TC

İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİRMA DEĞERLEMESİ: PERAKENDE SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN, BİST'TE İŞLEM GÖREN MİGROS AŞ'NİN GENEL KABUL GÖRMÜŞ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ İLE UYGULAMA ÖRNEĞİ

EKONOMİ VE FİNANS ANABİLİM DALI

EKONOMİ VE FİNANS BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

FULYA BALKAN

Tez Danışmanı

Yrd. Doç. Dr. İ. Gökçe KAYA

İSTANBUL-2017

TEZ TANITIM FORMU

YAZAR ADI SOYADI **:** FULYA BALKAN

TEZİN DİLİ **:** TÜRKÇE

TEZİN ADI **:** Firma Değerlemesi: Perakende Sektöründe Faaliyet Gösteren, BİST' te İşlem Gören Migros A.Ş.' nin Genel Kabul Görmüş Değerleme Yöntemleri İle Uygulama Örneği

ENSTİTÜ **:** İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

ANABİLİM DALI **:** Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı

TEZİN TÜRÜ **:** Yüksek Lisans

TEZİN TARİHİ : 08.06.2017

SAYFA SAYISI 126

TEZ DANIŞMANI **:** Yrd. Doç. Dr. İ. Gökçe KAYA

TEZİN TERİMLERİ **:** Değer, Değerleme, Firma Değerleme Yöntemleri

TÜRKÇE ÖZET **:** Bu tez çalışmasında firma değerleme yöntemleri incelenmiştir. Bu amaçla Literatür taraması yapılmış; değer, değerleme, firma değerleme yöntemleri kavramları açıklanmıştır. Araştırmanın uygulama kısmında Borsa İstanbul A.Ş. (BİST)' de işlem gören Migros A.Ş.' nin, Sermaye Piyasası Kurulu' nun yayımlamış olduğu Uluslararası Değerleme Standartları Tebliğinde yer alan, Genel Kabul Görmüş Değerleme Yöntemlerinden; Gelir Esaslı Değerleme Yaklaşımı, Varlık Esaslı Değerleme Yaklaşımı, Pazar Esaslı Değerleme Yaklaşımı kullanılarak firmanın gerçek değerine ulaşılmaya çalışılmıştır.

DAĞITIM LİSTESİ **:**1.İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

2. YÖK Ulusal Tez Merkezine

Fulya Balkan

TC

İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİRMA DEĞERLEMESİ: PERAKENDE SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN, BİST'TE İŞLEM GÖREN MİGROS AŞ'NİN GENEL KABUL GÖRMÜŞ DEĞERLEME YÖNTEMLERİ İLE UYGULAMA ÖRNEĞİ

EKONOMİ VE FİNANS ANABİLİM DALI

EKONOMİ VE FİNANS BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

FULYA BALKAN

Tez Danışmanı

Yrd. Doç. Dr. İ. Gökçe KAYA

İSTANBUL-2017

BEYAN

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğu, başkalarının ederlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğu, kullanılan verilerde herhangi tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez olarak sunulmadığını beyan ederim.

Fulya BALKAN

08.06.2017

T.C

İSTANBUL GELİŞİM ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Fulya BALKAN'nın **"Firma Değerlemesi: Parekende Sektöründe Faaliyet Gösteren, Bist'te İşlem Gören Migros Aş'nin Genel Kabul Görmüş Değerleme Yöntemleri ile Uygulama Örneği"** adlı tez çalışması, jürimiz tarafından Ekonomi ve Finans Anabilim Dalı Ekonomi ve Finans Bilim Dalı YÜKSEK LİSANS tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan — *Yrd. Doç. Dr. İ. Gökçe KAYA* (Danışman)

Üye — *Yrd. Doç. Dr. Sercan DEMİRAY*

Üye — *Yrd. Doç. Dr. Levent POLAT*

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

.... / .... / 2017

Doç. Dr. Ragıp Kutay KARACA

Enstitü Müdürü

ÖZET

Globalleşen dünyada firmaların temel amacı, varlıklarını sürdürebilmek ve büyüyebilmek için kar maksimizasyonu iken günümüzde bu anlayış yerini değer maksimizasyonuna bırakmıştır. Bu nedenle finansal yönetimin en önemli aracı haline gelen firma değerlemesi, firmaların yarattıkları değeri ölçebilmek ve gerçek değerinin bulunmasında sıkça kullanılan yöntem haline gelmiştir. Firma değerinin hesaplanmasında çeşitli yöntemler kullanılmaktadır.

Araştırma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde değer, değerleme ve firma değerlemesi kavramları açıklanmıştır. İkinci bölümde firma değerleme yaklaşımlarından; varlık temelli firma değerleme yaklaşımı, göreceli firma değerleme yaklaşımı, gelir bazlı değerleme yaklaşımı ve alternatif değerleme yaklaşımlarından ekonomik katma değer yaklaşımı ve yatırımın nakit akım karlılığı yöntemleri detaylı olarak anlatılmıştır.

Çalışmanın son bölümü olan araştırma kısmında ise şirket değerini; genel kabul görmüş firma değerleme yöntemlerinden; Gelir Esaslı Değerleme Yaklaşımı, Varlık Esaslı Değerleme Yaklaşımı, Pazar Esaslı Değerleme Yaklaşımı yöntemleri ile incelenip, Migros A.Ş. firmasının gerçeğe en yakın değerinin bulunması amaçlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Değer, Değerleme, Firma Değerleme Yöntemleri

SUMMARY

The main objective of the company to maintain their presence in the globalized world and to grow the profıt maximization, while today this approach has been replaced by the value maximization. Therefore become the most important tool of financial management fırm valuation, it can measure the value created by the company and has become the method commonly used in determining the fair value. Various methods are used to calculate the value of the fırm.

Research is divided into four sections. Value in the first section describes the concepts of valuation and company valuation. Assetbased valuation approach, fırms in the relatively fırmvaluatıon approach. The economic value ofalternative approaches to valuation approach profitability and cash flow in the third part of the investment process have been investigated.

In the last part of the study, which is part of the research enterprise value of the discounted cash flow method and the comparable company method with that of the fırms surveyed intended to have the most immediate value.

Keywords: Value, Valuation, Company Valuation Methods,

İÇİNDEKİLER

SAYFA

ÖZET i

SUMMARY ii

İÇİNDEKİLER iii

KISALTMALAR LİSTESİ vi

TABLOLAR LİSTESİ viii

ŞEKİLLER LİSTESİ x

EKLER xi

ÖNSÖZ xii

BİRİNCİ BÖLÜM

1.DEĞER VE FİRMA DEĞERLEME KAVRAMLARI 3

1.1 DEĞER KAVRAMI 3

1.2 DEĞERLEME ÖLÇÜMÜ İLE İLGİLİ ESASLAR 4

1.2.1 Maliyet Bedeli (Tarihi Maliyet) 4

1.2.2 Cari Maliyet 4

1.2.3 Gerçekleştirilebilir Değer 4

1.2.4 Bugünkü Değer 4

1.3 DEĞERLEME KAVRAMI VE FİRMA DEĞERLEMESİ 6

1.3.1 Değerleme Kavramı 6

1.3.2 Firma Değerlemesi 7

1.3.3 Değerlemeye İlişkin Önyargılar 8

1.3.4 Değerleme Yapılmasının Nedenleri 10

1.3.4.1 Birleşme, Devralma, Satın Alma.....10
1.3.4.2 Özelleştirme ve Halka Arz 11
1.3.4.3 Portföy Yönetimi 12
1.3.4.4 Finansal Yönetimin Etkinliğini Sağlamak 12
1.3.4.5 Firmanın Kredi Değerliliğinin Belirlenmesi 13
1.3.4.6 Marka Değerinin Belirlenmesi 13
1.3.4.7 Tasfiye.....14

İKİNCİ BÖLÜM

2.FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ 15
2.1 VARLIK TEMELLİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI.....16
2.1.1 Defter Değeri 17
2.1.2 Net Varlık Değeri 18
2.1.3 Tasfiye Değeri.....19
2.2 GÖRECELİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI (PİYASA YAKLAŞIMI) 20
2.2.1 Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi 21
2.2.2 Karşılaştırılabilir Pazar Değeri Yöntemi 21
2.2.2.1 Fiyat Kazanç (F/K) Oranı 22
2.2.2.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD) Oranı.....23
2.2.2.3 Piyasa Değeri/Yeniden Yerine Koyma Oranı (Tobin)24
2.2.2.4 Piyasa Değeri / Satışlara Oranı 26
2.3 GELİR BAZLI DEĞERLEME YAKLAŞIMI.....27
2.3.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi.....27
2.3.1.1 Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi.....32
2.3.1.2 İskonto Oranın Belirlenmesi 33
2.3.1.2.1 Öz sermaye Maliyeti 34

2.3.1.2.2 Borç Maliyeti.....37

2.3.1.2.3 Sermaye Maliyeti 38

2.3.2 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi.....39

2.4 ALTERNATİF DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI 39

2.4.1 Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı (E.V.A) 39

2.4.1.1 E.V.A Yönteminin Faydaları 40

2.4.1.2 E.V.A Yönteminin Zayıf Yönleri.....41

2.4.1.3 E.V.A'nın Hesaplanması 42

2.4.1.4 E.V.A İle Firma Değeri Arasındaki İlişki……44

2.5 YATIRIMIN NAKİT AKIM KARLILIĞI YÖNTEMİ İLE FİRMA DEĞERİNİN TESPİT EDİLMESİ 45

2.5.1 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı 45

2.5.2 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı ile Firma Değeri Arasındaki İlişki 47

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. GELİR YAKLAŞIMI, VARLIK YAKLAŞIMI VE PİYASA YAKLAŞIMINA GÖRE BİST'TE İŞLEM GÖREN, PERAKENDE SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN MİGROS AŞ. FİRMASININ DEĞERLENMESİ 49

3.1 SEKTÖR ANALİZİ 49

3.1.1 Perakende Sektörünün Tanıtımı.....49

3.1.2 Dünya'da ve Türkiye'de Perakende Sektörü 49

3.1.3 Perakende Sektörünün Önemi 51

3.2. DEĞERLEMESİ YAPILACAK MİGROS AŞ. FİRMASI HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....51

3.2.1 Şirketin Kuruluş Amacı ve Faaliyet Alanı 51

3.2.2 Firmanın Finansal Durumu….....54

3.3 PROBLEM 57

3.4 ARAŞTIRMANIN AMACI 57

3.5 ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ 57

3.6 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI 58

3.7 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ 58

3.8 HİPOTEZLER 58

3.9 DEĞERLEME SONUÇLARI 59

3.9.1 GELİR BAZLI DEĞERLEME YAKLAŞIMINA GÖRE FİRMA DEĞERLEMESİ 59

3.9.1.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerlemesi 59

3.9.1.2 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemine Göre Firma Değerlemesi 68

3.9.2 VARLIK TEMELLİ DEĞERLEME YAKLAŞIMINA GÖRE FİRMA DEĞERLEMESİ 68

3.9.2.1 Net Defter Değeri Yöntemine Göre Firma Değerlemesi 68

3.9.2.2 Net Aktif Defter Değeri Yöntemine Göre Firma Değerlemesi.....68

3.9.2.3 Tasfiye Değeri Yöntemine Göre Firma Değerlemesi ……..…69

3.9.3 GÖRECELİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI (PİYASA YAKLAŞIMI) 70

3.9.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı İle Firma Değerlemesi…….70

3.9.3.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı İle Firma Değerlemesi..... 70

3.9.3.3 Piyasa Değeri / Satışlar Oranı İle Firma Değerlemesi 71
3.9.3.4 Piyasa Değeri / Yerine Koyma Maliyeti (Tobin Q) Oranı İle Firma Değerlemesi.....72
3.10 DEĞERLEME YAKLAŞIM SONUÇLARI.....75
SONUÇ.....78
KAYNAKÇA 81
EKLER……..-

KISALTMALAR LİSTESİ

BİST **:** BORSA İSTANBUL

CAMP **:** SERMAYE VARLIKLARI FİYATLAMA MODELİ

PD : PİYASA DEĞERİ

DD : DEFTER DEĞERİ

APM : ARBİTRAJ FİYATLAMA MODELİ

WACC : AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ

EVA : EKONOMİK KATMA DEĞER YAKLAŞIMI

NOPAT : VERGİ SONRASI NET FAALİYET KARI

F/K : FİYAT KAZANÇ ORANI

İNA : İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

CC : SERMAYE MALİYETİ

TC : TOPLAM SERMAYE TUTARI

MVA : PİYASA KATMA DEĞERİ

CFROI : YATIRIMIN NAKİT AKIM KARLILIĞI

IVO : İÇ VERİM ORANI

VSNFK : VERGİ SONRASI NET FAALİYET KARI

MVHD : MEVCUT VARLIĞIN BEKLENEN ÖMRÜ SONUNDA BEKLENEN DEĞERİ

KAP : KAMU AYDINLATMA PLATFORMU

VAFÖK : VERGİ, AMORTİSMAN VE FAİZ ÖNCESİ KAR

TMS : TÜRKİYE MUHASEBE STANDARTLARI

TMRS : TÜRKİYE MUHASEBE RAPORLAMA STANDARTLARI

TABLOLAR LİSTESİ

SAYFA

TABLO 1 : Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarında Yer Alan Değerleme Esasları İle Değerleme Ölçüleri 5

TABLO 2 : Migros A.Ş.'nin Ortaklık Payları.....53

TABLO 3 : Migros Aş.'nin Sermaye Temsil Eden Payları 53

TABLO 4 : Migros Aş.'nin Ortaklık Sermaye Piyasaları Araçlarının Kote Edildiği Borsalar 54

TABLO 5 : Migros Aş. Özet Konselide Bilanço..... 55

TABLO 6 : Migros AŞ.'nin Konselide Gelir Tablosu..... 55

TABLO 7 : Migros AŞ.' nin Finansal Duruma ve Karlılığa İlişkin Rasyolar.....56

TABLO 8 : Borçluluk Oranları 59

TABLO 9 : Tahmini Borçluluk Oranları 60

TABLO 10 : Tahmini Gelir Tablosu….....60

TABLO 11 : Net İşletme Sermaye İhtiyacı..... 61

TABLO 12 : Tahmini Net İşletme Sermaye İhtiyacı 62

TABLO 13 : Serbest Nakit Akımları.....63

TABLO 14 : Veriler 63

TABLO 15 : Şirket Betası.....64

TABLO 16 : Öz Sermaye Maliyeti….....65

TABLO 17 : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 66

TABLO 18 : Net Bugünkü Değer..... 67

TABLO 19 : Öz Sermaye Değeri..... 67

TABLO 20 : Net Aktif Değeri..... 69

TABLO 21 : Piyasa Değeri / Defter Değeri.....71

TABLO 22 : Piyasa Değeri / Satışlar.....72

TABLO 23 : Firmalara Ait Veriler 73

TABLO 24 **:** Piyasa Değeri / Yerine Koyma Maliyeti..... 75

TABLO 25 : Değerleme Yaklaşım Sonuçları 76

TABLO 26 **:** Ortalama Şirket Değeri..... 77

ŞEKİLLER LİSTESİ

SAYFA

ŞEKİL1 :İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Uygulama Süreci 30

ŞEKİL 2 **:**Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC).....43

EKLER LİSTESİ

EK-A : Migros A.Ş. Finansal Durum Tabloları

EK-B : Adesa A.Ş. Finansal Durum Tabloları

EK-C : Carrefoursa A.Ş. Finansal Durum Tabloları

EK-D : Bim A.Ş. Finansal Durum Tabloları

ÖNSÖZ

Tez çalışmamın hazırlanma sürecinde desteğini esirgemeyerek yol gösteren tez danışmanı hocam Yrd. Doç. Dr. İ. Gökçe KAYA' ya, tez yazım sürecinde yoğunluk ve stresli çalışma tempomdan dolayı gösterdikleri sabır ve anlayış için başta ailem olmak üzere tüm arkadaşlarıma, tezimin herhangi bir yerinde bana yardımı olan tüm arkadaşlarıma teşekkür, saygı ve sevgilerimi sunarım.

FULYA BALKAN

08.06.2017

GİRİŞ

Her varlığın bir değeri vardır. Şirketlerde yarattıkları değer ile ekonomide önemli bir yere sahiptir. Şirket değerinin hesaplanmasında bir sürecin olmaması, değerleme çalışmalarının önemini ortaya koymuştur.

Dünya pazarlarında yaşanan yoğun rekabetle birlikte firmalar ayakta kalabilmek ve rekabet edebilmek için kaynaklarını etkili kullanıp performanslarını yükseltmelerini gerekmektedir. Günümüzde firmaların performans ölçütü olarak değerlendirdiği kar odaklı yaklaşımın yerini, değer odaklı yaklaşımın aldığını görmekteyiz. Bunun temel nedenlerinden şirket birleşmeleri, şirket devralmaları, temettü dağıtımları, firma ile ilişki içinde olan finansörler, yatırımcılar açısından da şirket değeri önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle günümüzde firma değerlemesine duyulan ihtiyaç ve önem artmıştır.

Firmalar durumlarına göre kaynak bulmaları, bulunan kaynakların etkin yönetilmesi ve sürekli büyümeleri için firma değerini gerçekçi saptamak zorundadır. Değerini gerçekçi olarak saptayamayan firmalar günümüz ekonomisinde başarılı olmayacaktır.

Firma değeri belirlenirken firmanın içinde bulunduğu genel ekonomik durum, firmanın faaliyet gösterdiği sektörün durumu, firmanın büyüklüğü, firmanın varlık ve kaynakları, sermaye yapısı, yaptığı ve yapacağı yatırımlar gibi konular dikkate alınmaktadır.

Bu araştırmanın amacı, birçok tarafı ilgilendiren firma değerinin, genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak gerçek değerinin belirlenmesidir.

Bu araştırmada değer, değerleme ve firma değerleme yöntemleri ilk iki bölümde genel hatlarıyla açıklanmış olup, üçüncü bölüm olan araştırma kısmında MİGROS A.Ş. firması ve perakende sektörü ile ilgili açıklamalara yer verilmiştir. Uluslararası Değerleme Standartları Tebliğinde yer alan genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) ’de işlem gören Migros A.Ş.’nin gerçek değerinin bulunmasına yönelik uygulama örneği yapılmıştır.

Birinci bölümde değer, değerleme ve firma değerlemesi üzerine detaylı olarak durulmuştur. Değerlemeye ilişkin yargılar ve firma değerlemesinin yapılma nedenleri açıklanmıştır.

İkinci bölümde, şirket değerleme sürecinin aşamaları açıklanmıştır. Genel kabul görmüş firma yöntemlerinden; Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımı, Gelir Esaslı Değerleme Yaklaşımı ve Piyasa Esaslı Değerleme Yaklaşımları; Alternatif Değerleme Yaklaşımlarından; Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı ve Yatırımın Nakit Akım Karlılığı yöntemi incelenmiştir. Bu yaklaşımların kendi içinde ayrıldığı yöntemler ayrıca anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde, BİST' te hisse senetleri işlem gören Migros A.Ş. perakende firması hakkında genel bilgiler verilerek; Gelir Esaslı Değerleme Yaklaşımı, Varlık Temelli Değerleme Yaklaşımı, Pazar Esaslı Değerleme Yaklaşımıları ile firmanın gerçek değerinin bulunması üzerine uygulama yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1.DEĞER VE FİRMA DEĞERLEME KAVRAMLARI

1.1 DEĞER KAVRAMI

İlk olarak Antikçağ' da araştırılmaya başlanılan değer kavramı, başlangıçta ahlak felsefesinin bir alt konusu olarak ele alınmış, her şeyi değerlemek için kullanılmıştır. Günümüzün küreselleşen rekabet ortamında firmaların varoluş amaçlarından biri olan "karlarını maksimize etme"; finansal piyasaların küreselleşmesi ile birlikte yerini "firma değerini maksimum yapma" hedefine bırakmıştır. 1990'lı yıllardan itibaren giderek artan küreselleşme ve yoğun rekabet, firmalar açısından "değer kavramının" önemini arttırmıştır.[1]

Değer kavramı iktisatta değişim değeri olarak ifade edilmektedir. Değer satın alınacak bir mal veya hizmet için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili iktisadi bir kavramdır. Değer esasen belirli bir zaman zarfında satın alma amacı doğrultusunda bir mal veya hizmet için ödenmesi muhtemel fiyatın bir tahminidir.[2]

Farklı bir diğer tanıma göre değer, "herhangi bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek tutar" olarak tanımlanabilmektedir.[3]

Fiyat, bir mal veya hizmeti almak için ödenen ücrettir. Değer ise bu fiyatı belirlemede kullanılan bir ölçüt olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiyat değer değildir. Tanımlardan da anlaşıldığı gibi değer ile fiyat kavramı arasında farklılık vardır.

Her varlığın bir değeri vardır. Bu varlıklara doğru yatırım yapmak ve bu varlıkları iyi yönetmek o varlığın değerinin ne olduğunu anlamak değil, aynı zamanda bu varlıklara ait değerin oluşumunda hangi kaynakların olduğunu anlamak gerekir.[4]

---

[1] Hasan Yalçın***, Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama***, Uygulama Yayıncılık, İstanbul, 2014, s.13
[2] Sermaye Piyasası Kurulu, ***Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ***, Seri:VIII, No:45, 2006, s.250
[3] Başaran Öztürk, M.Kamil Ercan ve Kartal Demirgüneş, ***Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye****,* Gazi Kitabevi, Ankara, 2003, s.1
[4] A.Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, ***Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar***, Litaratür Yayınları, İstanbul, 2008, s.3-4

1.2 DEĞERLEME ÖLÇÜMÜ İLE İLGİLİ ESASLAR

Sermaye Piyasasının Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5. Maddesi uyarınca işletmeler finansal raporların hazırlanmasında Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) / Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS)'nı esas alırlar.[5]

Değerlemenin tam olarak açıklanabilmesi için, TMS/TMRS uyarınca değerleme ölçüm esasları aşağıda açıklanmıştır:[6]

1.2.1 Maliyet Bedeli (Tarihi Maliyet)

Varlıklar için maliyet bedeli, varlıkların elde edildikleri tarihte ödenen nakit ve nakit benzeri bedeli veya onlara karşılık verilen varlıkların piyasa değerini ifade ederken, borçların maliyet bedeli ise borç karşılığında elde edilen tutar veya işletmenin normal faaliyetlerinden doğan borçlarda, borcun kapatılması için gereken nakit ve nakit benzeri bedeli ifade etmektedir.[7]

1.2.2 Cari Maliyet

Varlıklar aynı varlığın yada bu varlığa benzer olan bir varlığın elde edilmesi için hali hazırda gereken nakit veya nakit benzerlerinin tutarıdır. Borçlar, yükümlülüklerin kapatılması için nakit ve nakit benzerlerinin iskonto edilmemiş tutarları ile gösterimektedir.[8]

1.2.3 Gerçekleştirilebilir Değer

Bir işin normal gidişatı içinde, tahmini satış fiyatından, tahmini tamamlama maliyeti ve satışı gerçekleştirmek için tahmini satış gideri toplamından çıkarılması ile eslde edilen tutarı ifade etmektedir.[9]

1.2.4 Bugünkü Değer

İşletme varlıkları, işletmenin normal gidişatı içinde, ileride yaratacakları net nakit girişlerinin bugünkü iskonto edilmiş tutarları ile gösterilmektedir. Borçlar, normal

---

[5] Resmi Gazete, 28676 sayı, 13/06/2013, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013 (E.T:15.05.2017)
[6] Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve, http://www.kgk.gov.tr/files/F_R_I_K_C (E.T:15.05.2017)
[7] Fatma Pamukçu, ***Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Tablolara Etkisi***, Mali Çözüm Dergisi, Ocak-Şubat, 2011, s.82
[8] Numan Emre Ergin, ***Vergi Mevzuatı ile TMS/ TFRS' nin Değerleme Ölçüleri Açısından Karşılaştırılması***, Vergi Dünyası, Hakemli Makale, sayı: 418, 2016,s.13
[9] Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, ***Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile Türkiye Muhasebe Standartları***, Fersa Matbası, Ankara, 2007, s.339

gidişatı içinde kapatılması için ileride ödenmesi gereken nakit çıkışlarının bugünkü iskonto edilmiş tutarları ile gösterilmektedir.[10]

Türkiye Muhasebe ve Finansal Standartları'nda yer alan değerleme esasları ile değerleme ölçülerini, Kavramsal Çerçevede belirtilen dört ana değerleme esasına göre detayları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.[11]

TABLO 1: Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarında Yer Alan Değerleme Esasları İle Değerleme Ölçüleri

Tarihi Maliyet	Cari Maliyet	Gerçekleşebilir Değer	Bugünkü Değer
Amortismana Tabi Tutar	Amortismana Tabi Tutar	Amortismana Tabi Tutar	Amortismana Tabi Tutar
Stokların Maliyeti	Satış Maliyetleri Düşülmüş Gerçeğe Uygun Değer	Satış Maliyetleri Düşülmüş Gerçeğe Uygun Değer	Satış Maliyetleri Düşülmüş Gerçeğe Uygun Değer
Satın Alma Maliyeti	Uygun Değer	Uygun Değer	Gerçeğe Uygun Değer
Tahmini Maiyet	Gerçeğe Uygun Değer	Gerçeğe Uygun Değer	Geri Kazanılabilir Tutar
Maliyet		Geri Kazanılabilir Tutar	Kullanım Değeri
Defter Değeri		Net Gerçekleşebilir Değer	İşletmeye Özgü Değer
			Finansal Varlık veya Finansal Borcun Etkin Faiz Yöntemiyle Hesaplanan İtfa Edilmiş Maliyeti

[10] Engin, a.g.e.,s.13
[11] Semih Hüseyin Tokay & Ali Deran, ***Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları'nda Yer Değerleme Ölçüleri***, Mali Çözüm Dergisi, sayı:90, 2008, s.32

1.3.DEĞERLEME KAVRAMI VE FİRMA DEĞERLEMESİ

1.3.1 Değerleme Kavramı

Değerleme kavramının literatürde her alanda farklı birçok tanımı olmasına karşın bu çalışmada finans alanındaki tanımlara yer verilecektir.

Değerleme genel olarak, iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine-techizat, mal stoğu vb. şeklinde toplam aktiflerine ait değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanmaktadır.[12] İşletme ekonomisi yönünden değerleme, miktarlarla gösterilen varlıkların para birimi ile ifade edilmesi olarak tanımlanabilir. Muhasebe yönünden değerleme, bir işletmenin sahip olduğu aktif ve pasif kalemlerin ve diğer iktisadi kıymetlerin belirli bir tarihteki değerini para ile ifade etmektedir. Vergi kanunları yönünden değerleme, iktisadi varlıkların vergi kanunlarında gösterilen gün ve zamanlarda sahip oldukları değerler esas alınarak iktisadi kıymetlerin takdir ve tespitidir.[13]

Bir varlığın değerinin tespit edilmesi değerleme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değerleme faaliyetleri, firmanın mevcut değerinin belirlenmesi ve bu değerin nasıl arttırılması gerektiği konusunda firma yöneticilerine yardımcı olur ve firmanın ihtiyaç duyduğu sermayeyi içeriye çekilmiş olur. Yatırımcılar açısından düşünüldüğünde ise makul değerdeki bir varlığa yapacakları yatırım tercihinde, değerlemesi yapılan firmanın sonuçları ile piyasa fiyatlarını karşılaştırma yaparak, kendileri için en doğru yatırımı tercih edebilme olanağı sağlayacaktır.

Değerleme faaliyetleri varlıkların gerçek değerini tespit etmek için yapılmaktadır. Değerleme faaliyetini yapacak olan bir kişi veya kurum, değerleme faaliyetine konu olan varlığın piyasa değerinin gerçek değerinden farklı olabileceği düşüncesiyle fiyat tahmininde bulunmaktadırlar. Değerlemeye başladıklarında kurdukları hipotez "değerlemeye konu olan varlığın gerçek değeri ile piyasa değeri birbirinden farklıdır" şeklindedir.[14]

Bir şirketin değerlemesi yapılırken şirketin kendi yaşam döngüsü içinde hangi aşamada olduğu şirketin gerçekleştirilen değerlemesinin sonucuna etki etmektedir.

