

T.C.

NİĞDE ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANA BİLİM DALI

MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE FİRMA
DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Mehmet ÇALI**

**Niğde
Eylül, 2015**

T.C.
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE FİRMA
DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Mehmet ÇALI

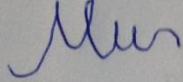
Danışman :Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN
Üye :Doç. Dr. Ayşe Gül KÖKSAL
Üye :Yrd. Doç. Dr. Kerem GÖKTEN

Niğde
Eylül, 2015

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum "Türkiye'de Firma Değerleme Yöntemleri Ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler" başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 12/09 2015

Mehmet ÇALI

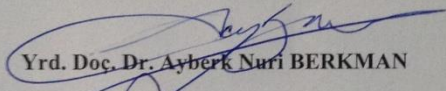


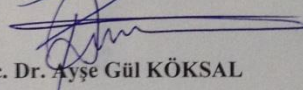
ONAY SAYFASI

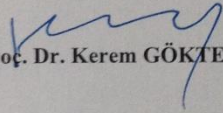
Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN danışmanlığında Mehmet ÇALI tarafından hazırlanan “Türkiye’de Firma Değerleme Yöntemleri Ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Muhasebe – Finansman Bilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: 17/09/2015

JÜRİ :

Danışman :  Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN

Üye :  Doç. Dr. Ayşe Gül KÖKSAL

Üye :  Yrd. Doç. Dr. Kerem GÖKTEN

ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu’nun Tarih ve Sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Tarih: .../.../2015

Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Firma değerleme yöntemleri ve firma değerlemesini etkileyen faktörlerin kaynak taraması yöntemiyle felsefi temelleriyle incelenmeye çalışılmıştır ve konunun daha iyi bir şekilde anlaşılması için gıda sektöründe faaliyet gösteren bir firma teorik olarak incelenmiştir. Eğitim hayatım boyunca hiçbir desteğini esirgemeyen anneme, babama ve aileme, bu çalışmanın yapılmasında büyük katkıları bulunan ve bu konuda yardımlarını ve desteklerini esiremeyen değerli tez danışmanım **Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN**'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Saygılarımla,

Mehmet ÇALI

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE'DE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

ÇALI, Mehmet

İşletme Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN

Eylül 2015, 121 sayfa

Firma değerinin doğru tespit edilmesi, hisse senedi piyasasında varlıkların yönetiminden sorumlu kimseler için büyük öneme sahiptir. Firma değerini etkileyen faktörlerin bilinmesi hem firma yöneticilerinin değerlendirme konusunda doğru sonuca ulaşmasına hem de yatırımcının yatırım yapacağı firmanın gerçek değerini doğru tespit etmesine yardımcı olur. Bu tez çalışmasında, firma değerlendirme ana hatlarıyla beraber incelenerek, en yaygın kullanılan firma değerlendirme yöntemleri; “Değerleme ve Firma Değeri Kavramı”, “Firma Değerlemesinde Kullanılan Finansal Analizler” ve “Firma Değerini Etkileyen Faktörler” incelenmiştir.

Bu tez çalışmasında firma değerlemede kullanılan yöntemler üzerine yapılmış araştırmaların incelenmesi sonucu hazırlanmaya çalışılmıştır. İncelemesi yapılan değerlendirme yöntemleri farklı değişkenler kullanmasından dolayı, değerlemenin sonuçları birbirinden farklı çıkmaktadır. Bu sebepten dolayı firma değerlemesinde yapılan uygulamalarda en doğru sonucu elde etmek için gerçeğe en uygun değişkenlerin kullanılması gerekmektedir. Farklılık gösteren bu değişkenler ile en doğru değeri tahmin edebilmek için firma değerlemesinde kullanılan birçok yöntem bu çalışmada ayrıntılı olarak incelenmiştir.

Firma değeri, değerlemenin yapıldığı dönemi ilgilendirir, yapılan değerlendirme nihai bir sonuç içermemektedir. Değerleme yapılırken önemli olan elde edilen sonuç değil bu değerlemenin yapıldığı zaman diliminin ve araştırma yönteminin önemli olduğu bu çalışmada ortaya konmuştur. Değerlemede kullanılan parametreler ve girdilerin doğruluğunun yanında, değerlendirme kullanılacak yöntemlerin doğru tercih edilmesi de değerlemenin sonucun doğru tahmin edilmesi açısından çok önemlidir.

ABSTRACT
MASTER THESIS

**FIRM VALUATION METHODS AND THE FACTORS THAT AFFECT
FIRM VALUES IN TURKEY**

ÇALI, Mehmet
Business Administration
Supervisor: Asst. Prof. Dr. Ayberk Nuri BERKMAN
September 2015, 121 pages

Determining the correct value of the company has a great importance for people who are responsible for the management of the assets in the stock market. Knowledge of the factors affecting firm value helps the company managers to reach the right conclusion in the valuation and the investors to detect the real value of the companies in which they invest. In this study, the most widely used company valuation methods, namely, "Valuation and Firm Value Concept", "Company Valuation used in Financial Analysis" and "Affect Firm Value Factor" are analyzed along with the valuation of the company.

In this thesis, the company has tried to prepare the examination of research with the help of the methods used in the valuation. Due to the use of different variables, the results of each valuation method differ. Therefore, the most appropriate variables should be chosen in order to achieve the most accurate results. Many different methods are discussed in detail in this study to estimate the valuation of the company with the right values of these variables.

