağlamak.
- İşletmelerin taşınacak ürünlerinin bir araya gelmesiyle taşıma şirketlerine ve denizcilik acentelerine, ölçek ekonomisinden faydalanarak, aralarında rekabet yaratıp fiyat baskısı uygulamaktır.

Lojistik sektörünün başarıya ulaşması, lojistik faaliyetlerin belirli bir standartta gerçekleşmesine bağlıdır. Lojistik faaliyetlerin planlanması ve harekete geçirilmesi için temel lojistik ilkeleri rehber olarak kullanılmalıdır (Uçar, 2007:3). Bunlar;

- Globalleşme sürecinde lojistik hizmetlerin sağlanmasında, malzeme, hizmet ve kullanılan yöntemlerin uluslararası standartlarda olması gerekir.

- Lojistik faaliyetlerde sağlanacak olan işletme içi lojistik desteğin yeterli seviyede olması gerekir.
- En az maliyet sistemi oluşturularak, ekonomik olarak lojistik destek sağlanmış olmalıdır.
- Lojistik yönetim, değişen koşullara, amaçlara ve kavramlara uyum sağlayabilecek bir yapıda olmalıdır.
- Süreçlerin etkin bir şekilde ilerleyebilmesi için lojistiğin tüm alanlarında sadelik esas alınmalıdır.
- Sorunların önceden farkına varıp, sorunların erken giderilmesi için bilgi sistem teknolojisi kullanılmalıdır.
- Lojistik faaliyetler gerçekleştirilirken, planlamacılar ve müşteriler arasında koordinasyon sağlanmalıdır.

3.1.3. LOJİSTİĞİN UNSURLARI VE TEMEL LOJİSTİK FAALİYETLER

Lojistiğin unsurları, lojistiğin uygulandığı döneme ve sektöre göre farklılık gösterebilmektedir. Lojistik gereksinimler farklılaştıkça lojistik unsurlarda zaman içinde değişmiştir. Ancak genel olarak kabul gören ve tüm lojistik uygulamalarda sıklıkla görülen unsurlar aşağıdaki gibidir (Keskin M.H, 2006).

- Proje yönetim faaliyetleri (araştırma, tasarım, geliştirme, üretim süreci)
- Temin ve tedarik faaliyetleri
- Taşıma faaliyetleri
- Kalite faaliyetleri (kalite güvencesinin sağlanması, kontrolünün temini, emniyet standartları, deneme testleri)
- Kodlandırma faaliyetleri (dokümantasyon ve kodlandırma)
- Son işlem faaliyetleri (ambalajlama, yükleme, depolama, nakliye ve dağıtım, teslim ve tesellüm faaliyetleri)
- İşletme desteği faaliyetleri (sistem, malzeme, katalog, tedarik ve kontrat Yönetimi)
- İşletme idame desteği faaliyetleri (Bakım, onarım, yenileştirme faaliyetleri ve desteği.)

- Sağlık yönetimi
- İnşaat-emlak faaliyetleri (istihkam, inşaat-emlak)
- Çevresel faaliyetler (çevrenin korunması ve atıkların ekonomiye kazandırılması, ÇED)
- Bilişim faaliyetleri (bilgisayar benzeri bilişim teknolojisi ürünleri veri tabanları)

Ayrıca Lojistik kapsamında yapılan temel Lojistik faaliyetler aşağıdaki gibidir;

- Taşımacılık Faaliyetleri
- Depolama ve Antrepo Faaliyetleri
- Elleçleme Faaliyetleri
- Gümrükleme Faaliyetleri
- Sigortalama Faaliyetleri
- Stok ve Envanter Yönetimi
- Ambalajlama ve Paketleme Faaliyetleri
- Satın alma ve Müşteri Hizmetleri Yönetimi Faaliyetleri

3.1.4. TÜRKİYE'DE LOJİSTİK SEKTÖRÜNÜN GENEL DEĞERLENDİRMESİ

Türkiye ekonomisinde lojistik sektörü, önemli bir yere sahiptir ve bu önemini gün geçtikçe artırmaktadır. Özellikle artan dış ticaret hacmiyle daha da büyüyen sektör, 2010 yılı itibari ile GSYİH içinde yaklaşık %13 oranında bir pay almaktadır. Ancak sektörün geniş hizmet yelpazesi, ekonomi içindeki potansiyel payının daha yüksek olacağının sinyallerini vermektedir. Ülkenin ihracatta 2023 yılı hedefi olan 500 milyar seviyesine çıkması beraberinde bu sektörü çok daha ileri bir seviyeye taşıyacaktır.

Lojistik, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de her geçen gün önemini artıran bir sektör durumundadır. Dünya ticaretinde yaşanan hızlı gelişmeler ve özellikle 1980 sonrası Türkiye’nin ihracata dayalı büyüme stratejilerini benimsemesi sonucu artan dış ticaret hacmi, Türk lojistik sektörünün önemli adımlar atmasını sağlamıştır. Türkiye’nin özellikle jeo-stratejik ve jeo-politik önemi, sektörün önem kazanmasında büyük rol oynamaktadır. Coğrafi ve ekonomik açıdan bakıldığında, Ortadoğu ve Hazar

petrollerine yakın konumda bulunması, Türk Cumhuriyetleri ve Kafkasya ile sıcak ilişkileri ve bu ülkelerle ortak kültürel geçmişi, sektörü farklı bir yere taşımaktadır. Bununla birlikte, Türkiye'nin doğu-batı ve kuzey güney eksenlerinin kesişim noktasında bulunması, lojistik güç olma potansiyelini gün geçtikçe arttırmaktadır.

Lojistik sektörü, Avrupa'da yıllık %7–10, Kuzey Amerika' da %15, Asya ve Türkiye'de ise %20 'lik büyüme hızlarına sahiptir. Amerika Birleşik Devletleri'nde lojistik sektörünün gayri safi milli hâsıla içindeki payı %12 iken, bu oran Türkiye'de %1,5 civarındadır (Orhan Z, 2003 S:61)

Son zamanlarda Türkiye'de lojistik faaliyetler için yapılan harcamaların artış gösterdiği gözlemlenmektedir. Lojistik köyleri kurulması, yeni otoyollar yapılması ve lojistik amaçları yeni tren yolu hatları yatırımları yapılması harcamaların arttığını göstermektedir.

Tablo 1. Türkiye Taşıma Payları Açısından Mevcut Durum ve 2023 Hedefi

Taşıma Payları Ton-Km (Yurtiçi Yük)	Mevcut Durum (%)	2023 Sonu Hedefi (%)
Karayolu	80,63	60
Demiryolu	4,76	15
Havayolu	0,44	1
Denizyolu	2,66	10
Boru Hatları	11,51	14
Taşıma Payları Yolcu-Km (Yurtiçi Yolcu)	Mevcut Durum (%)	2023 Sonu Hedefi (%)
Karayolu	89,59	72
Demiryolu	2,22	10
Havayolu	7,82	14
Denizyolu	0,37	4

Kaynak: Ulaştırma, Denizcilik ve Haberleşme Bakanlığı, Türkiye Ulaşım ve İletişim Stratejisi- Hedef 2023

3.1.5. TÜRKİYE'NİN TAŞIMA MODLARINA GÖRE LOJİSTİK SEKTÖRÜNÜN DEĞERLENDİRİLMESİ

Türkiye gerek sahip olduğu coğrafi konumu gerek genç ve dinamik nüfusu sayesinde lojistik sektörü açısından dünyada önemli bir lojistik üs olabilecek durumdadır. Ama ne yazık ki Türkiye, sahip olduğu bu avantajları lojistik üs olma yolunda yeterince kullanamamaktadır. Coğrafi konumu itibarıyla bulunduğu bölgedeki pazarlara dağıtım yapabilecek durumda olan Türkiye, mevcut yasalardaki eksikliklerden, alt yapı

yetersizliklerinden ve yetkili mercilerin bu fırsatları yeterince kullanamamasından dolayı istenilen oranda başarılı olamamaktadır. Türkiye'nin mevcut yasalardaki eksiklikleri düzenlemesi, sektör için gerekli olan yatırımlara yönelmesi ve sektöre daha fazla önem verip öncelikli olarak sektörün master planını hazırlaması ile bulunduğu coğrafyadaki ülkelerin mallarını taşıyarak sahip olduğu iş potansiyelini daha da ilerletmesi beklenmektedir. (Kutlu ve Gür, 2008)

Ulaştırma sektöründeki atılımların bölgedeki gelişmeler göz önüne alınarak zamanında ve yeterli olarak planlanamamasının yanında, altyapı yatırımları için gereksinim duyulan finansmanın sağlanamaması nedeniyle lojistik alanında Türkiye istenen düzeye ulaşamamıştır. Lojistik sektöründe Türkiye ile yurt dışındaki firmalar arasında rakamsal olarak çok büyük farklılıklar mevcuttur. Yurtdışında büyük ölçekli lojistik firmalarının ciroları ortalama 1 milyar doları aşmaktadır. İngiltere'de ciroları 6,5 milyar doları aşan lojistik firmaları mevcuttur. Yurtdışında durum böyleyken Türkiye'de lojistik firmalarının ciroları birkaç yüz milyon dolarla sınırlı kalmaktadır. Türkiye'nin üç tarafının denizlerle çevrili olması nedeniyle istenilen düzeyde olamasa da denizyollarına yapılan yatırımlar, karayollarına son zamanlarda yapılan ciddi yatırımlar ve bölünmüş yollar, havayolları için yapılan yeni havalimanı çalışmaları yani tüm Lojistik modlarda Türkiye önemli ilerlemeler göstermiştir. Yapılan tahminlere göre Türkiye de lojistik faaliyetlerin toplam hacmi yaklaşık 30 Milyar ABD doları düzeyindedir. Lojistik sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin toplam cirosunun ise 6-10 Milyar ABD Doları arasında olduğu tahmin edilmektedir. En çok kabul gören tahmin 7 Milyar ABD Doları olmaktadır. Ayrıca lojistik sektörünün GSMH'ye katkısının 12 Milyar ABD Doları ve istihdamın ise 1,5 milyon kişinin üzerine de olduğu tahmin edilmektedir. Bu değerler sektörün Türk ekonomisi açısından önemini açıkça ortaya koymakta, Türkiye'nin içinde bulunduğu coğrafyanın lojistik üssü olması durumunda başta istihdam olmak üzere ülke ekonomisine önemli ölçüde katkısını arttıracaklarını açıkça göstermektedir (Orhan Z, 2003 S:61).