---

[12] Halil Seyidoğlu, ***Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük***, Ankara, Güzem Yayınları, 1992, s.141
[13] Ümit Ataman***, Hisse Senetlerinin Değerlemesi***, Doktora Tezi, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Matbaası, 1974, s.17
[14] Ahmet Sevinç***, Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama***, Yüksek Lisans Tezi,Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,İstanbul, 2008, s.9

Bunun nedeni gençlik ya da olgunluk gibi farklı dönemleri yaşayan şirketlerin birbirinden farklı özellikler gösteriyor olmasıdır.[15]

Değerlemenin amacı, İşletmenin belirli bir andaki ekonomik ve mali yönden gerçeğe en yakın durumunu tespit etmektir. Envanter sırasında bir varlığa değer biçilirken, bilançoda varlıkların hangi değer ile gösterileceği, o varlığın hangi değerinin ölçek olarak alınacağı net değildir. Bu durumun üç nedeni vardır:[16]

1-İşletmenin daha önce edindiği varlıkların fiyatları (maliyet bedeli) tarihi olmuştur.

2-Bilanço gününde satılmaları durumunda oluşacak değer ise tahmini olacaktır.

3-Bilanço gününde aynı varlığın yerine konması durumunda ödenecek değerde tahmine dayalı olacaktır.

1.3.2 Firma Değerlemesi

Firma açısından değerleme, firmanın sahip olduğu varlıkların ve kaynakların güncel değerinin yani bugünkü değerinin tespit edilmesidir. Firmanın cari değeri tespit edildikten sonra, aktifin cari değerinden firma borçlarının cari değerinin çıkarılması ile bulunan öz sermayenin cari değer, firma değeri olarak adlandırılmaktadır.[17]

Firma değeri işletmenin faaliyete başladığı andan itibaren başlayıp, firmanın yaşam döngüsü içerisinde ürettiği mal veya hizmet kalitesinden, organizasyon yapısına, mali durumuna, müşteri ilişkilerine, işletmenin yönetim anlayışına kadar firmanın işletme içi ve dışı, işletmenin maddi olan veya maddi değeri olmayan tüm unsurlardan etkilenerek ortaya çıkan bir kavramdır.

Bir firmanın değeri, firmanın gelecekte sağlayacağı gelir ile gelecekte bu geliri sağlarken üstleneceği riske bağlıdır. Bu nedenle yönetimin alacağı kararlar firmanın gelecekteki gelir düzeyini etkilediği gibi, firmanın risk derecesini de etkilemektedir. Günümüzde firmanın piyasa değerini etkileyen kararlar ve faaliyetler oluşturmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir[18]:

---

[15] Aswath Damodaran, ***The Litte Book of Valuation: Value a Company, Picka Stock and Profit***, New York, 2011,s.15

[16] Rıdvan Bayırlı, ***Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama***, Ankara, Gazi Kitabevi, 1.Baskı, 2007, s.79

[17] Metin Kamil Ercan, M.Başaran Öztürk, İlhan Küçükkaplan, E.Savaş Başçı, Kartal Demirgüneş***, Firma Değerlemesi, Banka Uygulaması***, Literatür Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, 2006, s.2

[18] Öztin Akgüç***, Finansal Yönetim,*** Avcıol Basım Yayın, 7.Baskı, İstanbul, 1998, s.845

•Firmanın faaliyette bulunacağı endüstri kolu,

•Firmanın büyüklüğü,

•Firmanın faaliyetinde kullandığı makine ve araçların nitelikleri,

•Firmanın sermaye yapısı,

•Firmanın likidite durumu,

•Firmanın dikey bütünleşme derecesi,

•Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri,

•Firmanın kullandığı teknoloji,

•Firmanın kuruluş yeri seçimi.

1.3.3 Değerlemeye İlişkin Önyargılar

Değerleme yapacak kişi veya kurumların çeşitli ön yargıları değerleme sonucunu etkilemektedir. Fakat bunlara ek olarak bir de değerlemenin kendisine ilişkin olarak üretilmiş çeşitli ön yargılar bulunmaktadır. Bunları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.[19]

> "Değerleme modelleri kantitatif olduğundan değerleme nesneldir."

Değerlemede kullanılan yöntemler kantitatif olabilir ancak modellere ilişkin seçilen girdiler ve yapılan bazı varsayımlar değerlendirmeyi yapanlar tarafından belirlenmekte ve bu nedenle pek çok öznel yargılar içermektedir.

> "İyi araştırılan ve iyi yapılan değerleme zamanla sınırlı değildir."

Değerlemede hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın, elde edilen değer şirkete ait bilgilerden etkilendiği kadar piyasa faktörlerinden de etkilenmektedir. Şirket veya piyasa bilgileri de sürekli değişim göstermektedir. Değerlemeyi yapacak kişi ya da kurumlar şartlar değiştikçe değerleme işlemini

[19] Yalçın, a.g.e., s.44-48

gözden geçirmeleri ve hesaplamalarını bilgileri yansıtacak şekilde güncellemeleri gerekir.

> ”İyi bir değerleme kesin bir değer tahmini sağlar.”

En dikkatli ve detaylı değerlendirme yapılmış olsa dahi nihai rakamlar sonucunda belirsizlik olma olasılığı vardır. Çünkü bu sonuçlar şirketin ve ekonominin üzerine yapılan varsayımlardır. Değerlendirmeyi yapan kişi veya kurumun yapacağı en ufak bir hata tahminde sapmalara neden olabilmektedir.

> “Daha kantitatif modeller ile daha iyi değerleme yapılır.”

Daha eksiksiz ve karmaşık kurulan bir modelin daha iyi değerlendirmeler gerçekleştirmesi beklenir. Oysa durum her zaman böyle sonuç vermez. Değerlendirmelerde karşılaşılan sorun bilgi azlığı değil, çokluğudur. Değer modeli karmaşıklaştıkça değer yaratan bileşenlerin gözden kaçma olasılığı yükselmektedir. Bir varlığı değerlendirirken kullanılabilecek en basit model seçilmelidir.

> ”Değerleme ile kazanç elde edebilmek için piyasaların etkin olmadığını varsaymak gerekir.”

Değerleme sürecindeki örtük varsayım piyasa fiyatlarının bazen hatalı olabileceği ve yanlış değerlenmiş hisse senetlerinin yatırımcılar tarafından, diğer binlerce yatırımcının da kolaylıkla ulaşabileceği bilgileri kullanarak tespit edileceği şeklindedir.[20] Fakat bu düşünce etkin olmayan piyasalarda piyasa değeri ile gerçek değer arasında fark meydana gelmesinden dolayı düşünülmektedir. Eğer bu farklar bulunabilirse kazanç elde edilebilmektedir.[21]

[20] Barış Sipahi & Serhat Yanık & Yusuf Aktürk, ***Şirket Değerleme Yaklaşımları***, Nobel Yayıncılık Dağıtım, 1.Baskı, Ankara, 2011, s.10
[21] Hakkı Öztürk***, Şirket Değerlemesinin Esasları, Teorik ve Pratik Yaklaşımlar***, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2009, s.20

> "Önemli olan değerleme süreci değil, değerlemenin ürünüdür."

Değerlemenin sadece sonucuna odaklanmak, şirketin sadece yüksek ya da düşük değerlendirilmesine dikkat kesilmek, değerleme sürecinde elde edilebilecek önemli bilgilerin göz ardı edilebilmesine yol açabilmektedir.

> "Şirketler için bir tek, tam ve uygun değer vardır."

Bir şirketin gerçek değeri algılayanın gözündedir. Yani üçüncü kişiler tarafından gerçekleştirilen tarafsız ve steril bir analizden ziyade, algılayanın kişisel risk getirili algılarına dayanmaktadır.[22] Aynı şirketi değerleyen farklı kişi veya kurumlar olduğunu düşünelim. Aynı modelleri kullanmış olsalar dahi farklı varsayımlar elde etmiş olabilirler. Bu nedenle farklı sonuçlar ortaya çıkmış olur. Yani değerleme yapan kişi veya kurumun farklı model kullanımı, seçtiği girdilerin farklılığı değerleme sonuçlarının da farklı çıkmasında etkili olmaktadır.

1.3.4 Değerleme Yapılmasının Nedenleri

Firma değerlemesine ihtiyaç duyanları temel olarak üç gruba ayırabilir. Bunlar; hissedarlar, şirket yöneticileri ve kredi verenlerdir. Şirket yöneticileri için firma değerlemesi hedeflerine ne ölçüde ulaştığını görmeleri açısından çok önemliyken, şirket hissedarları veya şirkete yatırım yapmayı düşünenler için ise yatırımdan elde edecekleri getiriyi önceden görmeleri açısından önemlidir. Kredi veren kurum ve kuruluşlar ise kredi değerliliğini saptamak amacı ile firma değerlemesinden faydalanırlar.[23]

Değerlemeyi yapmayı gerektiren çeşitli nedenler aşağıda incelenmiştir:

1.3.4.1. Birleşme, Devralma, Satın Alma

Birleşme, iki veya daha fazla şirketin büyüme amacını gerçekleştirmek için ekonomik ve yasal anlamda tek bir çatı altında toplamaları olarak tanımlanabilir.

---

[22] Luis E. Pereiro,***Valuation of Companies in Emerging Markets***, John Wiley & Sons, New York, 2002, s.33

[23] Leo Gough, ***Valuation Oxford:Capstone Publishing***, John Wiley and Sons, London, 2002, s.6

Devralma, bir şirketin başka bir şirketi tüm alacakları, borçları, varlıklarıyla birlikte kendi bünyesine alma işlemidir. Şirketi devralanın tüzel kişiliği devam ederken, devir edilen şirketin tüzel kişiliği bitmiş olur.

Satın alma, bir şirketin başka bir şirkettin varlıklarının veya hisse senetlerinin bir kısmının veya tamamının satın alınma sürecidir.

Birleşmeler, devralmalar veya satın almalar değerleme ihtiyacının yoğun olarak ihtiyaç duyulduğu bir alandır. Çünkü her durumda da büyük nakit transferleri ve alınan yeni riskler söz konusudur. Birleşmeler, satın almalar veya devralmalar sonucunda oluşturulan yeni şirketin değerinin, bir araya gelen iki şirketin eski hallerinden daha büyük ve daha değerli kılınması esas amaçtır.[24]

1.3.4.2. Özelleştirme ve Halka Arz

Özelleştirme, kamu mülkiyetinde varlıkların özel sektöre satılması ya da özel sektör ile ortaklık kurulmasıdır. Özelleştirme işlemlerinde öncelikle özelleştirilecek kurumun değerinin taraflarca doğru tespit edilmesidir.

1980'li yıllardan itibaren dünyada uygulanmaya başlayan serbest piyasa ekonomisi ile Türkiye'de de devletin ekonomi içerisinde payının azalması, piyasa ekonomisinin etkin çalışmasını sağlamak ve verimliliği arttırmak amacıyla yerli ve yabancı yatırımcıların finansal piyasalara yönlendirilerek yeni kaynak yaratılması ve iyi işlemeyen kamu kuruluşlarının özel sektöre devredilmesi gibi uygulamalar gündeme gelmiştir.[25]

Şirketler finansman ihtiyaçlarını karşılamak, kamuoyunda tanınmak ve bir takım vergi avantajlarından faydalanmak gibi amaçlarla halka arz gerçekleştirmektedirler.

Halka arz yoluyla hisse senedi çıkarımında firma değerini doğru belirleme ve bunun sonucunda çıkarılacak hisse senetlerini fiyatlama, firmalar ve yatırımcılar için yaşamsal önem sahiptir.[26] Yüksek fiyatlama yapıldığında yatırımcıların gelirini olumsuz etki yaparken, düşük fiyatlama ise firmanın değerinin düşük saptanmasına neden olur.

---

[24] Peter Wrigh, Mark Krol, Augustine Lado, Bonnie Van Ness, ***"The Structure of Ownership and Corporate Acquisition Strategies***", Strategic Mnagement Jaurnal, Vol.23, 1.pages, 2002, s.41
[25] Ercan ve diğerleri, A.g.e., s.11
[26] T.Tevfik Arman, ***Hisse Senedi Değerlemesi***, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2005, s.6

1.3.4.3. Portföy Yönetimi

Yatırımcılar kendi portföylerini oluştururken gelirlerini maksimize edebilmek için, portföylerine seçecekleri hisse senetlerinin belirlenmesinde değerlemeye gerek duymaktadırlar.

Portföy yönetimi, yatırımcıların elindeki fonların, mevcut menkul kıymetler arasında minimum risk ve maksimum karlılığı sağlayacak şekilde dağıtılmasıdır. Portföy yönetimi, yatırımcıların sahip olduğu toplam menkul kıymetlerin seçimi ve her birinden ne miktarda portföye dahil edileceği konusunda belli yöntem ve teknikleri kapsamaktadır.[27]

Portföye alınacak hisse senetlerinin seçiminde, değerleme etkin rol oynamaktadır. Değerlemenin portföy yönetimindeki önemi kısa ve uzun yatırımcılara göre farklılık gösterebilmektedir. Temel analistlere göre, firmanın beklenen büyüme oranı, risk profili ve nakit akımları gibi finansal özellikleri ile firmanın doğru olarak tespit edilmiş değeri arasında yakın ilişki bulunmaktadır. Gerçekçi varsayımlar altında tespit edilmiş bir firma değeri, hisse senetlerinin aşırı ya da düşük değerlendirildiğinin göstergesi olmaktadır.[28]

1.3.4.4. Finansal Yönetimin Etkinliğini Sağlamak

Finansal yönetimin temel işlevi, işletmenin devamlılığı açısından finansal dengenin sağlanmasıdır.

Finansal yönetim, kazanca, finansa ve yönetime ilişkin varlıklarla ilgilenen bütünsel karar alma sürecidir.[29] Şirketlerin amacı şirketin bugünkü değerini her zaman maksimum yapabilmektir. Finansal yönetimin temel politikaları olan finans, yatırım vb. konularda şirketin amaçları doğrultusunda uygulama yapmasını gerektirmektedir.

Yönetim danışmanlığı yapan kişi ya da kurumlar şirket değerinin arttırılması yönünde hizmet vermektedirler. Finansa yönetimde şirkete ilişkin verilecek önemli kararlar arasındaki ilişkileri anlamak ve kurumsal finansman konularını teoride ve pratikte değerleme yaklaşımı ile birlikte ele almak şirket değerini arttıracak kararlar alınmasını sağlayacaktır.[30]

---

[27] Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan***, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi***, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Gözden Geçirilmiş 4.Baskı, Bursa, 2007, s.471
[28] Ercan ve Diğerleri, A.g.e., s:9
[29] H. Kent Baker & Gary E. Powell***, Understanding Financial Mnagement – A Practical Guide***, Wiley – Blackwell, Malden, 2005 s.4
[30] Öztürk, a.g.e., s.26

1.3.4.5. Firmanın Kredi Değerliliğinin Belirlenmesi

Kreditör kuruluşlar firmaların ihtiyacı olan fonları firmaya sunan kurumlardır. Firmalar ihtiyacı olan dönemlerde ihtiyaç duydukları krediyi kreditör kuruluşlardan talep ederler. Kreditör kuruluşlar bu durumda belli bir bedel karşılığında ellerindeki tasarrufu talep eden firmalara verirler.

Son yıllarda kredi veren kurumlar kredi verme kararını almadan önce, kredi talep eden şirketin kredi değerliliğini göz önünde bulundururlar ve kredi taleplerine firmanın değerleme işleminden sonra karar vermektedirler.

Nakit akımı pozitif olmayan şirketlerin kredi alımlarında, şirketin kredi sonrasında planladığı nakit akımları ve kredi sonrasında amaçladığı şirket değeri kredi veren açısından büyük önem taşımaktadır. Bu yüzden kredi verenler, kredi almak isteyen şirketin değerini ve gelecekte yaratacağı nakit akımlarını göz önünde bulundurmaktadırlar. Bu nedenle şirketin gerçekçi ve doğru bir şekilde değerlenmesi çok önemlidir.[31]

1.3.4.6. Marka Değerinin Belirlenmesi

Marka değeri, bir işletmenin markaya yaptığı yatırımlar nedeniyle işletmenin gelecek dönemlerde elde edeceği gelirler olarak tanımlanmaktadır.[32] Marka değeri şirketin maddi olamayan varlıkları içerisinde yer almaktadır. Bu nedenle güçlü bir marka ismi veya sembolü hem tüketiciler hem yatırımcılar açısından da olumlu etki yaratmaktadır.

Geniş açıdan bakıldığında ise günümüz iş dünyasında şirketler için en değerli varlıklardan biri marka değeri olarak tanımlanmaktadır.[33] Markanın ön plana çıkmasıyla, marka değerinin şirket değeri içindeki yerinin hesaplanması ihtiyaç haline gelmiştir. Özellikle birleşmelerde ve satın almalarda, belirlenen değerin önemli kısmı şirketin marka değerinin oluşturması, bu değere verilen önemi daha da arttırmıştır.

---

[31] Yalçın, a.g.e., s.33

[32] Akın Koçak & Alper Özer, ***Marka Değeri Belirleyicileri: Bir Ölçek Değerlendirilmesi,*** 9. Pazarlama Kongresi, 6-8 Ekim 2009, Ankara, s.2 http://80.251.40.59/politics.ankara.edu.tr/ozer/Makalelerim/Marka_degeri_belirleyicileri_bir_ölçek_degerlendirmesi.pdf (E.T.15.01.2016)

[33] Muhterem İlgüner, ***Marka Değeri; Başarının En Önemli Göstergesi***, Çerçeve, No:52, s.168

1.3.4.7. Tasfiye

Firmalar faaliyetlerine son vermek zorunda kaldıklarında tasfiye değerinin belirlenmesi şarttır. Tasfiye durumunda şirketin tüm varlıklarının nakdi değeri tahmin edilmekte ve borçlar ödendikten sonra kalan tutar ödenmektedir. Bu nedenle tasfiye edilen şirketin değerlemesi gerçekleştirilirken, şirketin varlıklarının ve borçlarının bugünkü değerinin ön plana çıktığı bir değerleme şekli kullanılır. Burada özellikle şirketlerin varlıklarının tasfiye değerinin doğru tespit edilmesi, tasfiye işleminde tarafların haklarının korunması açısından çok önemlidir.[34]

[34] Ercan ve Diğerleri, a.g.e., s.12

İKİNCİ BÖLÜM

2.FİRMA DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI VE YÖNTEMLERİ

Değer ve değerlemeye ilişkin kavramlar açıklandıktan sonra değerleme aşamalarının anlaşılabilmesi için firma değerlemesine ilişkin yaklaşımlar ve bu yaklaşımların içinde yer alan değer belirleme yöntemleri incelenecektir. Değerleme yaklaşımı, değerleme yöntemi ve değerleme prosedürünün tanımları Sermaye Piyasası Kurulunun, Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğinde; bir veya birden fazla özel değerleme yöntemi kullanılarak değer tahmin etmenin bir yoludur. Değerleme yöntemi, değer yaklaşımları arasında bir değeri tahmin etmek için kullanılan özel bir yöntemdir. Değerleme prosedürü ise, değerleme yöntemi adımlarını gerçekleştirme şekli, eylemi ve tekniği olarak tanımlanmıştır.[35]

Şirket değerleme süreci, yatırım analistinin izlemesi gereken aşağıdaki beş aşamadan oluşmaktadır:[36]

1.Aşama: *Şirket yapısı iyi bir şekilde anlaşılır.* Bu aşamada, işletmenin içinde bulunduğu sektörün özellikleri, şirketin rekabetçi konumu ve şirket stratejileri kapsamlı bir şekilde değerlendirilmektedir. Analistler bu aşamada elde edilen bilgiyi finansal tablolar analiziyle birlikte ileriye dönük performans tahmininde kullanılır.

2.Aşama: *Şirketin gelecekteki performansı tahmin edilir.* Bu aşamada, şirketin satışlarına, kazançlarına ve finansal durumuna ilişkin 5-10 yıllık bir dönem için tahminler yapılır. Elde edilen tahmini veriler şirket değerinin hesaplanmasında doğrudan yer alan verileridir.

3.Aşama: *Uygun değerleme modeli seçilir.* Bu aşamada, şirket değerleme yöntemlerinden en uygun olanı seçilir. Uygulamada genellikle birden fazla değerleme yöntemine şirket değerlemesi yapılmakta, daha sonra bulunan şirket değerlerinin ağırlık ortalaması hesaplanmaktadır.

4.Aşama: *Tahminler, bir değerlemeye dönüştürülür.* Bu aşamada, geleceğe yönelik olarak yapılan tahminler, seçilen uygun değerleme yöntemi aracılığıyla şirket değerine dönüştürülür ve şirket değeri bu aşamada hesaplanır.

---

[35]Ayhan Karakoca***, Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama,*** İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, s.12

[36]Nurgül Chambers***, Firma Değerlemesi***, Avcıol Basım Yayın, 1.Baskı, İstanbul, 2005, s.177

5.Aşama: *Yatırım ya da yatırım tavsiyesi kararı alınır.* Bu aşamada, temel verilerde herhangi bir sıra dışı durum olmadığı sürece yatırım analisti ilgili şirket için hesapladığı gerçek değer ile piyasa değerini karşılaştırmakta ve şirketin primli ya da iskontolu işlem gördüğünü ortaya koymaktadır.

Literatürde değerleme yöntemlerine baktığımızda çok geniş modeller bulunmakta ve bu modeller basitten karmaşığa pek çok farklı çeşit içermektedir. Her model değeri belirleyen temeller üzerine farklı çıkarımda bulunurlar ancak yöntemlerden bazıları ortak özellik taşımaktadır. Ortak özellik taşıyan değerleme yöntemlerinin bir arada sınıflandırılmasıyla değerleme yaklaşımı ortaya çıkmaktadır.

Onlarca değerleme yöntemi olmasına karşın herhangi bir varlığı ya da işi değerlemek için bu çalışmada genel kabul görmüş üç temel yaklaşım bahsedilecektir. Bunlardan ilki Varlık Temelli Değerleme (Asset Based Valuation) yaklaşımıdır. Bu yaklaşımın taraftarları bilançoda yer alan öz sermaye ya da varlıkların defter değerine dayanan, muhasebe temelli bir şirket değeri tahmininin, geleceğe ilişkin şüpheli varsayımlara dayanan değerleme modellerine oranla daha doğru sonuçlar verdiğini savunmaktadırlar.[37]

Ele alınacak ikinci yaklaşım, Gelir Temelli Değerleme yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre, bir şirket ancak gelir yarattığı sürece değer yaratabilmektedir. Dolayısıyla bir şirket değeri, o şirketin gelecek yıllarda yaratacağı gelirlere dayanmaktadır. Bu nedenle bir şirketin bugünkü değerin, o şirketin gelecek yıllarda yaratacağı nakit akımlarının şimdiki değeri belirlemektedir.[38]

Üçüncü yaklaşım ise, göreceli (relative) değerlemedir ve bir varlığın değerini, o varlık ile karşılaştırılabilir olan varlıkların fiyatlarına kazançlar, nakit akımları, defter değeri ya da satışlar gibi ortak değişkenler aracılığıyla bakarak tahmin etmektedir. Buna yaklaşıma göre bir ev satın alınırken, o çevredeki evlerin ne fiyata satıldıklarına bakılır.[39]

Aşağıda değerleme yaklaşımları çerçevesinde değerleme yöntemleri incelenmiştir:

[37] Sipahi & Yanık & Aktürk, a.g.e., s.113
[38] Rıchard A. Brealey & Stewart C.Myers, ***Capital Investment and Valuatıon***, McGraw-Hill, New York, 2003, s.67
[39] Yalçın, a.g.e., s. 57

2.1 VARLIK TEMELLİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI

Bu yaklaşımın adından da anlaşılacağı üzere varlık temelli değerleme, bir şirketin değerini o şirketin varlıklarının değerlerini tahmin ederek elde edilmektedir. Faaliyet değeri düşük veya faaliyet değeri bulunmayan fakat faaliyet değeri olan şirketler için daha uygun bir değerleme yaklaşımıdır.[40]

Bir şirketin değerinin, o şirketin bilançosunda olduğunu düşünen geleneksel bir yaklaşımdır. Dolayısıyla varlıkların değerleri muhasebe verileri esas alınarak hesaplanmaktadır. Bu yaklaşım, şirketlerin maddi duran varlıkları, maddi olmayan duran varlıkları ve borçlarından oluştuğunu göstermektedir. Yani bir şirketin toplam değeri, o şirketin maddi duran varlıkları ile maddi olmayan maddi duran varlıkların değerine eşit olmaktadır.

Varlık temelli değerlemenin en önemli üç yöntemi Defter Değeri, Net Aktif Değeri ve Tasfiye Değeri yöntemleri olarak sınıflandırılabilir:

2.1.1 Defter Değeri

Defter değeri, muhasebe temellidir ve mali bilançoyu temel almaktadır. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre, işletmenin muhasebe standartları içinde belirlenmiş değeridir.

Bir firmanın defter değerinin, toplam kaynaklarından toplam yabancı kaynaklarının çıkartılması ile hesaplanan öz sermaye olduğu belirtilmiştir.[41] Bir şirketin defter değeri hissedarların bilançodaki öz sermayelerinin değerini gösterdiğinden dolayı “muhasebe değeri” ya da “öz varlık değeri” isimleriyle de karşımıza çıkmaktadır.

Defter değeri, belirli bir tarihte işletmede kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenir ve bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanır. Değişik muhasebe yöntemlerinin kullanılması sonucu her varlığın defter değeri de farklı olacaktır. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerindeki kısıtlar defter değerinin gerçekten uzaklaşmasına sebep olabilmektedir.

Defter değeri firmanın en son bilançosundan hareketle hesaplanmaktadır. Muhasebe bir işletmedeki her türlü kıymet yaratan hareketleri gerçeğe uygun olarak

---

[40] İstanbul Mali Müşavirler Odası, ***Defter Değerinin Hesaplanması***, İstanbul, 2008, s.16
[41] Lico Reis, ***Dictionary of Financial and Business Terms, Published in or by: Consultoria & Linguas***, USA, 2014, s.18

bilançoya yansıtmaya çalışmaktadır. İşletmedeki kıymet yaratan hareketler maddi olabileceği gayri maddi de olabilmektedir. İşletmenin her türlü kıymet yaratan hareketlerini bugünkü muhasebenin boyutlarıyla bilançoya yansıtmak mümkün değildir. Ayrıca bazı olay ve işlemlerde kullanılan yöntemler farklı olabilmekte ve mali sonuçların farklı çıkmasına neden olmaktadır. Bu gibi olayları dipnotlarla ifade edebilmek mümkündür. Fakat bilanço rakamlarına yansıtılamadığı için bilanço değeri firmayı temsil açısından yetersiz kalmaktadır.[42]

Genel olarak defter değeri aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.[43]

Defter Değeri = Toplam Aktifler – Toplam Borçlar

Defter değeri pratik olarak yukarıdaki şekilde elde edilmektedir. Ancak defter değeri belirlenirken dikkat edilmesi nokta, şüpheli alacaklar karşılığı, amortisman, toplam borç ve birikmiş zarar gibi kalemlerin çeşitli muhasebe sistemleri açısından kullanımı ve yapısıdır.

2.1.2 Net Varlık Değeri

Bir şirketin net varlık değeri, o şirketin varlıklarının mevcut piyasa koşullarında satılması durumunda elde edilecek gelirlerden, yapılan giderlerin çıkarılması yoluyla hesaplanmaktadır.[44] Başka bir ifade ile şirketin bütün varlıklarının satılarak, şirketin tüm borçlarının ödenmesinden sonra geriye kalan tutarı ifade etmektedir.

Net aktif değeri aynı zamanda düzeltilmiş defter değeri olarak da adlandırılmaktadır.