Firm value pertains to the period of valuation and the valuation does not include the final result. The fact that valuation is not important while the time period and the research methods through which results are obtained matter has been demonstrated in this study. Besides the accuracy of the parameters and inputs used in the valuation process, the correct choice of method to be used in the valuation is also very important to obtain an accurate estimate of the results of the valuation.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	v
ÖZET	vi
ABSTRACT	vi
i	
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar	
LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER	
LİSTESİ	xiv
GRAFİKLER	
LİSTESİ	xv
KISALTMALAR	
LİSTESİ	xvi
GİRİŞ	xvii
i	
BİRİNCİ BÖLÜM	
DEĞERLEME VE FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI	
1.1. DEĞER VE FİRMA DEĞERLEME KAVRAMI	1
1.2. FİRMA AMACI VE FİRMA DEĞERİ	2
1.3. BAŞLICA DEĞER KAVRAMLARI	2
1.3.1. NOMİNAL DEĞER	3
1.3.2. DEFTER DEĞERİ	3
1.3.3. PIYASA DEĞERİ	3
1.3.4. TASFIYE DEĞERİ	4
1.3.5. İŞLEYEN TEŞEBBÜS DEĞERİ	4
1.3.6. GERÇEKLEŞEBİLİR DEĞER (ÖDEME DEĞERİ)	5
1.3.7. BUGÜNKÜ DEĞER	5
1.3.8. GERÇEĞE UYGUN DEĞER KAVRAMI	5
1.3.9. HURDA DEĞERİ	6
1.4. DEĞERLEME KAVRAMI	7
1.5. DEĞERLEME HAKKINDAKİ GENELLEMELER	8
1.6. DEĞERLEMİYİ GEREKTİREN NEDENLER	9
1.7. DEĞERLEMİYİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİ	11
1.8. RİSK VE BELİRSİZLİK	12
1.8.1. RİSKİN TÜRLERİ	13

1.8.1.1.	<u>SİSTEMATİK RİSK</u>	13
1.8.1.1.1.	<u>SATIN ALMA RİSKİ</u>	13
1.8.1.1.2.	<u>FAİZ ORANI RİSKİ</u>	14
1.8.1.1.3.	<u>PİYASA RİSKİ</u>	14
1.8.1.2.	<u>SİSTEMATİK OLMAYAN RİSK</u>	14
1.9.	<u>FİRMA DEĞERİ VE FİNANSAL TABLOLAR</u>	15

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2.1. FİRMA DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN FİNANSAL

ANALİZLER.....**16**

2.1.1.	<u>TEMEL ANALİZ</u>	16
2.1.2.	<u>EKONOMİ ANALİZİ</u>	17
2.1.2.1.	<u>ENFLASYON ORANI</u>	17
2.1.2.2.	<u>FAİZ ORANLARI</u>	18
2.1.2.3.	<u>İŞSİZLİK ORANLARI</u>	20
2.1.2.4.	<u>MİLLİ GELİR</u>	20
2.1.2.5.	<u>PARASAL GÖSTERGELER</u>	20
2.1.3.	<u>SEKTÖR ANALİZİ</u>	21
2.1.4.	<u>FİRMA ANALİZİ</u>	21
2.2.	<u>TEKNİK ANALİZ</u>	21
2.2.1.	<u>TEKNİK ANALİZDE KULLANILAN GRAFİKLER</u>	22
2.2.1.1.	<u>ÇUBUK GRAFİĞİ</u>	23
2.2.1.2.	<u>ÇİZGİ GRAFİĞİ</u>	24
2.2.1.3.	<u>MUM GRAFİĞİ</u>	25
2.2.1.4.	<u>NOKTA VE ŞEKİL GRAFİĞİ</u>	26
2.2.2.	<u>DOW TEORİSİ</u>	27
2.2.3.	<u>RASSAL ANALİZ</u>	28
2.2.4.	<u>ETKİN PAZAR KURAMI</u>	28
2.2.5.	<u>ORANLAR YOLUYLA FİNANSAL ANALİZ</u>	29
2.2.5.1.	<u>LİKİDİTE ORANLARI</u>	30