3.1.5.1.Karayolu Taşımacılığı

Türkiye’de en çok tercih edilen yük ve yolcu taşıma şekli karayolu taşımacılığıdır. Günümüz itibarıyla yolcuların %95’i ve ürünlerin %90’ı karayolu üzerinden taşınmaktadır. Otoyol ağı önemli ölçüde iyileştirilmiş ve otoyolların önemi nispeten artmıştır. Hükümet mevcut yolları daha da modernize etmeyi ve yeni yollar inşa etmeyi planlamaktadır. Türkiye, Karadeniz Ekonomik İş birliği Örgütü’ne üye 12 ülkeden geçmesi planlanan 7.140 km uzunluğundaki Karadeniz Otoyolu’nun inşaatına dahil olmuştur. Buna ek olarak, İstanbul’daki trafik sıkışıklığını hafifletmek için, İstanbul Boğazı’na üçüncü bir köprü inşa edilmesi planlamış ve bu planlarını 26 Ağustos 2016 tarihi itibari ile gerçekleştirmiştir. (Müsiad, Lojistik Sektör Raporu s:71)

Karayolları Genel Müdürlüğü’nün sorumluluğu altındaki yol ağı 28 Ağustos 2016 tarihi itibarıyla, 31.213 km (%48) devlet yolu, 33.065 km (%48) il yolu ve 2.159 km (%4) otoyol olmak üzere toplam 66.437 km’ye ulaşmıştır. Bu yolların 19.702 km’si bölünmüş yoldur. 100 km² alana düşen (kent içi yollar hariç köy yolları dâhil) karayolu ağı uzunluğu Türkiye’de 55 km düzeyindedir (Türkiye Ulaşım ve İletişim Stratejisi Hedef 2023, UDHB).

Türkiye; Asya, Avrupa, Orta Doğu ile Kafkasya arasında geçiş bölgesi olması sebebiyle stratejik önem kazanmakta; Avrupa ile Asya’dan gelen karayolu bağlantılarının geçişine imkân sağlamaktadır. Ayrıca bulunulan coğrafyanın sahip olduğu nüfusun 350 milyonu bulması Türkiye için önemli bir pazarın varlığını göstermektedir. Bu nedenle bölgesel ve bölgeler arası karayolu bağlantısını sağlamaya yönelik birçok uluslararası karayolu ulaşımı koridorlarının geliştirilmesi projesinde de yer almaktadır. Bu projeler AB, Birleşmiş Milletler (BM), Karadeniz Ekonomik İş birliği (KEİ), Ekonomik İş birliği Teşkilatı (EİT) ve Avrupa Kafkasya Ulaşım Koridoru (TRACECA) çatısı altında faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu projeler kapsamında Türkiye sınırlarından geçen uluslararası karayolu koridorlarının toplam uzunluğu 10.000 km’yi bulmaktadır. (T.C Kalkınma Bakanlığı Onuncu Kalkınma Planı- Lojistik Hizmetlerinin Geliştirilmesi 2014 s:8)

Dünyada kıtaları, ülkeleri ve kentleri en ekonomik, hızlı ve kesintisiz biçimde birbirine bağlama çalışmalarında karayolunun önemi büyüktür. Türkiye’nin AB, Kafkasya ve Ortadoğu ticaretinde karayolu taşımacılığı ön plandadır. Türkiye’nin dünyada artan taşıma talebi ve taşıt sayısına paralel olarak karayolu taşımacılık

faaliyetlerini küresel boyutta planlaması ve küresel ulaştırma koridorları ile entegrasyonunu sağlaması gerekmektedir. Türkiye'nin karayolu altyapısı diğer taşımacılık türlerine göre daha fazla gelişmiştir. Türkiye'de yurtiçi yük ve yolcu taşımacılığının büyük bir kısmı karayollarında yapılmaktadır. Gerek iç ve dış ticaret gerekse transit ticaretteki gelişim ve projeksiyonlar, karayollarının kapasite ve kalite açısından daha da geliştirmesini gerektirmektedir (Müsiad, Lojistik Sektör Raporu s:72)

Şekil 4. YİD Otoyol Projeleri(Yap-İşlet-Devret)



Kaynak: Ulaştırma, Denizcilik Ve Haberleşme Bakanlığı Türkiye Ulaşım ve İletişim Stratejisi- Hedef 2023

3.1.5.2. Demiryolu Taşımacılığı

Cumhuriyet döneminden önce yabancı şirketler tarafından yapılarak devralınan 3.714 km, 1923 ile 1950 yılları arasında inşa edilen 3.780 km demiryolu ile ana hat uzunluğu 1950 yılında 7.671 kilometreye ulaşmış ve bu dönemde demiryolları yük ve yolcu taşımacılığını rakipsiz olarak yürütmüştür. Dönemlere göre toplam yatırımlar içinde ulaştırma sektörünün payı %15,6-22,5 arasında değişirken, ulaştırma sektörünün yatırımları içinde demiryollarının payı ise giderek gerileyerek VI. ve VII. plan dönemlerinde yaklaşık %18'den %7,5 düzeyine düşmüştür. Demiryolu hem yük hem de yolcu taşımacılığında önemli avantajları barındıran bir ulaştırma sistemidir. Avrupa Birliği'nin, Türkiye İlerleme Raporu Kapsamında Ulaştırma Politikalarına göre; demiryolu eşya taşımacılığında öncelikli olarak demiryolu altyapısının

güçlendirilmesine, hukuki ve kurumsal çerçevede reformlara gereksinim bulunmaktadır. Devletin hizmet sağlayıcı kurumu olan Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryollarının (TCDD) pozisyonu, demiryolları, limanları ve pazarı rekabet açacak şekilde düzenlenmelidir (Müsiad, Lojistik Sektör Raporu s:72)

Yukarıdaki demiryolu taşımacılığı haritasına ek olarak 2013 yılı Ekim ayında Marmaray projesi faaliyete geçmiştir. 1987 yılında ilk geniş kapsamlı fizibilite etüdüyle projenin ana hatları belirlendi. Güncellemelerle proje aşaması 1998 yılında biten Marmaray'ın inşasına 2004 yılında başlandı. Marmaray, İstanbul'un Avrupa ve Asya yakalarındaki demiryolu hatlarını İstanbul Boğazı altından geçen bir tüp tünelle birleştiren 76 km'lik bir demiryolu iyileştirme ve geliştirme projesidir. Halkalı ile Gebze arasında çalışması planlanan hattın boğaz geçişini de içine alan, Ayrılık çeşme ve Kazlı çeşme arasındaki 14 km'lik bölümü 29 Ekim 2013 tarihinde hizmete açılmıştır. Açılan hatta 3'ü yeraltında olmak üzere toplam 5 istasyon vardır.

Bütün gelişmiş ülkelerde demiryolu ekonomik ve sosyal hayatın içerisinde. Demiryolu taşımacılığı güvenli, ekonomik ve çevre dostu bir taşıma türü olması sebebiyle kamu ulaştırma politikalarında daima önemli bir pay edinmiştir. Avrupa, Rusya, Çin ve ABD coğrafyasında son derece yoğun kullanılan bu taşıma türü Türkiye'de dünya ortalamalarının son derece altındadır. Türkiye'de uzun yıllardır ihmal edilen demiryolu taşımacılığı son on yılda hak ettiği ilgiyi almaktadır. Lojistik sektörü demiryolunu daha fazla kullanmak istemekle birlikte mevzuat ve altyapı sorunları şirketlerin elini kolunu bağlamaktadır. Avrupa yönüne yapılan karayolu taşımalarında karşılaşılan kota, vize gibi sıkıntıların bir ölçüde azaltılmasında alternatif olarak denizyolu ve demiryolu entegrasyonu sağlanmalıdır. Bununla birlikte Karadeniz'e kıyısı bulunan tüm ülkelerde demiryolu kullanımı son derece gelişmiştir. Ayrıca tarihi İpek Yolu ticaretini canlandırma hedefi içerisinde Orta Asya ve Ortadoğu ülkeleri ile gerçekleştirilen uzun mesafe taşımalarında da demiryolundan üst düzeyde yararlanılması gerekmektedir (Müsiad, Lojistik Sektör Raporu s:73)

Türkiye'nin Lojistik gelişme ve kalkınmasını Demiryolu taşımacılığı belirleyecektir.

Şekil 5. 2023 Yılına Kadar Yapılması Planlanan Yüksek Hızlı Demiryolu Hatları



Kaynak: Ulaştırma, Denizcilik Ve Haberleşme Bakanlığı Türkiye Ulaşım ve İletişim Stratejisi- Hedef 2023

3.1.5.3. Denizyolu Taşımacılığı

Hızla gelişen teknolojilere paralel olarak günümüz dünyasında deniz ve denizcilik; yük ve yolcu taşımacılığı başta olmak üzere, gemi inşa sanayi, liman hizmetleri, deniz turizmi ile bir ticaret ve hizmet dalıdır. Denizyolu ulaştırmasının faaliyet alanı uluslararası bir özellik taşımaktadır. Uluslararası siyasi, ekonomik gelişme ve koşullar deniz ulaştırmasının kural ve yöntemlerini belirlemektedir. Bugün dünya ticaretinin yaklaşık %80'i denizyolu ile yapılmaktadır. Denizyolu taşımacılığının diğer taşıma türlerine göre avantajları fazladır. Demiryolu taşımacılığına oranla 3,5 kat, karayolu taşımacılığına oranla 7 kat ucuzdur. Diğer avantaj ise özellikle sanayi hammaddesini oluşturan büyük miktarlardaki yüklerin bir defada bir noktadan diğer bir noktaya taşınması imkânını sağlaması olarak belirtilebilir. Türkiye limanlarının yaklaşık 150 gemilik yanaşma yeri kapasitesi vardır ve konvansiyonel taşımalara göre donatılmışlardır. Limanlarımızın başlıca avantajlı yönleri; Türkiye'nin 8.333 kilometreyi bulan sahil şeridi ile Asya ile Avrupa arasında köprü konumunda ve

uluslararası ulaşım yolları üzerinde bulunması ve yeterli karayolu ve demiryolu bağlantısının bulunmasıdır. Başlıca dezavantajlı yönleri ise; uzun vadeli ve istikrarlı bir ulusal ve uluslararası liman politikasının olmaması, mevzuatın ihtiyaca cevap verememesi, kontrol mekanizmasının yetersizliği, liman yönetiminde çok başlılık, yatırım gereksinimi, finansman ihtiyacı, altyapı ve üst yapı yetersizliği, limanların uluslararası standartta olmaması, etkin pazarlama ve tanıtım faaliyetlerinin olmaması, düzenli bilgi akışını sağlayacak Elektronik Veri Aktarımı (EDI) Sistemi'nin olmaması, esnek bir tarife yapısının olmaması, kapıdan kapıya taşımacılık sisteminin yetersizliği, büyüyen gemileri alabilecek rıhtım sayısının ve derinliklerin yetersiz olmasıdır. Kamu limanlarımıza, özellikle TCDD limanlarına (Haydarpaşa, Mersin, İskenderun, Derince, İzmir, Samsun ve Bandırma) deniz ticaret odaları, ticaret ve sanayi odaları, meslek kuruluşlarından önemli tepkiler vardır. Bu tepkiler, mevcut sistemin limanları uzaktan idare etmeye çalışması, özerk olmaması, bürokrasi, aşırı istihdama rağmen iş verimsizliği, eski araç ve yük donanımları, rekabete dayanmayan yönetim biçimi, yönetimde profesyonel kadrolardan çok politik kadrolar bulunması, gelişen teknoloji ve yük sistemlerine ayak uydurulamaması olarak sıralanabilir. (Müsiad, Lojistik Sektör Raporu s:74)