Bunun nedeni net varlık değerinde bilançoda kaydedilen maddi ve maddi olmayan bütün varlıklar yeniden piyasa değerine göre hesaplanmaktadır. Sonrasında varlıkların piyasa değeri bulunup, varlıkların piyasa değerinden çıkarılır. Bu değerleme yöntemi yalnızca muhasebe değerini dikkate alan defter değeri yönteminin eksikliklerini ortadan kaldırmayı hedeflemektedir ve şu şekilde hesaplanır:[45]

---

[42] İsmet Demirkol, ***Firma Değeri Yaklaşımları***, Ankara, 2010, s.2-3
[43] Mehmet Bolak, ***Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi***, İstanbul, Beta Basım Aş., 1991, s.78
[44] Hünkar İvgen***, Şirket Değerleme***, Finnet Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2003, s.165
[45] Yalçın, a.g.e., s.66

Net Varlık Değeri = Şirket Varlıklarının Piyasa Değeri – Şirket Borçlarının Piyasa Değeri

Yukarıdaki şekilde anlatılan net varlık değeri, şirketin değerine eşit olduğunu göstermektedir. Varlıkların piyasa değerini belirlemek kolay bir iş değildir. Varlıkların piyasa değerini belirlemek için ya eksperlerden yararlanılmakta ya da duran varlıkların değerlemesinde duran varlıkları sigorta ettikleri cari değerler kullanılmaktadır.

Yeniden değerlemesi gerçekleştirilecek olan varlıkların değerlemesinde kullanılan yöntemlerin detayları aşağıda açıklanmıştır:[46]

• *Eş değer yatırım değeri yöntemi:* Eş değer yatırım değeri yönteminde birim değerlerden yola çıkılarak değer tahmini gerçekleştirilmektedir.

• *Ekspertiz değeri:* Ekspertiz yönteminde, uzmanlar tarafından değerlemesi gerçekleştirilecek olan varlığın değerleme günündeki değeri tahmin edilmektedir.

• *Katsayılar yöntemi:* Katsayılar yönteminde, firmanın bilançosunda yer alan varlıklar için yeniden değerleme katsayısı tespit edilerek, finansal tablolar bu katsayıya göre düzeltilir.

Net varlık değeri, indirgenmiş nakit akışları analizi yönteminin uygulanamadığı durumlarda şirketlerin, çok değerli maddi ve maddi olmayan varlıkların olduğu durumlarda kullanılmaktadır. İndirgenmiş nakit akımlarıyla değerleme yöntemi ile net varlık yönetimi arasındaki fark, net varlık yönetiminin şirketin şerefiyesini ve geleceğe ilişkin beklentilerini göz önüne almıyor olmasıdır. Aynı zamanda faaliyetine son vereceği ve aktiflerin değerlendireceği durumlar içinde uygun bir yöntemdir. Özellikle değerli iştirak ve bağlı ortaklıklara sahip banka ve sigorta şirketlerinin değerlemesinde de yaygın bir şekilde kullanılmaktadır.[47]

[46] Kuddisi Yazıcı***, Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri***, Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi Başkanlığı, 1997, s.12
[47] İvgen, a.g.e., s.165

2.1.3 Tasfiye Değeri

Bir şirketin tüm varlıklarının satılıp, tüm borçlarının ödendikten sonraki değerini ifade etmektedir. Bu değer, işin tasfiye masraflarının uyarlanmış öz sermayeden çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Tasfiye değerinin bir şirketin minimum değeri olması gerekirken bu durum bazen defter değerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Bunun en büyük nedeni defter değerinde varlıkların tarihi maliyetleri dikkate alınırken, tasfiye değerinde varlıkların cari piyasa değerinin dikkate alınmasıdır.[48]

Tasfiye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:[49]

Tasfiye Değeri = Duran Varlıkların Tahmini Satış Değeri + Hazır Değerler – Kısa Vadeli Borçlar – Uzun Vadeli Borçlar – Kıdem Tazminatı Ödemeleri – Birikmiş Vergi ve Yükümlülükler

Tasfiye değeri bazen net varlık değeri ile benzerlik göstermiş olsa da aralarında temel farklılıklar vardır. Tasfiye değeri bulunurken artık firmanın faaliyetine devam etmeyeceği, bütün varlıklarının tek tek elden çıkarılacağı varsayılmaktadır. Tasfiye değeri, düşük olması nedeni ile gerçekleşecek alım satımların mutlak alt sınırı olarak kabul edilmektedir. Net varlık değeri belirlenirken firma yeniden kurulmuş olsaydı yatırım tutarının ne olacağı, kurulu şirketin devam etmesi halinde kullanım değerinin belirlenmesi gibi düşüncelerle yola çıkmakta ve tasfiye değerinden daha yüksek olmaktadır.[50]

Faaliyetlerine başarılı bir şekilde devam eden bir şirket için tasfiye değerinden bahsetmek çok anlamlı değildir. Bu değer iflas durumunda anlam kazanmaktadır.

---

[48] Pablo Fernandez, ***Valuation Methods and Shareholder Value Creation***, Acedemic Press, Burlington, 2002, s.26

[49] İ. Özlem Koç, ***Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama***, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:118, s.82

[50] Chambers, a.g.e., s.186-187

2.2 GÖRECELİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI (PİYASA YAKLAŞIMI)

Piyasa yaklaşımı olarak da bilinen göreceli değerleme yaklaşımı, halka açık şirket verilerini kullanan, piyasa tabanlı bir değerleme yaklaşımıdır. Varlığın değerinin piyasa değerine eşit olduğu varsayımına dayanmaktadır. Bir şirketin, şirket hisselerini, menkul kıymetin ya da elle tutulamayan varlığın, onların satışta olan benzer şirketlerle, şirket hisseleriyle, menkul kıymetlerle ya da elle tutulamayan varlıklarla bir ya da daha fazla yöntem aracılığıyla karşılaştırarak bir değer ölçümü yapan genel bir yoldur.[51]

Piyasa bazlı yaklaşımda iki ana metot bulunmaktadır. Bunlar:

2.2.1 Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yöntemi

Değerlemesi gerçekleştirilen şirkete nakit akımları, büyüme potansiyeli ve risk açısından benzer olan şirketler karşılaştırılabilir şirket olarak adlandırılmaktadır. Bununla birlikte değerlemeye ilişkin yapılan birçok analizde, karşılaştırılabilir şirket, aynı iş kolunda yer alan analiz edilecek şirket olarak tanımlanmıştır.[52]

Karşılaştırılabilir firma metodunda, değerlemeye konu olan firma ile aynı iş kolunda olan şirketler gruplandırılır ve bu şirketlerin değerleri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanmaktadır.

2.2.2 Karşılaştırılabilir Pazar Değeri Yöntemi

Firma değerlemesinde pazar değeri yaklaşımı, değerleme yapılacak işletmeyi piyasada satılmış aynı koldaki işletmelerle, bu işletmelerin haklarıyla ve işletmeye ait tüm özellikleriyle karşılaştırmayı esas almaktadır.

Değerlemesi yapılacak olan şirketin değerini karşılaştırılabilir şirketlerin el değiştirme işlemlerine konu olan piyasa işlem bedelini baz olarak belirlemektedir. Bu yaklaşıma göre değerlemeyi gerçekleştirebilmek için öncelikle değerlemeye konu olan şirket ile benzer faaliyet yapısında olan şirketlerin belirlenmesi gerekmektedir. Belirlenen şirketlerin piyasa fiyatlarının çarpanla ifade edilebilir hale getirilmesi ve

[51] L. Poul Hood & Timothy R. Lee, ***A Reviewer's Handbook to Business Valuation***, John Wiley & Sons, New York, 2011, s.95
[52] Öztürk, a.g.e., s.122

değerlemeye konu olan şirketin finansal durumuna göre düzeltmeler ile değerleme gerçekleştirilmektedir.[53]

Pazar değeri yaklaşımının uygulanması aşağıdaki aşamalardan gerçekleşmektedir:[54]

1) *Verileri esas alınacak benzer işletme veya işletme grubunun belirlenmesi:* Verileri esas alınacak işletmenin veya işletme grubunun, değerlemesi yapılacak işletme ile aynı veya benzer özelliklere sahip olması ön koşuldur. Çoğu zaman aynı işletmenin bulunması mümkün değildir. Bu nedenle benzer işletme verileri esas alınır. Benzer işletmelerin verilerinde de çeşitli değişiklikler yapmak zorunlu hale gelebilir.
2) *Değerlemede kullanılacak finansal oranın hesaplanması:* Emsal alınan işletmenin piyasa değeri ile kıyaslanacak kalem birbirine bölünerek emsal işletmenin finansal oranı hesaplanır. Piyasa değeri ile kıyaslanacak kalem, değerlenecek işletmede de tespit edilebilen ve işletmenin faaliyetlerinin bir göstergesi olan kalemlerdir. Birden fazla işletmenin emsal alınması durumunda ise ortalama oranlar esas alınmaktadır.
3) *Bulunan oranın, değerleme yapılacak işletmeye uygulanması:* Emsal işletmenin ilgili kalemi ile piyasa değeri arasında saptanan ilişkinin, değerlenecek işletmede de geçerli olacağı düşünülerek, bu işletmenin, hesaplamada baz alınan kalemine ilgili oran uygulanarak piyasa değeri hesaplanır.

Bu yaklaşıma göre, bir varlığın değeri piyasa tarafından belirlenmiş aynı veya karşılaştırılabilir varlıkların değeri ile kıyaslanır. Bu nedenle karşılaştırılabilir varlık belirlenerek bu varlıkla ilgili piyasa değerine ilişkin bilgi edinilmesi gerekmektedir. Daha sonra bu piyasa değerleri standart değerlere dönüştürülür. Standart hale getirme işlevleri fiyat çarpanlarını oluşturmaktadır. Bundan sonra değerlemesi yapılan varlığın çarpanı, karşılaştırılacak varlığın standart değeri ile kıyaslanır. Bu kıyaslama sırasında çarpanı etkileyebilecek firmalar arası farklılıklar dikkate alınmaktadır.[55]

Literatürde piyasa temelli değerleme yaklaşımları yönteminde şirket değerine, piyasa çarpanları aracılığı ile ulaşılmaktadır. Piyasa çarpanları aşağıda açıklanmıştır:

---

[53] Ian Ratner, Grant Stein, John C. Weitnauer***, Business Valuation and Banktrupcy***, John Wiley & Sons Inc., New Jersey, 2009, s.28-29

[55] Cambers, A.g.e., s.179

2.2.2.1 Fiyat Kazanç (F/K) Oranı

Fiyat / Kazanç oranı; temelde bir şirketin net karı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kuran bir çarpandır. Bir şirketin hisse senetlerinin toplam değeri ile piyasa sermayeleştirme değerinin toplamı olan piyasa değerinin, karının kaç katı olduğunu ifade etmektedir. Başka bir ifade ile hisse senedinin sağladığı bir birimlik getiri için yatırımcının ödemeye razı olduğu fiyatı ifade etmektedir.[56]

Fiyat / Kazanç Oranını aşağıdaki gibi formüle etmek mümkündür:

Fiyat / Kazanç oranı = Hisse Başına Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Kazançlar

F/K oranı, kar eden tüm şirketlere uygunabilindiği gibi, özellikle banka ve aracı kurumlardaki analistler ve yatırımcılar tarafından şirketlerin potansiyel karlılıklarını karşılaştırmak için yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Bu oran ülkemizde aracı kurumlar ve bankalar tarafından sık kullanılan değerleme yöntemi olarak karımıza çıkmaktadır.[57]

Bir şirketin F/K oranını üç değişken belirlemektedir. Bunlar temettü ödeme oranı, şirketin riskliliği ve kazançlarda beklenen büyüme oranıdır. Bu durumda diğer değişkenler sabit kalmak koşuluyla, temettü oranı ve beklenen büyüme oranı ne kadar yüksek olursa F/K oranı okadar yüksek olmaktadır. Buna karşın, beklenen getiri oranı nekadar yüksek olursa, F/K oranıda okadar düşük olmaktadır. Bu formül herhangi bir uygulanabilecek kadar geneldir.[58]

Fiyat / Kazanç oranı yöntemi ile değerleme, zarar eden şirketlerde uygulanmamaktadır. Bunun nedeni hisse başına kazançların sıfır, negatif veya fiyatlara oranla küçük olması durumunda F / K oranı anlı sonuç vermemektedir.[59]

---

[56] Cudi Tuncer Gürsoy, ***Finansal Yönetim İlkeleri***, Doğuş Üniversitesi Yayınları 1, İstanbul, 2007, s.304

[57] Mehmet Nargelecekenler, ***Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz***, Business and Economics Research Journal, Vol. 2- Number 2, 2011, s.166

[58] M. Başaran Öztürk***, Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Etkenler Üzerine İMKB'de Ampirik Bir Uygulama***, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2007, Niğde, Sayı:23, s276

[59] Sipahi & Yanık & Aktürk, a.g.e., s.101

2.2.2.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD) Oranı

Piyasa değeri / Defter değeri oranı, işletmenin piyasa değerinin muhasebe verilerine göre tespit edilen özkaynaklarının değerine bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Aşağıdaki şekilde formule edilebilir.[60]

Piyasa Değeri (PD) / Defter Değeri (DD) = Piyasa Değeri / Defter Değeri

Piyasa değeri/Defter değeri oranı iki büyüklük arasında belli bir katsayı bulmaya yöneliktir. Firmanın geçmiş yıl verilerinden yada aynı sektördeki başka firma verilerinden yola çıkarak, firmanın piyasa değeri ile defter değeri arasında bir katsayı bulunmaya çalışılır. İlgili hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmak istendiğinde öncelikle defter değeri bulunur. Daha önce bulunmuş olan PD/DD oranıyla çarpılır. Uygun oran ise benzer firma oranlarından yararlanılarak bulunur.[61]

Yatırımcıların PD/DD oranını sıklıkla kullanmalarının birçok avantajı bulunmaktadır. Birincisi defter değerinin piyasa değerleri ile karşılaştırma yapmasına imkan sağlamasıdır. İkincisi benzer firmalar açısından bakıldığında PD/DD oranlarının aşırı ya da düşük değerlendiğinin göstergesi olmasıdır. Üçüncüsü fiyat/kazanç oranları kullanılarak değerlemesi yapılamayan negatif kazançlar elde eden firmaların PD/DD oranları ile değerleme yapılabilmesidir.[62]

PD/DD oranın avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlardan ilki firmanın defter değeri muhasebe politikalarından etkilenmektedir. Bu nedenle muhasebe politikaları farklı olan firmalar için PD/DD oranı karşılaştırma ölçütü olarak kullanılmaz. İkincisi yüksek miktarlarda duran varlıklara sahip olmayan şirketler açısından anlamlı sonuçlar vermemektedir. Üçüncü ise firmalar uzun zamandan beri negatif kazançlarla karşılıyorsa öz sermayenin defter değeri negatif olmaktadır. Bu durum şirketin negatif piyasa değeri/defter değeri olduğunu göstermektedir. Negatif değere sahip olan bir firmanın da değerlendirilmesi mümkün olmamaktadır.[63]

---

[60] Torun, a.g.e., s.30
[61] Chambers, a.g.e., s.197-198
[62] Ercan ve Diğerleri, a.g.e., s.62-63
[63] Aswart Damodaran***, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence,*** Now Publishers Inc., Boston, 2005, s.224

2.2.2.3 Piyasa Değeri / Yeniden Yerine Koyma Oranı (Tobin Q Oranı)

Varlıkların gerçek değerini tahmin etmek için defter değerinden daha etkili bir ölçü elde etmek için değerleme alternatifi olarak varlıkların yerine koyma maliyeti kullanılabileceğini savunan çok sayıda araştırmacı olmuştur. Literatürde geçen ilk öneri, 1969 yılında James Tobin tarafından getirilen ve geleneksel finansal değer ölçümüne alternatif olarak sunulan yöntemdir. "Tobin Q Oranı" adı verilen bu yönteme göre bir varlığın piyasa değeri, o varlığın yerine koyma maliyeti ile karşılaştırılır ve şirketlerin varlıklarının piyasa değerleri, bu varlıkların yerine koyma maliyetine bölünür.[64] Aşağıdaki gibi formüle etmek mümkündür:

Tobin Q = Varlıkların Piyasa Değeri / Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti

Genellikle sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla kullanılmasına rağmen temettü dağıtım kararlarının hisse senedi değeri üzerine etkisinin ölçülmesi, şirket sahipliği ile öz sermaye değeri arasındaki ilişkinin belirlenmesi, performansın ölçülmesi gibi konularda bu orandan yararlanılmaktadır.[65]

Tobin Q teorisinde yatırım, ek bir birim sermayenin (q) bugünkü indirgenmiş şirket değerine olumlu yansıması şeklinde ifade edilmektedir. Bu çerçevede sermayenin marjinal etkinliği yüksek iken, sermayenin şirket için finansal maliyeti düşük ise q değeri büyüyecektir.[66]

Tobin Q oranı, işletmenin finansal varlıklarının piyasa değerinin, işletme varlıklarının yerine koyma değerine oranlanmasına dayanmaktadır. Ancak oranın paydasında yer alan varlıkların yerine koyma değerini bazı eskimiş sermaye mallarının piyasasının olmaması nedeniyle hesaplamak zordur.[67] Bu zorluğu gidermek amacıyla çeşitli araştırmalar yapılmış olup, bunlardan en basiti Chung ve Pruitt, Lindenberg ve Ross tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem hisse senetlerinin

[64] Lawrance A. Gordon & Mary D. Myers, ***Tobin's q and Overinvestment***, Applied Economisc Letters, 1998, Vol.5, s.1
[65] Serpil Canbaş & Hatice Doğukanlı & Hatice Düzakın & Ömer İskenderoğlu***, Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Deneme***, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 2005, Sayı:28, s.25
[66] A. Osman Gürbüz, Yakup Ergincan***, Şirket Değerlemesi – Klasik ve Modern Yaklaşımlar***, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004, s.177
[67] Murat Koçyiğit, ***Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin Q Oranı ile Ölçülmesi***, Journal of Accounting & Finans, 2009, s.180

piyasa değerini hesaplamayı gerektirmez ve varlıkların yerine koyma değeri yaklaşık olarak bu varlıkların defter değeridir ve aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:[68]

$$qq = \frac{MMMMMMMM + BBMMBBMM + BBMMBBBBBB + BBMMBBBBMM + BBMMMMBB - BBMMMMBB}{BBMMBBBB}$$

Formülde yer alan;

MVCS: Hisse Senetlerinin Piyasa Değerini

BVPS: İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Defter Değeri

BVLTD: Uzun Vadeli Borçların Defter Değeri

BVINV: Stokların Defter Değeri

BVCL: Kısa Vadeli Borçların Defter Değeri

BVCA: Dönen Varlıkların Defter Değeri

BVTA: Toplam Aktiflerin Defter Değerini,

Göstermektedir.

Bu yönteme göre; işletme için hesaplanan q oranı 1' den büyük ise işletme kaynaklarını etkin kullandığını, yatırım kararı alabileceğini ve büyüyen bir şirket olarak yorumlanmaktadır. Ancak q oranının 1 den küçük olması işletmenin kaynaklarını etkin kullanmadığı, yatırım kararı yerine başka işletmeler ile birleşme veya satın alma sürecine girebileceği şeklinde yorumlanmaktadır.[69]

2.2.2.4 Piyasa Değeri / Satışlara Oranı

Piyasa değeri/Satışlara oranı, işletmenin piyasa değerinin işletmenin yapmış olduğu satışlar tutarına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Aşağıdaki şekilde formüle etmek mümkündür:

[68] E. Darrell Lee & G.Tompkins James***, A Modified Verison of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin Q***, Financial Management, Spring, 1999, s.30-31
[69] Koçyiğit, a.g.e.,s.1

Piyasa Değeri / Satışlara oranı = Piyasa Değeri / Satışlar

Piyasa değeri/satışlara oranı, F/S oranından farkı şirket üzerindeki bütün hak sahiplerini dikkate alarak şirketin toplam değerinin satışlara bölünmesi ile bulunmasıdır. Şirketin toplam değeri şirket öz sermayesinin piyasa değeri ile borçların piyasa değeri toplamından oluşmaktadır. Bu çarpan özellikle perakendecilik sektörü ile internet ve telekomünikasyon sektörlerinde yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu yaklaşımın en büyük avantajı şirketin en istikrarlı, negatif olması mümkün olmayan ve muhasebe yöntemlerinden etkilenmeyen kalem olan satış rakamlarını göz önünde bulundurmasıdır.[70]

2.3 GELİR BAZLI DEĞERLEME YAKLAŞIMI

Şirket değerlemede en yaygın şekilde kullanılan yöntemdir. Gelir yaklaşımına dayanarak yapılan değerlemede, şirket bir yatırım olarak görülmektedir. Bu nedenle bu yaklaşımda şirket değeri, şirketin gelecekte elde etmesi beklenen gelirlere dayanmaktadır. Çünkü varlıklar gelir elde ettiği sürece değer ifade etmektedir. Şirketlerin gelecekte elde edecekleri gelirler onların nakit akımı yaratma kapasitelerine bağlıdır. Bu yaklaşıma göre değer, varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirin bugünkü değerini göstermektedir.[71]

Gelir temelli değerleme yaklaşımının iki temel yöntemi bulunmaktadır. İlki indirgenmiş nakit akımları yöntemi ikincisi ise indirgenmiş kar payları yönteminden oluşmaktadır.

2.3.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Gelecekteki nakit akımını bugüne indirgeyen yaklaşıma İndirgenmiş Nakit Akımı olarak tanımlanmıştır. Bu yaklaşıma göre tüm şirketin değerinin, şirketin beklenilen nakit akımlarının bugünkü değeri ile hesaplanmasıyla elde edilebilir olmasıdır. Bu anlamda bu yaklaşım içsel ve mutlak bir değerleme modelidir.[72]

---

[70] İvgen, a.g.e., s.133-134
[71] Chambers, a.g.e., s.182
[72] Scott Hoover, ***Stock Valuatıon. An Essentıal Guıde To Wall Street's Most Popular Valuatıon Models***, McGraw-Hill Education, New York, 2006, s.331

İndirgenmiş nakit akımı gelecekteki karların ve harcamaların bugün gerçekleştirilen aynı miktardaki gelir ve giderden daha düşük bir değere sahip olduğunu ileri sürmektedir. Bunun temel nedeni olarak da bugün hazır bulunan nakdin ek gelir yaratabilecek farklı yatırımlarda değerlendirilebileceğini göstermektedir. Yani bir şirketin gelecekte kazanabileceği nakdin bugünden satın aldığı varsayımı üzerine kurulu bir yaklaşımdır.

Gelecekteki nakit akımını bugünden değerlemek, gelecekle bugün arasında bir zaman aralığının hesaba katılmasını gerektirmektedir. Bunun nedeni paranın zaman değerinin bulunmasıdır. Paranın zaman değeri, gelecekte elde edilecek paranın bugün elimizdeki aynı miktardaki parayla eşdeğer olmadığını göstermektir. Bu yöntem paranın zaman değerini hesaba katmaktadır.[73]

İndirgenmiş nakit akışları analizleri yönteminin temel bazı avantajları ile dezavantajları aşağıda açıklanmıştır:[74]

Avantajları:

• Piyasa değişkenliği ya da makroekonomik faktörlerden, diğer değerleme yöntemlerine göre daha az etkilenmektedir.

• Firmanın operasyonel stratejilerinde ya da büyüme oranı, istenen çalışma sermayesi tutarı, beklenen çalışma sermayesi harcaması gibi anahtar değişkenlerdeki değişikliklere karşı esnek bir değerleme modeline sahiptir.

• Değerleme analistlerinin birçok değişken ve varsayımları düşünerek değerlemeyi gerçekleştirmesine imkan tanımaktadır.

Dezavantajları:

• Değerlemeye temel teşkil eden finansal projeksiyonlar olması gerekenden daha iyimser ya da daha kötümser olabilir.

• Yaklaşımın temel değişkenleri olan firmanın gelecekte yaratacağı gelecekte yaratacağı nakit akımları, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve limit değeri varsayımlara karşı hassas durumdadır. Bu durum firmanın değerinin belirlenmesinde gerçek sonuçları ulaşmayı engellemektedir.

[73] Murat Kıyılar, ***Paranın Zaman Değeri,*** Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2010, s.1
[74] Ratner, Stein, Weitnauer, a.g.e., s.41

Bu yöntemde şirketin gelecekte olması beklenilen nakit akımı şirketin sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, kurumsal yönetimi, gelecek planları, marka değeri gibi pek çok sayıda değer yaratan bileşenlerin dikkate alınmasıyla hesaplanmaktadır. Bu nedenle gelecekteki nakit akımını belirlerken sadece son zamanlardaki nakit akımlarına bakmak, gelecekteki nakit akımları ile ilgili doğru bir yaklaşım sergilemiş olmayacaktır. Ayrıca bu yaklaşıma göre, herhangi bir varlığın değeri, varlığın yarattığı nakit akımı, nakit akımlarının gerçekleşme süresi ve nakit akımlarını bugünkü değere indirgemede kullanılacak risk derecesinden oluşan üç farklı değişkenin fonksiyonudur.[75]

İndirgenmiş nakit akımı yaklaşımının dayandığı ilkeleri temelde üç grupta toplamak mümkündür:[76]

• Nakit çokluğu, nakit azlığına tercih edilmektedir.

• Nakdin bir zaman değeri vardır ve bu zamanın kısa olması, uzun olmasına tercih edilmektedir.

• Belirsizliğin az olması daha iyi kabul edilmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) şöyle hesaplanmaktadır:[77]

$$\text{İ}_{BBBB} = \frac{BB_1}{(1+ii)^1} + \frac{BB_2}{(1+ii)^2} + \frac{BB_3}{(1+ii)^3} + \cdots + \frac{BB_{nn}}{(1+ii)^{nn}} = \sum_{tt=1}^{nn} \frac{BB_{tt}}{(1+ii)^{nn}}$$

Formüldeki;

A_t : t' inci yıldaki net nakit akımını (Hurda değer son yıllarda gelir olarak eklenir.)

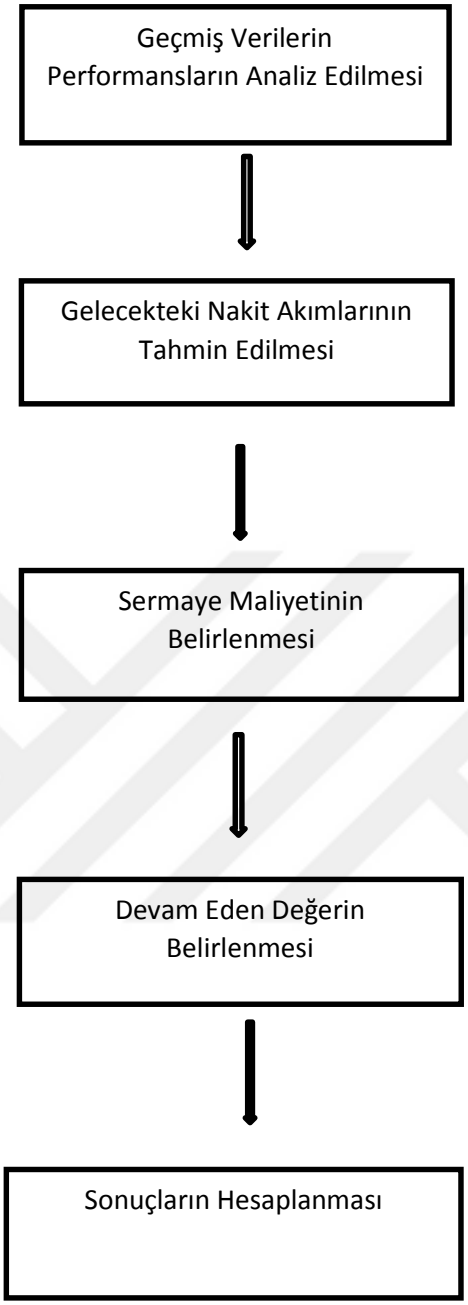
n : Nakit akımları tahmininde kullanılan süre

i : İskonto oranını ifade etmektedir.