2.2.5.2. FAALİYET	
ORANLARI.....	32
2.2.5.3. FİNANSAL YAPI ORANLARI.....	34
2.2.5.4. KARLILIK	
ORANLARI.....	36
2.2.5.5. BORSA PERFORMANS ORANLARI.....	37
2.3. FİRMA DEĞERLENDİRMESİNDE KULLANILAN GELENEKSEL	
YÖNTEMLER.....	38
2.3.1. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ.....	38
2.3.1.1. NAKİT AKIMLARININ TAHMİNİ.....	41
2.3.1.2. İSKONTO ORANININ BELİRLENMESİ.....	44
2.3.1.2.1. AĞIRLIKLİ ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ.....	45
2.3.1.2.2. FİNANSAL VARLIK FİYATLAMA MODELİ.....	46
2.3.1.2.3. ARBİTRAJ FİYATLAMA MODELİ.....	48
2.3.1.3. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI KAPSAMINDAKİ	
MODELLER.....	49
2.3.1.3.1. FİRMAYA SERBEST NAKİT AKIMLARI.....	49
2.3.1.3.2. ÖZSERMAYEYE SERBEST NAKİT AKIMLARI.....	50
2.4. EKONOMİK KATMA DEĞER.....	52
2.4.1. EKONOMİK KATMA DEĞERİN	
ÖZELLİKLERİ.....	53
2.4.2. EKONOMİK KATMA DEĞERİN HESAPLANMASI.....	54
2.4.3. EKONOMİK KATMA DEĞERİN UYGULANMA SÜRECİ.....	55
2.5. PİYASA ÇARPANLARI İLE DEĞERLEME.....	56
2.5.1. FİYAT/KAZANÇ ORANI.....	56
2.5.2. FİYAT/KAZANÇ BÜYÜME ORANI.....	56
2.5.3. GÖRELİ FİYAT KAZANÇ ORANI.....	57
2.5.4. FİRMA DEĞERİ KAZANÇ VE FİRMA DEĞERİ NAKİT AKIMI	
ORANLARI.....	5
7	
2.5.5. FİRMA DEĞERİ FAİZ VERGİ VE AMORTİSMAN ÖNCESİ	
KÂR...58	
2.5.6. PİYASA DEĞERİ VE DEFTER DEĞERİ ORANI.....	58
2.5.7. TOBİN'İN Q ORANI.....	58
2.5.8. PİYASA DEĞERİ SATIŞLAR VE FİRMA DEĞERİ SATIŞLAR	
ORANLARI.....	59
2.5.9. SEKTÖREL ORANLAR.....	59

2.5.10. DEĞERLEMEDE	ÇARPANLARIN	DOĞRU
KULLANIMI.....		60

2.6. OPSİYONLARA	DAYALI	DEĞERLEME
YAKLAŞIMI.....		61
2.6.1. NAKİT	AKIMLARA	DAYALI
YETERSİZLİKLERİ.....		6
1		
2.6.2. REEL	OPSİYONLAR	YAKLAŞIMI
DEĞERLEME.....		61

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

3.1. FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN	
FAKTÖRLER.....	63
3.2. İSKONTO ORANI.....	63
3.3. YABANCI KAYNAKLARIN MALİYETİ.....	64
3.3.1. BANKA BORÇLARININ MALİYETİ.....	64
3.3.2. TAHVİL	
MALİYETİ.....	65
3.4. ÖZSERMAYE	
MALİYETİ.....	66
3.4.1. TEMETTÜ İSKONTO METODU İLE ÖZSERMAYE	
MALİYETİ.....	67
3.4.2. ADİ HİSSE SENETLERİNİN MALİYETİ.....	67
3.4.3. ALIKONULAN KARLARIN	
MALİYETİ.....	67
3.4.4. YENİ PAY SENETLERİNİN MALİYETİ.....	68
3.4.5. FİNANSAL VARLIKLARI FİYATLAMA MODELİ İLE	
ÖZSERMAYE MALİYETİ.....	68
3.5. AYRICALIKLI HİSSE SENETLERİNİN MALİYETİ.....	70
3.6. DEĞİŞTİRİLEBİLİR TAHVİLLERİN MALİYETİ.....	71
3.7. AMORTİSMAN MALİYETİ.....	71
3.8. AĞIRLIKLİ ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ.....	71
3.9. TAHMİN DÖNEMİ.....	72
3.10. PARANIN ZAMAN DEĞERİ.....	72
3.11. ARTIK	
DEĞER.....	73
3.12. ŞEREFİYE DEĞERİ.....	74

3.13. MALİ	
ORANLAR.....	74
3.14. FİNANSAL KALDIRAC VE FAALİYET KALDIRACI.....	75
3.15. SERMAYE	
MALİYETİ.....	76
3.15.1. NET GELİR	
YAKLAŞIMI.....	76
3.15.2. NET FAALİYET GELİRİ YAKLAŞIMI.....	77
3.15.3. GELENEKSEL	
YAKLAŞIM.....	77
3.15.4. MODIGLIANI-MILLER YAKLAŞIMI.....	78
3.16. KÂR PAYI DAĞITIMI.....	78
3.16.1. MODIGLIANI-MILLER TEOREMİ.....	79
3.16.2. GORDON-LINTNER TEOREMİ.....	79
3.17. NAKİT AKIMLARI.....	80

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBULDA İŞLEM GÖREN BİR FİRMANIN, FİNANSAL ORANLARININ HESAPLANMASI VE FİRMANIN EKONOMİK KATMA DEĞER YÖNTEMİ İLE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİNE GÖRE DEĞERİNİN BELİRLENMESİ

4.1. GIDA	VE	İÇECEK
SEKTÖRÜ.....		81
4.2. SEKTÖRÜN DÜNYADAKİ DURUMU VE AB ÜLKELERİNDEKİ		
DURUMU.....		81
4.3. SEKTÖRÜN TÜRKİYE'DEKİ DURUMU.....		83
4.4. SEKTÖRDEKİ ÜRETİM EĞİLİMLERİ VE ÜRETİLEN BAŞLICA		
ÜRÜNLER.....		84
4.5. FİRMA ANALİZİ.....		85
4.6. SEKTÖRÜN KAPASİTE KULLANIMI.....		85
4.7. SEKTÖRÜN İŞYERİ SAYISI VE İSTİHDAMI.....		85
4.8. SEKTÖRÜN		2014-2023
PROJEKSİYONU.....		86
4.9. SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT		
A.Ş.....		86