3.1.5.4.Havayolu Taşımacılığı

Türkiye’de havayolu kargo taşımacılığı hızla gelişmekte ve bu sektördeki oyuncuların sayısı gün geçtikçe artmaktadır. Altyapı eksikliği ve gümrüklerde yaşanan sorunlar olmasına rağmen havayolu taşımacılığı, en hızlı ve güvenilir taşıma türüdür. Taşıma maliyeti yüksek olduğu için, genellikle elektronik ürünler gibi değeri yüksek, tonajı düşük mallar ve kurye taşınmaktadır. Global ekonomide önemli bir paya sahip olan havayolu taşımacılığında kargo taşımacılığı ayrı bir alt taşıma türü haline gelmiştir. Geçmişte, yolcu uçakları ile taşınan havayolu kargosu için bugün özel kargo uçakları ve kargo havaalanları kullanılmaya başlanmıştır. (Zeybek 2007, s:8)

Uluslararası yük taşımacılığında yüksek maliyeti nedeniyle çok fazla tercih edilmeyen havayolu taşımacılığının, son yıllarda uluslararası rekabette hız faktörünün önem kazanması, uluslararası e-ticaretin artması ve küçük miktarı siparişler ile çalışılmasına bağlı olarak artış eğiliminde olduğu söylenebilir. Diğer taşıma türleri ile

kıyaslandığında 2009 yılı için dış ticarete ortalama %8 oranında tercih edilmekle birlikte, uygulanan politikalar ile bu oranın artacağı beklenmektedir.

Havayolu ile yük taşımacılığında, Türkiye diğer AB ülkeleriyle kıyaslandığında, Almanya, İngiltere, Hollanda ve Fransa'dan sonra havayolu ile en çok yük taşıması yapan beşinci ülke durumundadır (T.C.Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı 2009)

3.1.5.5.Boruhattı Taşımacılığı

Ham petrol, doğalgaz, gaz, benzin, motorin gibi enerji maddelerinin naklinde kullanılan bir ulaşım taşımacılık modudur. Boru hatları taşımacılığına 19. yüzyılın sonlarına Vladimir Shukhov ve Branobel (Nobel Kardeşler) şirketi öncülük etmiştir. En önemli avantajı büyük miktarda petrol ve doğalgazı başka bir bölgeye nakletmede en ekonomik yoldur. Demiryollarıyla mukayese edildiğinde gönderilen miktar başına daha az masraf ve daha yüksek kapasiteli nakliye dir. Boru hatları deniz altına da inşa edilebilir, her iki yöntemde ekonomik ve teknik yönden çok fazla dikkat gerektirir, çoğunlukla petrol denizlerde tanker gemileriyle taşınır. Bakü- Ceyhan Boru Hattı, Mavi Akım Boru Hattı gibi.

Türkiye coğrafi ve jeopolitik açıdan çok önemli bir konumda yer almaktadır. Türkiye dünyanın en büyük ham petrol ve doğalgaz rezervlerinin bulunduğu Ortadoğu ve Orta Asya ülkeleri ile Avrupa'nın ham petrol ve doğalgaz ithal eden ülkeleri arasında köprü konumundadır. Türkiye'nin bölge ülkeleri ile iyi ilişkileri ve Orta Asya ülkeleri ile tarihi ve kültürel bağları, bölgedeki önemini artırmıştır. 2003 yılı itibariyle dünya petrol rezervlerinin %63'ü Ortadoğu ülkelerinde bulunmaktadır. Ortadoğu petrol rezervlerinin yaklaşık %23'ü Suudi Arabistan'ın elindedir. Bu bölgede İran %11'lik payla ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye yukarıda özetlenen jeopolitik konumu nedeniyle çok çeşitli ham petrol ikmal kaynaklarına sahiptir. Bu konumuyla Doğu'nun enerji kaynaklarının Batı'ya aktarılmasında köprü görevi yapmaktadır. Son yıllarda Türkiye'de çeşitli boru hatları projeleri yürütülmektedir, bu projelerden Bakü-Tiflis-Ceyhan Ham Petrol Boru Hattı (BTC) Projesi ile, başta Azeri petrolü olmak üzere, Hazar Bölgesi'nde üretilcek petrolün emniyetli, ekonomik ve çevresel açıdan uygun bir boru hattı sistemi aracılığıyla Ceyhan'a taşınması ve buradan da tankerlerle dünya pazarlarına ulaştırılması amaçlanmaktadır. Güvenilir ve istikrarlı bir geçiş ülkesi olan Türkiye, coğrafi konumunun da vermiş olduğu avantajla, Hazar Bölgesi'nde üretilen

petrolün düşük fiyatla ve emniyetli bir şekilde taşınmasını sağlayacak olan Bakü-Tiflis-Ceyhan Ana İhraç Boru Hattı Projesi'ni geliştirmiştir. Bakü-Tiflis-Ceyhan ham petrol boru hattına paralel olarak Azerbaycan-Türkiye Doğalgaz Boru Hattı Projesi'ne ilişkin çalışmalar sürdürülmektedir. Ayrıca, Rusya ile yakın zamanda imzalanan Türk Akımı boru hattı projesi ile Türkiye ve Avrupa Birliği ülkelerinin enerji arz güvenliğinin sağlanması ve arz çeşitliliği yaratılması bakımından büyük önem taşıyan, yapımı halen devam eden Tap ve Tanap projelerinin bitmesi Türkiye'nin önemini fazlaca artıracak çok prestij projelerdir.

3.1.6.TÜRKİYE'DE LOJİSTİK SEKTÖRÜNÜN GÜÇLÜ VE ZAYIF NOKTALARI

Türkiye, sahip olduğu jeo-stratejik coğrafi konumu itibariyle yakın çevresinde lojistik hizmet verebilecek tek ülke olacaktır. Bu sebeple swot analizi yöntemiyle Türkiye de Lojistik sektörünün güçlü ve zayıf yönlerini ortaya koymaya çalışacağız. Bundan önce güçlü ve zayıf yön kavramlarının tanımını yapmak gerekir.

3.1.6.1.Swot Analizi Tanımı Ve Amacı

3.1.6.1.1. Swot Analizi Tanımı

Bir projede ya da bir ticari girişimde kurumun, tekniğin, sürecin, durumun veya kişinin güçlü, zayıf yönlerini belirlemekte, iç ve dış çevreden kaynaklanan fırsat ve tehditleri saptamak için kullanılan stratejik bir tekniktir. Bu teknik projenin ya da ticari girişimin hedeflerini belirlemeyi ve amaca ulaşmak için olumlu ya da olumsuz olan iç ve dış faktörleri tanımlamayı gerektirir.

SWOT kelimesinin açılımı ise İngilizce olarak,

S- Strength (Kurumun olumlu ve güçlü olan özelliklerinin belirlenmesi)

W- Weakness (Kurumun olumsuz veya zayıf olan özelliklerinin belirlenmesi)

O- Opportunity (Kurumun içte ve dışta sahip olduğu olanak ve fırsatları belirtmektedir)

T- Threat (Kurumun etrafındaki olası tehlike, risk ve piyasa tehditlerini belirtmektedir)

3.1.6.1.2. Swot Analizi Amacı

Swot analizi yöneticilerin, firmanın performansını önemli derecede etkileyen faktörleri anlamalarını ve bunlara nasıl tavır takınmaları gerektiğini belirlemelerini sağlar. Bu faktörlere kısaca "stratejik konular" denir. Stratejik konu örgütün herhangi bir çevresinde yer alan ve amaçlarına ulaşmasını etkileyen herhangi bir faktördür. Stratejik konuların tam olarak ayıklanmış şekilde üst yönetimin masasına ulaşması zordur. Genellikle SWOT sonrası elde edilen veriler yeni teknolojilerin belirlenmesi, pazardaki yeni eğilimler, yeni rakipler ve çalışanların motivasyon durumları şeklinde yönetimin masasına gelirler. Bunların strateji haline gelebilmeleri için yorumlanmaları ve bir anlamda stratejik yönetim diline çevrilmeleri gerekir. Yönetimin bilgisi, tecrübesi ve sezgileri sonucunda bu konular "kontrol edilebilir-edilemez", "üstünlük-zayıflık", "fırsat-tehdit" şeklinde sınıflandırılır. Bundan sonra yöneticiler birbirlerinin görüşlerini alırlar, stratejik konuyu nasıl değerlendirdiklerini belirtirler ve ne tür girişimlerde bulunulması gerektiğine karar verirler. Her stratejik konunun her örgüt için eşit derecede öneme sahip olmadığı açıktır. Bazı örgüt belli konulara diğerlerinden daha fazla hassastırlar. Hangi konunun örgüt açısından diğerlerinden daha önemli ve başarının belirleyicisi olduğunu belirlemek üst yönetimin karşılaştığı önemli bir güçlüktür. Farklı yöneticiler farklı görüşler öne sürerler. (<http://swotanalizi.com/swot-analizinin-amaci.asp>)

3.1.6.2. Türkiye'de Lojistik Sektörünün Güçlü Ve Zayıf Noktalarının Swot Analizi İle Değerlendirilmesi

Tablo 2. Türkiye Ekonomisinde Lojistik Sektörü İçin SWOT Analizi

Güçlü Yönler	Zayıf Yönler
· Türkiye ekonomisinin yüksek gelişme potansiyeli · Jeostratejik önem – Türkiye	· Fiyat odaklı rekabet yüksek kalitede hizmet sunan firmaları zorlamakta ve özellikle kamyon taşımacılığındaki kâr
- gelişmekte - olan Orta Doğu ve Türki - Cumhuriyetlerden Avrupa'ya uzanan	- marjlarını olumsuz etkilemektedir · Sektörde kayıt dışı şirketlerin
- yol üzerinde bir merkez konumundadır · Çok uluslu lojistik şirketlerinin	- bulunması · Özellikle demir yolu ve deniz yolu - altyapısında modernizasyon gereksinimi