İndirgenmiş nakit akımı yönteminin uygulama süresi aşağıda tablo halinde gösterilmektedir:[78]

---

[75] Sipahi & Yanık & Aktürk, a.g.e., s.75-76
[76] Yalçın, a.g.e.,s.76
[77] Aswath Damodoran***, İnvestment Valuation; Tools and Techniques For Determining The Value Of Any Asset ,*** New York, John Wiley & Sons Inc., University Edition, 1996, s.12
[78] Mustafa Kırlı***, Şirket Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Bir Girdisi Olarak Devam Eden Değerin Belirlenmesi***, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt:12, Sayı:2, 2005, s.159



ŞEKİL 1: İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin Uygulama Süreci

Tabloyu incelediğimizde, indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firma değerinin belirlenme sürecinde ilk aşamada firmanın geçmiş tüm verileri incelenerek bu verilerin analiz yapılması işlemidir. Bu süreçte firmanın geçmiş dönem finansal performansı incelenmektedir.

Analiz işleminden sonra, firmanın nakit akışlarının tahmin süreci başlamaktadır. Bu yönteme göre firmanın değeri, şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değeri toplamına eşit olmasıdır. Firmanın nakit akımları tahmin edilirken geçmiş dönem mali verilerin analiz edilmesi, firmanın içinde bulunduğu sektöre ait tahminlerin yapılması, şirkete ait yatırım veya her türlü harcamaların tahmin edilmesi, gelecek dönemde ödenecek vergi ya da diğer giderlerin tahmin edilmesi ve bu süreçlerin sonunda firmanın gelecek dönemde yaratacak nakit akımının belirlenmesi yer almaktadır.

Firmanın nakit akış sürecinin üçüncü aşamasında, sermaye maliyetlerinin belirlenme süreci vardır. Firmanın gelecekte yaratacağı gelirlerin belirlenmesi, şirketin yatırım ve sermaye harcamalarının tahmin edilmesi, firmanın nakit akımlarının devam eden değer zamanı içerisindeki büyüme oranı gibi faktörler yer almaktadır. Firma analizinde nicel ve nitel faktörler incelenmektedir. Nitel faktörlere, firmanın ürettiği mal ve hizmetlerin kalitesi, pazar payı, diğer mallar içindeki yeri gibi değişkenleri, nicel faktörlere ise firmanın mali durumu, gelecekte yaratacağı kar gibi şirketin özellikleri örnek olarak verilebilmektedir. Bu faktörlerin analiz edilmesinden sonra gelecek döneme ait gelirler tahmin edilmektedir. Bunun sonucunda şirketin ürettiği mal ve hizmetin maliyetleri tahmin edilmektedir. Gelecek döneme ait yatırım ve sermaye harcamaları belirlenebilmektedir.[79]

Sürecin dördüncü aşaması, devam eden değerin belirlenmesidir. Şirketin sonsuza kadar giden nakit akımları belirli bir büyüme oranı dikkate alınarak belirlenmektedir. Firmanın gelecek dönemde yaratacağı nakit akımı sonsuz olmalıdır. Şirketin tahmin döneminden sonra yaratacağı nakit akımlarının değerine “Devam Eden Değer” denilmektedir.

Sürecin son aşaması sonuçların hesaplanmasıdır. Firma değerinin hesaplanmasındaki son aşamayı iskonto oranının belirlenmesi oluşturmaktadır. Gelir yaklaşımı, geliri bir yaklaşıma dönüştürmek amacıyla indirgerken bir indirgeme oranının, nakit akışını indirgerken iskonto oranının kullanılmasını zorunlu tutmuştur.

[79] Niyazi Berk***, Finansal Yönetim***, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2002, s.370

Değerlemesi yapılacak firmanın bugünkü değerine ulaşmada gelecekteki nakit akımlarının sermaye maliyeti oranı ile indirgenmesi gerekmektedir.[80]

İndirgenmiş nakit akımı modeli ile gerçeğe yakınlığının ölçülmesi öncelikle nakit akımlarının ve iskonto oranının gerçekçi tahminlere dayanmasına bağlıdır. Firma değerlemesinin aşamaları arasında yer alan nakit akımlarının tahmini iskonto oranın belirlenmesi detaylı olarak incelenmiştir.

2.3.1.1 Nakit Akımlarının Tahmin Edilmesi

Nakit akımı, bir şirketin belirli bir zaman döneminde, tüm kaynaklarından elde ettiği nakit miktarı olarak tanımlanmaktadır. Başka bir tanıma göre nakit akımı, bir şirketin bir muhasebe dönemi sürecinde elde ettiği nakit ile dışarıya ödediği nakit arasındaki fark olarak tanımlanmıştır.[81]

Tanımlardan da anlaşılacağı üzere, nakit akımının ilk amacı olarak bir işletmenin nakit giriş ve çıkışlarına ilişkin bilgi sağlamaktır. Nakdin hangi kaynaktan geldiğini, bu kaynağın nerede kullanıldığını göstermektedir.

Şirket değeri ile nakit akımı arasında yakın bir ilişki vardır. Gerek borç veren kişi ve kurumlar, gerekse yatırımcılar nakit akımlarıyla yakından ilgilenirler. Borç verenler, verdikleri borçların zamanında ödeneceğinden emin olabilmek için şirketin nakit akımlarını analiz ederler. Yatırımcılar ise aldıkları hisse senetlerine karşı kendilerine bir getiri beklerler. Nakit akımı yetersiz olan bir şirket böyle bir getiri sağlayamayacaktır.

Bir şirketin değeri, onun nakit akımı yaratma kapasitesine ve nakit akımlarıyla ilgili belirsizliğe dayanmaktadır. Bu nedenle bir şirketin piyasa değeri ile onun indirgenmiş nakit akımları arasında güçlü bir doğrusal ilişki söz konusudur.[82]

Nakit akımlarını tahmin etmek için başlangıç noktası genellikle kazanç ölçümüdür. Örneğin bir şirkete gelen serbest nakit akımı, vergi sonrası faaliyet kazançları temellidir. Tam tersi durumunda ise öz sermayeye gelen serbest nakit akımı net gelir ile başlamaktadır. Faaliyet ve net gelir ölçüleri, muhasebe tablosundan elde edilip kullanılmaktadır. Bu nedenle muhasebeciler tarafından ölçülen şirket kazançlarının, değerleme için daha uygun kazanç haline gelebilmesi adına biraz

---

[80] Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliğ, Seri: VII, No:45
[81] John W. Day, "***Theme: Cash Flow***", 2008, s.1, http://www.reallifeaccounting.com/pubs/Article_Theme_Cash_Flow.pdf (E.T: 20.02.2016)
[82] A. Osman Gürbüz & Yakup Ergincan***, Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar***, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2008, s.19

düzeltilip, özellikle gerçek finansal harcama olan faaliyet kiralamalarının ele alınışı ile sermaye harcamalarının masraflarını oluşturan araştırma ve geliştirme harcamalarının gözden geçirilmelidir.[83]

Nakit akışlarının tahmin edilme süresi, şirketin bulunduğu sektörün konumuna göre farklılık göstermektedir. Genel olarak tahmin edilme süresi 5 ile 10 yıl arasındaki süreyi kapsamaktadır. Belirsizliğin fazla olduğu bir sektörde faaliyet gösteren bir firmanın değerlemesi yapılırken nakit akımlarının uzun süreler için tahmin edilmesi gerekirken, firmaya ilişkin verilerin durağan olması ve yanılma payı düşük olacağından nakit akışlarının tahmin edilme süresi de kısalabilir.

2.3.1.2 İskonto Oranın Belirlenmesi

İskonto oranın belirlenmesinde sektörün özellikleri, faaliyet alanı, kazancı, şirketin dönemsel değişmelerden etkilenme derecesi, rakip şirketlerin karlılık oranları, yeni yatırımlardan beklenen minumum verimlilik oranı, alternatif verimlilik oranı ve şirketin sermaye maliyetinden faydalanılmaktadır. Bu oranın belirlenmesi, büyük ölçüde değerlemeyi yapacak olan kişilerin yeteneğine ve tecrübelerine bağlıdır.[84]

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren firmalara değerleme yaparken nakit akımlarının tahmininde ve kullanılacak iskonto oranının belirlenmesinde yüksek enflasyon, siyasi istikrarsızlık, yatırımcı haklarının yetersizliği gibi ek risklerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir.[85]

Değerlenecek firma için sermaye maliyetinin hesaplanmasında borcun maliyeti ile öz sermayenin maliyeti dikkate alınmaktadır. Firmanın sermaye maliyetinin doğru hesaplanması için öz sermaye maliyeti ile borcun maliyetinin, firmanın borç/toplam pasif yapısındaki dağılımlarına göre ağırlıklandırılması gerekmektedir. Firmanın borç/toplam pasif yapısına göre ağırlıklandırılarak bulunmuş olan sermaye maliyetine "ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti" denilmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti firma değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak kullanılmaktayken öz sermayenin değeri bulunmak istenildiğinde öz sermaye maliyeti iskonto oranı olarak kullanılmaktadır.[86]

---

[83] Aswath Damodoran***, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset***, John Wiley & Sons, New York, 2002, s.226
[84] İsmet Demirkol***, Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar***, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 2006, s.25
[85] Koller J. Mimi, ***Valuition in Emerging Markets***, New York, John Wiley & Sons, 2005 s.80
[86] Karakoca, a.g.e., s.30-31

2.3.1.2.1 Öz sermaye Maliyeti

Şirket ortaklarının şirkete yapmış oldukları sermaye yatırımlarının maliyetini tespit etmektedir. Bir şirketin öz sermaye maliyeti, yatırımcıların şirkete yatırım yaparken kazanmayı bekledikleri minimum getiri olarak tanımlanmaktadır.[87]Bir şirket öz sermaye maliyetini tek başına belirleyemez ve bu maliyet piyasa koşullarında belirlenmektedir. Piyasa koşulları da her sektöre her ülkeye göre değişiklik göstermektedir.

Şirketler için öz sermaye maliyeti, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ya da Arbitraj Fiyatlama Modeli kullanılarak tespit edilmektedir.[88]

Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)' ne göre, bir varlığın sistematik riski beklenen getirisi arasında basit ve doğrusal ilişkiyi göstermektedir. Bu ilişki iki önemli görevi yerine getirmektedir. İlk olarak belirli bir risk seviyesinde hissedarların gerçekleştirdikleri yatırım karşılığında talep ettikleri getiri oranını hesaplayarak, yatırımın gerçekleşen getirisi ile teorik olarak olması gereken getirisini karşılaştırmaya olanak sağlamaktadır. İkinci olarak henüz piyasada fiyatı olmayan bir varlığın fiyatını tahmin etmeye yardımcı olmaktır. Bu anlamda da CAPM, riskli varlıkların fiyatlamalarını açıklamada kullanışlı bir modeldir.[89]

Bu model çeşitli varsayımlar üzerine kurulmuştur. Bunlardan ilki yatırımcıların türdeş beklentilere sahip olmasıdır. İkinci varsayım, hiçbir işlem maliyeti olmaması, üçüncüsü yatırımcıların özel bilgilere ulaşamaması şeklindedir. Dördüncü olarak CAPM, tüm varlıkların takas edildiğini ve yatırımların sonsuz çeşitlilikte olduğunu varsaymaktadır. Beşinci varsayımı, teorik olarak ileriye baksalar bile, risk ölçüsünü hesaplamak için fiyat değişimlerini hesaplamak için geçmiş verilerin temel alınması gerektiğini savunmaktadırlar. Son varsayımları ise, yatırımcıların yatırımlarını ve borçlanmalarını risksiz oran üzerinden yapabildikleri yönündedir.[90]

CAPM bir portföyün riskini sistematik risk (piyasa riski) ve spesifik risk (şirkete özel risk) olmak üzere ikiye ayırmaktadır. Sistematik riske piyasa riski de denilmektedir. Şirket dışı faktörlerin yol açtığı değişimler sonucu ortaya çıkmaktadır. Bunlar faiz oranındaki değişim, enflasyon oranlarındaki değişim, ekonominin genel durumu gibi genel piyasa bileşenleridir. Spesifik risk ise, şirkete özgü risktir. Şirketin

---

[87] Öztürk, a.g.e., s.39
[88] İvgen, a.g.e., s.73
[89] Sipahi & Yanık & Aktürk, a.g.e., s.49
[90]Mehmet Kepez***, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım***, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Doktora Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2006, s.154

üretim, pazarlama, finans alanındaki değişimlerin hisse senedi fiyatlarına yansıması olarak ifade edilmektedir.

CAPM, finansal varlıkların fiyatlamasını gerçekleştirmek üzere, fiyatlaması yapılacak finansal varlığın riski (beta) ile beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koymaya çalışmaktadır. Yani beta ile sistematik riski tanımlamaktadır. Beta regrasyon analizi kullanılarak hesaplanmaktadır ve bir hisse senedinin getirisinin, piyasadaki yön değişimlere yanıt eğilimi olarak düşünülmektedir. Piyasa portföyünün kendisiyle kovaryansı, betanın varyansı olduğu için, piyasa portföyünün betası ve bundan dolayı içindeki varlık ortalaması 1' dir. Beta' nın 1 olması hisse senedinin piyasa ile birlikte hareket edeceğini göstermektedir. Ortalamadan daha riskli olan varlıkların Beta' sı 1'den büyüktür ve ortalamaları 1' den küçük olan varlıklar güvenli olanlardır. Risksiz bir varlığın Beta' sı ise 0' dır.[91]

Yüksek bir Beta karşısında bir yatırımcının ikna olabilmesi için yüksek beklenen getiriye ihtiyacı vardır. Bu bağlamda, bir varlığın sistematik riski ve beklenen getirisi arasındaki basit ve doğrusal ilişkiyi gösteren CAMP' ye göre bir hisse senedinin beklenen getirisi risksiz getiri oranından, hisse senedinin risk pirimi kadar fazla olmalıdır. Yatırımın beklenen getirisi şu şekilde gösterilebilir:[92]

Beklenen Getiri = Risksiz Getiri Oranı + Beta (ortalama risk yatırımı için risk primi)

Bu eşitliği formülle gösterecek olursak;

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

$E(R_i)$ = Varlık i için beklenilen getiri

R_f = Risksiz getiri oranı

$E(R_m)$= Piyasa portfolyosu içim beklenilen getiri

β_i = Varlık i' nin Betası

[91] Ercan ve Diğerleri, a.g.e., s.20
[92] Yalçın, a.g.e., s.94

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli, uygulanması kolay olması yönünden kabul gören bir yöntemdir. Özellikle temettü ödemelerinin düzensiz olduğu durumlarda tercih edilmektedir. CAPM, hem etkin, hem etkin olmayan bütün portföylerin ve varlıkların fiyatlandırılmasında açıklayıcıdır. Yeni bir hisse senedine ilişkin analistin bilgi deneyim ya da sezgisi bağlamında bir görüş oluşturmasına imkan tanımaktadır. Bunların yanı sıra işlem maliyetleri ve özel bilgi edinme hakkında katı varsayımları modelin zayıf yönüdür.[93]

Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan ikinci yöntem Arbitraj Fiyatlama Modeli (APT)' dir. Arbitraj Fiyatlama Modeli temel olarak CAPM' ta olduğu gibi varlıkların beklenen getiri oranlarındaki değişkenliği açıklayan teorik bir çerçeve ortaya koymaktadır. Yeni yaklaşımın temel noktası birden çok sayıdaki sistematik risk unsurunun varlık getiri oranları üzerinde etkisinin olduğu yönündedir.[94]

Arbitraj, aynı varlığın farklı piyasalarda, farklı fiyatlardan satılması ile piyasalarda bu alım satımdan elde edilen kazancı ifade etmektedir. APT modeli aynı iki varlığın farklı fiyatlarla satılamayacağını söyleyen bir modeldir.

APT aracılığıyla, CAPM' ın işlem maliyetleri ve özel bilgi edinme hakkındaki varsayımları genişletilmiştir. Modelin en büyük özelliği, finansal varlıkları etkiyen temel faktörleri modele katmak istemesidir. Model, varlıkların tahmin edilen getirilerini makroekonomik değişkenlerin iniş ve çıkışlarına bağlı olarak tanımlamakta ve varlıkları fiyatlamada faktör riskine daha büyük bir önem göstermektedir.[95]

APT elde ederken yatırımcıların tercihleri hakkında varsayım yapmaya veya varlık getirileri için özel bir olasılık dağılımı yapmaya gerek duyulmamaktadır. Bu yatırıma göre yatırımcılar risksiz yatırım yapabilir ve risksiz getiri oranına göre daha fazla kazanç sağlayabilirse arbitraj fırsatı bulmuşlar demektir. Model yatırımcıların arbitraj fırsatlarını yakalatıp onlardan yararlanması ve arbitraj imkanı ortadan kalkana kadar yatırımlarına devam etmesi varsayımına dayanmaktadır.[96]

APT, sermaye fiyatlama modeli gibi riski sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayırmaktadır. Yine CAPM' ta olduğu gibi öncelikle şirketi etkileyen şirkete özgü risk bilgisini içermektedir. Tek farkı piyasa portföyü esaslı bir role sahip değildir. Bu modelde sermayenin maliyeti, risksiz getiri oranı ve modeldeki her bir

---

[93] Damodaran,2005, a.g.e., s.35
[94] Erdinç Altay***, Sermaye Piyasasında Varlık Fiyatlama Teorileri***, Derin Yayınları, İstanbul, 2012, s.135
[95] Hünkar İvgen, A.g.e., s.94
[96] Sudi Apak & Engin Demirel, ***Finansal Yönetim Cilt 1 Sermaye Piyasaları***, Papatya Yayıncılık, 2009, s.294

faktör için risk primi ve her faktöre ilişkin Betalar' dan oluşmaktadır. APT birçok değişkenin fonksiyonu olduğunu varsaymaktadır. APT modeline göre sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.[97]

$$R = E(R)+m+\varepsilon = R+(\beta_1 F_1+\beta_2 F_2+\ldots\ldots\ldots+\beta_n F_n) + \varepsilon$$

R : Gerçek Getiri

E(R) : Beklenen Getiri

m : Piyasa çarpanındaki beklenmeyen risk bileşeni

Ɛ : Şirkete özgü risk bileşeni

$ß_1$: Yatırımın, faktör i'deki beklenmeyen değişikliklere duyarlılığı

F_1 : Faktör i' deki beklenmeyen değişiklikler

Bu modeli kullanabilmek için, değerlemesi yapılmak istenen varlığın değerine etki edebilecek değişkenlerin tanımlanması, risklerin belirlenmesi, varlığın değişkenlere olan duyarlılığın ölçülmesi gerekmektedir. Varlığın değerine etki eden değişkenlerin yerine konması sonucu bulunan getiri oranı, varlığın öz sermaye maliyeti olarak kullanılmaktadır.

2.3.1.2.2 Borç Maliyeti

Şirketler sermaye yapılarındaki borç ve öz sermaye seviyelerini belirlerken elde edecekleri yararlar ile katlanacakları maliyetleri dengelemek için borçluluk oranlarını belli bir seviyede tutmalıdırlar. Şirketin borçlanması, şirketin ihtiyaçlarının hissedarlarının dışında dış kaynaklardan fon sağlayarak temin edilmesidir. Şirketin fon talep etmesinin birçok sebebi bulunmaktadır. Başlıca borçlanma araçlarına tahvil, finansman bonosu, banka kredilerini sayabiliriz.

Borç maliyeti bir şirketin varlıklarını ya da yatırımlarını finanse etmek için borç aldığı fonların o şirkete cari maliyetini ölçmektir. Bu cari maliyetin içinde belli bir orana uygun olarak hesaplanan faiz giderlerinin yanında öz sermaye dışı kaynağın

[97] Öztürk, A.g.e., s.54

bulunması sırasında ortaya çıkan diğer giderlerinde hesaba katılması gerekir. Bu anlamda temerrüt riski şirketin borç maliyetini belirleyen birinci faktördür. Bir diğer faktör cari faiz oranı düzeyi ile borca ilişkin vergi avantajıdır. Cari faiz oranı arttıkça şirketlerin borç maliyetleri de artacaktır.[98]

2.3.1.2.3 Sermaye Maliyeti

Bir şirket yatırım yaptığında, şirket yöneticileri yapılan yatırımın getirisinin uyarlanmış risk temelinde şirketin proje için harcanmış olduğu fon maliyetini aşmasını beklerler. Bu bağlamda sermaye maliyeti, piyasa iştirakçilerinin belirli bir yatırıma fon çekmek için gereksindikleri beklenen getiri oranıdır.[99] Bu nedenle şirketin aldığı kararların temellerini şirketin sermaye maliyetleri oluşturmaktadır.

Sermaye, öz sermaye ve öz sermaye dışı kaynaklardan oluşmaktadır. Bu nedenle şirketin sermaye yapısını oluşturan öz sermayenin ve borçlarının ayrı ayrı maliyetlerinin bulunması gerekmektedir. Şirketlerin yalnızca adi hisse senetlerine özgü sermaye maliyetine öz sermaye maliyeti, tüm sermaye bileşenlerinin maliyetine ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti adı verilmektedir. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC), bir şirkete finansman sağlayan farklı bileşenlerin her biri için maliyetlerin elde edilmesinin ardından, artık sermayenin maliyetini hesaplamak için gereken şey, her bir bileşenin üzerindeki ağırlıkların tespit edilmesidir.[100]

Şirket finansında yaygın şekilde kullanılan WACC, piyasa değeri ağırlıkları kullanılarak üç adımda hesaplanmaktadır:[101]

1.Adım: Her bir sermaye finans kaynağının, piyasa fiyatları temel alınarak orantılı bir şekilde ağırlıklarına karar verilir.

2.Adım: Her bir kaynağın vergi sonrası getirisi (maliyeti) hesaplanır.

3.Adım: Tüm kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetleri hesaplanır.

Bu aşamalarda dikkat edilmesi gereken konu, sermaye unsurları sermaye içindeki yerleri dikkate alınırken defter değeri yerine piyasa değerinin hesaplamaya alınmasıdır. Piyasa fiyatlarındaki değişimler ya da faiz oranlarındaki oynamalar sermaye unsurlarının sermaye içindeki paylarını etkileyebilmektedir.

---

[98] Gürbüz & Ergincan, a.g.e., s.78
[99] David Easley & Maureen O'Hara,***Information and the Cost of Capital, The Journal of Finance***, Vol.59, 2004, s.1553
[100] Yalçın,a.g.e., s.131
[101] a.g.e., s.133

2.3.2 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemi

İndirgenmiş kar payları yöntemi, öz sermaye yöntemi olup, nakit akımları yerine şirketin ortaklarına dağıtmış olduğu kar paylarını dikkate almaktadır. Bu yönteme göre bulunmuş olan değer, bir hisse senedi fiyatını göstermekte ve şirketin sahip olduğu toplam hisse senedi fiyatı ile çarpılması sonucunda şirket değerine ulaşılmaktadır. Şirketin gelecekte dağıtacağı kar paylarının büyüme göstermeyeceği, belirli bir büyüme göstereceği ve belirli bir zaman diliminde büyüme göstereceği sonra sabit kalacağı varsayımları olmak üzere 3 adet senaryo bulunmaktadır. Hangi senaryo olursa olsun hisse senedi fiyatı aşağıdaki formül ile bulunmaktadır:[102]

$$\textit{Hisse Senedi Fiyatı} = \Sigma[\textit{ Gelecekte Dağıtılacak Kar Payları} / (1+k_e)^t]$$

Yukarıdaki formülde k_e öz sermaye maliyetini ifade etmektedir. Şirketin büyüme oranı ne olarak alınırsa alınsın şirketin hisse senedi fiyatı, gelecekteki kar paylarının bugünkü değerine eşit olacaktır.

2.4. ALTERNATİF DEĞERLEME YAKLAŞIMLARI

Geleneksel değerleme yaklaşımlarına ilave olarak 1990'lı yıllardan itibaren alternatif değerleme yaklaşımları olarak adlandırılan "Ekonomik Katma Değer" ve "Yatırımın Nakit Akım Karlılığı" yöntemleriyle firma değerlemesinde kullanılmaya başlanmıştır.

2.4.1 Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı (EVA)

Globalleşmenin ve Pazar odaklı yönetim anlayışlarının yerini maliyet odaklı yönetim anlayışının almasıyla birlikte değer tabanlı performans ölçüm sistemleri ortaya çıkmıştır. Geleneksel performans ölçüleri, performans değerlemesinde sermaye maliyetlerini dikkate almadıklarından yaratılan değeri doğru olarak ölçmede yetersiz kalmaktadırlar. Değer tabanlı ölçüler ise kaynakların doğru olarak tahsis

[102] Chambergs, a.g.e., s.213-215

edilmesine, işletmelerin kendini diğer işletmelerle karşılaştırmasına, sermaye maliyetlerini aydınlatarak yatırım kararlarına odaklanmaya olanak tanımaktadır.[103]

1900'lü yıllarda artık kar kavramı, Ekonomik Katma Değer kavramı olarak Stern Stewart danışmanlık şirketi tarafından yeniden adlandırıldı. Ekonomik katma değer yaklaşımı bu şirket tarafından uygulansa da benzer bir modelin uygulaması 1990'lı yıllara kadar dayanmaktadır. Günümüzde kullanılan ekonomik katma değer yaklaşımı Alfred Marshall'ın 1890 yılında şirketin karı ile sermaye maliyeti arasındaki tutarı, ekonomik kar olarak tanımlamasıyla başlamıştır.[104]

Değer tabanlı performans ölçüleri arasında firma değerini doğru ölçmek, firmada değer yaratma anlayışını benimseterek farklı bir kültür yaratmak ve kullanım kolaylığı açısından en yaygın kullanılan yöntem EVA'dır. EVA işletmenin net karının, o karı yaratmak için kullanılan maliyetinden arındırılması sonucunda ulaşılan değerdir.

Genel olarak Ekonomik Katma Değer, belli bir dönem boyunca işletmeye eklenen değer miktarını gösteren bir ölçüttür. Yani bir işletmenin hem borçları hem de öz sermayesini kapsamak üzere toplam sermaye maliyetinden sonra ekonomik değerini (karlılığını) ölçmeni yoludur. Bir işletmenin yarattığı veya kaybettiği değerin dönemsel olarak bir yıllık tutarıdır. İşletmenin tümü için hesaplanabildiği gibi her bölüm için ayrı ayrı hesaplanmaktadır.[105]

2.4.1.1 Ekonomik Katma Değer Yönteminin Faydaları

Ekonomik Katma Değerin genel kuralı, yapılan bir yatırımın getirisinin minimum maliyete eşit olması, bu şekilde yatırımcının aldığı riski karşılayacak getiri elde etmesidir. EVA yönteminin kullanılması sonucu sağlayacağı faydaları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:[106]

• EVA'ya göre, şirketin gerçekleştirmeyi düşündüğü yatırım projesinin net bugünkü değeri pozitif olması durumunda proje gerçekleştirilmeli, negatif olması durumunda şirket kar elde etmediğinden yatırım gerçekleştirilmemelidir. Bu bilgiler

---

[103] Rüstem Hacırüstemoğlu, Münir Şakrak, Volkan Demir, ***"Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA)",*** Mali Çözüm Dergisi, 2002, s.59

[104] Orhan Çelik***, İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom A.Ş.'de Uygulanması***, Mödav Muhasebe ve Bilim Dünyası Dergisi, Cilt:4, Sayı:1, 2002, s.24

[105] Bengü, a.g.e., s.60

[106] Selman Aziz Erden, ***Yatırım Merkezi Başarı Değerlemesinde Kullanılan Ekonomik Katma Değer Ölçüsü ile Dengeli Değerleme Kartı Uygulaması***, MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:20, 2003, s.91

ışığında, EVA'nın değerlemeyi yapacak uzmanlara iyi bir gösterge kaynağı olabileceğidir.

• EVA'nın firma değerlemesi yaparken şirketi bütün olarak ya da firmanın bölümlerini ayrı ayrı değerleme yapmasına imkan sağlamaktadır.

• Firma yöneticilerini ve hisse sahiplerini, sermaye maliyeti üzerinde getiri elde edebilecekleri kararlar almaya yönlendirir.