<u>4.9.1. SELÇUK GIDA HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....</u>	<u>87</u>
<u>4.9.1.1. SELÇUK GIDA AŞ'NİN ÜRETİM</u> <u>TEKNOLOJİSİ.....</u>	<u>87</u>
<u>4.9.1.1.1. MAL GRUPLARI İTİBARIYLA ÜRETİM VE SATIŞ</u> <u>MİKTARLARI.....</u>	<u>8</u>
<u>4.9.1.1.2. SELÇUK GIDA AŞ'NİN MALİ</u> <u>TABLOLARI.....</u>	<u>88</u>
<u>4.9.1.1.3. SELÇUK GIDA AŞ'NİN FİNANSAL ORANLARI</u> <u>(2014).....</u>	<u>91</u>
<u>4.9.1.1.4. SELÇUK GIDA AŞ'NİN EKONOMİK KATMA DEĞER'E</u> <u>(EVA) GÖRE DEĞERLEMESİ UYGULAMASI</u> <u>.....</u>	<u>97</u>
<u>4.9.1.1.5. SELÇUK GIDA AŞ'NİN İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI</u> <u>YÖNTEMİNE GÖRE DEĞERİNİN</u> <u>HESAPLANMASI.....</u>	<u>102</u>
<u>4.9.1.1.6. DEĞERLENDİRME</u> <u>SONUCU.....</u>	<u>107</u>
<u>BEŞİNCİ BÖLÜM</u>	
<u>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</u>	<u>109</u>
<u>KAYNAKÇA.....</u>	<u>111</u>
<u>ÖZGEÇMİŞ.....</u>	<u>12</u>

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Türkiye’de Yapılan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar.....	83
Tablo 2: Bazı Tarım Ürünlerinin Sanayide Kullanma Oranları.....	85
Tablo 3: Sektörün İşyeri Sayısı Ve İstihdamı.....	85
Tablo 4: Mal Grupları İtibariyle Üretim Ve Satış Miktarları.....	88
Tablo 5: Selçuk Gıda AŞ 2013-2014 Dönemi Bilançosu.....	88
Tablo 6: Selçuk Gıda AŞ 2013-2014 Dönemi Gelir Tablosu.....	90
Tablo 7: Selçuk Gıda’nın Piyasa Risk Primi.....	100
Tablo 8: Sermaye unsurlarının sermaye içindeki payları.....	100
Tablo 9: Selçuk Gıda 2013 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(AOSM).....	100
Tablo 10: Selçuk Gıda 2014 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(AOSM).....	101
Tablo 11: Selçuk Gıda’nın faaliyetlerine ilişkin finansal oranları.....	103
Tablo 12: Selçuk Gıdanın 2013-2014 Dönemi Nakit Akım Tablosu.....	103

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Portföyün Sistemik Ve Sistemik Olmayan Riski.....	15
Şekil 2; Mal ve Varlık Piyasalarında Birlikte Denge (Fischer, 1998).....	19
Şekil 3: Uygun Çarpanların Seçimi.....	60
Şekil 4: Reel Opsiyon Değeri İNA Değerini Tamamlar.....	62

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Çubuk Grafiği.....	23
Grafik 2: Çizgi Grafik.....	24
Grafik 3: Mum Grafiği.....	25
Grafik 4: Nokta ve Şekil Grafiği.....	26

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

BİST: Borsa İstanbul

BSTB: Bilim Sanayi Ve Teknoloji Bakanlığı

DTÖ: Dünya Ticaret Örgütü (World Trade Organization)

EVA: Economic Value Added (Ekonomik Katma Değer)

FAO: Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü

FVFM: Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model)

FCFF: Free Cash Flow To Firm (Firmaya Serbest Nakit Akımları)

FVÖK: Faiz ve vergi öncesi kar

FCFE: Free Cash Flows To Equity (Özsermayeye Serbest Nakit Akımları)

FSNA: Firmaya Serbest Nakit Akımları

FKBO: Fiyat Kazanç Büyüme Oranı

GFKO: Görelî Fiyat/Kazanç Oranı

HACCP: Hazard Analysis and Critical Control Point (Tehlike Analizi ve Kritik Kontrol)

IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

İNA: İndirgenmiş Nakit Akımları

İOSB: İhtisas Organize Sanayi Bölgesi

OECD: Ekonomik ve Kalkınma İşbirliği Teşkilatı

UDY: Uluslararası Doğrudan Yatırım

UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı

KOBİ: Küçük ve Orta Boy İşletmeler

NOPLAT: Net Operating Profit Less Adjust Tax

ROIC: Return On Invested Capital

TAKKN: Tehlike Analizleri ve Kritik Kontrol Noktaları

TGDF: Türkiye Gıda ve İçecek Sanayi Dernekleri Federasyonu

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

TSPAKB: Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği

TZOB: Türkiye Ziraat Odaları Birliği

WACC: Weighted Average Cost Of Capital

GİRİŞ

Ekonomide genellikle değişim değerini ifade eden değer kavramı, söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer bir mal veya para miktarıdır. Bu tanımlamaya göre değer, malın arzu edilebilirliği ve kıtlık derecesi olmak üzere iki faktöre bağlıdır. Bir mal, arzu edildiği takdirde bir değere sahiptir. Mal bollaaştıkça veya arzu edilebilirliği azaldıkça, malın değeri düşecektir. Bir mal hem arzu edilir, hem de kıt ise, yüksek değişim değerine sahip olacaktır (Seyidoğlu, 1992: 141).