ülkedeki varlığı yerel şirketlere bu çok uluslu şirketlerin teknik bilgi birikimlerinden faydalanma imkânı sunmaktadır · Türkiye’de Avrupa’nın en büyük kamyon filolarından biri ve gelişmiş bir karayolu taşımacılık sektörü bulunmaktadır · Firmaların tedarik zinciri oluşturma kabiliyetlerinin bulunması, · İşgücüne bağlı maliyetin düşük olması, · Firmaların lojistik eğitimi almış eleman çalıştırmaları Fırsatlar · Demir yollarının yeniden yapılandırılması verimliliği artıracaktır · Sektörün boyutu AB ülkelerine kıyasla önemli ölçüde küçüktür ve pazar henüz doymamıştır · Artan uluslararası ticaret · Türkiye’nin olası AB üyeliği ticaret hacimlerinin daha da artmasını sağlayacaktır · Yeni limanların inşa edilmesine uygun topografya · Nitelikli işgücündeki ve bilgi teknolojilerinden yararlanmadaki artış eğilimi	· Bilgi teknolojilerinin kullanımının yetersiz olması, · Kredi temininde güçlük yaşanması, · Firmaların limanlardaki altyapının iyileştirmesine yönelik yatırım yapmaması, · Lojistik üs oluşturmak için firmalar arası işbirliği olmaması, · Lojistik sektörünün geneline yönelik planlama ve politika eksiklerinin bulunması, Tehditler · Kamyon taşımacılığındaki kotalar, vize Sınırlamaları ve gümrük belgesi yükümlülükleri · Yunanistan gibi komşu ülkelerle rekabet · Yüksek derecede yatırım gereksinimi · Küresel ve bölgesel krizler · Yabancı firmaların piyasaya girme eğilimleri karşısında işletmelerin küresel rekabet güçlerinin düşük olması · Akaryakıt fiyatlarındaki sürekli artış · Küresel artan rekabete uyum sağlayamama
---	---

Kaynak: Saridoğan, Ayşe Atılğan (2013), “Lojistik Sektöründe Rekabet Gücü Odaklı Stratejik Maliyet Yönetimi”, Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi E-Dergi, C. 2, S. 2, s.76.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM- İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERLEMESİNİN LOJİSTİK SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMASI

4.1. UYGULAMA İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER

Bu bölümde, uygulamanın Amacı, uygulamanın kapsamı ve sınırları hakkında bilgiler yer almaktadır

4.1.1. UYGULAMANIN AMACI

Çalışma kapsamında Lojistik Sektöründe faaliyet gösteren bir işletmenin gerçek verileri kullanılarak firmanın İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre değerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Uygulamanın temel amacı değerlendirme yaptığımız şirketin uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcı ve satıcıların, herhangi bir baskı altında olmaksızın söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım satım değeridir.

Uygulamanın, orta vadede halka açılma planı olan işletmeye, firma değerinin indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanmasında yol göstermesinin yanında, sektörde halka açılmak isteyen başka firmalara da rehber niteliğinde bir çalışma olarak yer alması da hedeflenmiştir.

4.1.2. UYGULAMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun sırların saklanması ile ilgili 527. Maddesi gereği, gerçek verilerin kullanılmasına karşın gerçek şirket ismi kullanılmamıştır.

Bu nedenle uygulama çalışmamıza konu olan şirket ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti rumuzu ile çalışmamızda yer almıştır.

4.2. DEĞERLEMESİ YAPILACAK ŞİRKET İLE İLGİLİ BİLGİLER

Bu kısımda Şirketin Tanıtımı ve Faaliyet Alanı, Şirketin Mali Verileri hakkında bilgiler yer almaktadır.

4.2.1. ŞİRKETİN TANITIMI VE FAALİYET ALANI

ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti 2004 yılında, sektör deneyimi olan girişimcilerce Kocaeli bölgesinde kurulmuştur. Özellikle malzemelerin taşınması, elleçlenmesi, depolanması; olası aksaklıkların, sorunların çözüme kavuşturulması ve sorunlu malzeme onarımlarının sağlanması tanımına sahip olan P.O.P (Point of Sale Promotional) Lojistiği kavramına odaklanmıştır ve bu alanda faaliyetlerini yoğunlaştırmıştır.

Firma sektörde lider olmanın yanında yaptığı faaliyeti Uluslararası alana taşımayı hedeflemektedir.

Firma halen halka kapalı bir şirket olmakla beraber, artan işletme sermayesi ihtiyaçlarına bağlı olarak orta vadede halka açılmayı planlamaktadır.

4.2.2. UYGULAMA YAPILACAK ŞİRKETİN MALİ VERİLERİ

Bu kısımda Uygulama yapılacak olan ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti' nin Üç yıllık Bilançoları İki yıllık Gelir Tabloları ve Hesaplanan Net İşletme Sermayesi İhtiyacı tabloları kullanılmıştır.

4.2.2.1 ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti Bilançoları

Finansal Tablo Türü		Konsolide	Konsolide	Konsolide
Dönem		31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
V A R L I K L A R				
DÖNEN VARLIKLAR		4.840.750	5.293.827	5.007.499
Nakit ve Benzerleri		95.186	631.341	280.207
Finansal Yatırımlar				
Ticari Alacaklar				
- Diğer Ticari Alacaklar		4.055.056	4.115.448	4.445.128
- İlişkili Taraflardan Alacaklar		0	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar				
Diğer Alacaklar				
- Diğer Alacaklar		6.185	6.185	29.022

- İlişkili Taraflardan Alacaklar		0	0	0
Stoklar		639.772	371.541	157.754
Canlı Varlıklar				
Diğer Dönen Varlıklar		44.550	169.311	95.388
(Ara Toplam)				
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar				
DURAN VARLIKLAR		6.387.142	5.077.193	2.085.391
Ticari Alacaklar				
Uzun Vadeli İlişkili Taraflardan Alacaklar		26.968	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar				
Diğer Alacaklar				
Finansal Yatırımlar		0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar		0	0	0
Canlı Varlıklar				
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		2.725.207	1.395.000	
Maddi Duran Varlıklar		1.850.451	2.588.938	1.302.462
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		384.595	541.445	508.541
Şerefiye				
Ertelenmiş Vergi Varlığı		117.262	62.708	42.044
Diğer Duran Varlıklar		1.282.659	489.102	232.344
TOPLAM VARLIKLAR		11.227.892	10.371.020	7.092.890
K A Y N A K L A R				
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		4.995.894	4.203.124	3.357.038
Finansal Borçlar		1.825.388	183.704	1.274.996
Diğer Finansal Yükümlülükler				
Ticari Borçlar				
- Diğer Ticari Borçlar		2.479.138	3.500.056	1.600.886
- İlişkili Taraflara Borçlar		290.227	317.843	218.579
Diğer Borçlar		1.033	56.020	46.977
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar				
Devlet Teşvik ve Yardımları				
Türev Finansal Araçlar		0	0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		87.051	22.200	119.521
Borç Karşılıkları		0		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler		313.057	123.302	96.079
(Ara Toplam)				
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler				
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		3.285.749	3.319.232	1.881.614
Finansal Borçlar		2.699.441	3.005.690	1.671.393
Diğer Finansal Yükümlülükler				
Ticari Borçlar				

Diğer Borçlar				
Uzun Vadeli Diğer Ticari Borçlar		0		
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar				
Devlet Teşvik ve Yardımları				
Borç Karşılıkları				
Kıdem Tazminatı Karşılığı		586.308	313.542	210.221
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Ö Z K A Y N A K L A R		2.946.249	2.848.664	1.854.238
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR		2.946.249	2.848.664	1.854.238
Ödenmiş Sermaye		693.000	693.000	693.000
Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları		0	0	0
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)				
Sermaye Avansı		0	0	0
Hisse Senedi İhraç Pirimleri		0	0	0
Değer Artış Fonları			206.986	23.268
Yabancı Para Çevrim Farkları				
Finansal Riskten Korunma Fonu		0	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		87.119	50.980	14.458
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları		1.912.392	1.291.689	756.423
Net Dönem Karı/Zararı		253.737	606.009	367.089
AZINLIK PAYLARI		0	0	0
TOPLAM KAYNAKLAR		11.227.892	10.371.020	7.092.890

4.2.2.2. ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti Gelir Tabloları

Dipnot Referansları		
Finansal Tablo Türü	Konsolide	Konsolide
Dönem	2014	2015
Satış Gelirleri	20.587.482	18.650.879
Satışların Maliyeti (-)	-15.016.065	-13.553.739
BRÜT KAR/ZARAR	5.571.418	5.097.140
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)		
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.412.532	-4.997.926
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	0	0
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	0	0
	-	-
FAALİYET GİDERLERİ (NET)	4.412.532	4.997.926
FAALİYET KARI/ZARARI	1.158.885	99.214
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	48.028	329.372
Diğer Faaliyetlerden Giderler	-52.049	-38.121

SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	1.154.864	390.465
Öz kaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0
Finansal Gelirler	0	0
Finansal Giderler (-)	-327.994	-63.951
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	826.869	326.514
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri		
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	-238.472	-190.039
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	62.708	117.262
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	651.105	253.737
DURDURULAN FAALİYETLER		
DÖNEM KARI/ZARARI	651.105	253.737

4.2.2.3 ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti 2014 ve 2015 yılları Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Tablosu

2015 yılı

Dönem Başı Dönen Varlıklar (+)	5.293.827	
Dönem başı nakit ve benzerleri	631.341	
Dönem Başı Kısa Vadeli Borçlar	4.203.124	
Eksi: Finansal Borçlar	183.704	
Dönem Başı Net İşletme Sermayesi		643.066
Dönem Sonu Dönen Varlıklar	4.840.750	
Dönem Sonu nakit ve benzerleri	95.186	
Dönem Sonu Kısa Vadeli Borçlar	4.995.894	
Eksi: Finansal Borçlar	1.825.388	
Dönem Sonu Net İşletme Sermayesi		1.575.058
İşletme Sermayesindeki Değişim (+/-)		-931.992

2014 yılı

Dönem Başı Dönen Varlıklar (+)	5.007.499	
Dönem başı nakit ve benzerleri	280.207	
Dönem Başı Kısa Vadeli Borçlar	3.357.038	
Eksi: Finansal Borçlar	1.274.996	
Dönem Başı Net İşletme Sermayesi		2.645.251
Dönem Sonu Dönen Varlıklar	5.293.827	
Dönem Sonu nakit ve benzerleri	631.341	
Dönem Sonu Kısa Vadeli Borçlar	4.203.124	
Eksi: Finansal Borçlar	183.704	
Dönem Sonu Net İşletme Sermayesi		643.066
İşletme Sermayesindeki Değişim (+/-)		2.002.185

4.3. UYGULAMA ADIMLARI

Bu kısımda uygulama yapılan şirketin verilerinden hareketle, firmanın Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması, İskonto Oranının Hesaplanması, Projeksiyon döneminde elde edilmesi beklenen serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin bulunması, projeksiyon döneminden sonsuza kadar elde etmesi öngörülen nakit akımlarının toplamının belirlenmesi ve bugünkü değerinin hesaplanması ve nihayetinde şirket değerine ulaşılması çalışmaları yer almaktadır.