• Sermaye maliyetinden daha az getiriye sahip yatırım kararlarının elenmesine, getirisi fazla olan yatırım kararlarının ise daha fazla uygulama alanı bulmasına sebep olur.

• Firmada yeterli performans göstermeyen birimlerin tespitine yardımcı olur.

2.4.1.2 Ekonomik Katma Değer Yönteminin Zayıf Yönleri

EVA' nın önemli üstünlükleri olmasına rağmen dört açıdan zayıf bir performans ölçütüdür.[107]

•*Büyüklük Farkları:* EVA bölümler arasındaki büyüklük farklılıklarını dikkate almamaktadır. Daha büyük fabrika ya da bölüm daha küçük olana göre daha fazla bir EVA yaratacaktır. EVA yönetici ile şirket hedeflerini uyumlaştırmak bakımından etkilidir ancak bölümler arasındaki büyüklükleri dikkate almaması dezavantajıdır.

• *Finansal Uygunluk:* Gelirin gerçekleşmesi ve giderin tahakkukunu esas alan finansal muhasebe rakamlarına dayanılarak hesaplanmaktadır. Buna göre yöneticiler karar alma süreçlerini değiştirmek suretiyle bu sayılar üzerinde oynama yapmaya sahiptirler.

• *Kısa Vadeye Uygunluk:* EVA sonuçların çabuk elde edilmesi ihtiyacına aşırı önem verir. Bu nedenle yöneticilerin yenilikçi mamullere ya da süreç teknolojilerine yatırım yapmasını engelleyen bir ortam yaratmaktadır.

• *Sonuçların Uygunluğu:* EVA, bir muhasebe döneminin sonunda ortaya çıkan rakamları esas alan finansal ölçütlerde, faaliyetlerdeki etkinsizliğin temel sebeplerinin belirlenmesine yardım etmez. Bu nedenle bu gibi finansal ölçütlerin ortaya koyduğu bilgiler, işletme süreçlerinin yönetiminden sorumlu kişiler için çok yararlı olmamaktadır.

---

[107] Peter C.Brewer. ***"Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations",*** S.A.M Advanced Management Jaurnal, 1999, Cilt:2, s.64

2.4.1.3 Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması

EVA, bir şirketin vergi sonrası net faaliyet karı ile sermaye maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Buna göre EVA' nın formülü aşağıdaki gibidir:[108]

EVA = VERGİ SONRASI NET FAALİYET KARI – SERMAYE MALİYETİ

Sermaye maliyeti, sermaye tutarı ile sermaye maliyeti yüzdesinin çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır. Yani;

SERMAYE MALİYETİ = SERMAYE TUTARI X SERMAYE MALİYETİ %'si

CC = TC x %C

Yukarıdaki formüle göre;

CC = Sermaye Maliyetini,

TC = Toplam Sermaye Maliyetini,

%C = Sermaye Maliyeti yüzdesidir. Buna göre;

EVA = NOPAT - %C (TC)

Sermaye maliyet yüzdesi, Firmanın borçlarının vergi sonrası maliyeti ve öz kaynak maliyetinin ağırlıklı ortalaması alınması ile hesaplanmaktadır.[109]

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	=	Borç Yüzdesi	Borçların Vergi Sonrası Maliyet Oranı	X	Öz kaynak Yüzdesi	+X	Öz kaynak Maliyet Oranı

[108] Cemal Çakıcı, ***Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı***, İstanbul, Beta Yayınları, 2008, s.15
[109] a.g.e, s.11

ŞEKİL 2: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

Tabloya göre;

EVA = NOPAT – WACC x TC

Toplam sermaye tutarı, aynı zamanda firmada kullanılan varlıklardır. Buna göre oluşturulan EVA formülü ise aşağıdaki gibidir:[110]

EVA = NOPAT – WACC x (Toplam Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar)

Oran olarak EVA, bir şirketin sermaye karlılık oranı ve sermaye maliyet oranı arasındaki farktır. EVA; kar elde etmek için kullanılan sermayenin maliyeti düşüldükten sonra kalan kardır. Bu durumda EVA' nın formülü şöyledir:[111]

EVA = (r –c) x Sermaye

Formüle göre;

r = sermaye karlılık oranını,

c = sermaye maliyet oranını ifade etmektedir.

Sermaye karlılık oranının hesaplanması için firmanın vergi sonrası net faaliyet karı, faaliyetlerin gerçekleştirilmesi için kullanılan sermaye tutarına bölünmelidir.[112] Yani;

$$rr = \frac{MMVVrrVVii\ MMSSSSrrSSSSSS\ BBVVNN\ FFSSSSFFiiFFVVNN\ KKSSrrSS\ (BBNNBBBBBB)}{MMVVrrSSSSFFVV}$$

[110] A.g.e., s.16
[111] A.g.e., s.18
[112] Stern Stewart, G. Bennet ***, The Quest For Value: A Guide For Senior Managers***, Harper Busines, USA, 1999, s.118

2.4.1.4 Ekonomik Katma Değer İle Firma Değeri Arasındaki İlişki

Şirketler için başka bir ölçüt ise piyasa katma değeridir. Piyasa katma değeri şirketin piyasa değeri ile şirketin yatırılan sermayesinin arasındaki farka eşittir ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.[113]

MVA = ŞİRKETİN PİYASA DEĞERİ – YATIRILAN SERMAYE

Piyasa katma değeri şirketin gelecekte beklenen ekonomik katma değer tutarlarının bugünkü değere indirgenmiş hali olarak düşünülmektedir ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:[114]

$$Şürrii^{VVNN}\ BBVVğ^{VVrrü} = MN_0 + \sum_{tt=1}^{\infty} \frac{EEMMBB_{tt,cc}}{(1+ii_{wwwwcccc})^{tt}} + \sum_{tt=1}^{\infty} \frac{EEMMBB_{tt,ff}}{(1+ii_{wwwwcccc})^{tt}}$$

C_0 = Mevcut Sermayenin Defter Değeri

$EVA_{t,c}$ = Mevcut varlıklara ait ekonomik katma değeri,

$EVA_{t,f}$ = Yeni yatırımlara ait ekonomik katma değeri,

K_{wacc} = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir.

Bu formül ile şirketin gelecekte beklenen ekonomik katma değer tahmin edilerek, şirket değerinin bulunması amaçlanmaktadır.

Değer odaklı yönetim anlayışını benimseyen şirketler piyasa değerini en üst seviyeye çıkarmak için şirketin gelecek dönemde elde edeceği ekonomik katma değeri maksimum yapmaları gerekmektedir. Şirket aşağıda sayılan düzenlemelere giderek ekonomik katma değerini yükseltebilir ve bu şekilde şirket değerini maksimum yapabilir.[115]

---

[113] S.David Young, F. Stephan O'Byrne, ***EVA and Value-Based Management A Practical Guide to Implementation,*** Mc Graw-Hill Inc., USA, 2001,s.29

[114] A. Osman Gürbüz, Yakup Ergincan***, Ekonomik Katma Değer ve Net Kar: İMKB'deki Hisse Senedi Fiyat Analizi,*** Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Öneri Dergisi, Cilt:6, 2005, s.22

[115] Gökçen Gürbüz, ***Ekonomik Katma Değer,*** MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:24, Ekim 2004, s.108

• Maliyet ve vergi kalemlerini azaltma yolu ile vergi sonrası faaliyet karını arttırmak.

• Vergi sonrası faaliyet karındaki artışın, sermaye maliyetindeki artışa göre daha fazla olan yatırımlara yönelmek.

• Sermaye maliyetinden daha az kar getiren faaliyetlere ve varlıklara yatırım yapılmamasını sağlamak.

• Toplam sermaye maliyetinin minimum olduğu optimal bir sermaye yapısı oluşturulmasını sağlamak.

2.5 YATIRIMIN NAKİT AKIM KARLILIĞI YÖNTEMİ İLE FİRMA DEĞERİNİN TESPİT EDİLMESİ

2.5.1 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı

Yatırımın nakit akım karlılığı (Cash Flow Return On Investment-CFROI), HOLT Value Associates Danışmanlık şirketi tarafından EVA'ya rakip olarak geliştirilmiştir. CFROI, diğer artık kar modelleri gibi sermaye maliyetini dikkate alan bir yöntemdir. Yıllık baz da hesaplanır ve şirketin sermaye maliyetinden daha fazla bir getiri elde edip etmediğini araştırır. CFROI bir getiri değildir, oran olarak ifade edilmektedir. EVA gibi parasal değeri göstermez.[116]

CFROI, bir firmanın yatırımcıları için mevcut vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımları ile bu yatırımcılar tarafından yapılan enflasyona göre düzeltilmiş brüt nakit yatırımını karşılaştırmaktadır. Bu yaklaşımı temel alan şirket yöneticileri ya da değerleme uzmanlarının aşağıdaki unsurları dikkate almaları gerekmektedir:[117]

• CFROI, iç verim oranı (IVO) kadar anlaşılır olmamasına karşın IVO ile aynı şekilde hesaplanmaktadır.

• CFROI, nakit akımlarına bağlı durumdadır ve artış miktarı hesaplamalarının etkilerini giderme konusunda EVA' dan daha ileri durumdadır.

• CFROI, nominal getiri ölçüsü olmayıp, reel getiri ölçüsüdür.

[116] Öztürk, a.g.e.,s.173
[117] Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.320

CFROI' nın hesaplanmasında dört temel nakit akım verisine ihtiyaç duyulmaktadır. Bunlar:[118]

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

2. Brüt Nakit Akımları: Brüt nakit akımları, vergi sonrası faaliyet karına amortisman ve itfa payı gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin eklenmesiyle hesaplanır.

3. Duran Varlıkların Beklenen Yararlı Ömrü: Yararlı ömür, yatırıma konu olan mevcut varlıkların ekonomik olarak kar elde etme süresini göstermektedir.

4. Duran Varlıkların Beklenen Hurda Değeri: Hurda değer, yatırıma konu olan mevcut varlıkların yararlı ömürleri sonundaki değerinin bugüne indirgenmiş değerine ifade etmektedir.

Sermaye maliyetinden daha yüksek seviyede gerçekleşmiş CFROI, bir şirket için değer yarattığını söylemek mümkündür. Şirketlerin değer odaklı yönetiminde önemli bir yere sahip olan CFROI aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.[119]

$$BBrr\ddot{u}^{NN}\ YYSSNNSSrrSSSS_{tt=0} = \frac{MMMMBBFFKK_{tt=1}}{(1+MMFFCCNNBB)^{1}} + \frac{MMMMBBFFKK_{tt=2}}{(1+MMFFCCNNBB)^{2}} + \cdots + \frac{MMMMBBFFKK_{tt=nn} + MMMMMMBB}{(1+MMFFCCNNBB)^{nn}}$$

Formülü incelediğimizde, brüt yatırım şirketin mevcut varlıklarına birikmiş amortisman ve enflasyon düzeltmelerinin eklenmiş tutarını göstermektedir. VSNFK (vergi sonrası net faaliyet karı), şirketin brüt yatırımlarından elde ettiği brüt nakit akışlarını göstermek için, şirketin elde etmiş olduğu vergi sonrası net faaliyet karının nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin eklenmesi ile düzeltilmiş halini ifade etmektedir. MVHD mevcut varlıkların beklenen ömrünün sonunda beklenen değerini göstermektedir. Beklenen ömür zamanı ise "n" ile gösterilmiştir.

[118] Aswath Damodaran***, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset***, John Wiley&Sons, 2. Edition, New York, 2002, s.878
[119] Karakoca, a.g.e., s.47

2.5.2 Yatırımın Nakit Akım Karlılığı ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Yatırımın nakit akım karlılığı ile şirket değeri arasındaki ilişki sabit büyüme döneminde olan şirket için şirkete olan serbest nakit akım değerleme yöntemine dayanılarak ifade edilmektedir. Bu dönemde şirket değeri aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır:[120]

$$FFürrSSSS\ BBVVğVVrrii = \frac{[(MMFFCCNNBB \times GG_{BB} - BBBB)(1 - NN) - (MMCC - BBBB) - \Delta\Delta\Delta MM}{(ii_{cc} - VV_{nn})}$$

CFROI: Yatırımın nakit akım karlılığını

GI: Brüt yatırımı

DA: Amortisman ve itfa paylarını

T: Vergi oranını

CX: Sabit sermaye harcamalarını

∆ WC: Net işletme sermayesindeki değişimi göstermektedir.

CFROI yönetiminde bir şirketin yatırımcıları için nakit akımlarıyla yatırımcılar tarafından yapılan brüt nakit yatırımı karşılaştırmaktadır. CFROI'nın doğru sonuç verebilmesi için mali tablolardan enflasyon etkisinin giderilmesi gerekmektedir. Hesaplamalarda enflasyon etkisi giderilmiş nakit akışı belirlenir. Enflasyon etkisinden arındırılmış tutar, brüt yatırım tutarı ile karşılaştırılır. Brüt nakit akışının brüt yatırım oranına, amortismana tabi varlıkların yaşam süreleri, amortismana tabi olmayan varlıkların artık değerleri dikkate alınarak bir baz değer oluşturulur. Bu baz değer yatırım kararı verilirken referans alınır ve firmanın karlılığı bu değere dayandırılmaktadır.[121]

[120] Damodaran, Investment Valuation, a.g.e., s.1250

[121] İlhan Ege, Ali Bayraktaroğlu, ***Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI) Yöntemi İle İMKB'de İşlem Gören İşletmelerin Performanslarının Analizi***, http://www.mskongre.org/doc/ilhanege.doc (E.T:18.03.2016)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. GELİR YAKLAŞIMI, VARLIK YAKLAŞIMI VE PİYASA YAKLAŞIMINA GÖRE BİST'TE İŞLEM GÖREN, PERAKENDE SEKTÖRÜNDE FAALİYET GÖSTEREN VE BİST'TE İŞLEM GÖREN MİGROS A.Ş. FİRMASININ DEĞERLENMESİ

3.1 SEKTÖR ANALİZİ

3.1.1 Perakende Sektörünün Tanımı

Perakendecilik, mal almak isteyenler ile mal satmak isteyenler arasında aracılık hizmeti yapan kuruluşlarıdır. Perakende sektörü, üreticileri temsil eden, tüketicilere ise garanti veren kurumlardır. Perakendeci kurumlar tek kişilik perakendeciler olabildiği gibi, örgüt yapısı içinde çalışan büyük perakendecilerde bulunmaktadır. Başlıca perakendeci kuruluşlar aşağıdaki gibidir.[122]

- Bağımsız Mağazalar
- Birleşik Perakendecilik
- Mağazasız Perakendecilik
- Hipermarket
- İndirimli Satış Mağazaları
- Zincir Mağazalar
- Alışveriş Merkezleri
- Peşin Öde Götür
- Drug-Store
- Süpermarket

3.1.2 Dünya 'da ve Türkiye'de Perakende Sektörünün Gelişimi

Perakendecilik, üretici ile tüketici arasında iletişim kuran, aracılık hizmeti sağlayan kişi ve kurumlardır. Perakendecilikte satışlar küçük parçalar halinde en tüketiciye yapılan satıştır. Satış alanı çok geniş ve kapsamlıdır. Gelişen teknoloji ile birlikte perakende sektörü dünyada büyük bir sektör haline gelmiştir. Türkiye'de de perakende sektörü giderek gelişmiş ve en büyük sektörlerden biri durumuna gelmiştir.

[122] http://www.tml.web.tr/download/PERAKENDECILIK.pdf (E.T:26.10.2016)

Türkiye'de perakendeciliğin tarihçesini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.[123]

● 1950-1960 yılları arasında düzensiz perakende faaliyetleri ve devletin girişimleri ile açılan Migros ve Gima gibi birkaç bir kaç mağaza olduğudur.

● 1960 yılından 1980 yılına kadar olan sürede aile girimi olan Beymen, İGS gibi küçük mağazalar açılmıştır.

● 1980 yılından sonra başlayan liberal ekonomi ve dış ticaretin serbestleşmesinden sonra perakendeciliğe değişim getirmiştir.

● 1984 yılı ile yabancı markalar, bizim pazarlarımıza girmeye başlamıştır.

● 1987 yılında modern anlamda açılan ilk mağaza Galeria' dır.

● 1993 yılında alışveriş merkezleri perakende sektöründe yerlerini almışlardır.

● 1996 yılında AB ile imzalanan Gümrük Birliği Anlaşması ile perakendecilikte önemli yabancı markalar Türkiye pazarına girmiştir.

● 2000'li yıllardan itibaren perakendecilik sektöründe modern mağazacılık anlayışı, alışveriş merkezleri ve cadde mağazacılığı başlamıştır.

Dünyada modern anlamda ilk alışveriş merkezi 15. yüzyılda Fatih Sultan Mehmet tarafından inşa ettirilen Kapalı Çarşı'dır. 16. Ve 17. yüzyıllarda Bazı Avrupa şehirlerinde perakende zincirleri bilinmektedir. 1670 yıllarında Kanada da Hundson's Bay Company mağazalar zinciri kurulmuştur. Modern zincir mağazalarının başlaması New York' da 1859 yılında kurulan Great Atlantic & Pasific Tea Company şirketidir. Departmanlı mağazalar 17. yüzyılda Asya ve Avrupa'da kurulmuştur. 20. Yüzyılın sonlarında alışveriş merkezleri bir tüketicinin her türlü ihtiyacını karşılayacak hale gelmiştir.[124]

Deloitte'un 2015 perakende sektörü raporuna göre Dünya'da yaşanan sıkıntılara rağmen perakende sektöründen elde edilen elde edilen gelir ve karın arttığı; en büyük 250 perakende şirketinin gelirinin 4,4 trilyon dolara ulaştığı açıklanmıştır.

[123] Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi, Pazarlama ve Perakende; Perakendeciliğin Özellikleri, Ankara, 2008, s: 15
[124] Emin EMİRZA, Yüksel KÖKSAL*, "Kuruluş Yeri Açısından Cadde ve Alışveriş Mağazacılığının Karşılaştırılması*" Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, cilt:8, s:16

Türkiye Alışveriş Merkezleri ve Perakendeciler Federasyonu'nun, 2015 yılı "Düşünürken Büyüyen Türkiye Perakende Sektörü " raporunda; perakende sektörünün 2015 yılında 663 milyar TL'lik ciro büyüklüğüne ulaştığı ve perakende sektörünün 2016 yılında da %11 civarında büyüme kaydedileceği açıklanmıştır.

TUİK' in 2015 yılı Perakende Satış Hacim Endeksi'ne göre, 2015 yılı bir önceki yıla göre % 3,7 artış göstermiştir. Gıda, içecek ve tütün satışları % 3,3, gıda dışı satışlar % 0,2, otomotiv yakıt satışları ise %12,7 arttığı açıklamıştır. Gıda dışı sektörlere bakıldığında bir önceki yıla göre, bilgisayar, kitap ve iletişim aygıtları satışı %1,4 azalış; elektrikli eşya ve mobilya satışı %1,8 artış; tekstil giyim ve ayakkabı satışları % 2,4 artış; tıbbi ürünler ve kozmetik satışları % 1,2 artış posta veya internet üzerinden satışlar %12,1 azalış göstermiştir. 2015 yılının bir önceki ciro büyüklüğüne göre %10,7 artış gösterdiği açıklanmıştır. Ciro büyüklüğünde gıda, içecek ve tütün satışları %12,2; gıda dışı satışlar %10,2; otomotiv yakıtı satışları %9,7 artış göstermiştir.[125]

3.1.3 Perakendeciliğin Önemi

Perakendeciliğin tarihçesine baktığımızda üretilen her türlü mal ve hizmetin tüketiciye ulaşmasını sağlayan kişi veya kurumlar olduğunu görmekteyiz. Perakendecilik dendiğinde tek bir mal veya hizmet değil, birçok nihai tüketim mallarını ve hizmetleri kapsamaktadır. Bu durum perakende satışının ve geniş istihdam yaratma açısından önemini ortaya koymaktadır.

Perakendeciliğin amacı, mal ve hizmet satarak kar elde etmektir. Perakendeciler amaçlarına ulaşırken tüketicilerin ihtiyaçlarını karşıladıkları için fayda sağlamaktadırlar. Tüketicilerin ihtiyaçlarını karşılamak için kurulan mağaza bulunduğu yeri bir cazibe merkezi olarak değiştirmektedir.

[125] Türkiye İstatistik Kurumu, *Perakende Satış Hacmi Endeksi*, Haber Bülteni, sayı: 21768, 2016

3.2 DEĞERLEMESİ YAPILCAK MİGROS AŞ. HAKKINDA GENEL BİLGİLER

3.2.1 Migros AŞ' nin Kuruluş Amacı ve Faaliyet Alanı

Migros A.Ş. İstanbul'un giderek artan nüfusunun ve fiyatların artması ile 1954 yılında İstanbul Belediyesi tarafından karar alınarak Türkiye'de İsviçre Migros'a benzer bir organizasyon kurmaya karar verdiler. Böylece gıda ve ihtiyaç malzemelerinin halka en uygun fiyat ve kaliteden sunulmasının yolu açılmış oldu. Türkiye'nin en önemli gruplarından Koç Grubu 1975 yılında Migros'un çoğunluk hisselerini devralarak Türkiye'de hızlı mağazalaşma süreci başlamış oldu.[126]

Migros A.Ş. 659896 ticaret sicil numarası ile Atatürk Mah. Turgut Özal Bulvarı No:7 Ataşehir/İstanbul adresinde faaliyetlerini sürdürmektedir. Gıda ve ihtiyaç sektöründe faaliyet gösteren Migros Ticaret Aş. her türlü gıda ve tüketim mallarının perakende ve perakende tüketimine yönelik toptan satışı faaliyet konusunu oluşturmaktadır.[127]

Türkiye'de modern perakende sektörünün öncülerinden olan Migros Grubu, gıda ve ihtiyaç maddelerinin yanı sıra kırtasiye, kozmatik, kitap, konfeksiyon gibi bölümleriyle müşterilerin ihtiyaç duyduğu gereksinimlerini karşılamaktadır. Migros A.Ş. her türlü gıda ve tüketim mallarının perakende ticaretinin yanında toptan satışını da yapmaktadır. Şirket yurt içinde ve yurt dışında alışveriş merkezi işletmeciliği faaliyetlerini de sürdürmektedir.

Migros A.Ş. 31.12.2015 tarihi itibari ile yurt içinde 1.282 Migros, 23 5M, 22 Tansaş, ve 36 Macrocenter ve yurt dışında; Kazakistan 25 Ramstore ve 2 Macrocenter ve Mekadonya'da 20 Ramstore olmak üzere toplam 1.410 mağazaya ulaşmıştır. Şirketin ortalama personel sayısı yurtdışındaki iştirakleri dahil 20.707 kişidir. Migros Aş.'nin 31.12.2015 tarihi itibari ile ödenmiş sermayesi 178.030.000 TL'dir. Şirketin %10 ve üzeri pay hakkına sahip olan ortakları, hisse senedi tutarları, hisse senedi sayıları, pay oranları aşağıdaki gibidir:[128]

[126] Migros Kurumsal, http://www.migroskurumsal.com/Icerik.aspx?IcerikID=43 (E.T: 02.04.2016)
[127] Kamu Aydınlatma Formu, BİST' te İşlem Gören Şirketler http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler.aspx (E.T:02.04.2016)
[128] a.g.e

TABLO 2: Migros A.Ş.'nin Ortaklık Payları

ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	NOMİNAL DEĞER (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
MH PERAKENDECİLİKVE TİC.A.Ş.	89.015.000,00	50,00	50,00
MOONLİGHT CAPİTAL SA	27.371.000,00	15,37	15,37
KENAN INVESTMENTSS.A	26.937.336,00	15,13	15,13
DİĞER	34.706.664,00	19,50	19,50

TABLO 3: Migros Aş.'nin Sermaye Temsil Eden Payları

Grubu	Nama/Hamiline	Beher Payın Nominal Değeri (TL)	Toplam Nominal Değer (TL)	Sermayeye Oranı (%)	İmtiyaz Türü	Borsada İşlem Görüp Görmediği
-	Nama	0,01	143.323.336,00	80,51	Yoktur	Borsaya kote işlem görmemektedir.
-	Nama	0,01	34.706.664,09	19,49	Yoktur	Borsaya kote işlem görmemektedir.
		TOPLAM	**178.030.000,00**	**100,00**		

TABLO 3: Migros AŞ.'nin Sermaye Yapısı

Bağlı Ortaklıklar,Finansal Duran Varlıkar ile Finansal Yatırımlara İlişkin Bilgilerin Ticaret Ünvanı	Faaliyet Konusu	Ödenmiş / Çıkarılmış Sermayesi	Şirketin Sermayedeki Payı	Para Birimi	Şirketin Sermayedeki Payı (%)	Şirket İle Olan İlişkinin Niteliği
Ramstore Bulgaria E.A.D	Perakende	60.774,00	60.774,00	LEVA	100,00	Bağlı Ortaklık
Ramstore Kazakhstan LLC	Perakende	1.744.807.370,00	1.744.807.370,00	TENGE	100,00	Bağlı Ortaklık
Ramstore Macedonia DOO	Perakende	160.918.932,00	159.309.742,68	DENAR	99,00	Bağlı Ortaklık
Sanal Merkez Tic.A.Ş.	e-ticaret / Perakende	450.000,00	450.000,00	TL	100,00	Bağlı Ortaklık

TABLO 4: Migros Aş.'nin Ortaklık Sermaye Piyasaları Araçlarının Kote Edildiği Borsalar

Kote Edilen / İşlem Gören Sermaye Piyasası Aracının Türü	Konu Edildiği / İşlem Görmeye Başladığı Tarih	İlgili Piyasanın/Borsanın Bulunduğu Ülke	İlgili Piyasanın / Borsanın İsmi	Piyasanın / Borsanın İlgili Pazarı
Hisse Senedi	02.06.2009	Türkiye	Borsa İstanbul	Ulusal Pazar

3.2.2 Firmanın Finansal Durumu

Aşağıda Migros Tic. Aş.' ye ait 31.12.2015 ve 31.12.2014 yıllarına ait bilançosu, gelir tabloları yer almaktadır. Şirketin değerlemesi yapılırken ilgili tablolar değerlendirilecektir. Alınan detaylı mali tablolar kamuyu aydınlatma platformu (KAP) internet sitesinden, konsolide alınmış mali veriler ise Migros Tic. Aş' nin internet adresinden alınmıştır.

TABLO 5: Migros Aş. Özet Konselide Bilanço:

(BİN TL)	2015	2014	Değişim (%)
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	2.035.523,00	1.723.289,00	18,1
Duran Varlıklar	3.725.194,00	3.857.298,00	-3,4
Toplam Varlıklar	5.760.717,00	5.580.587,00	3,2
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.725.671,00	2.779.768,00	-1,9
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.519.060,00	1.891.980,00	33,1
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	644,00	554,00	16,2
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	515.342,00	908.285,00	-43,3
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	5.760.717,00	5.580.587,00	3,2

TABLO 6: Migros AŞ.'nin Konselide Gelir Tablosu

(BİN TL)	2015	2014	Değişim (%)
Net Satışlar	9.389.829,00	8.122.667,00	15,6
Brüt Kar	2.525.649,00	2.163.391,00	16,7
Faaliyet Karı	263.632,00	232.370,00	13,5
Net Kar	-370.453,00	96.191,00	-485,1
VAFÖK	602.136,00	529.112,00	13.8

TABLO 7: Migros AŞ.' nin Finansal Duruma ve Karlılığa İlişkin Rasyolar

	31.12.2015	31.12.2014
LİKİDİTE ORANLARI		
Cari Oran	0,75	0,62
FİNANSAL YAPI ORANLARI		
Finansal Kaldıraç (Toplam Yükümlülük/Toplam Kaynak)	0,91	0,84
Toplam Yükümlülük / Özkaynaklar	10,16	5,14
Finansal Borçlar / Toplam Varlıklar	0,45	0,42
Net Nakit Pozisyonu (BİN TL)	-1.760.471,00	-1.673.452,00
KARLILIK ORANLARI (%)		
Brüt Kar Marjı	26,90%	26,60%
Faaliyet Karı Marjı	2,80%	2,90%
VAFÖK Marjı	6,40%	6,50%
VAFÖK Marjı – Kira Marjı	11,50%	11,50%
Net Kar Marjı	-3,90%	1,20%
HİSSE SENEDİ PERFORMANS ORANLARI		
Piyasa Değeri (Bin TL)	3.106.624,00	4.050.183,00
Hisse Senedi Fiyatı (TL)	17,45	22,75
Hisse Başına Kazanç (Kr)	-2,08	0,54

Migros Aş.'nin cari yıl finansal sonuçlarına baktığımızda, net satış gelirleri bir önceki satış gelirine göre %15,6 artış göstererek 9.389.829 TL, faaliyet karı %13,5 artış ile 263.632 TL olmuştur. Brüt kar 2015'te %16,7 artarak 2.525.649 TL' ye ulaşmıştır. Sektördeki yoğun rekabete karşı Migros brüt karlılığını korumuş artan satış politikası yaratmıştır. Dönem net karı %485,1 azalış göstererek -370.453 TL'ye gerilemiştir. Bunun nedeni şirketin EURO kredi kullanması EURO' nun TL karşısında değer kazanması finansman giderini arttırmıştır. Diğer bir nedeni ise Tansaş mağazalarının Migros formatına dönüştürülmesi faaliyetleri yatırım faaliyetlerinden giderler yansıdığından şirket 2015 yılını zararla kapatmıştır. Hisse başına kar 0,54 TL seviyelerinden -2,08 seviyesine gerilemiştir.