Bir varlığın değerinin saptanması değerleme faaliyetini oluşturur. Değerleme iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir firmanın bina, arsa, makine-teçhizat, mal stoku, vs. seklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini seklinde tanımlanmaktadır (Alpman, 2003: 2).

Firma değerinin tahmin edilmesinde çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Bu çalışmada ilgili yöntemler; nakit akımlarını dikkate alan yöntemler, çarpana dayalı tahmin yöntemleri ve finansal varlık fiyatlama yöntemi ile arbitraj fiyatlama yöntemi gibi modern yaklaşımlar olarak sıralanmıştır. Bilimsel bir tanımlama ile firma değeri, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bir fonksiyonu olarak belirtilmektedir (Mayes ve Shank, 2006: 215).

Bu araştırmada izlenen çalışma yöntemi çalışma konusu ile ilgili mevcut kaynakların irdelenmesi yöntemidir. Firma değerleme konusunda yapılan çalışmalar incelenerek firma değerleme yöntemleri ana hatlarıyla bir bütün olarak bir araya getirilmiş, üç teorik ve bir BİST (Borsa İstanbul) uygulaması olmak üzere dört bölüm altında incelenmiştir.

Birinci bölümde değerleme ve firma değerlemenin kapsamı üzerinde ayrıntılı olarak durulmuştur. Bu bölümde öncelikle konunun ana temelleri açıklanmaya çalışılmış ve değerleme hakkındaki düşüncelerimizde somut bir görüntü canlandırılmaya çalışılmıştır. Yine birinci bölüm içerisinde değer ve firma değeri konusunda yapılan temel yanlış ve temel değer kavramları açıklanmaya çalışılmıştır. Değer konusunun daha açık bir şekilde anlaşılabilmesi için, hazırlanmaya çalışılan bu çalışmanın kullanılabilieceği alanlarının neler olabileceğini araştırılmıştır.

İkinci bölümünde firma değerlendirme yöntemleri açıklanmıştır. Firma değerlemesinde kullanılan finansal analizler, firma değerlemesinde kullanılan geleneksel yöntemler, ekonomik katma değer, piyasa çarpanları ile değerlendirme, opsiyonlara dayalı değerlendirme yaklaşımı ana başlıkları altında firma değerlendirme yöntemleri ayrıntılı bir şekilde işlenmeye çalışılmıştır.

Üçüncü bölümünde firma değerlemede en önemli başlıklardan biri olan “firma değerini etkileyen faktörler” konusu üzerinde ayrıntılı bir şekilde durulmuştur. Bu faktörler içerisinde en önemlileri iskonto oranı, tahmin dönemi, paranın zaman değeri, artık değer, şerefîye değeri, mali oranlar ve firma değerlemesinde etkili olan diğer faktörlerdir.

Dördüncü bölümde ise Firma Değerlemesi ile ilgili Gıda Sektörü üzerine bir uygulama çalışması yapılmıştır. Bu bağlamda öncelikle gıda sektörünün dünya piyasasındaki durumu irdelenmiş son yıllarda gösterdiği gelişmeler incelenmiştir. İkinci adım olarak gıda sektörünün Türkiye piyasasındaki durumu incelenmiş ve son yıllardaki verileri üzerinde durulmuştur. Son olarak gıda sektörü geniş bir biçimde ele alınmış ve gıda sektöründe faaliyet gösteren Selçuk Gıda AŞ firmasının finansal oranları hesaplanmış, Ekonomik Katma Değer (EVA) ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine göre değeri hesaplanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DEĞER VE FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI

Değerleme, iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir firmanın bina, arsa, makine teçhizat, mal stoku şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilir (Chambers, 2009: 7). Başka bir deyişle değerlendirme bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir nesnenin değerini belirlemek amacıyla söz konusu nesnenin özellikleri hakkında görüş bildirmektir. Firma değerlemesinin amacı firmanın uygun ve makul piyasa değerinin saptanmasıdır (Bradford, 2000: 7). Değerlemenin bir diğer amacı da gelecekle ilgili beklentileri güçlü olan piyasalardaki en güçlü firmaları tespit etmektir.

Firma değerlemesi, çeşitli kişi ve kurumlarca farklı amaç ve isteklere göre, farklı yöntem ve yaklaşımlarla yapılabilecek bir dizi tahmin çalışması olup hiçbir zaman tek ve kesin bir değeri yansıtmamaktadır. Bir varlığın değerinin tespit edilmesi değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme, para dışındaki iktisadi varlıkların değerlerinin parasal olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine teçhizat, mal stoku vb. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini şeklinde tanımlanabilmektedir (Seyidoğlu, 2003).

1.1. Değerleme ve Firma Değerleme Kavramı

Değerlemenin amacı, firmanın uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise piyasada varlıkların değeri konusunda tam bir bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım satım değeridir (Karavardar, 2003: 25).