4.3.1. SERBEST NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI

İNA yönteminde önem arz eden konulardan birisi de serbest nakit akımlarına ulaşmak ve projeksiyon dönemi boyunca oluşması beklenen nakit akımlarını belirleyebilmektir. Serbest nakit akımları şirketin normal faaliyetleri sonucunda elde edeceği vergi sonrası nakit akımlarıdır. İNA yönteminde işleyiş kısaca şirketin fon yaratabilme kapasitesinin projeksiyon yılları itibariyle tahminine dayanır. Dolayısıyla

şirketin gelir tablosunda fiili nakit girişleri ve çıkışları ile fon çıkışına neden olmayan fakat gelir tablosu sonuç hesaplarına gider olarak kaydedilen kalemleri (amortismanlar gibi) alt alta dikkate alarak serbest nakit akımlarına ulaşacağız.

Uygulama kapsamında projekte edilen yıllara ait bütün veriler şirket bütçe çalışmaları kapsamında şirket değerinin doğru tespiti için şirket yönetiminden alınmıştır.

Varsayımlar ve Kabuller:

Satışlar: Şirketin 2016 yılında gelirlerini %8 artıracığı, 2017 yılında gelirlerini %15 artıracığı, 2018 yılında %10 artıracığı, 2019 yılında %5 artıracığı, 2020 yılında da %5 artıracığı varsayılmıştır.

Maliyetler: Şirket Lojistik firması olması nedeniyle bir hizmet işletmesidir. Bu sebeple maliyetlerini 740 nolu hesapta takip etmektedir. Maliyetleri oluşturan temel öğeler, İşçi ücret ve hak ediş bedelleri, taşıma ile ilgili yakıt bedelleri, araçlara ait bakım giderleri, Nakliye giderleri, Araçların sigortalama giderleri gibi gider kalemlerinden oluşmaktadır. 2014 ve 2015 yılları gerçekleşen Satışların Maliyeti/ Satışlar oranı %73 oranında çıkmıştır. Bu sebeple projeksiyon yapılan yıllarda bu oranın korunacağı öngörülmüş ve 2016, 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılları için maliyetler Bütçede öngörülen satışların %73 oranında baz alınmıştır.

	Gerçekleşen	Tahmini				
	2015G	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Satışlar (Bin)	18.650,88	20.142,95	23.164,39	25.480,83	26.754,87	28.092,62
Satışların Maliyeti (Bin)	-13.553,74	14.638,04	16.833,74	18.517,12	- 19.442,97	20.415,12
Yüzdesi	%73	%73	%73	%73	%73	%73

Faaliyet Giderleri: Şirketin ana faaliyetleri sebebiyle katlandığı giderleri firmanın fon/nakit girişlerini azaltacağından faaliyet giderlerinin toplamı eksi değer olarak dikkate alınır. Satışların dışındaki değişkenlerin, satışların maliyetinde olduğu gibi satışların bir yüzdesi olarak belirlenmesi kanaatimize göre uygun olacaktır. Uygulama çalışmamızda 2014 ve 2015 yılı gerçekleşen Gelir Tablosu verilerinden hareketle

faaliyet giderlerinin, 2016 yılı için satış gelirlerinin %23 ü oranında olacağı, projekte edilen diğer yıllar için ise Satış Gelirlerinin %22 oranında olacağı öngörülmüştür.

Amortisman Giderleri; Şirketin faaliyet giderleri içerisinde yer alan ancak gerçekte fon çıkışına neden olmayan Amortisman Giderleri ve Karşılık Giderlerinin, projeksiyon dönemleri itibariyle fiktif bir fon/nakit çıkışına sebep olmasını engellemek için artı değer olarak eklememiz gerekecektir. Şirketin 2014 ve 2015 yılları Amortisman giderlerinin ortalama 1.400.000 tl olduğu görülmüş, şirketten gelen bütçe verilerinde yeni yatırım harcaması öngörülmeyeceği için, projekte edilen yıllar içinde Amortisman tutarı 1.400.000 tl öngörülmüştür.

İşletme Sermayesindeki Değişim; Firmanın net işletme sermayesi Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar farkından oluşmaktadır. Ancak operasyonel işletme sermayesi içerisine şirketin aktifinde yer alan finansal aktifler ile pasifinde yer alan finansal yükümlülükler dahil edilmemelidir.

Şirket yönetiminden Bütçe verileri kapsamında alınan bilgilerde, Projekte edilen yıllar için Net İşletme Sermayesinin aşağıdaki gibi olacağı varsayılmıştır. 2014 ve 2015 yılları Net işletme sermayesi ihtiyacı tablosu 4.2.2.3 nolu bölümde gösterilmiştir.

2016 yılı: -250.000

2017 yılı: +500.000

2018 yılı: +350.000

2019 yılı : +250.000

2020 yılı : +250.000

Finansman Giderleri; Tez çalışması uygulamamızda, şirketin katlanmak zorunda kalacağı finansman giderlerinin, 2016, 2017, 2018, 2019 ve 2020 yıllarında satış gelirlerinin %1 'i seviyelerinde gerçekleşeceğini varsayılmıştır.

Kar Dağıtımı/Temettü Ödemeleri; Şirketin projeksiyon dönemleri itibariyle dağıtmayı öngördüğü temettü miktarını ifade eder ve eksi değer olarak dikkate alınır. Uygulamamızda projeksiyon dönemi boyunca aşağıdaki varsayımlar yapılmıştır.

2016 yılı: Kar dağıtımı yapılmayacaktır.

2017 yılı: 200.000 tl kar dağıtımı yapılacaktır.

2018 yılı: Kar dağıtımı yapılmayacaktır.

2019 yılı: Kar dağıtımı yapılmayacaktır.

2020 yılı: 300.000 tl kar dağıtımı yapılacaktır.

Sermaye Artırımı; Projeksiyon dönemi boyunca firma ortaklarının şirkete koymayı taahhüt edecekleri değerleri ifade eder. Bu tutarlar artı değer olarak dikkate alınır. Şirketten gelen Bütçe çalışması verilerine göre aşağıdaki varsayımlar yapılmıştır.

2016 yılı: 2.635.000 tl sermaye artırımı öngörülmektedir.

2017 yılı: Sermaye artırımı yapılmayacaktır.

2018 yılı: Sermaye artırımı yapılmayacaktır.

2019 yılı: Sermaye artırımı yapılmayacaktır.

2020 yılı: 750.000 tl sermaye artırımı öngörülmektedir.

İlgili açıklamalardan sonra şirketin serbest nakit akımları tablo 3 'de detaylıca gösterilmiştir.

Çalışmalarımız sonucunda İna yöntemine göre şirket değeri 21.106.438,76 tl olarak bulunmuştur. Detayları aşağıda açıklanacaktır.

TABLO 3. ABC TAŞIMACILIK LOJİSTİK LTD.ŞTİ- SERBEST NAKİT AKIMLARININ HESAPLANMASI TABLOSU

	GERÇEKLEŞEN	GERÇEKLEŞEN		PROJEKSİYON DÖNEMİ					
	31.12.2014	31.12.2015	Katsayılar	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	2021 yılı ve Sonrası
	(Bin)	(Bin)		(Bin)	(Bin)	(Bin)	(Bin)	(Bin)	
Satış Gelirleri	20.587,48	18.650,88	-	20.142,95	23.164,39	25.480,83	26.754,87	28.092,62	
Satışların Maliyeti (-)	-	-	-	- 14.638,04	-	-	-	-	
BRÜT KAR/ZARAR	15.016,06	13.553,74	0,73	5.504,91	6.330,65	6.963,71	7.311,90	7.677,49	
Faaliyet Giderleri	-	-	-	4.632,88	5.096,17	5.605,78	5.886,07	6.180,38	
FVAÖK	4.412,53	4.997,93	0,268	872,03	1.234,48	1.357,93	1.425,83	1.497,12	
Vergi (%20)-	231,78	19,84	-	174,41	246,90	271,59	285,17	299,42	
FAÖK	927,11	79,37	-	697,63	987,59	1.086,34	1.140,66	1.197,69	
Amortismanlar +	1.450,00	1.400,00		1.400,00	1.400,00	1.400,00	1.400,00	1.400,00	
Brüt Nakit Akımlar	2.377,11	1.479,37		2.097,63	2.387,59	2.486,34	2.540,66	2.597,69	
Net İşletme Sermayesindeki değişim (+/-)	2.002,185	- 931,992	-	- 250,00	500,00	350,00	250,00	250,00	
Finansman Giderleri (-)	- 327,99	- 63,95	- 0,003	- 201,43	- 254,81	- 254,81	- 267,55	- 280,93	
Yatırım Harcamaları (-)							-		
Kar Dağıtım/Temettü Ödemeleri (-)				-	- 200,00	-	-	- 300,00	
Sermaye Artırımı (+)				2.635,00		-		750,00	
Diğer Aktif ve Pasiflerdeki Net Değişim (+/-)									
SERBEST NAKİT AKIMLARI	4.051,30	483,43		4.281,20	2.432,78	2.581,54	2.523,11	3.016,77	20.935,24
İSKONTO ORANI				13,42%	13,68%	13,93%	14,17%	14,41%	

Projeksiyon Dönemi Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değerleri $P=F \times (1/(1+i)^n)$				3.774,64	1.882,50	1.745,68	1.485,01	1.538,94	
---	--	--	--	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------	-----------------	--

Projeksiyon döneminden sonsuza Kadar Devam Etmesi Beklenen Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri									10.679,68
--	--	--	--	--	--	--	--	--	------------------

**Şirket
değeri**

21.106,4

4.3.2. İSKONTO ORANININ HESAPLANMASI

Şirket Değerlemesi işlemlerinde önemli konulardan biri olan İskonto oranının sağlıklı olarak belirlenebilmesi için bazı verilere ihtiyaç duyulacaktır. İskonto oranının hesaplanması, ABC Taşımacılık Lojistik Ltd. Şti.-Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (WACC) Hesaplanması adlı tablo 4 ' de toplam iskonto değerleri yıllar itibari ile gösterilmiştir.

Risksiz Getiri Oranı (Rf): Devlet tahvillerine yatırılan anaparanın ve faizinin geri dönmesi ile ilgili bir güvensizlik ve risk bulunmadığı gibi, yatırılan paranın yönetilmesi yükü ve zorluğu da yoktur. Bu sebeple değerlendirme çalışmalarında genellikle Risksiz getiri oranı olarak devlet tahvilleri baz alınmıştır.

Çalışmamızda Risksiz Getiri Oranı olarak 08.03.2017 vadeli gösterge tahvilin 30.09.2016 tarihindeki değeri olan **%8,29** değeri baz alınmıştır.