Şirketin aktif toplamı 2014 yılında 5.580.587 TL, 2015 yılında 5.760.717 TL' ye yükselmiştir. Varlıkların artışındaki sebep kasasına giren nakit para ve stoklarındaki artıştır. 2015 yılı itibari ile dönen varlıklar 2.035.523 TL olup, toplam aktifin %35' ini oluşturmaktadır. Şirketin 2015 yılında 839.424 TL, 2014 yılında 689.074 TL nakdi olduğu görülmektedir. Şirketin duran varlıkları 3.725.194 TL olup, aktif toplamının %65' ini oluşturmaktadır.

Şirketin uzun ve kısa vadeli yükümlülüklerine baktığımızda, %31,2 artış olduğu görülmektedir. Bu artış uzun vadeli yükümlülükten kaynaklanmaktadır. Yükümlülükte artış olmasına rağmen şirketin borçlanmasında %3'lük bir azalma olduğu da görülmektedir. Bunun nedeni firmanın yapmış olduğu yatırımlar ve halk arzdan kaynaklanmaktadır.

2015 yılında VAFÖK (Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kar) %13,8 artışla 602.136.000 TL' ye ulaşırken VAFÖK marjı %6,4 ile şirketin hedeflediği doğrultuda gerçekleşmiştir. Kira giderleri öncesi VAFÖK 2015'te, 2014 yılına oranla %26,2 artmış, kira giderleri öncesinde VAFÖK marjı %11,5 olarak gerçekleşmiştir.

3.3 PROBLEM

Firma değerlemesi; şirketin hissedarlarına, çalışanlarına, kazanç sahiplerine sağladığı ve gelecekte sağlayacağı düşünülen yararları belirlemek için yapılan süreçleri ifade etmektedir. Şirketin halka arzında halka arz fiyatının belirlenmesi, yabancı kaynak temininde borca dayanak oluşturması, şirket performansının ölçülmesinde şirket değerlemesine ihtiyaç duyulmaktadır. Birçok tarafı ilgilendiren firma değerlemesi firmaların, geleceğe yönelik doğru tahminler yapılabilmesi için gerçek değerinin bulunması, bu çalışmanın problemini oluşturmaktadır.

3.4 ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu araştırmanın amacı, hisse senetleri BİST' te işlem gören Migros A.Ş.' nin genel kabul görmüş değerleme yaklaşımlarından; gelir bazlı değerleme yaklaşımı, piyasa bazlı değerleme yaklaşımı ve varlık bazlı değerleme yaklaşımları kullanılarak şirketin gerçek değerini belirlemek amaçlanmıştır.

3.5 ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinde önemli bir yere sahip olan ve BİST' te işlem gören Migros A.Ş.' nin genel kabul görmüş değerleme yöntemleri ile gerçek değerine ulaşabilmektir. Sektörel gelişim ve pazar büyüklükleri nedeni ile perakende sektörüne ait bir şirket değerinin tespit edilmesi bir kat daha önemli hale gelmiştir.

3.6 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI

Araştırmada, Türkiye perakende sektöründe faaliyet gösteren, hisseleri BİST' e kote olan Migros A.Ş. değerlendirilmiştir. Araştırmada, genel kabul görmüş değerleme yöntemlerinden; gelire dayalı değerleme yaklaşımından indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi ve indirgenmiş kar payları yöntemi; varlığa dayalı değerleme yaklaşımından net aktif değeri yöntemi, tasfiye değeri yöntemi ve defter değeri yöntemi; pazara dayalı değerleme yaklaşımından karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi kullanılmıştır.

Migros A.Ş.' nin değerinin hesaplanmasında son yayımlanmış mali tablo olan 31 Aralık 2015 tarihli finansal tablolar ile 2014 yıllarına ait yılsonu finansal tablolar dikkate alınmıştır. Uygulamada mali tablolara www.kap.gov.tr adresinden ulaşılmıştır.

3.7 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışmada şirketin 2011-2015 yılları arasındaki finansal verilerinden yararlanılarak 2016-2021 yılları için tahmini değerler elde edilmiştir. Tahmin dönemine ait finansal veriler (proforma finansal tablolar) genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hesaplanmıştır.

3.8 HİPOTEZ

Şirket değerini hesaplama yöntemleri ile ilgili pek çok araştırma bulunmaktadır. Şirket değerinin gerçeğe en yakın hesaplamanın, şirketin gelecekle ilgili alacağı kararlarda, şirkete borç verecek finansörlerde, şirket hissedarları için önemi ortaya konulmuştur.

Araştırmanın temel hipotezleri:

H_1: Değerlemesi yapılacak firmanın gerçek değeri ile piyasa değeri birbirinden farklıdır.

H_2: Şirket değerleme yöntemleri ile şirket değeri arasında ilişki vardır.

H_3: Şirket değeri ile şirkete taraf olanların arasında ilişki vardır.

H_4: Şirketin gerçek değeri ile geleceğe yönelik yapılan tahminler arasında ilişki vardır.

3.9 DEĞERLEME SONUÇLARI

3.9.1 GELİR BAZLI DEĞERLEME YAKLAŞIMINA GÖRE FİRMA DEĞERLEMESİ

3.9.1.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Değerleme

Değerlemeye konu olan Migros A.Ş.'nin firma değeri indirgenmiş nakit akımları yöntemiyle tespit edilmeye çalışılacaktır. Değerleme günü 31.12.2015 tarihi esas alınmıştır.

Değerlemeye ilişkin varsayımlar aşağıda verilmiştir:

> Projeksiyon 5 yıllık zaman zaman dilimini kapsamış olup, baz yıl 2015 alınmıştır.

> Şirketin gelecekteki büyüme oranı %10 alınmıştır.

>Şirketin projeksiyon süresi boyunca satışlarının her yıl artacağı, kar marjının ve faaliyet giderlerinin değişmeyeceği varsayılmıştır.

>Hesaplamalar TL para cinsi üzerinden yapılmıştır.

>Şirketin projeksiyon dönemi boyunca yeni yatırım tutarının ayrılan amortisman tutarının %50'si olarak öngörülmüştür.

>Vergi oranı %20 olarak hesaplanmıştır.

> Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında risksiz getiri oranı Hazine Müsteşarlığının 2015 Aralık ayında çıkarılan 6 ay vadeli devlet bonosunun yıllık bileşik oranı olan % 10,90 alınmıştır. Beta kat sayısı, 2015 yılının sektör betası olan 0,60 alınmıştır. BİST piyasa getiri oranı % 17,56, borçlanma maliyeti ise risksiz getiri oranın 1 puan fazlası alınarak % 11,90 kabul edilmiştir.

>Şirketin 2016-2020 yıllarına ait tahmini borçluluk oranları [Finansal Borçlar / (Finansal Borçlar + Özsermaye)] aşağıda hesaplanmıştır:

TABLO 8: BORÇLULUK ORANLARI

DÖNEM (BİN TL)	31.12.2015	31.12.2014
FİNANSAL BORÇLAR	**5.244.731,00**	**4.671.748,00**
Kısa Vadeli	2.725.671,00	2.779.768,00
Uzun Vadeli	2.519.060,00	1.891.980,00
ÖZKAYNAK	**515.986,00**	**908.839,00**
Hedef Borç Oranı	**0,91**	**0,84**

Şirketin yıllar itibari ile hedef borçluluk oranları 2015 yılı borçların sabit kaldığı varsayılarak öz kaynağın %10 büyüme oranına göre tahminleri aşağıdaki gibidir:

TABLO 9: TAHMİNİ BORÇLULUK ORANLARI

YIL	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Hedef Borçluluk Oranı	0,90	0,89	0,88	0,87	0,86

a-Finansal Projeksiyonları

Şirketin satışlarının her yıl %10 artacağı, kar marjı ve faaliyet giderlerinin değişmeyeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında şirketin 5 yıllık gelir tablosu aşağıdaki gibi hesaplanmıştır. 2015 verileri gerçekleşen verilerdir. Kurumlar vergisi oranı %20' dir.

TABLO 10: TAHMİNİ GELİR TABLOSU

MİGROS A.Ş.TAHMİNİ GELİR TABLOSU (BİN TL)	2015G	2016T	2017T
NET SATIŞLAR	9.389.829,00	10.328.812,00	11.361.693,00
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	-6.864.180,00	-7.550.598,00	-8.305.658,00
BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI	2.525.649,00	2.778.214,00	3.056.035,00
Brüt Satış Karı Marjı	0,27	0,27	0,27
FAALİYET GİDERLERİ (-)	2.262.017,00	2.488.219,00	2.737.041,00
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	263.632,00	289.995,00	318.994,00
Faaliyet Kar Marjı	0,03	0,03	0,03
Vergi (-)	52.726,00	57.999,00	63.799,00
Vergi Oranı	20%	20%	20%
VSNFK	210.906,00	231.996,00	255.195,00
VSNFK Marjı	0,022	0,022	0,022
MİGROS A.Ş.TAHMİNİ GELİR TABLOSU (BİN TL)	**2018T**	**2019T**	

			2020T
NET SATIŞLAR	12.497.862,00	13.747.649,00	15.122.414,00
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	-9.136.224,00	-10.049.846,00	-11.054.831,00
BRÜT SATIŞ KARI VEYA ZARARI	3.361.638,00	3.697.803,00	4.067.583,00
Brüt Satış Karı Marjı	0,27	0,27	0.27
FAALİYET GİDERLERİ (-)	3.010.745,00	3.311.819,00	3.643.001,00
FAALİYET KARI VEYA ZARARI	350.893,00	385.984,00	424.582,00
Faaliyet Kar Marjı	0,03	0,03	0,03
Vergi (-)	70.179,00	77.197,00	84.916,00
Vergi Oranı	20%	20%	20%
VSNFK	280.714,00	308.787,00	339.666,00
VSNFK Marjı	0,022	0.022	0.022

b-Net İşletme Sermaye İhtiyacı

Net işletme sermayesindeki değişimin hesaplanmasında Migros Aş.'nin 2014 ve 2015 yıllarına ait mali veri kullanılarak hesaplanmıştır.

TABLO 11: NET İŞLETME SERMAYE İHTİYACI

YIL (BİN TL)	2015	2014
DÖNEN VARLIKLAR	2.035.523,00	1.723.289,00
NAKİT VE NAKİT BENZERİ	839.424,00	689.074,00
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜK	2.725.671,00	2.779.768,00
FİNANSAL BORÇLAR	5.244.731,27	4.671.748,27
Nakit Olmayan Net İşletme Sermayesi	**3.715.159,00**	**2.926.195,00**
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	788.964,00	

Varsayılanlar bölümünde yer alan şirketin büyüme oranı olan %10 üzerinden tahmin dönemi için nakit olmayan net işletme sermayesi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

TABLO 12: TAHMİNİ NET İŞLETME SERMAYE İHTİYACI

YIL (BİN TL)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Net İşletme Ser.Değişim	78.896,00	86.786,00	95.465,00	105.011,00	115.512,00
Net İşletme Sermayesi	867.860,00	954.646,00	1.050.111,00	1.155.122,00	1.270.634,00

NET İŞLETME SERMAYESİ$_{2016}$ = 788.964,00 x (1 + 0,10)

= 867.860,00

NET İŞLETME SER. DEĞİŞİM = 867.860,00 – 788.964,00

= 78.896,00

c- Yatırım Projeksiyonları

Şirket gıda ve ihtiyaç sektöründe faaliyet gösterdiğinden dolayı projeksiyon dönemi boyunca yeni yatırım tutarı yıllık ortalama ayrılan amortisman tutarının %50' si olarak varsayılmıştır. 2015 yılı amortisman tutarı 185.901,00 TL olup, diğer yıllar itibari ile yatırım tutarı 92.950,00 TL- olarak hesaplanmıştır.

d- Serbest Nakit Akımlarının Hesaplanması

Şirketin yukarıda hesapladığımız gelir projeksiyonları üzerinden şirkete sağlanan serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

TABLO 13: SERBEST NAKİT AKIMLARI

MİGROS A.Ş. SERBEST NAKİT AKIMLARI (BİN TL)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Faaliyet Karı	289.995,00	318.994,00	350.893,00	385.984,00	424.582,00
Vergi (-)	-57.999,00	-63.799,00	-70.199,00	-77.197,00	-84.916,00
Net İşletme Ser.Değişim	-78.896.00	-86.786,00	-95.465,00	-105.011,00	-115.512,00
Amortismanlar	185.901,00	185.901,00	185.901,00	185.901,00	185.901,00
Yatırımlar	-92.950,00	92.950,00	-92.950,00	-92.950,00	-92.950,00
Serbest Nakit Akımları	246.051,00	262.260,00	279.080,00	296.727,00	317.105,00

e- İskonto Oranının Hesaplanması

Migros Aş. 'nin İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne göre değerlendirilmesinde iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM-WACC) kullanılacaktır. WACC, Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

TABLO 14: VERİLER

VERİLER	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Risksiz Getiri Oranı (Rf)	10,90	10,90	10,90	10,90	10,90
Sektör Betası (β)	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Beklenen Getiri (Rm)	17,56	17,56	17,56	17,56	17,56
Borçlanma Maliyeti	11,90	11,90	11,90	11,90	11,90
Vergi Oranı (t)	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Borçlanma Oranı	0,90	0,89	0,88	0,87	0,86
Sermaye Oranı	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14

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

= 0,1190 x (1 – 0,20)

= **0,0952**

Finansal varlıkları fiyatlama modeline göre öz sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$E(rj) = r_f + [\, E(r_m) - r_f \,] \times \beta_i \,,\ i = 1,\ldots\ldots,N$$

Formüldeki beta kaldıraçlı beta katsayısı olup, varsayımlarda yer verilen kaldıraçsız beta katsayından yola çıkarak kaldıraçlı betanın hesaplanması gerekmektedir. Sistematik riskin göstergesi olan betanın hesaplanmasında, uluslar arası sektör betasını, şirketin finansal borç/toplam pasif oranına göre düzelterek şirketin kaldıraçlı betasına ulaşılmaktadır. Hesaplamada uluslar arası perakende sektör betası olarak New York Üniversitesi'nin kaldıraçsız beta olarak belirlemiş olduğu 0,60[129] dikkate alınmıştır ve şirketin kaldıraçlı betası bulunmuştur. Formülü aşağıdaki gibidir:[130]

$$B_L = B_U [\, 1 + (1 - t) (D_m \setminus E_m) \,]$$

Formülden yararlanılarak kaldıraçlı beta katsayısı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

TABLO 15: ŞİRKET BETASI

ŞİRKET BETASI	
Sektör Betası (Kaldıraçsız)	0,60
Finasal Borçlar	5.244.731,00
Toplam Pasif	5.760.717,00
Toplam Borç / Toplam Pasif	0,91
Şirket Betası (Kaldıraçlı)	1,04

[129] http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/New_Page/datafile/datacurrent (E.T.20.05.2017)
[130] Damodoran, a.g.e, 2002,s:194

Öz sermaye maliyeti hesaplanırken kullanılan risk primi, piyasa risk primi kullanılmıştır. Piyasa risk primi; beklenen getiriden, risksiz getiri oranın çıkarılmasıyla bulunmaktadır.

Piyasa Risk Primi = Beklenen Getiri Oranı – Risksiz Getiri Oranı

= %17,56 - %10,90

= %6,66

Öz sermaye maliyeti finansal varlıkları fiyatlama modeli kullanılarak hesaplanmıştır:

TABLO 16: ÖZSERMAYE MALİYETİ

Risksiz Getiri Oranı	0,1090
Kaldıraçlı Beta	1,04
Risk Primi	0,0666
Öz Sermaye Maliyeti	**0,1782**

Sermaye faktörlerinin toplam sermaye içindeki payları dikkate alınarak bulunan şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri aşağıdaki gibi bulunmuştur:

WACC (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) = Sermaye Maliyeti (k_e) x Sermaye Oranı $_+$ Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti (k_d) x Borçlanma Maliyeti

TABLO 17: AĞIRLIK ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ

YIL	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Borçlanma Oranı	0,90	0,89	0,88	0,87	0,86
Sermaye Oranı	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14
Borçlanma Maliyeti	0,0952	0,0952	0,0952	0,0952	0,0952
Özsermaye Maliyeti	0,1782	0,1782	0,1782	0,1782	0,1782
Ağırlıklı Ortalama Maliyeti	0,1025	0,1043	0,1050	0,1059	0,1067

f- Sonsuza Kadar Devam Eden Şirket Değeri

Şirketin sonsuz kadara devam eden değeri için 2021 ve sonraki yıllara ilişkin hesaplamada 2020 serbest nakit akımı baz alınmıştır. Takip eden yıllarda büyüme oranı %10 olup, hesaplamalar aşağıdaki gibidir:

Sonsuza Kadar Devam Eden Değer = $FCFF_{2020}$ / (k_{wacc} – g_n)

= 317.105,00 / (0,1067 – 0,10)

= 47.329.104,00

g- Şirket Değerinin Hesaplanması

Şirket değerine ulaşabilmek için önceden hesaplanmış olan sermaye nakit akımları ile iskonto oranları kullanılarak bugünkü değere hesaplanmıştır. Bu değerlerin toplamı şirketin borç ve nakit değerlerine göre düzeltilip gerçek değerine ulaşılmıştır.

Şirket değerini hesaplarken kullandığımız iskonto faktörünün formülü aşağıdadır:

İskonto Faktörü = 1 / (1 + İskonto Oranı)^n

TABLO 18: NET BUGÜNKÜ DEĞER

YIL (BİN TL)	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Şirketin Sermaye Nakit Akımları	246.051,00	262.260,00	279.080,00	296.727,00	317.105,00	47.329.104,00
İskonto Oranı (A.O.S.M)	0,1025	0,1043	0,1050	0,1059	0,1067	0,1067
İskonto Faktörü	0,9070	0,8200	0,7411	0,6685	0,6023	0,6023
Nakit Akım Bugünkü Değeri	223.168,00	215.053,00	206.080,00	198.362,00	190.992,00	28.506.319,00

TABLO 19: ÖZ SERMAYE DEĞERİ

ÖZSERMEYE DEĞERİ	(BİN TL)
Nakit Akım Bugünkü Değer Toplamı	28.506.319,00
Nakitler (+)	839.424,00
Finansal Borçlar (-)	-5.244.731,00
Özsermaye Değeri	24.101.012,00
Hisse Senedi Sayısı (Nominal Sermaye)	178.030 adet
Hisse Başına Değer	135,37

Migros A.Ş.'nin İndirgenmiş Nakit Akımlarına göre değerlemesinde Öz kaynak değeri **24.101.012,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

3.9.1.2 İndirgenmiş Kar Payları Yöntemine Göre Firma Değerlemesi

İndirgenmiş kar payları yöntemi, öz sermaye yöntemi olup, nakit akımları yerine şirketin ortaklarına dağıtmış olduğu kar paylarını dikkate almaktadır. Migros A.Ş. 31/12/2015 tarihinde konsolide mali tablolarında net dönem zararı bulunduğundan 2015 yılı faaliyet dönemi ve önündeki 3 yıl için kar dağıtılmaması konusunda karar vermiştir. Bu nedenle İndirgenmiş kar payları yöntemi Migros A.Ş. için hesaplanamamıştır.

3.9.2 VARLIK TEMELLİ DEĞERLEME YAKLAŞIMINA GÖRE FİRMA DEĞERLEMESİ

3.9.2.1 Net Defter Değeri Yöntemine Göre Firma Değerlemesi

Bu bölümde, varlık temelli değerleme yönteminden net defter değeri yöntemi kullanılarak firmanın değerine ulaşılmıştır. Şirketin net defter değeri bulunurken şirketin toplam varlıklarından, toplam borçlarının çıkarılmasıyla bulunmaktadır. Defter değerini hesaplarken şirketin son bilançosundan yararlanılacaktır.

Migros A.Ş.'nin 31.12.2015 tarihli bilançosuna göre şirketin net defter değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Defter Değeri = Toplam Varlıklar – Toplam Borçlar

= 5.760.717,00 – 5.244.731

Özvarlık Defter Değeri = 515.986,00

3.9.2.2 Net Aktif Defter Değeri Yöntemine Göre Firma Değerlemesi

Migros A.Ş.'nin halka açık iştirak ve bağlı ortaklık cari piyasa değerine ulaşılabildiğinden, ortaklık payı ile piyasa değeri çarpılıp her bir iştirak ve bağlı ortaklığın net aktif değerine ulaşılmıştır. Daha sonra Migros A.Ş.'nin net nakit yada borç toplamı ile toplanmıştır. Migros A.Ş.'nin net aktif değeri 6.799.942,00 TL bulunmuştur. Ancak piyasa değeri 3.106.624,00 TL'dir. Hesaplanan net aktif değerine göre Migros A.Ş. %119 yükselme kapasitesine sahiptir.

TABLO 20 : NET AKTİF DEĞERİ

İŞTİRAK YADA BAĞLI ORTAKLIK	ORT.PAYI	PİYASA DEĞERİ	NET AKTİF DEĞERİ
MH Perakendecilik ve Tic A.Ş.	50,00	1.553.312,00	776.656,00
Moonlight Capital S.A	15,37	477.624,00	73.411,00
Kenan Investments S.A	15,13	470.057,00	71.120,00
DİĞER	19,49	605.631,00	118.038,00
İŞTİRAK VE BAĞLI ORT.NET AKTİF DEĞER			1.039.225,00
NET NAKİT YADA BORÇ			5.760.717,00
NET AKTİF DEĞER			6.799.942,00
CARİ PİYASA DEĞERİ			3.106.624,00
NET AKTİF DEĞERE PRİM YÜZDESİ			54%

3.9.2.3 Tasfiye Değeri Yöntemine Göre Firma Değerlemesi

Tasfiye değeri, şirketin toplam varlıklarının zorunlu satışı elde edilecek gelirden, şirketin toplam borçlarının düşülmesi ile bulunmaktadır.

Tasfiye Değeri = Duran Varlıkların Tahmini Satış Değeri + Hazır Değerler – Kısa Vadeli

Borçlar – Uzun Vadeli Borçlar – Kıdem Tazminatı Ödemeleri –

Birikmiş Vergi ve Yükümlülükler

T.D. = 3.725.194,00 + 2.035.523,00 – 2.725.671,00 – 2.519.060,00 – 31.898,00 – 185.901

Tasfiye Değeri = 298.187,00 TL

3.9.3 GÖRECELİ DEĞERLEME YAKLAŞIMI (PİYASA YAKLAŞIMI)

Araştırmanın bu bölümünde şirketin piyasa bazlı değerleme yaklaşımından karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi kullanılarak firma değerine ulaşılmıştır. Bu yöntemde değerlemesi yapılan firma ile benzer faaliyet gösteren üç firmanın mali verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanmıştır. Bulunan piyasa çarpanları değerlenen firmanın finansal verilerine göre düzenlenerek firma değerine ulaşılmıştır.

Karşılaştırılabilir firma yöntemine göre değerleme işleminde iki çarpan kullanılmıştır. Bunlar piyasa değeri / defter değeri ile piyasa değeri / satışlar çarpanlarıdır.

BİST' te işlem gören Bim A.Ş. , Carrefour A.Ş., Adese A.Ş. firmaları değerlemeye konu olan firmalardır. 31.12.2015 tarihli mali verilerinden yararlanılmıştır.

Değerlemeye konu olan firmaların ve Migros A.Ş.'nin piyasa değeri / defter değeri oranları ve tahmini değerleri aşağıdaki gibidir:

3.9.3.1. Fiyat / Kazanç Oranı İle Firma Değerlemesi

Fiyat / Kazanç oranı yöntemi ile değerleme, zarar eden şirketlerde uygulanmamaktadır. Migros A.Ş. 31/12/2015 tarihi itibari ile 370.453,00 TL zarar etmiş olup, hisse başına kazancı -2.08 TL'dir. Hisse başına kazanç sıfır, negatif veya fiyatlara oranla küçük olması durumunda F / K oranı anlamlı sonuç vermediğinden bu yöntem ile değerleme yapılmamıştır.

3.9.3.2 Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı İle Firma Değerlemesi

BİST' te işlem gören Bim A.Ş., Carrefour A.Ş., Adese A.Ş. firmaları değerlemeye konu olan firmalardır. 31.12.2015 tarihli mali verilerinden yararlanılmıştır.

TABLO 21: PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ

FİRMALAR (BİN TL)	DEFTER DEĞERİ	PİYASA DEĞERİ	PD/DD	ŞİRKET DEFTER DEĞERİ	EMSAL DEĞER
BİM A.Ş.	1.670.359,00	15.428.953,00	9.2369084	515.986,00	4.764.961,00
CARREFOUR	805.731,00	4.419.230,00	5,4847461	515.986,00	2.830.052,00
ADESA	443.901,00	289.900,00	0,6530735	515.986,00	336.977,00
EMSAL DEĞER	973.330,33	6.712.694,33	4,9290847	515.986,00	2.643.997,00

Karşılaştırılabilir firma yönteminin piyasa değeri / defter değeri yöntemine göre değerlemesi yapılan Migros Aş' nin 31.12.2015 tarihi itibari ile değeri **2.643.997,00 TL**.' dir.

3.9.3.3 Piyasa Değeri / Satışlar Oranı İle Firma Değerlemesi

Bim A.Ş., Adese A.Ş., Carrefour A.Ş.'nin 31.12.2015 tarihi itibari ile piyasa değeri / satışlar oranına göre Migros Aş.' nin tahmini değerleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

TABLO 22: PİYASA DEĞERİ / SATIŞLAR

FİRMALAR (BİN TL)	SATIŞLAR	PİYASA DEĞERİ	PD/ SATIŞLAR	ŞİRKET SATIŞLARI	EMSAL DEĞER
BİM A.Ş.	17.428.497,00	15.428.953,00	0,8852716	9.389.829,00	8.312.549,00
CARREFOUR	3.932.514,00	4.419.230,00	1,1237671	9.389.829,00	10.551.981,00
ADESA	642.891,00	289.900,00	0,4509318	9.389.829,00	4.234.165,00
EMSAL DEĞER	7.334.634,00	6.712.694,33	0,8199901	9.389.829,00	7.699.565,00

Karşılaştırılabilir firma yönteminin piyasa değeri / satışlar yöntemine göre değerlemesi yapılan Migros Aş.'nin 31.12.2015 tarihi itibari ile değeri **7.699.565,00 TL**' dir.