Firmaların değerlendirilmesi genellikle tartışmalı ve görecelidir. Değerleme firma hedeflerine ulaşma, anlaşmazlıkların önceden tartışılması ve karara bağlanması, piyasa değerinin belirlenmesi açısından önemlidir. Firmanın büyüme ve kârlılık hedefleri, piyasa payı, genel ekonomik hedefler, riskleri, yatırımın yenilenmesi

kararları kaynakların verimli kullanılması, büyüme, küçülme kararlarının verilebilmesi için bağımsız ve tarafsız kuruluşlarca değerlemeye tabi tutulması gerekir. Araştırıldığında görüleceği üzere yüzlerce değerlendirme yöntem ve tekniği geliştirilmiştir. Firmanın bulunduğu sektör, rakipler, ulusal ve uluslararası pozisyonu, faaliyet konusu ile ilgili olarak yasal düzenlemeler, toplumun değer yargıları kullanılacak değerlendirme yönteminin de seçimini önemli kılmaktadır.

1.2. Firma Amacı ve Firma Değeri

İş hayatında faaliyet gösteren tüm firmaların ana amacı sürdürülebilir performans ile sürekli değer üreterek başarmak ve başarının karşılığı olan maddi getiriyi elde etmektir. Dolayısı ile firmaların gelecek nesillere sağlam temeller ile aktarılması için gerekli ana kavram, firmamızdaki bütün operasyonlarda “sürekliliği olan değer” yaratmak olarak tanımlanabilir.

Firma değeri, firmanın sahip oldukları varlıklar, organizasyon yapısı, kullandığı teknoloji ve insan kaynakları ile gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilir. Firma varlıkları nakit üretebildikleri sürece bir değer ifade ettiklerinden, firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak belirlenmeye çalışılır. Paranın zaman değeri nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımlarının bugünkü değeri bulunarak değerlendirme yapılır. Benzer şekilde özsermaye değeri nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle hesaplanır (Chambers, 2009).

1.3. Başlıca Değer Kavramları

Değerleme faaliyeti, bir firmanın değerinin belirlenmesi için yapılan çalışmaları kapsar. Değerleme faaliyetinde bulunan kişi veya kurumlar, değerlendirme faaliyetine konu olan varlığın, piyasa değerinin gerçek değerinden farklı olabileceği düşüncesiyle fiyat tahmininde bulunmaktadır. Dolayısıyla bir değerlendirme faaliyetinde firmanın değişik pozisyonlarda alacağı farklı değerleri iyi bilmek gerekir. Bu aşamada değer kavramlarının açıklanması gerekmektedir.

1.3.1. Nominal Değer

Nominal Değer, bir varlığın kâğıt üzerindeki (itibari) değeri olup genelde hisse senedi ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Nominal değer sermaye miktarının, hisse başına düşen kâr payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine atfedilen değeri ifade eder. Türkiye’de hisse senetlerinin nominal değerinin olması hukuki bir zorunluluktur. BİST’de işle gören hisse senetlerinin nominal değeri 1 TL olarak kabul edilmektedir(Ercan ve diğerleri, 2006:s.4).

1.3.2. Defter Değeri

Defter değeri (muhasebe değeri), belirli bir tarihte, tarihi değerle kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Varlıkların çoğu, defterlerde tarihi maliyetleri ile kayıtlı bulunduğundan, bu varlıkların defter değerleri, onların piyasa değerini ifade etmez. Defter değeriyle ilgili çok kullanılan bir ifade “net defter” değeridir (<http://www.ekonomi.name/kavramlar/defter-değeri>). Net defter değeri, duran varlığın brüt defter değerinden o duran varlıklarla ilgili birikmiş amortismanlar düşüldükten sonra kalan değerdir.

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

Yukarıdaki eşitlikte defter değeri özsermaye değerine eşit olmaktadır. Defter değeri, firmanın tarihi verileri üzerine kurulmuş olup, firmanın geleceği ile ilgili fazla bilgi vermemektedir. Yatırımcılar açısından firmanın defter değeri fazla bir anlam ifade etmemektedir.

1.3.3. Piyasa Değeri

Bir varlığın piyasa koşullarında arz ve talebe göre belirlenen değeridir. Eğer varlık teşkilatlanmamış veya teşkilatlanmış bir piyasada kayda alınmış ve işlem görmekte ise piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olarak da bilinir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 15).

Piyasa koşullarına göre tespit olunan piyasa değeri, makroekonomik dengeler ile sektörel değişmelere paralel olarak dalgalanmalar gösterebilmekte, gerçek değerden farklılık arz etmektedir. Pazar değeri, alıcının almaya satıcının satmaya istekli oldukları ve hiçbir zorluluk altında olmadan hareket ettikleri, konu ile ilgili olaylardan her iki tarafında yeterli bilgiye sahip olduğu fiyattır (Karavardar, 2003: 25).

1.3.4. Tasfiye Değeri

Firmanın varlıklarının bütünüyle ya da parçalar halinde belirli bir süre içerisinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerinden, firmanın tüm borcu ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilen değerdir. Şirket varlıklarının belirlenen bir süre içerisinde nakde çevrilme zorunluluğu dolayısıyla tasfiye işleminin hızlandırılması varlıkların makul değerlerinin üzerinde bir indirgeme oranı ile iskontoya tabi tutulmasını zorunlu kılacaktır (Damodara, 1996: 279).