Beta Katsayısı: Beta, Değerlemesi yapılan Şirketin faaliyetleri ile ilgili iş riskini ifade eder. Bir başka deyişle beta katsayısı şirketin getirisinin pazarın getirisindeki değişime duyarlılığını gösteren katsayıdır. Beta Değeri hisseleri halka açık benzer şirketlerin geçmiş hisse değerlerindeki değişimlerin sermaye piyasalarındaki değişimle karşılaştırılması sonucu hesaplanır. Finansal Varlık Fiyatlama Modelinde bir kıymetin sistematik riskini beta ifade eder. Beta Katsayısı belirli bir hisse senedinin ne ölçüde pazarla birlikte hareket ettiğini gösteren bir ölçüttür.

Beta değeri = 1 olan menkul kıymetlerin orta risk grubunda yer aldığı ve getirilerinin orta düzeyde olduğu;

Beta değeri > 1 olan finansal varlıkların yüksek sistematik riske sahip ve beklenen getirilerinin yüksek yatırımlar olduğu;

Beta Değeri <1 olan finansal varlıkların düşük sistematik riske sahip olduğu ve beklenen getirilerinin düşük yatırımlar olduğu kabul edilmektedir.

Uygulamamızda şirketin halka kapalı bir firma olması ve piyasa risklerini orta düzeyde yansıtması sebebiyle Beta katsayısı **1** olarak alınmıştır.

Sermaye Piyasası Risk Primi (R_m): Sermaye Piyasaları Risk Primi yatırımcıların bir ülkedeki en risksiz yatırım araçları olarak görülebilecek devlet tahvilleri yerine ülke içerisindeki sermaye piyasalarına yatırım yapmaları durumunda elde etmek isteyecekleri ek getiri prim oranını temsil eder Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu oran %5 seviyelerindedir.

Ayrıca sağlıklı bir risk primine ulaşabilmek için ülke CDS lerini de baz alınan risk primine ilave etmek gerekecektir. 25.11.2016 tarihli Türkiye CDS'si 293,01 dir. Bunun yüzdesel karşılığı %2,93 tür.

Böylece Toplam Sermaye Piyasası Risk Primi için %5+ %2,93 = %7,93 rakamı baz alınmıştır.

Öz sermaye Maliyeti (C_e): Risksiz Getiri Oranı + (Beta x Toplam Sermaye Piyasası Risk Primi

Bunları formülde yerine koyarsak;

Öz sermaye Maliyeti = 8,29 +(1x%7,93) = %16 olarak baz alınmıştır.

Borçlanma Maliyeti: Borçlanma Maliyeti olarak şirketin fiilen kullanmış olduğu uzun vadeli Banka Kredilerinde gerçek borçlanma maliyeti baz alınmıştır. Şirket yetkililerinin tarafıma vermiş olduğu ve İskonto formülünde kullandığım Borçlanma Maliyeti oranı Projekte edilen tüm yıllar için %14 'tür.

$$WACC = \frac{MV_e}{MV_d + MV_e} \cdot R_e + \frac{MV_d}{MV_d + MV_e} \cdot R_d \cdot (1 - t)$$

Şimdi Tüm değişkenleri yerlerine koyduğumuz da projekte edilen yıllar itibari ile aşağıdaki iskonto oranları çalışmamızda kullanılmıştır.

TABLO 4. ABC TAŞIMACILIK LOJİSTİK LTD.ŞTİ-AĞIRLIKLİ ORTALAMA SERMAYE MALİYETİNİN (WACC) HESAPLANMASI

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Risksiz Getiri Oranı (Rf)		8,29%	8,29%	8,29%	8,29%	8,29%
Beta Katsayısı (Lojistik sektörü)		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kaldıraçlı Beta Katsayısı		1,45	1,41	1,37	1,33	1,29
Sermaye Piyasası Risk Primi (Rm)		5%	5%	5%	5%	5%
Türkiye Cds (Risk Swabı)+		2,93%	2,93%	2,93%	2,93%	2,93%
Toplam Sermaye Risk Pirmi (Rm)		7,93%	7,93%	7,93%	7,93%	7,93%
Öz Sermaye Maliyeti (Ce)		16%	16%	16%	16%	16%
Kaldıraçlı Öz Sermaye Maliyeti						
Borçlanma Maliyeti (Cd)		14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Vergi Oranı (t)		20%	20%	20%	20%	20%
Toplam Finansal Borçlar (D) (Bin)	4.525 TL	4.072 TL	3.665 TL	3.299 TL	2.969 TL	2.672 TL
Toplam Öz kaynaklar (E) (Bin)	2.946 TL	3.241 TL	3.565 TL	3.921 TL	4.314 TL	4.745 TL
WACC		13,42%	13,68%	13,93%	14,17%	14,41%
WACC	$Ce \times (E/D+E) + Cd \times (D/D+E) \times (1-t)$					
Öz Sermaye Maliyeti Ce	Primi) $Rf + (Beta \times Toplam Sermaye Risk$					
Beta (Kaldıraçlı)	$Beta \times (1 + (D/(D+E) \times (1 - T)))$					

Kaynak: Kepez 2006 s:223

4.3.3. PROJEKSİYON DÖNEMİNDE ELDE EDİLECEK SERBEST NAKİT AKIMLARININ BUGÜNKÜ DEĞERLERİNİN BELİRLENMESİ

Çalışmamızın 4.3.1. Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması kısmında yaptığımız çalışmaların sonucunda şirketin 2016-2020 dönemlerinde elde etmeyi öngördüğü serbest nakit akımları aşağıdaki gibi oluşmuştu.

Yıllar	Serbest Nakit Akımları (Bin TL)
2016	4.281,20
2017	2.432,78
2018	2.581,54
2019	2.523,11
2020	3.016,77

Ancak bu değerler firmanın gelecekte elde etmeyi beklediği tutarlardır. Bu tutarların bilgi kullanıcıları için bir anlam ifade edebilmesi günümüz değerlerine iskonto oranı ile indirgenmesi gerekmektedir.

Projekte edilen yıllar itibari ile İskonto oranları aşağıdaki gibidir. (Tablo 4)

2016	2017	2018	2019	2020
13,42	13,68	13,93	14,17	14,41
%	%	%	%	%

Bugünkü değer formülü= $P = Fx(1/(1+i))^n$

P= Bugünkü Değer

F= Gelecekteki Değer

İ= İskonto Oranı

N= Yıl

$P = 4.281,20 \times (1/(1+\% 13,42))$

$P = 3.774,64$

Aynı şekilde 2. Projeksiyon yılında elde edilmesi beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine ulaşılır. Tabi 2. yıl için formülasyondaki “n” 2 olacaktır. Böylece 5 yıl boyunca elde edilmesi beklenen projeksiyon dönemi gelirlerinin bugünkü değerlerine ulaşılır ve bunlar toplanır.

Sonuç olarak aşağıdaki değerlere ulaşılmış oluruz;

Yıllar	İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları (Bin TL)
2016	3.774,64
2017	1.882,50
2018	1.745,68
2019	1.485,01
2020	1.538,94
TOPLAM	10.426,76
TOPLAM = 10.426.760,00 TL	

4.3.4. PROJEKSİYON DÖNEMİNİN SONUNDAN SONSUZA KADAR ELDE EDİLMESİ BEKLENEN NAKİT AKIMLARININ TOPLAMININ TESPİT EDİLMESİ VE BUGÜNKÜ DEĞERİN HESAPLANMASI

Formülün ikinci kısmında ise projeksiyon döneminden sonsuza kadar şirketin elde etmeyi öngördüğü nakit akımlarının toplamına ulaşmak ve belirlenen iskonto oranında günümüz değerine indirmek gerekir. İNA yaklaşımında aksine bir beklenti yoksa projeksiyon döneminin son yılında elde edilmesi beklenen nakit akımlarının sonsuza kadar aynı tutarda devam edeceği kabul edilir ve bunların toplamı “Devam Eden Değer” olarak adlandırılır. Bunun için ise;

$$\text{Devam Eden Değer} = \text{Son Projeksiyon Yılı Nakit Akımı} / i \text{ (İskonto Oranı)}$$

Formülü kullanılır. Çıkan değer yine $(1/(1+i))^n$ formülüyle günümüz değerine indirgenir.

$$\text{Son Projeksiyon Yılı Nakit Akımı } 3.016,77$$

$$\text{Son Projeksiyon Yılı İskonto Oranı } \%14,41$$

$$\text{Buna göre Devam Eden Değer} = 3.016,77 / \%14,41 = 20.935,24$$

$$\text{Devam Eden Şirket Değeri} = 20.935.240,00 \text{ TL}$$

$$\text{İndirgenmiş Değer} = 20.935.240 \times (1 / (1 + \%14,41))^5$$

$$= 10.679.680,00 \text{ TL}$$

4.3.5. ŞİRKET DEĞERİNE ULAŞILMASI

Sonuç olarak Projeksiyon dönemi boyunca elde edilmesi beklenen serbest nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı ile projeksiyon döneminden sonsuza kadar elde etmesi öngörülen nakit akımlarının toplamı bize firma değerini verecektir.

$$\text{İNA Şirket Değeri} = 10.426.760,00 \text{ TL} + 10.679.680,00 \text{ TL}$$

$$= 21.106.440,00 \text{ TL}$$

Bu çalışmanın amacı İNA yöntemine göre şirket değerinin bulunmasıdır. Yapılan literatür çalışmaları ve uygulamada kullanılan mali veriler ışığında şirketin İNA

yöntemine göre değeri **21.106.440,00 tl** olarak bulunmuştur. Ancak şirketin toplam değerine ulaşılabilmesi açısından bazı ek hesaplamalar yapmak gereklidir.

Buna göre;

Toplam şirket değeri formülü aşağıdaki gibi olacaktır.

Toplam Şirket Değeri = Serbest Nakit Akımlarından elde edilen şirket değeri + Son Dönem Mali Tablolardaki (2015 yılı) Nakit Değerler + Ortaklardan Alacaklar- Toplam Finansal Borçlar- Ortaklara Borçlar

ŞİRKET SON DÖNEM (2015 YILI) MALİ TABLO VERİLERİ

BANKALAR	29.871,47
ALACAKLAR	4.025.375,65
STOKLAR	639.772,11
BİNALAR	3.900.000,00
TESİS MAKİNA CİHAZLAR	400.000,00
TAŞITLAR	7.000.000,00
DEMİRBAŞLAR	1.170.000,00
HAKLAR	105.000,00

HAZIR DEĞERLER TOPLAMI 17.270.019,23

Ortaklardan Alacaklar 0,00

Banka Kredileri Toplamı	4.277.024,67
Diğer Mali Borçlar	247.804,72
Satıcılara Borçlar	2.265.749,74
Ödenecek Vergi ve Fonlar	284.000,00

TOPLAM FİNANSAL BORÇLAR 7.074.579,13

Ortaklara Borçlar 170.000,00

SON MALİ TABLO NET ŞİRKET DEĞERİ 10.195.440,10 TL

Burada özellikle belirtmek istediğim, yukarıda hazır değerler içindeki veriler son mali yılın bilançosundaki satın alma değerleri değildir. Şirket yönetimi ile mutabık kalınmış ve yeniden değerlendirilmiş, bugün bu malları satsam ne kadar eder sorusunun karşılıklarıdır.