3.9.3.4 Piyasa Değeri / Yerine Koyma Maliyeti (Tobin Q) Oranı İle Firma Değerlemesi

Tobin Q oranı işletme performansının ölçülmesinde ve yatırım kararının alınmasında sıkça kullanılan bir yöntemdir. Bu yönteme göre Tobin Q oranının 1!den büyük olması işletme kaynaklarının etkin kullanıldığını, firmanın yatırım yapabileceğini ve büyüyen bir şirket olduğunu göstermektedir. Tobin Q oranın 1'den küçük çıkması durumunda ise işletmenin kaynaklarını etkin kullanmadığını, yatırım kararı almak yerine başka işletmeler ile birleşme veya satın alma sürecine girmesi gerektiğini göstermektedir. Migros A.Ş. firması için hesaplama aşağıdaki gibidir:

TABLO 23 : FİRMALARA AİT VERİLER

FİRMALAR	MİGROS A.Ş.	BİM A.Ş.	CARREFOURSA A.Ş.	ADESA A.Ş.
Piyasa Değeri	3.106.624,00	15.428.953,00	4.419.230,00	289.900,00
Uzun Vadeli Borçlar	2.519.060,00	101.915,00	517.800,00	69.507,00
Stoklar	1.104.373,00	975.267,00	614.048,00	115.471,00
Kısa Vadeli Borçlar	2.725.671,00	2.395.511,00	519.083,00	24.848,00
Dönen Varlıklar	2.035.523,00	2.160.683,00	979.938,00	309.756,00
Toplam Aktifler	5.760.717,00	4.167.785,00	3.026.181,00	859.832,00

$$qq = \frac{MMMMMMMM + BBMMBBMM + BBMMBBBBBB + BBMMBBBBMM + BBMMMMBB - BBMMMMBB}{BBMMBBBB}$$

Verileri formüldeki yerine koyduğumuzda;

> MİGROS A.Ş. için;

$$qq = \frac{3.106.624{,}00 + 2.519.060{,}00 + 1.104.373{,}00 + 2.725.671{,}00 - 2.035.523{,}00}{5.760.717{,}00}$$

q = 1,288

> BİM A.Ş. için;

$$qq = \frac{15.428.953{,}00 + 101.915{,}00 + 975.267{,}00 + 2.395.511{,}00 - 2.160.683{,}00}{4.167.785{,}00}$$

q = 4,017

> CARREFOURSA A.Ş. için;

$$qq = \frac{4.419.230{,}00 + 517.800{,}00 + 614.048{,}00 + 519.083{,}00 - 979.938{,}00}{3.026.181{,}00}$$

q = 1,682

> ADESA A.Ş. için;

$$qq = \frac{289.900{,}00 + 115.471{,}00 + 69.507{,}00 + 24.847{,}00 - 309.756{,}00}{859.832{,}00}$$

q = 0,221

Migros A.Ş. için hesaplanan q oranının 1'den büyük olması işletme kaynaklarının etkin kullanıldığını, yatırım yapabileceğini göstermektedir. Yatırım yapan bir şirketin karı artar ve yatırımcıların ilgisini çeken bir durumdur.

Migros A.Ş.'nin; Carrefour A.Ş.,Bim A.Ş.,Adesa A.Ş. firmalarının çarpanları kullanılarak şirket değerine ulaşılmıştır:

TABLO 24 : PİYASA DEĞERİ / YERİNE KOYMA MALİYETİ

FİRMALAR	PİYASA DEĞERİ	PD / Y.K.M	MİGROS A.Ş. PD	EMSAL DEĞER
BİM A.Ş.	2.519.060,00	4,017	3.106.624,00	12.479.309,00
CARREFOURSE A.Ş.	1.104.373,00	1,682	3.106.624,00	5.225.342,00
ADESA A.Ş.	2.725.671,00	0,221	3.106.624,00	686.564,00
EMSAL DEĞER	2.166.368,00	1,973	3.106.624,00	6.130.405,00

Karşılaştırılabilir firma yönteminin piyasa değeri / yerine koyma maliyeti yöntemine göre değerlemesi yapılan Migros Aş.'nin 31.12.2015 tarihi itibari ile değeri **6.130.405,00 TL**' dir.

3.10 Değerleme Yaklaşım Sonuçları

Migros A.Ş.' nin değerleme sürecinde genel kabul görmüş değerleme yöntemlerinden; gelire dayalı değerleme yaklaşımından indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi, varlığa dayalı değerleme yaklaşımından net aktif değeri yöntemi, defter değeri yöntemi ve tasfiye değeri yöntemi; pazara dayalı değerleme yaklaşımından karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi kullanılmıştır. Her yöntem için firma değerine ulaşılmıştır. Aşağıdaki tabloda her yöntemden elde edilen değerleme sonuçları yer almaktadır:

TABLO 25: DEĞERLEME YAKLAŞIM SONUÇLARI

DEĞERLEME YAKLAŞIM SONUÇLARI	**(BİN TL)**
GELİR BAZLI DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	24.101.012,00
VARLIK BAZLI DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	
Net Aktif Değeri Yöntemi	6.799.942,00
Defter Yöntemi	515.986,00
Tasfiye Yöntemi	298.187,00
PİYASA BAZLIDEĞERLEME YÖNTEMLERİ	
Piyasa Değeri / Defter Değeri	2.643.997,00
Piyasa Değeri / Satışlar	7.699.565,00
Piyasa Değeri / Yerine Koyma Maliyeti	6.130.405,00

Tabloyu incelediğimizde her değerleme yönteminden farklı sonuçlar çıktığı görülmektedir. Bu nedenle bir şirket değerlemesinde kullanılabilecek tüm yöntemler kullanılarak değerleme yapılmalıdır. Bu sonuçların toplamını değerleme yöntem sayısına bölündüğünde şirket ile ilgili ulaşılan ortalama değer tüm tahmin ve varsayımları gösteren bir değer olacaktır.

Bu araştırmada kullanılan 7 farklı yöntemin ağırlıklı ortalaması alınarak Migros A.Ş.' nin ortalama şirket değerine ulaşılmıştır.Şirket değerlemesi yapılırken tek bir yönteme dayanarak yorum yapmak yanlış olacaktır.

Değerlenen şirkete baktığımızda ilk olarak; gelir bazlı değerleme yaklaşımlarından indirgenmiş nakit akımları yöntemi uygulanmıştır. Bu yönteme göre şirketle ilgili varsayımlarda bulunarak, şirketin gelecekte yaratacağı nakitlerinin bugünkü değerine ulaşılmasını sağlamaktır. Migros A.Ş. üzerinde uygulanan bu yönteme göre şirket değeri 24.101.012,00 TL bulunmuştur.

Migros A.Ş.' ne ikinci olarak varlık bazlı değerleme yaklaşımları yöntemleri uygulanmıştır. Bu yönteme göre şirket değeri, şirketin varlıklarının değerini tahmin ederek hesaplamaktadır. Şirketin varlık değerlerini muhasebe verilerini esas alarak hesaplayan bir yaklaşımdır. Migros A.Ş.' nin şirket değeri, bu yaklaşımın defter yöntemine göre 515.986 TL, net aktif değeri yöntemine göre 6.799.942,00 TL, tasfiye değeri yöntemine göre 298.187,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Migros A.Ş.' ne üçüncü olarak karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi uygulanmıştır. Bu yaklaşıma göre şirket değeri, değerlemeye konu olan firma ile aynı iş kolunda olan şirketler gruplandırılır ve şirket değeri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanarak şirket değerine ulaşılır. Migros A.Ş.'nin şirket değeri, bu yaklaşımın piyasa değeri / defter değeri yöntemine göre 2.643.997,00 TL, piyasa değeri / satışlar yöntemine göre 7.699.565,00 TL, piyasa değeri / yerine koyma maliyeti yöntemine göre 6.130.405,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Yapılan hesaplamalara göre her değerleme yönteminin birbirinden farklı değerlere sahip olduğu gözükmektedir.

Değerleme günü olan 31.12.2015 tarihi itibari ile BİST' te şirketin hisse senedi kapanış fiyatı 17,45 TL'dir. Ödenmiş sermayenin hisse senedinin kapanış fiyatı ile çarpıldığında Migros A.Ş.' nin şirket değerinin 3.106.623 TL olduğu görülmektedir. Değerleme sonuçlarına baktığımızda uygulanan her yöntemde şirket değerinin, şirketin mevcut değerinin altında veya üstünde hesaplanmıştır. Bu nedenle genel

kabul görmüş yaklaşım yöntemlerinin tamamının uygulanması, tüm yöntemlerin ortalaması alınarak şirketin gerçek değerine ulaşılmasında faydalı olacaktır.

TABLO 26: ORTALAMA ŞİRKET DEĞERİ

ORTALAMA ŞİRKET DEĞERİ (BİN TL)	**6.884.156,00**

SONUÇ

Dünyada 1900'lü yılların başından itibaren şirket karının maksimum kılınması şirketlerin en temel amacı iken yirminci yüzyılın başından itibaren bu temel amacın tek başına yeterli olmadığı düşüncesi savunulmaya başlamıştır. Bir şirketin amacının kar maksimizasyonu değil, değer maksimizasyonu olması gerektiği fikri değer kazanmaya başlamıştır.

Değerleme, bir varlığın değerinin tespit edilme süreci olarak tanımlanmaktadır. Firma açısından değerleme, firmanın sahip olduğu varlık ve kaynakların cari değerinin hesaplanması olarak tanımlanmaktadır.

Firma değerleme çalışmaları kolay uygulanması yönüyle firmaların sıklıkla tercih ettiği finansal yöntemlerindendir. Değerleme çalışmaları firma değerinin gerçek değerinin bulunmasının yanı sıra bulunan değerin yönetimi ve maksimizasyonu sağlama amacını da gütmektedir.

Firma değerlemesi sadece firma sahipleri için değil, firma yöneticileri, yatırımcılar, şirket birleşmeleri, satın almaları ve devralmaları, finansörler, özelleştirme ve halka arzda, etkin portföy yönetiminde, şirketin marka değerinin belirlenmesinde, tasfiye işlemleri için de önem arz etmektedir. Firma yöneticileri için başarılı finans politikaları uygulamalarında, firmanın geleceği için verecekleri kararlarda, etkin büyüme politikası stratejileri uygulamalarında ve rakip firmalarla rekabet koşullarında firmanın gerçek değerinin hesaplanması önemlidir. Yatırımcılar için ele alındığında, firmanın hisse senedine yapacakları yatırım için firmanın mevcut durumu ile gelecekte yaratacağı gelir ve büyüme dengesi açısından yine gerçek değerinin hesaplanması önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı zamanda şirket devralmaları ve birleşmelerinde, finansörler tarafından da firma değeri öne çıkan bir konu olmuştur. Birçok tarafı ilgilendiren firma değeri, firmanın gelecekte sağlayacağı gelir ile gelecekte bu geliri sağlarken üstleneceği riski yönetebilme kapasitesi açısından firma değerlemesi önemlilik arz etmektedir.

Bir firmanın değerlemesi yapılırken, değerlemesi yapılacak firmanın içinde bulunduğu koşulların belirlenmesi gerekmektedir. Koşullar belirlendikten sonraki en önemli aşama firma için en uygun değerleme yönteminin belirlenmesidir. Değerleme yöntemi firmanın yapısına ve değerlemenin amacına uygun seçildiği zaman doğru sonuçlar vermektedir. Bu tespitten sonra firmanın gelecekte yaratacağı beklenen değer göz önüne alınarak firmanın gerçek değeri hesaplanmaktadır.

Bu araştırmada BİST 'te işlem gören Migros A.Ş. 'nin genel kabul görmüş değerleme yöntemleri ile gerçek değerinin bulunması amaçlanmıştır. Değerin tespit edilmesinde, gelir bazlı değerleme yaklaşımından indirgenmiş nakit akımları yöntemi, varlığa dayalı değerleme yaklaşımından; net aktif değeri yöntemi, tasfiye değeri yöntemi ve defter değeri yöntemi, pazara dayalı değerleme yaklaşımından karşılaştırılabilir firma değeri yöntemi kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemiyle şirketin değerleme tarihinde belirli varsayımlarda bulunularak gelecekte yaratacağı nakit akımlarını, iskonto oranı ile bugünkü değere indirgeyerek hesaplanmıştır. Karşılaştırılabilir Firma Değeri Yönteminde ise piyasada fiyatlanmış benzer şirketler temel alınarak değerleme yapılan şirketin gerçek değeri bulunmuştur. Bu yöntemde çarpan olarak Piyasa Değeri / Defter Değeri, Firma Değeri / Satışlar, Piyasa Değeri / Yerine Koyma Maliyeti kullanılmıştır. Varlık Bazlı Değerleme Yöntemlerinden Defter Değeri Yöntemi, Net Aktif Değeri Yöntemi ve Tasfiye Değeri yöntemleri kullanılarak şirketin değeri bulunmuştur.

Uygulama konusu şirketin hesaplanan gerçek değeri 6.884.156,00 TL olarak bulunmuştur. Şirketin değerleme günü olan 31.12.2015 tarihindeki piyasa değeri ise 3.106.624 TL' dir. Şirketin piyasa değeri ile hesaplanan gerçek değerine baktığımızda şirketin piyasa değerinin hesaplanan gerçek değerinin altında olduğu görülmektedir. Şirketin gerçek değerinin piyasa değerinden fazla olması, şirketin gelecekte değer yaratma gücünün olduğunu göstermektedir ve tüm taraflar açısından olumlu bir durumdur. Şirketin piyasa değerinin gerçek değerinden düşük olması, piyasa oyuncularının ilgili şirketi göz ardı etmiş olmasından kaynaklanabilir. Bu durumda şirket yöneticilerinin piyasadaki algılanışını değiştirmek için stratejiler geliştirerek bu durumu değiştirmelidirler.

Firma değerlemesinde kullanılan bazı yaklaşımlar firmanın piyasa değerine yakın sonuçlar verirken, bazıları gelecekte yaratacağı ek değere göre farklı sonuçlar vermektedir. Bir varlığın değerinden bahsederken, o varlığın gelecekte katacağı ek değer ve sağlayacağı nakit gücü de son derece önemlidir.

Firmanın değerinin hesaplanmasında birçok yöntem vardır. Yapılan değerlemenin gerçeğe en yakın şekilde hesaplanması gerekir. Şirkete uygulanabilecek tüm yöntemlerin kullanması gerekir. Çünkü firma değerlemesi yapılırken kullanılan değerleme yaklaşım yöntemlerinden bazıları şirketin mevcut durumundan yola çıkarken, bazı yöntemler gelecekteki büyüme ve kazanç potansiyelleri ile ilgili kıstasları ele alıp firma değerini belirlemektedir. Birden fazla

yöntemin kullanılması firma değerinin piyasa koşullarında daha net görünmesini sağlayacaktır.

Bu araştırmada firma değerini belirlenirken genel kabul görmüş değerleme yaklaşımları kullanılarak, çeşitli varsayımlarla tahminler yapılmıştır. Her yöntemde farklı şirket değerlerine ulaşılmıştır. Bu doğrultuda tek bir yönteme bağlı kalmadan, şirkete uygulanılabilen tüm değerleme yöntemlerini kullanarak ortalama bir değer tespitinde bulunulması ile firma değer tahminlerinin daha gerçekçi olduğu sonucuna varılmıştır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

AKGÜÇ Öztin, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım Yayın, 7.Baskı, İstanbul, 1998

ARMAN T.Tevfik, *Hisse Senedi Değerlemesi*, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2005

BAKER H. Kent & POWELL Gary E.*, Understanding Financial Mnagement – A Practical Guide*, Wiley – Blackwell, Malden, 2005

BAYIRLI Rıdvan, *Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama*, Ankara, Gazi Kitabevi, 1.Baskı, 2007

BERK Niyazi*, Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2002

BOLAK Mehmet, *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, İstanbul, Beta Basım Aş., 1991

BREALEY Rıchard A. & MYERS Stewart C, *Capital Investment and Valuatıon*, McGraw-Hill, New York, 2003

BREWER C.Peter, *"Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations",* S.A.M Advanced Management Jaurnal, 1999, Cilt:2

CAMBERS Nurgül*, Firma Değerlemesi*, Avcıol Basım Yayın, 1.Baskı, İstanbul, 2005

ÇAKICI Cemal*, Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı*, İstanbul, Beta Yayınları, 2008

DAMODARAN Aswath*, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley&Sons, 2. Edition, New York, 2002

DAMODARAN Aswart*, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence,* Now Publishers Inc., Boston, 2005

DAMODARAN Aswath*, Investment Valuation: Tools and Techniques for*

Determining the Value of Any Asset, John Wiley & Sons, New York, 2002

DAMODARAN Aswath, *The Litte Book of Valuation: Value a Company, Picka Stock and Profit*, New York, 2011

DEMİRKOL İsmet, *Firma Değeri Yaklaşımları*, Ankara, 2010

DOMADORAN Aswath, *İnvestment Valuation; Tools and Techniques For Determining The Value Of Any Asset ,* New York, John Wiley & Sons Inc., University Edition, 1996

ERCAN Kamil, ÖZTÜRK M. Başaran, KÜÇÜKKAPLAN İlhan, BAŞÇI E. Savaş, DEMİRGÜNEŞ Kartal*, Firma Değerlemesi, Banka Uygulaması*, Literatür Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, 2006

FERDENEZ Pablo, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Acedemic Press, Burlington, 2002

GOUGH Leo, *Valuation Oxford:Capstone Publishing*, John Wiley and Sons, London, 2002

GÜRBÜZ A. Osman & ERGİNCAN Yakup *, Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2008

GÜRBÜZ A. Osman ve ERGİNCAN Yakup, *Şirket Değerlemesi: Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Literatür Yayınları, İstanbul, 2008

GÜRBÜZ A. Osman, ERGİNCAN Yakup*, Şirket Değerlemesi – Klasik ve Modern Yaklaşımlar*, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004

GÜRSOY Tuncer Cudi, *Finansal Yönetim İlkeleri*, Doğuş Üniversitesi Yayınları 1, İstanbul, 2007

HOOD L. Poul & LEE Timothy R., *A Reviewer's Handbook to Business Valuation*, John Wiley & Sons, New York, 2011

HOOVER Scott, *Stock Valuatıon. An Essentıal Guıde To Wall Street's Most Popular Valuatıon Models*, McGraw-Hill Education, New York, 2006

İVGEN Hünkar*, Şirket Değerleme*, Finnet Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2003

KIYILAR Murat, *Paranın Zaman Değeri,* Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2010

KORKMAZ Turhan ve CEYLAN Ali*, Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Gözden Geçirilmiş 4.Baskı, Bursa, 2007

Lee E. Darrell & James G.Tompkins, A Modified Verison of the Lewellen and Badrinath Measure of Tobin Q, Financial Management, Spring, 1999

MİMİ Koller J., *Valuition in Emerging Markets*, New York, John Wiley & Sons, 2005

ÖZTÜRK Başaran, ERCAN M. Kamil ve DEMİRGÜNEŞ Kartal, *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye,* Gazi Kitabevi, Ankara, 2003

ÖZTÜRK Hakkı*, Şirket Değerlemesinin Esasları, Teorik ve Pratik Yaklaşımlar*, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2009

PEREİRO Luis E.,*Valuation of Companies in Emerging Markets*, John Wiley & Sons, New York, 2002

RATNER Ian, STEİN Grant, WEİTNAUER John C.*, Business Valuation and Banktrupcy*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey, 2009

REİS Lico, *Dictionary of Financial and Business Terms, Published in or by: Consultoria & Linguas*, USA, 2014
SEYİDOĞLU Halil, *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Ankara, Güzem Yayınları, 1992

SİPAHİ Barış & YANIK Serhat & AKTÜRK Yusuf, *Şirket Değerleme Yaklaşımları*, Nobel Yayıncılık Dağıtım, 1.Baskı, Ankara, 2011

STEWART Stern, BENNET G. *, The Quest For Value: A Guide For Senior Managers*, Harper Busines, USA, 1999

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, *Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile Türkiye Muhasebe Standartları*, Fersa Matbası, Ankara, 2007

YALÇIN Hasan*, Şirket Değerlemesi Teori ve Uygulama*, Uygulama Yayıncılık, İstanbul, 2014CEYLAN Ali, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Etkin Kitabevi Yayınları, Bursa, 2000

YOUNG S.David,O'BYRNE F. Stephan, *EVA and Value-Based Management A Practical Guide to Implementation,* Mc Graw-Hill Inc., USA, 2001

MAKALELER

CANBAŞ Serpil & DOĞUKANLI Hatice & DÜZAKIN Hatice & İSKENDEROĞLU Ömer**,** *Performans Ölçümünde Tobin Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Deneme*, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 2005, Sayı:28

ÇELİK Orhan*, İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer ve Türk Telekom A.ş.'de Uygulanması*, Mödav Muhasebe ve Bilim Dünyası Dergisi, Cilt:4, Sayı:1, 2002

EASLEY David & O'Hara Maureen, *Information and the Cost of Capital, The Journal of Finance*, Vol.59, 2004

EMİRZA Emin, KÖKSAL Yüksel*, "Kuruluş Yeri Açısından Cadde ve Alışveriş Mağazacılığının Karşılaştırılması*" Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, cilt:8

ERDEN Aziz Selman, *Yatırım Merkezi Başarı Değerlemesinde Kullanılan Ekonomik Katma Değer Ölçüsü ile Dengeli Değerleme Kartı Uygulaması*, MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:20, 2003

ERGİN EMRE Numan, Vergi Mevzuatı ile TMS/ TFRS' nin Değerleme Ölçüleri Açısından Karşılaştırılması, Vergi Dünyası, sayı: 418,2016

GORDON Lawrance A. & MYRES Mary D., *Tobin's q and Overinvestment*, Applied Economisc Letters, 1998, Vol.5

GÜRBÜZ Gökçen, *Ekonomik Katma Değer,* MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:24, Ekim 2004

HACIRÜSTEMOĞLU Rüstem, ŞAKRAK Münir, DEMİR Volkan, *"Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA)",* Mali Çözüm Dergisi, 2002

İLGÜNER Muhterem, *Marka Değeri; Başarının En Önemli Göstergesi*, Çerçeve, No:52

İstanbul Mali Müşavirler Odası, *Defter Değerinin Hesaplanması*, İstanbul, 2008

KESKİN Keskin, *Menkul Kıymetlerin Değerlemesi*, Bursa YMM Odası, 2011

KOÇ İ. Özlem, *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:118

KOÇYİĞİT Murat, Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin Q Oranı ile Ölçülmesi, Journal of Accounting & Finans, 2009

NARGELEÇEKENLER Mehmet, *Hisse Senedi Fiyatları ve Fiyat/Kazanç Oranı İlişkisi: Panel Verilerle Sektörel Bir Analiz*, Business and Economics Research Journal, Vol. 2- Number 2

PAMUKÇU Fatma*, Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Tablolara Etkisi*, Mali Çözüm Dergisi, Ocak-Şubat, 2011

TOKAY Hüseyin Semih & Deran Ali, *Türkiye Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartları'nda Yer Değerleme Ölçüleri*, Mali Çözüm Dergisi, sayı:90, 2008

WRİGH Peter, KROL Mark, LADO Augustine, NESS Bonnie Van, *"The Structure of Ownership and Corporate Acquisition Strategies*", Strategic Mnagement Jaurnal, Vol.23, 1.pages, 2002

TEZLER

ATAMAN Ümit*, Hisse Senetlerinin Değerlemesi*, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Matbaası, Doktora Tezi,1974

DEMİRKOL İsmet*, Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara, 2006

KARAKOCA Ayhan*, Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Otomotiv Sektöründe Bir Uygulama,* İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Finans Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul

KEPEZ Mehmet*, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Doktora Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul, 2006

KÜÇÜKARABA Mustafa, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, *Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması*, Yüksek Lisans Tezi, 2012

ÖZTÜRK Başaran M.*, Fiyat/Kazanç Oranını Etkileyen Etkenler Üzerine İMKB'de Ampirik Bir Uygulama*, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2007, Niğde, Sayı:23

SEVİNÇ Ahmet*, Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008

TORUN Salih, *Muhasebe Verilerinin Firma Değeri ve Risk Belirleme Açısından Önemi ve İMKB Üzerine Örnek Uygulama,* Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi, Ankara, 2012

YAZICI Kuddisi*, Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*, Uzmanlık Tezi, T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Finansman Dairesi Başkanlığı, 1997

İNTERNET VE DİĞER KAYNAKLAR

http://www.reallifeaccounting.com/pubs/Article_Theme_Cash_Flow.pdf (E.T: 20.02.2016)

http://www.mskongre.org/doc/ilhanege.doc (E.T:18.03.2016)

http://www.kgk.gov.tr/files/F_R_I_K_C (E.T:15.05.2017)

http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-gören-sirketler.aspx (E.T:02.04.2016)

http://80.251.40.59/politics.ankara.edu.tr/ozer/Makalelerim/Marka_degeri_belirleyicileri_bir_ölçek_degerlendirmesi.pdf (E.T.15.01.2016)

http://www.tml.web.tr/download/PERAKENDECILIK.pdf (E.T:26.10.2016)

http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem (E.T:17.04.2017)

http://usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/ (E.T:17.04.2017)

http://www.gib.gov.tr/vuk_gerekçe.pdf E.T:31.04.2017

http://www.migroskurumsal.com/Icerik.aspx?IcerikID=43 (E.T: 02.04.2016)

DİĞER KAYNAKLAR

Resmi Gazete, 28676 sayı, www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013 (E.T: 15.05.2017)

Sermaye Piyasası Kurulu, *Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ*, Seri:VIII, No:45, 2006

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliğ, Seri: VII, No:45

Türkiye İstatistik Kurumu, *Perakende Satış Hacmi Endeksi*, Haber Bülteni, sayı: 21768

MİGROS TİCARET A.Ş. / MGROS, 2015/Yıllık [] 01.03.2016 17:47:12		
Finansal Durum Tablosu (Bilanço)		
Finansal Durum Tablosu		
	Cari Dönem	**Önceki Dönem**
Finansal Tablo Türü	Konsolide	Konsolide
Dönem	31.12.2015	31.12.2014
Raporlama Birimi	Bin TL	Bin TL
V A R L I K L A R		
DÖNEN VARLIKLAR	2.035.523	1.723.289
Nakit ve Nakit Benzerleri	839.424	689.074
Finansal Yatırımlar	4.085	0
Ticari Alacaklar	49.845	47.847
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	496	44
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	49.349	47.803
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar		
- Finans Sektörü Faaliyetleri İlişkili Taraflardan Alacaklar		
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflardan Alacaklar		
Diğer Alacaklar	5.924	7.672
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar		
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	5.924	7.672
Türev Araçlar	0	874
Stoklar	1.104.373	949.977
Canlı Varlıklar		
Peşin Ödenmiş Giderler	31.465	27.173
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		
Diğer Dönen Varlıklar	407	672
ARA TOPLAM	2.035.523	1.723.289
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar		

DURAN VARLIKLAR	3.725.194	3.857.298
Finansal Yatırımlar	1.165	1.695
Ticari Alacaklar		
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar		
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar		
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar		
- Finans Sektörü Faaliyetleri İlişkili Taraflardan Alacaklar		
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflardan Alacaklar		
Diğer Alacaklar	2.035	1.691
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar		
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.035	1.691
Türev Araçlar	422	9
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar		
Canlı Varlıklar		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	58.682	47.493
Maddi Duran Varlıklar	1.308.346	1.287.301
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.336.116	2.500.844
- Şerefiye	2.251.427	2.251.427
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	84.689	249.417
Peşin Ödenmiş Giderler	18.428	18.265
Ertelenmiş Vergi Varlığı		
Diğer Duran Varlıklar		
TOPLAM VARLIKLAR	5.760.717	5.580.587
K A Y N A K L A R		
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.725.671	2.779.768
Kısa Vadeli Borçlanmalar		
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	212.910	633.801
Diğer Finansal Yükümlülükler		
Ticari Borçlar	2.227.804	1.896.387
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	146.099	1.170
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	2.081.705	1.895.217
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar		