Hisse senedinin tasfiye değerini farklı kılan en önemli unsur, işletmenin varlıklarının piyasa değerinin tasfiye değerinden farklı olmasıdır. Bu farklılık maddi ve maddi olmayan varlıkların değerindeki değişmelerden kaynaklanmaktadır. Teorik açıdan, hisse senedinin piyasa değerinin altında olmaması gerekmektedir. Maddi olmayan sabit varlıkların ve aktifleştirilmiş giderlerin, tasfiye halinde kayıtlı değerlerine oranla çok daha düşük bir değere sahip olması firmanın değeri üzerinde azaltıcı etki yapacaktır (Ercan vd, 2010).

1.3.5. İşleyen Teşebbüs Değeri

Bir firmanın çalışır durumdayken satılmasıyla elde edilen değeridir. İşletme değeri olarak da adlandırılan bu değer maddi ve manevi tüm varlıkların toplam değerlerinden borçlar düşüldükten sonra elde edilir. Tasfiye değeri ile arasındaki en önemli fark tasfiye değerinde varlıklar parça parça satılırken işleyen teşebbüs değerinde bir bütün olarak satılmaktadır (Gürbüz, 2004).

İşleyen teşebbüs değeri firmayı yalnızca somut veriler çerçevesinde değil, sahip olduğu örgüt yapısı, personeli, sosyal ilişkileri, hakları vb. ile inceler. İşleyen teşebbüs değeri firma satın almayı ve ya yeni bir firma kurmayı planlayanlar için önemli ölçüde etkili olur. Örgüt değeri denen işleyen teşebbüs değerinde ölçülemeyen etkenlerin varlığı göz ardı edilmemelidir. İşleyen teşebbüs değerinde tüm varlıkların cari piyasa değeri dikkate alınır (Yılmaz, 2002: 104).

1.3.6. Gerçekleşebilir Değer (Ödeme Değeri)

Varlıklar işletmenin normal faaliyet koşullarında, bir varlığın elden çıkarılması halinde ele geçecek olan nakit ve nakit benzerlerinin tutarıdır. Borçlar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, kapatılmaları için ödemesi gereken nakit ve nakit benzeri değerlerin iskonto edilmemiş tutarları ile gösterilir (Örten vd., 2010: 10).

1.3.7. Bugünkü Değer

Varlıklar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, ileride yaratacakları net nakit girişlerinin bugünkü iskonto edilmiş değerleri ile gösterilirler. Borçlar, işletmenin normal faaliyet koşullarında, kapatılmaları için ileride ödenmesi gereken net nakit çıkışlarının bugünkü iskonto edilmiş değerleri ile gösterilir (Örten vd., 2010: 10)

1.3.8. Gerçeğe Uygun Değer Kavramı

Uluslararası Finansal Tabloları Raporlama Standartları ile birlikte kullanılmaya başlanan bir kavramdır. Bu kavram uluslararası finansal tablolar standardı/ Türkiye finansal tablo standardı 13'de tanımlanmaktadır. Buna göre; Gerçeğe Uygun Değer Kavramı, bir varlığın gerçeğe uygun değerini, ölçüm tarihinde piyasa katılımcıları tarafından gerçekleştirilecek ve piyasada oluşan koşullara bağlı olarak varlığın satışı durumunda elde edilecek tutar olarak tanımlanmaktadır. Bir borcun gerçeğe uygun değerini ise, ölçüm tarihinde piyasa katılımcıları tarafından gerçekleştirilecek usulüne uygun işlem neticesinde borçla ilgili yükümlülüğün devredilmesi halinde ödenmesi gereken tutar olarak tanımlanmaktadır (Bozdemir, 2014: 80)

Her iki durumda, gerçeğe uygun değer ölçümünde piyasa katılımcıları tarafından gerçekleştirilen işlemin gerçekleştirildiği piyasanın, ilgili varlık veya borç için temel veya en avantajlı piyasa olduğu ve piyasa katılımcılarının birbirinden bağımsız, satış işlemiyle ilgili olarak bilgili ve istekli oldukları varsayılmaktadır (Akkaş, 2011).

Bir başka bir ifadeyle gerçeğe uygun değer, bir varlığın normal ticari koşullarda bilgili ve istekli bir satıcı ile bilgili ve istekli bir alıcı arasında el değiştirmesi sırasında saptanan değişim değeridir (Gençoğlu Gücenme, 2007: 8). Daha basit bir şekilde gerçeğe uygun değer iki tarafın bir mübadele işleminde kabul ettiği fiyat olarak tanımlanabilir (Foster ve Upton, 2001: 2).

1.3.9. Hurda Değeri

Bir varlığın ekonomik ömrü sonunda net defter değerinin üzerinde bir bedelle satılması ile oluşan değerdir. Sermaye bütçelemesi kararlarında bir yatırıma ilişkin hurda değer tahmin edilmekte ise, bu değer yatırımın net bugünkü değerinin hesaplanmasında dikkate alınmalıdır (Ercan, 2003).

Makine, teçhizat vb. gibi yatırımlarda, bu yatırımın gerçekleşmesinden belli bir süre sonra makine ve teçhizatın ekonomik ömrünü doldurması nedeniyle satılması halinde ele geçen tutar, bu makine ve teçhizatın hurda değerini simgeler. Bazı yatırımlarda, makine ve teçhizatın ekonomik ömürleri sonunda ortaya çıkan hurda değeri, işletmeye önemli bir nakit girişi sağladığı için, hurda değeri alınacak yatırım kararını etkileyecek önemde olabilir. Bundan dolayı yatırım kararı alınırken hurda değerinin tahmin edilmesi önemli bir konu olmaktadır (www.malihaber.com 26.02.2007).