Buna göre;

Toplam şirket değeri = 21.106.440,00 + 10.195.440,10

= 31.301.880,10 olarak bulunmuştur.



SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Son zamanlarda dünya para ve sermaye piyasalarının bütünsel bir yapıya dönüşerek homojen bir hal alması, ülke içi ve ülkeler arası rekabetin artması, ülkelerin karşılıklı anlaşmalarla ticarete sınırları kaldırmaları, liberalleşme hareketlerinin hızlanması, ülke içi ve ülkeler arasında gerçek ve tüzel kişilerin kaynak transferlerini kolaylaştırmış ve arttırmıştır. Kaynak Transferlerinin artmasıyla son yıllarda Türkiye'ye doğrudan yatırımlar ciddi oranda artmış, şirket birleşme ve satın almaları çoğalmıştır. Bu durumda yatırımcı kişi ve kurumlar tutarlı bir değerlendirme çalışmasına dayanarak isabetli yatırım kararlarını almak istemektedirler. Bir değerlendirme çalışmasının gerçekleştirilmesinde yeterli bilgi birikiminin yanında, uygun belgelerin elde edilmesi ve gerekli çabanın gösterilmesi de çok önemlidir. Diğer taraftan, değerlendirme çalışmasının amaçlarına uygun değerlendirme yöntem ve tekniklerinin seçilmesi büyük önem taşımaktadır. Bir değerlendirme çalışmasında günün ekonomik koşulları, finansal piyasalardaki gelişmeler ve muhasebe uygulamaları da dikkate alınmalıdır. Ayrıca değerlemede hukuki mevzuat, özellikle vergi ve ticaret hukuku göz önünde bulundurulmalıdır.

Son yıllarda yapılan şirket değerlendirme çalışmalarında indirgenmiş nakit akımları yönteminin ön plana çıktığı görülmektedir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, paranın değerindeki gerçek olmayan durumları yok ederek parayı bugünkü değeri ile hesaplamalara katmaktadır. Bu yöntemde, net nakit akımı kavramı ana unsur olarak dikkate alınmaktadır. Paranın zaman değerini dikkate alması ve nakit akımlarının kullanımı bu yöntemin finansal alanda gücünün artmasına yol açmıştır. Çünkü paranın zaman değerini dikkate alarak zamansal hataları ortadan kaldırmakta, diğer taraftan finansal alanda değerlendirme ve değerlendirmede daha uygun olduğu düşünülen net nakit kavramını kullanmaktadır.

Uygulama çalışmamızda İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firma değeri belirlenirken, şirketin, öncelikli olarak, gerçek geçmiş performans verileri incelenmiş ve geleceğe ilişkin muhtemel nakit akışları şirket bütçe çalışmaları kapsamında tahmin edilmeye çalışılmıştır. Nakit akımları belirlendikten sonra, değerlemede hayati önem taşıyan iskonto oranı projeksiyon dönemi yılları itibari ile belirlenmiştir. İskonto oranı belirlenirken, ülkedeki en risksiz getiri olan devlet tahvili getirileri yıllar itibariyle baz alınmış enflasyon oranı, beklenen gerçek getiri oranı, şirketin ve lojistik sektörünün

karşı karşıya olduğu tüm riskler göz önüne alınmıştır. Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullandığımız Sermaye Piyasası risk primine, Türkiye'nin Cds risk primlerinin de ilave edilmiş olması bu alanda yapılan çalışmalara yeni bir anlayış ve orijinallik getireceği ve Öz sermaye maliyetinin en doğru şekilde tespit edilmesine yardımcı olacağı tarafımda değerlendirilmektedir. Ortalama sermaye maliyetinin belirlenmesinde öz kaynak ve yabancı kaynak maliyetleri dikkate alınmaktadır. Bu sebeple yabancı kaynak maliyetinde, vergi etkisi de dikkate alınmıştır. İskonto oranı belirlendikten sonra, yıllar itibarıyla tespit edilen nakit akımları bu oran ile günümüze indirgenerek toplamı alınmış, böylece İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firma değeri elde edilmiştir.

Uygulamalı örnek çalışmamızda gerçek veriler kullanılmış ancak şirket bilgileri açıklanmamıştır. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre bulmuş olduğumuz değerlere, şirketin gerçek toplam değerinin bulunabilmesi için şirketin son mali tablolarındaki bazı ek bilgiler ilave edilmiş ve sonuçta şirketin değeri **31.301.880,10 ₺** olarak bulunmuştur. Uygulama çalışmamızda da belirttiğimiz gibi firma orta vadede hisse senetlerini halka arz etmeyi düşünmektedir. Bulmuş olduğumuz bu değer üzerinden 1 adet hisse değerinin fiyatının belirlenmesi artık daha kolay hale gelmiştir.

Şirket değerlendirme kavramı Türkiye için yeni bir kavram sayılabilir. Türkiye'nin büyümesi ve 2023 yılında en büyük ilk 10 ekonomi arasına girme hedefleri, sermaye piyasalarına ilginin artmasına yol açacak, doğrudan yabancı yatırımları artıracak, şirket birleşme ve satın almalarını hızlandıracak ve şirket değerinin doğru tespit edilmesi isteği her geçen gün katlanarak artacaktır. Buna bağlı olarak şirket değerlendirme alanına ilginin de her geçen gün artacağı düşünülmektedir. Buradan hareketle yapılan bu tez çalışmasının bu alanda çalışmak isteyenler için iyi bir kaynak ve rehber olacağı tarafımda belirtilmelidir.

KAYNAKLAR

- Akgüç, Öztin** (1998). *Finansal Yönetim* (7.Baskı). İstanbul: Avcı Yol Basım Yayım.
- Akgüç, Öztin**. 1994. *Finansal Yönetimi*. İstanbul: Avcıol Yayınevi.
- Aksoy, Ahmet** (1993). *İşletme Sermayesi Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aksoy, Ahmet ve Cihan Tanrıöven**. (2007). *Sermaye Piyasası Araçları ve Analizi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Aktaş, Ramazan, Ali Alp, Ekin Tokat, Mete Doğanay ve Ünsal Ban**. (2009). *Temel Finans Matematiği*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akyüz, Müfit ve Ertel, Nesrin** (1990). *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü* (3.Baskı). İstanbul: Dünya Yayınları.
- Alp, Ali ve Yılmaz, M. Ufuk** (2000). *Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi*. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Arumugam, Thevy**. 2007. *An Analysis of Discounted Cash Flow Approach to Business Valuation in Sri Lanka*. Doktora Tezi.
- Ataman Ümit, Halil Kibar, Hisse Senetlerinin Gerçek Değerinin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1999, s.70.
- Aydın, Nurhan** (1990). *İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği*. Ankara: TOBB Yayınları.
- Aydın, Nurhan** (2004). *Birleşme ve Satın Almalarda İşletme Değerlemesi, Şirket Birleşmeleri*. (Der: Haluk Sümer, Helmut Pernsteiner). 1. Baskı. Alfa Yayınları 193-211.
- Aypek, Nevzat, Ban, Ünsal, Güzel, Adnan, Küçüközmen, Coğkun ve Gıtağ, Yüksel** (2009). *Ekonomik Terimler Sözlüğü*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Babcock, H.A.** (1994). *Appraisal Principles and Procedures*. Herndon: American Society of Appraisers.
- Benninga, Simon Z. and Sarig, Oded H.** (1997). *Corporate Finance: A Valuation Approach*. NewYork: The McGraw Hill Companies Inc.
- Berk, Niyazi**. 2000. *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Berk, Niyazi; Finansal Yönetim (Sekizinci Baskı)**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2005

- Bealmear, A. D.** (1992). *Machinery And Equipment Valuation Approaches And Methods Used in Conjunction With Going Concern Business*. „Handbook Of Business Valuation“. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Birdoğan B.** (2004). *Lojistik Yönetimi ve Lojistik Sektör Analizi*, Lega Kitapevi, İstanbul, s.15.
- Blackman, Irving L.** (1992). *Valuing Your Privately Held Business*. New York: The McGraw- Hill Companies Inc.
- Bolak, Mehmet, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1998
- Bolak, Mehmet** (1991). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş
- Brealey, R. A., Myers S. C., Marcus A.J** (2007) *Fundamentals of Corporate Finance*, (5th Edition ed.), McGraw-Hill.
- Brealey, Ritchard A., Myers, Stewart C. and Marcus, Alan J.** (2001). *Fundamentals of Corporate Finance* (Third Edition). USA: Mc Graw- Hill Companies.
- Brigham, Eugene F. and Houston, Joel F.** (1999). *Fundamentals of Financial Management* (Ninth Edition). USA: Harcourt College Publishers.
- Canitez, Murat- Güçlü Tümer;** “İhracat ve ithalatta Lojistik”, Uygulamalı İhracat-ithalat İşlemleri ve Dokümantasyon (Editörler: KARAHAN Kasım, CANITEZ Murat), ISBN: 975-8895-60-5, Ankara: Gazi Kitabevi, 2005.
- Ceylan, Ali, Aydın, Nurhan, Coşkun, Metin, Bakır, Hasan ve Başar, Mehmet** (2004). *Finansal Yönetim* (2. Baskı). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Chambers, Nurgül** (2009). *Firma Değerlemesi* (2.Basım). İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım
- Cingöz,Ahmet** (2014). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Firma Değerleme ve Enerji Sektöründe bir Uygulama. Doktora Tezi
- Cornell, Bradford** (1993). *Corporate Valuation: Tools for Effective Appraisal and Decision Making*. New York: Irwin Inc.
- Copeland, Tom ve Coller Tim** (1995). *Valuation Measuring and Managing the Value Of Companies*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Copeland, Tom, Koller, Tim ve Murrin, Jack, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Mc Kinsey & Company, Inc. New York, 1994

- Copeland**, Tom/Koller, Tim/Murrin, Jack, Valuation Measuring and Managing the value of Companies, John Wiley & Sons Inc. USA.2000
- Coyle**, Brian. 2002. Equity Finance. Financial World Publishing.
- Cooper Cary L.**, Argyris Chris (1998), *The concise Blackwell encyclopedia of management*, Wiley-Blackwell,
- Çalı**, Mehmet (2015). Türkiye de Firma Değerleme Yöntemleri ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler. Yüksek Lisans Tezi
- Damodaran**, Aswath, Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance, John Wiley & Sons, Inc.Usa, 1994.
- Damodaran**, Aswath, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, John Wiley&Sons, 2. Edition, Inc., New York, 2002
- Damodaran**, Aswath. 1996. Investment Valuation. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran** Aswath (2010 —31), *What is Valuation?* Stern School of Business, New York University, www.pages.stern.nyu.edu/adamodar
- Daves**, Philip, Michael Ehrhardt ve Ron Shrieves. 2004. Corporate Valuation. Ohio: Thomson South-Western.
- Demir**, Ozan (2013). Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Borsa İstanbul Uygulaması. Yüksek Lisans Tezi
- Ekici**, Hasan "Şirket Değerleme Kavramı, Değerleme Kavramının Farklı Alanlar Açısından İncelenmesi ve Değerlemenin Hukuksal Boyutu (2013)
- Ercan**, Metin Kâmil ve Ban Ünsal, Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005, s.118.
- Fernandez**, Pablo. 2002. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.
- Fernandez**, Pablo 2007. Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations (<https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/Valuation.pdf>)
- Frykman**, David ve Jakob Tolleryd. 2003. Corporate Valuation. Great Britian: Pearson Education United.
- Gage**, W.L. (1999). *Değer Analizi*. Ankara: Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları: 44.
- Gilbert**, Gregory A. (1992). Discounted Future Benefits Methods-An Income Approach. Handbook Of Business Valuation. John & Wiley Sons. Inc.