- Finans Sektörü Faaliyetleri İlişkili Taraflara Borçlar		
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflara Borçlar		
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	47.193	43.528
Diğer Borçlar	41.442	44.186
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar		
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	41.442	44.186
Türev Araçlar	0	2.229
Devlet Teşvik ve Yardımları		
Ertelenmiş Gelirler	24.397	19.646
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	9.595	3.115
Kısa Vadeli Karşılıklar	159.253	135.042
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	75.970	62.984
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	83.283	72.058
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.077	1.834
ARA TOPLAM	2.725.671	2.779.768
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler		
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	2.519.060	1.891.980
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.380.236	1.718.988
Diğer Finansal Yükümlülükler		
Ticari Borçlar		
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar		
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar		
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar		
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Taraflara Borçlar		
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflara Borçlar		
Diğer Borçlar	3.181	2.963
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar		

- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	3.181	2.963
Türev Araçlar	0	0
Devlet Teşvik ve Yardımları		
Ertelenmiş Gelirler	850	1.551
Uzun Vadeli Karşılıklar	64.283	55.848
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	64.283	55.848
- Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar		
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar		
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	70.510	112.630
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		
Ö Z K A Y N A K L A R	515.986	908.839
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	515.342	908.285
Ödenmiş Sermaye	178.030	178.030
Diğer Sermaye Yedekleri	-365	-365
Birleşmeye İlişkin İlave Özsermaye Katkısı	27.312	27.312
Sermaye Düzeltme Farkları		
Geri Alınmış Paylar (-)		
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)		
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	678.233	678.233
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-8.350	-11.347
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-8.350	-11.347
- Diğer Kazanç/Kayıplar		
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	4.720	30.196
- Yabancı Para Çevirim Farkları	4.720	30.196
- Riskten Korunma Kazanç/Kayıpları		
- Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazanç/Kayıpları		
- Diğer Kazanç/Kayıplar		
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	504.766	504.766
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-498.540	-594.738
Net Dönem Karı/Zararı	-370.464	96.198
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR	644	554

TOPLAM KAYNAKLAR	5.760.717	5.580.587
MİGROS TİCARET A.Ş. / MGROS, 2015/Yıllık [] 01.03.2016 17:47:12		
Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu		
Kar veya Zarar Tablosu		
	Cari Dönem	**Önceki Dönem**
Finansal Tablo Türü	Konsolide	Konsolide
Dönem	01.01.2015 - 31.12.2015	01.01.2014 - 31.12.2014
Raporlama Birimi	Bin TL	Bin TL
KAR VEYA ZARAR KISMI		
Hasılat	9.389.829	8.122.667
Satışların Maliyeti (-)	-6.864.180	-5.959.276
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)		
Finans Sektörü Faaliyetleri Hasılatı		
Finans Sektörü Faaliyetleri Maliyeti (-)		
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)		
BRÜT KAR/ZARAR	2.525.649	2.163.391
Genel Yönetim Giderleri (-)	-320.631	-282.443
Pazarlama Giderleri (-)	-1.833.667	-1.555.839
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)		
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	80.906	60.594
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-188.625	-153.333
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	263.632	232.370
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.326	1.362
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-211.462	-3.126
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar		
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	53.496	230.606
Finansman Gelirleri (+)	46.555	133.492
Finansman Giderleri (-)	-446.035	-182.993

SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	-345.984	181.105
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-24.469	-84.914
- Dönem Vergi Gideri (-)/Geliri	-67.339	-85.278
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri	42.870	364
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	-370.453	96.191
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI		
DÖNEM KARI/ZARARI	-370.453	96.191
Dönem Karı/Zararının Dağılımı	-370.453	96.191
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	11	-7
- Ana Ortaklık Payları	-370.464	96.198
Pay Başına Kazanç	-2	1
- Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	-2	1
- Durdurulan Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç		
Sulandırılmış Pay Başına Kazanç		
- Sürdürülen Faaliyetlerden Sulandırılmış Pay Başına Kazanç		
- Durdurulan Faaliyetlerden Sulandırılmış Pay Başına Kazanç		
Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu		
	Cari Dönem	**Önceki Dönem**
Finansal Tablo Türü	Konsolide	Konsolide
Dönem	01.01.2015 - 31.12.2015	01.01.2014 - 31.12.2014
Raporlama Birimi	Bin TL	Bin TL
DÖNEM KARI/ZARARI	-370.453	96.191
DİĞER KAPSAMLI GELİRLER		

Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	2.997	1.492
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları		
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	2.997	1.492
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Diğer Kapsamlı Gelirinden Kar/Zararda Sınıflandırılmayacak Paylar		
Diğer Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelir Unsurları		
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler		
- Dönem Vergi Gideri (-)/Geliri		
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri		
Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacaklar	-25.397	-11.056
Yabancı Para Çevirim Farkları	-25.397	-11.056
Satılmaya Hazır Finansal Varlıkların Yeniden Değerleme ve/veya Sınıflandırma Kazançları/Kayıpları		
Nakit Akış Riskinden Korunma Kazançları/Kayıpları		
Yurtdışındaki İşletmeye İlişkin Yatırım Riskinden Korunma Kazançları/Kayıpları		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Diğer Kapsamlı Gelirinden Kar/Zararda Sınıflandırılacak Paylar		
Diğer Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelir Unsurları		
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergiler Gelir/Giderleri		
- Dönem Vergi Gideri (-)/Geliri		
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-)/Geliri		

DİĞER KAPSAMLI GELİR	-22.400	-9.564
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	-392.853	86.627
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı:	-392.853	86.627
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	90	-137
- Ana Ortaklık Payları	-392.943	86.764
MİGROS TİCARET A.Ş. / MGROS, 2015/Yıllık [] **01.03.2016 17:47:12**		
Nakit Akış Tablosu		
Nakit Akış Tablosu Dolaylı Yöntem		
	Cari Dönem	**Önceki Dönem**
Finansal Tablo Türü	Konsolide	Konsolide
Dönem	01.01.2015 - 31.12.2015	01.01.2014 - 31.12.2014
Raporlama Birimi	Bin TL	Bin TL
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	596.161	462.275
Dönem Karı/Zararı	-370.453	96.191
Dönem Net Karı/Zararı Mutabakatı İle İlgili Düzeltmeler	992.080	403.467
- Amortisman ve İtfa Giderleri İle İlgili Düzeltmeler	185.901	161.845
- Değer Düşüklüğü/İptali İle İlgili Düzeltmeler	530	0
- Kullanılmamış İzin Hakkı Yükümlülüğü İle İlgili Düzeltmeler	19.478	17.271
- Karşılıklar İle İlgili Düzeltmeler		
- Kıdem Tazminatı Karşılığı İle İlgili Düzeltmeler	31.898	31.751
- Dava Karşılığı İle İlgili Düzeltmeler	10.057	7.968
- Şüpheli Alacak Karşılığı İle İlgili Düzeltmeler	3.357	1.783
- Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı İle İlgili Düzeltmeler	8.501	3.304
- Vergi Cezası Karşılığı İle İlgili Düzeltmeler	0	27.484

- Vergi Cezası Gecikme Faizi Karşılığı İle İlgili Düzeltmeler	8.080	17.019
- Ticari Borç Reeskontu İle İlgili Düzeltmeler	-6.009	-3.149
- Ticari Alacak Reeskontu İle İlgili Düzeltmeler	41	-5
- Faiz Gelirleri ve Giderleri İle İlgili Düzeltmeler		
- Faiz Geliri İle İlgili Düzeltmeler	-68.109	-64.713
- Faiz Gideri İle İlgili Düzeltmeler	301.824	253.620
- Banka Kredilerine İlişkin Kur Farkı Giderleri / (Gelirleri)	263.388	-118.563
- Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Değer Düşüklüğü İle İlgili Düzeltmeler	208.909	1.427
- Gerçekleşmemiş Yabancı Para Çevirim Farkları İle İlgili Düzeltmeler		
- Pay Bazlı Ödemeler İle İlgili Düzeltmeler		
- Gerçeğe Uygun Değer Kayıpları/Kazançları İle İlgili Düzeltmeler	-932	8.658
- İştiraklerin Dağıtılmamış Karları İle İlgili Düzeltmeler		
- Vergi Gideri/Geliri İle İlgili Düzeltmeler	24.469	57.430
- Duran Varlıkların Elden Çıkarılmasından Kaynaklanan Kayıp/Kazançlar İle İlgili Düzeltmeler	697	337
- Yatırım ya da Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışlarına Neden Olan Diğer Kalemlere İlişkin Düzeltmeler		
- Kar/Zarar Mutabakatı İle İlgili Diğer Düzeltmeler		
İşletme Sermayesinde Gerçekleşen Değişimler	168.244	139.694
- Stoklardaki Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler	-162.897	-112.053
- Ticari Alacaklardaki Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler	-5.396	-1.230
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklarda Artış/Azalış		
- Faaliyetlerle İlgili Diğer Alacaklardaki Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler	-6.871	19.611
- Ticari Borçlardaki Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler	337.426	213.575
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlardaki Artış/Azalış		

- Faaliyetlerle İlgili Diğer Borçlardaki Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler	5.982	19.791
- İşletme Sermayesinde Gerçekleşen Diğer Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler		
Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akışları	789.871	639.352
Ödenen Temettüler		
Ödenen Kıdem Tazminatı	-19.717	-17.992
Ödenen İzin Ücretleri	-6.492	-6.864
Alınan Temettüler		
Ödenen Faiz	-166.530	-132.357
Alınan Faiz	66.351	56.969
Vergi Ödemeleri/İadeleri	-60.859	-73.013
Ödenen Dava ve Tazminatlar	-6.463	-3.820
Diğer Nakit Girişleri/Çıkışları		
B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	-277.899	-225.793
Bağlı Ortaklıkların Kontrolünün Kaybı Sonucunu Doğuracak Satışlara İlişkin Nakit Girişleri		
Bağlı Ortaklıkların Kontrolünün Elde Edilmesine Yönelik Alışlara İlişkin Nakit Çıkışları		
Başka İşletmelerin veya Fonların Paylarının veya Borçlanma Araçlarının Satılması Sonucu Elde Edilen Nakit Girişleri		
Başka İşletmelerin veya Fonların Paylarının veya Borçlanma Araçlarının Edinimi İçin Yapılan Nakit Çıkışları		
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Satışından Kaynaklanan Nakit Girişleri	2.630	5.983
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları	-280.529	-231.776
Diğer Uzun Vadeli Varlıkların Satışından Kaynaklanan Nakit Girişleri		
Diğer Uzun Vadeli Varlık Alımlarından Nakit Çıkışları		
Verilen Nakit Avans ve Borçlar		
Verilen Nakit Avans ve Borçlardan Geri Ödemeler		

Türev Araçlardan Nakit Çıkışları		
Türev Araçlardan Nakit Girişleri		
Devlet Teşviklerinden Elde Edilen Nakit Girişleri		
Alınan Temettüler		
Ödenen Faiz		
Alınan Faiz		
Vergi Ödemeleri/İadeleri		
Diğer Nakit Girişleri/Çıkışları		
C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	-157.404	-581.933
Pay ve Diğer Özkaynağa Dayalı Araçların İhracından Kaynaklanan Nakit Girişleri		
İşletmenin Kendi Paylarını ve Diğer Özkaynağa Dayalı Araçlarını Almasıyla İlgili Nakit Çıkışları		
Borçlanmadan Kaynaklanan Nakit Girişleri		
Borç Ödemelerine İlişkin Nakit Çıkışları	-30.125	-459.079
Türev Finansal Araçlara İstinaden Ödenen Nakit	-836	-7.231
Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Kaynaklanan Borç Ödemelerine İlişkin Nakit Çıkışları		
Devlet Teşviklerinden Elde Edilen Nakit Girişleri		
Ödenen Temettüler		
Alınan Faiz	1.758	7.744
Ödenen Faiz	-128.201	-123.367
Vergi Ödemeleri/İadeleri		
Diğer Nakit Girişleri/Çıkışları		
YABANCI PARA ÇEVRİM FARKLARININ ETKİSİNDEN ÖNCE NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	160.858	-345.451
D. YABANCI PARA ÇEVRİM FARKLARININ NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	-10.508	-3.804
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	150.350	-349.255
E. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	689.074	1.038.329
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	839.424	689.074

MİGROS TİCARET A.Ş. / MGROS, 2015/Yıllık [] 01.03.2016 17:47:12		
Özkaynak Değişim Tablosu		
Özkaynak Değişim Tablosu		
Finansal Tablo Türü		
Raporlama Birimi		
	Dipnot Referansları	Ödenmiş Sermaye
ÖNCEKİ DÖNEM		
1 Ocak 2014 İtibariyle Bakiyeler (Dönem Başı)		178.030
Muhasebe Politikalarındaki Değişikliklere İlişkin Düzeltmeler		
Hatalara İlişkin Düzeltmeler		
Transferler		
Toplam Kapsamlı Gelir		
Sermaye Artırımı		
Temettüler		
Payların Geri Alım İşlemleri Nedeniyle Meydana Gelen Artış/Azalış		
Pay Bazlı İşlemler Nedeniyle Meydana Gelen Artış		
Bağlı Ortaklıklarda Kontrol Kaybı İle Sonuçlanmayan Pay Oranı Değişikliklerine Bağlı Artış/Azalış		
Kontrol Gücü Olmayan Pay Sahipleri İle Yapılan İşlemler		
Diğer Değişiklikler Nedeniyle Artış/Azalış		
31 Aralık 2014 İtibariyle Bakiyeler (Dönem Sonu)		178.030
CARİ DÖNEM		
1 Ocak 2015 İtibariyle Bakiyeler (Dönem Başı)		178.030
Muhasebe Politikalarındaki Değişikliklere İlişkin Düzeltmeler		
Hatalara İlişkin Düzeltmeler		
Transferler		

Toplam Kapsamlı Gelir		
Sermaye Artırımı		
Temettüler		
Payların Geri Alım İşlemleri Nedeniyle Meydana Gelen Artış/Azalış		
Pay Bazlı İşlemler Nedeniyle Meydana Gelen Artış		
Bağlı Ortaklıklarda Kontrol Kaybı İle Sonuçlanmayan Pay Oranı Değişikliklerine Bağlı Artış/Azalış		
Kontrol Gücü Olmayan Pay Sahipleri İle Yapılan İşlemler		
Diğer Değişiklikler Nedeniyle Artış/Azalış		
31 Aralık 2015 İtibariyle Bakiyeler (Dönem Sonu)		178.030

ADESE ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ TİCARET A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIKLARI
31ARALIK 2015 TARİHİ İTİBARİYLE
KONSOLİDE FİNANSAL DURUM TABLOSU

(Tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası olarak ifade edilmiştir.)

	Ref	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2015	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2014
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	6	13.558.230	15.327.997
Ticari Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	5	17.448.505	16.963.186
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7	6.144.956	4.183.124
Diğer Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	5	131.645.939	101.683.990
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	10	-	272
Stoklar	11	115.471.235	122.771.881
Peşin Ödenmiş Giderler	12	25.434.718	25.056.937
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	25	-	15.531
Diğer Dönen Varlıklar	18	52.579	87.979
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR		**309.756.162**	**286.090.897**
Duran Varlıklar			
Finansal Yatırımlar	8	8.688.303	9.171.769
Diğer Alacaklar			
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	10	1.207.979	1.221.815
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	13	336.858.617	267.605.262
Maddi Duran Varlıklar	14	200.598.126	207.633.085
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15	192.794	182.420
Peşin Ödenmiş Giderler	12	2.128.432	2.011.475
Ertelenmiş Vergi Varlığı	25	401.632	158.027
TOPLAM DURAN VARLIKLAR		**550.075.883**	**487.983.853**
TOPLAM VARLIKLAR		**859.832.045**	**774.074.750**

ADESE ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ TİCARET A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIKLARI
31ARALIK 2015 TARİHİ İTİBARİYLE
KONSOLİDE FİNANSAL DURUM TABLOSU
(Tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası olarak ifade edilmiştir.)

	Ref	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2015	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2014
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	9	24.847.920	43.346.868
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	9	60.448.915	77.934.658
Ticari Borçlar			
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	5	12.836.233	11.727.832
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	7	136.118.320	117.871.543
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	17	5.213.966	6.580.366
Diğer Borçlar			
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	5	8.610.213	10.038.631
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	10	845.450	692.281
Ertelenmiş Gelirler	12	4.215.984	1.582.095
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	25	213	-
Kısa Vadeli Karşılıklar			
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	16-17	999.813	903.964
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	16	6.126.980	6.187.134
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar		1.796.037	1.402.822
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		**262.060.044**	**278.268.194**
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	9	69.506.864	22.629.062
Uzun Vadeli Karşılıklar			
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	18	5.187.624	4.011.675
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	25	79.176.825	69.428.020
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		**153.871.313**	**96.068.757**
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		**444.003.502**	**399.718.938**
Ödenmiş Sermaye	19	90.000.000	90.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	19	14.764.337	14.764.337
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	19	194.618.788	201.806.756
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	19	4.387.844	4.387.844
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	19	88.907.108	70.225.548
Dönem Net Kârı/Zararı	19	51.325.425	18.534.453
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	19	**(102.814)**	**18.861**
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR		**443.900.688**	**399.737.799**
TOPLAM KAYNAKLAR		**859.832.045**	**774.074.750**

ADESE ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ TİCARET A.Ş. VE BAĞLI ORTAKLIKLARI
1 OCAK – 31 ARALIK 2015 TARİHLERİ ARASI
KONSOLİDE KAR VEYA ZARAR TABLOSU
(Tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe Türk Lirası olarak ifade edilmiştir.)

KAR VEYA ZARAR KISMI	Ref	Bağımsız Denetimden Geçmiş 1 Ocak - 31 Aralık 2015	Bağımsız Denetimden Geçmiş 1 Ocak - 31 Aralık 2014
Hasılat	20	642.891.227	609.265.238
Satışların Maliyeti (-)	20	(496.632.738)	(480.244.839)
Brüt Kâr/Zarar		**146.258.489**	**129.020.399**
Genel Yönetim Giderleri (-)	21	(22.095.524)	(24.644.704)
Pazarlama Giderleri (-)	21	(112.897.225)	(97.298.395)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	21	(35.942)	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22	382.708	363.327
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	22	(467.234)	(570.791)
Esas Faaliyet Kârı/Zararı		**11.145.272**	**6.869.836**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	23	58.503.143	24.822.176
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	23	(3.325.742)	(7.593)
FİNANSMAN ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI		**66.322.673**	**31.684.419**
Finansman Gelirleri	24	18.580.041	11.337.667
Finansman Giderleri (-)	24	(22.508.893)	(17.385.793)
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR		**62.393.821**	**25.636.293**
Vergi Gideri/Geliri			
-Dönem Vergi Gideri	25	(23.061)	(1.260)
-Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	25	(11.162.418)	(7.158.655)
DÖNEM NET KARI/ZARARI		**51.208.342**	**18.476.378**
Dönem Kâr/Zararının Dağılımı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	26	(117.083)	(58.075)
Ana Ortaklık Payları	26	51.325.425	18.534.453
Pay başına kazanç / (kayıp)	26	**0,5703**	**0,2059**

CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TİCARET MERKEZİ A.Ş.

31 ARALIK 2015 VE 2014 TARİHLİ KONSOLİDE BİLANÇOLAR

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot Referansları	2015	2014
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar		**979.937.922**	**604.421.885**
Nakit ve Nakit Benzerleri	3	274.088.979	94.702.992
Ticari Alacaklar			
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	28	11.820.418	13.615.456
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	5	18.533.809	11.956.558
Diğer Alacaklar			
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	6	12.536.331	20.612.410
Türev Finansal Varlıklar	7	372.706	-
Stoklar	8	614.047.732	441.922.387
Peşin Ödenmiş Giderler	9	48.537.947	19.112.082
Diğer Dönen Varlıklar	17	-	2.500.000
Duran Varlıklar		**2.046.242.984**	**1.230.840.568**
Diğer Alacaklar			
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	6	45.988.705	40.722.172
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	10	230.770.949	272.536.101
Maddi Duran Varlıklar	11	834.685.775	606.141.255
Maddi Olmayan Duran Varlıklar			
Şerefiye	13	773.936.519	238.516.963
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	86.742.957	24.787.113
Peşin Ödenmiş Giderler	9	3.470.193	4.364.176
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	26	70.647.886	43.772.788
TOPLAM VARLIKLAR		**3.026.180.906**	**1.835.262.453**

CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TİCARET MERKEZİ A.Ş.

31 ARALIK 2015 VE 2014 TARİHLİ KONSOLİDE BİLANÇOLAR

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot Referansları	2015	2014
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler		**1.654.981.764**	**879.330.810**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4	519.082.849	5.089.444
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	4	64.292.734	842.917
Ticari Borçlar			
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	28	22.801.905	9.895.262
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	5	885.677.636	706.613.760
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	16	31.859.493	18.258.856
Diğer Borçlar			
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	28	6.011.302	7.449.534
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	6	17.554.671	29.381.564
Kısa Vadeli Karşılıklar	14		
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar		9.235.941	1.413.352
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar		85.512.525	90.923.006
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17	12.952.708	9.463.115
Uzun Vadeli Yükümlülükler		**565.468.222**	**49.053.649**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4	517.800.592	16.763.804
Ticari Borçlar			
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	5	215.959	-
Uzun Vadeli Karşılıklar			
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	14	47.451.671	32.289.845
ÖZKAYNAKLAR		**805.730.920**	**906.877.994**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		**805.730.920**	**906.877.994**
Ödenmiş Sermaye	18	113.839.303	113.421.625
Sermaye Enflasyon Düzeltmesi Farkları	18	678.006.480	678.006.480
Paylara İlişkin Primler/İskontolar		34.691.309	34.691.309
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler			
- Tanımlanmış Fayda Yeniden Ölçüm Kazançları	18	(1.437.518)	2.882.523
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	18	40.555.604	6.273.158
Geçmiş Yıllar Zararları	18	(28.237.246)	(28.898.470)
Net Dönem Karı/(Zararı)		(31.687.012)	100.501.369
TOPLAM KAYNAKLAR		**3.026.180.906**	**1.835.262.453**

CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TİCARET MERKEZİ A.Ş.

31 ARALIK 2015 VE 2014 TARİHLERİNDE SONA EREN HESAP DÖNEMLERİNE AİT
KONSOLİDE KAR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOLARI

(Aksi belirtilmedikçe tutarlar Türk Lirası ("TL") olarak ifade edilmiştir.)

	Dipnot Referansları	2015	2014
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Hasılat	19	3.932.513.778	3.126.334.716
Satışların Maliyeti (-)	19	(2.924.607.305)	(2.343.178.102)
BRÜT KAR		**1.007.906.473**	**783.156.614**
Pazarlama Giderleri (-)	20	(888.448.082)	(609.566.293)
Genel Yönetim Giderleri (-)	20	(134.473.298)	(89.762.920)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22	32.778.560	65.626.348
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	22	(105.845.671)	(70.258.021)
ESAS FAALİYET (ZARARI) / KARI		**(88.082.018)**	**79.195.728**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / (Giderler), net	23	135.960.326	69.975.000
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI		**47.878.308**	**149.170.728**
Finansman Giderleri (-)	25	(79.238.221)	(22.201.824)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ (ZARARI) / KARI		**(31.359.913)**	**126.968.904**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri		**(327.099)**	**(26.467.535)**
Dönem Vergi Gideri	26	(212.890)	-
Ertelenmiş Vergi Gideri	26	(114.209)	(26.467.535)
NET DÖNEM (ZARARI) / KARI		**(31.687.012)**	**100.501.369**
DİĞER KAPSAMLI GİDER			
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar, vergi sonrası		**(4.320.041)**	**(2.322.416)**
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	14	(4.320.041)	(2.322.416)
TOPLAM KAPSAMLI (GİDER) / GELİR		**(36.007.053)**	**98.178.953**
Pay Başına (Kayıp) / Kazanç	27	(0,2789)	0,8861

BİM A.Ş. Finansal Durum Tablosu

	Dipnot Referansları	Cari Dönem	Önceki Dönem
Finansal Tablo Türü		Konsolide	Konsolide
Dönem		31.12.2015	31.12.2014
Raporlama Birimi		Bin TL	Bin TL
V A R L I K L A R			
DÖNEN VARLIKLAR		2.160.683	1.812.332
Nakit ve Nakit Benzerleri	4	348.789	325.468
Finansal Yatırımlar			
Ticari Alacaklar	7	525.685	445.330
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar		525.685	445.330
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar			
- Finans Sektörü Faaliyetleri İlişkili Taraflardan Alacaklar			
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflardan Alacaklar			
Diğer Alacaklar	8	44.166	15.662
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar		39.879	12.580
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar		4.287	3.082
Türev Araçlar			
Stoklar	9	975.267	807.295
Canlı Varlıklar			
Peşin Ödenmiş Giderler	13	120.708	104.648
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	24	128.235	89.925
Diğer Dönen Varlıklar	15	17.833	24.004
ARA TOPLAM			
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar			
DURAN VARLIKLAR		2.007.102	1.425.799
Finansal Yatırımlar	5	181.755	157.490
Ticari Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar			
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar			
- Finans Sektörü Faaliyetleri İlişkili Taraflardan Alacaklar			
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflardan Alacaklar			
Diğer Alacaklar		3.480	3.124
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar		3.480	3.124
Türev Araçlar			
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar			
Canlı Varlıklar			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
Maddi Duran Varlıklar	10	1.784.675	1.243.184
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	5.350	4.688
- Şerefiye			
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar		5.350	4.688
Peşin Ödenmiş Giderler	13	30.215	15.823
Ertelenmiş Vergi Varlığı	24	1.627	1.481

Diğer Duran Varlıklar		0	09
TOPLAM VARLIKLAR		4.167.785	3.238.131
K A Y N A K L A R			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		2.395.511	2.021.398
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6	20.260	17.327
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları			
Diğer Finansal Yükümlülükler			
Ticari Borçlar		2.108.958	1.805.506
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	26	195.864	256.358
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	7	1.913.094	1.549.148
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar			
- Finans Sektörü Faaliyetleri İlişkili Taraflara Borçlar			
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflara Borçlar			
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar		23.506	19.600
Diğer Borçlar		111	586
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar			
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar		111	586
Türev Araçlar			
Devlet Teşvik ve Yardımları			
Ertelenmiş Gelirler		7.279	4.722
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	24	162.882	113.071
Kısa Vadeli Karşılıklar	12	26.171	25.335
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar		2.555	2.761
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar		23.616	22.574
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	15	46.344	35.251
ARA TOPLAM			
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler			
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER		101.915	67.202
Uzun Vadeli Borçlanmalar			
Diğer Finansal Yükümlülükler			
Ticari Borçlar			
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar			
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar			
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar			
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Taraflara Borçlar			
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden İlişkili Olmayan Taraflara Borçlar			
Diğer Borçlar			
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar			
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar			
Türev Araçlar			
Devlet Teşvik ve Yardımları			
Ertelenmiş Gelirler			
Uzun Vadeli Karşılıklar		64.125	52.143
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	14	64.125	52.143
- Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar			
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar			
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	24	37.790	15.059
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Ö Z K A Y N A K L A R		1.670.359	1.149.531

ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR		1.670.359	1.149.531
Ödenmiş Sermaye	16	303.600	303.600
Sermaye Düzeltme Farkları			
Geri Alınmış Paylar (-)			
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)			
Paylara İlişkin Primler/İskontolar			
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		244.929	52.903
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları			
- Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışı	16	279.957	78.323
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları		-35.028	-25.420
- Diğer Kazanç/Kayıplar			
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		23.876	9.206
- Yabancı Para Çevirim Farkları		4.464	9.206
- Satılmaya Hazır Finansal Varlıkların Yeniden Değerleme Artışları		19.412	0
- Riskten Korunma Kazanç/Kayıpları			
- Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazanç/Kayıpları			
- Diğer Kazanç/Kayıplar			
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		203.399	169.541
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları		311.424	218.982
Net Dönem Karı/Zararı		583.131	395.299
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR			
TOPLAM KAYNAKLAR		4.167.785	3.238.131