- Güler, Hüseyin** (2010). Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi. Yüksek Lisans Tezi
- Günak, Nadir**. 2007. *İleri Teknik Analiz Uygulamaları*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Güngörürler, Sevim** (2004), "Ticaretin Vazgeçilmezi Lojistik Sektöründe Son Gelişmeler", Pusula Dergisi, S.11
- Gürbüz, Osman ve Yakup Ergincan**. 2004. Şirket Değerleme. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gürbüz, A. Osman ve Ergincan, Yakup**, Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar, Literatür Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2008,
- Hitcher, James R.** (2003). *Financial Valuation*. USA: John Wiley&Sons Inc.
- İvgen, Hünkâr** (2003). Şirket Değerleme. İstanbul: Finnet Yayınları. Borsa Dizisi:1.
- João D. Cicarini Jr.** S:40-43. Master thesis
- Kaen, Fred R.** (1995). Corporate Finance: Theories and Policies. USA: Blackwell Publishers.
- Karan, M. Baha** (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (2. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Karacan, Sami ve Memet Kaya** (2006) "DNB Mesleki Yeterlilik Eğitimi" Basılmamış Ders Notu, Kocaeli.
- Keskin M. H.**, 2006. *Lojistik Tedarik Zinciri Yönetimi*, Nobel Yayınları, Ankara
- Kepez, Mehmet.** (2006). İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine (İna) göre Firma Değerinin Tespiti ve İna Yöntemine göre Firma Değerlemesi için Metodolojik Yaklaşım. Doktora Tezi,
- Kıssın, Waren, Zulli, Ronald** (1989). Valuation of A Closely Held Business. *Journal of Accountancy*. Cilt: 16, Sayı: 6, 39.
- Kutluk, S. ve Hepsağ, A.** (2007). "Finansal Varlık Fiyatlandırma Modelleri Çerçevesinde Piyasa Risklerinin hesaplanması: Parametrik Olmayan Yaklaşım". *Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar Dergisi*, (62): 3-25.
- Koç, İdil Özlem, Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayınları, Ankara, 1998
- Konuralp, Gürel.** 2001. *Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi*. İstanbul: Alfa Yayınları.

K.Reilly Frank, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Fourt Edition, Dryden Press, Boston, 1991, s.194.

Koller, Tim, Marc Goedhart ve David Wessels. (2005). Valuation. ‘Measuring and Managing The Value of Companies.’ Mckinsey & Company Inc.

Kutlu, Serap ve Gür Furkan Amil, “Lojistik Master Planı ve Bir Lojistik Üs Olarak Türkiye”, *Mevzuat Dergisi*, Yıl: 11, Sayı: 129, Eylül 2008.

Menemencioğlu, T. (1999). *Lojistik Yönetiminde Dağıtım Kanalları Yoluyla Sağlanacak Müşteri Memnuniyetinin, İşletmenin Pazar Payına Etkisi ve Isıtma Sektöründeki Bir Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Makina Fakültesi Endüstri Mühendisliği Bölümü, İstanbul.

Mercer, Z.Christopher and Harms, Trawis W. (2008). Business Valuation (Second Edition). Hoboken-New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Morris Edward L. (1994), *Why Acquirers May Need to Rethink Terminal Values*, Mergers and Acquisitions Journal, Pg. 24, August

Okka, Osman; **Finansal Yönetim Örnek Olayları**, Nobel Yayın Dağıtım, Aralık 2005

Olsson, Karl, Jonas Ribbing ve Madeleine Werner. “DCF Approach To Firm Valuation”. Göteborg, Graduate Business School, Working Paper, 2003, s.17

Orhan O. Z., Dünyada ve Türkiye’de Lojistik Sektörünün Gelişimi, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2003-09, Baskı Mega Ajans, 2003

Öztürk, Hakkı. “Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Çözümler”. Türkmen Kitabevi. İstanbul. 2009.

Penman, Stephen. 2004. Financial Statement Analysis and Security Valuation. McGraw Hill.

Penman Stephen H. (2010), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill International Edition, 4th edition

Pereiro, L. E. (2002) *Valuation of Companies in Emerging Markets: A Practical Approach*, NewYork: John Wiley and Sons, INC.

Pike, Richard and Neale, Bill (2006). Corporate Finance and Investment (Fifth Edition). London: Pearson Education Limited.

Pinto, Jerald E., Henry, Elaine, Robinson, Thomas R. and Stowe, John D. (2010).

- Priestley**, Richard. 1996. ‘The Arbitrage Pricing Theory, Macroeconomic and Financial Factors, and Expectations Generating Process.’ *Journal of Banking & Finance*. 20(5).
- Reilly**, Frank ve Edgar Norton. 1995. *Investments*. USA: The Dryden Press.
- Russell J. Philip** (2007), *Valuation of Imaging Centers: Alternative Methods and Detailed Description of the Discounted Cash Flow Approach*, MBA, CMPE, *Journal of the American College of Radiology*, Volume 4, Issue 1, Pages 53-64
- Sarıaslan**, Halil (2010). Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi (6. Baskı), Ankara: Turhan Kitabevi.
- Seyidoğlu**, Halil (2002). *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük* (3.Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları:18.
- Scott**, Besley ve Eugene Brigham. 2005. *Essentials of Managerial Finance*. USA: Thomson South- Western.
- Sipahi**, Barış, Serhat Yanık ve Yusuf Aytürk. 2011. *Şirket Değerleme Yaklaşımları*.
- Smith**, Gordon V. (1988). *Corporate Valuation: A Business and Professional Guide*. New York: John Wiley & Sons Inc.
- Steiger**, Florian (2010), *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*
- Stowe**, John. 2002. *Analysis of Equity Investment*. Virginia: AIMR.
- Sujeta**, Leila et al., “International Logistics System Influence on the National Economics”, Yasar University Second International Conferance on Business, Management and Economics, İzmir: 15-18 June 2006, p. 2
- Summer**, S.Chris (1992). „The Excess Earnings Method“, *Handbook of Business Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
- Şamiloğlu**, Famil (2002). *Entellektüel Sermaye* (Birinci Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- TTK. 527.Madde.** *Sır saklama yükümü*
- Tevfik**, Arman T. “**Hisse Senedi Değerlemesi**”. Literatür Yayıncılık. İstanbul.2005.
- Tevfik**, Arman T; “**Risk Analizine Giriş**”, 1. Basım, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1997
- Thomas**, Rawley and Gup, E.Benton (2010). *The Valuation Handbook*. USA: John Wiley & Sons. Inc.,

Titman, Sheridan and Martin, John D. (2011). Valuation"" The Art and Science of Corporate Investment Decisions"" (Second Edition), USA-Boston: Pearson Education Inc.

Uçar, Aslı. (2007). *Türkiye''de Lojistik Sektörünün Gelişimi ve Sorunları*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, s.4.

Üreten, Aykan ve Ercan, Metin Kâmil (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi* (Birinci Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.

Vergi Usul Kanunu. (1961). T.C.Resmi Gazete, 10703-10705, 10.01.1961.

Vučković, Vladimir (2010), *The risk-free interest rate and business finance in Serbia: limitations and possible solutions*, Vol. 7 (2): pp. 223-242, Megatrend University, Belgrade

West Thomas L. and Jones Jeffrey D. (1999). Handbook of Business Valuation. USA: John Wiley & Sons. Inc.,

Yazıcı, Kuddusi (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı. Yayın No:2478.

Yılmaz, H. (2009). "İşletme Finansı Kararlarının Etkinliğini Artırmada Serbest Nakit Akımı Analizi: Kuramsal Bir Tartışma" *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (41): 186-191.

Young, David ve Stephen O'bryne. 2001. EVA and Value-Based Management McGraw Hill.Equity Asset Valuation (Second Edition). Hoboken-New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Zeybek, Hülya, Ulaşım Sektöründe İntermodalite ve Lojistik Alanındaki Gelişmeler ve Türkiye'ye Yansımaları, Gazi Üniversitesi SBE, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2007.

Http://www.İgeme.Org.Tr/Tur/Pratik/Lojistik.Pdf, Erişim Tarihi:02.01.2009

Http://Www.Logisticsworl D. Com/Logistics.Htm Erişim Tarihi:02.01.2009

http://www.besfin.com/tr/makale-detay.php?uid=10191

<http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/borclanma-araclari-piyasasi-verileri>

<http://swotanalizi.com/swot-analizinin-amaci.asp>

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Mehmet Sinan BAĞLAMA
Doğum Yeri ve Tarihi : İstanbul / 21.10.1979
Medeni Durumu : Evli

Öğrenim Durumu

Lisans Öğrenimi : Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İ.İ.B. Fakültesi
Yüksek Lisans Öğrenimi : Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,
Muhasebe ve Denetim Tezli Yüksek Lisans

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

İlgi Alanları : Seyahat- Yüzme

Sertifikalar : Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Belgesi- 2006

İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar: Eksim Yatırım Holding A.Ş.- 2002-2007- Muhasebe Uzmanı
Star Medya Grubu A.Ş. -2007- 2011- Muhasebe Müdür Yardımcısı
Nema Yatırım Sanayi A.Ş – 2011- Devam – Muhasebe Müdürü

İletişim

e-posta Adresi : msbaglama@hotmail.com

Tarih : 24.03.2017