Görüldüğü gibi değer kavramı çeşitli anlamları bünyesinde barındırmaktadır. Değer kelimesini kullanacak kişi amacı doğrultusundaki anlamı veren ifadeyi kullanmalıdır.

1.4. Değerleme Kavramı

İktisatta mübadele değerini ifade eden değer kavramı; bir maldan bir birim elde etmek için gerekli diğer bir mal veya para miktarı ile ölçülür. Para ile ölçüm durumunda söz konusu olan, malın fiyatı olmaktadır. Bu şekilde değer, malın arzu edilebilirliği ve kıtlık derecesine bağlı olur. Bu durumda bize Değer Teorisindeki arz ve talebi yansıtmaktadır. Ekonomide kullanılan değeri veya müdahale fiyatı konusunda üç genel teorik yaklaşım vardır. Bunlardan birincisi Genel Kullanım Teorisidir. Bu teoride malın değerinin onun kullanım alanına bağlı olduğu varsayımına dayanır. İkinci teori Emek Teorisidir. Bu teoriye göre değer emek cinsinden ifade olunan üretim maliyetine bağlıdır. Üçüncü teori Marjinal Fiyat Teorisidir. Bu teoride arz ve talepte meydana gelen ufak miktarda yapılan artışların doğurduğu fayda mübadelede malların değerini belirler (Seyidoğlu, 1992: 142).

Değerleme alanında fiyat, maliyet, pazar ve değer kavramları öne çıkmaktadır. Fiyat, bir mal ya da hizmet için istenen, teklif edilen veya ödenen miktardır. Fiyat ayrıca, özel koşullar altında alıcı ve satıcı tarafından bir mal ve hizmet üzerine konulan değer göreceli ifadesidir. Maliyet bir mal hizmet için ödenen fiyat veya bir mal ve hizmetin üretilmesi, yaratılması için istenen miktardır. Mal ve hizmet tamamlandığında maliyet tarihsel bir gerçek olur ve mal ve hizmet için ödenen fiyat alıcının maliyetini oluşturur. Pazar, alıcılar ve satıcılar arasında bir fiyat mekanizmasıyla malların ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı bir ortamdır. Değer, satın almaya uygun olan bir mal veya hizmet için alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır. Değer bir gerçek olmayıp, başka bir şekilde tanımlamak gerekirse, belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenecek olası fiyatın bir tahminidir (International Valuation Standarts, 2003: 35-36). Ayrıca bir varlığın, düşünce veya hizmetin taşıdığı yararlı bir özellik olarak da tanımlanabilir.

1.5. Değerleme Hakkındaki Genellemeler

Değerleme yapılacak ise aşağıda değinilecek konuların önceden kabullenmesi gerekir. Bir değerlemede olmazsa olmaz olarak ifade edilecek noktalar şunlardır (Damodaran, 1996: 2-4).

- Kullandığımız yöntem kantitatif olabilir ama kullandığımız veriler her zaman tam doğruyu göstermediği için çıkan sonuç bu nedenle süreçten etkilenmiş olmaktadır. Bu süreci etkileyen bir neden de yöneticinin fikir ve düşünceleridir. Değerleme yapmadan önce yönetici kendini bu konuya doğru arındırmalıdır.
- Finansal piyasalardan bilgi akışı olduğunda, firma tarafından yapılan değerlendirme hızlı yaşanmakta ve bu nedenle güncelleştirilmiş bilgilerin kullanılması gerekmektedir.
- İyi bir değerlendirme değerini doğruya yakın tahmin edilmesini sağlayabilir; çok dikkatli ve ayrıntılı yapılan bir değerlemenin sonunda bile firmanın geleceği ile ilgili faktörlerde ve ekonomide belirsizlikler olacaktır. Bunun nedeni nakit akımlarının ve oranlarının kesin olarak tahmin edilememesidir.
- Modellerin faydalı olabilmesi için onların çalışmasını sağlayan verilerin en az hatayı içermesi gerekmektedir. Genellikle kaliteli bir değerlendirme için zaman harcanarak elde edilen verileri kullanmak daha doğru tahmin yapılmasını sağlayacaktır.
- Değerleme sonucunda elde edilen değer önemlidir, değerlendirme süreci çok önemli değildir; kullanılan değerlendirme modellerinde değerlendirme sürecinden etkilenmemenin önemli sakıncaları vardır. Değerleme süreci bize bazı önemli soruların yanıtını vermektedir. Örneğin, yüksek oranlı büyüme için uygun fiyat nedir? Marka isminin değeri nedir? Proje getirilerini yükseltmek ne kadar önemlidir?

Değerlemeyi bu önemli noktalar üzerine kuran bireyler, doğru sonuca ulaşmak için bu yolda önemli bir adım atmış olmaktadır. Tabii bu önemli değerlendirmelerde subjektiftir. Dolayısıyla değerlendirme yapmadan önce değerlemenin önemine ve niteliğine göre yöntemler seçilmesi ve bu doğrultuda değerlendirme yapılması daha doğru ve faydalı bilgilerin elde edilmesine yardımcı olacaktır.

1.6. Değerlemeyi Gerektiren Nedenler

Firma değerlemesi faaliyeti farklı ekonomik birimler tarafından, farklı amaçlara ulaşmak amacıyla yapılır. Firma değerinin tespiti bazen toplumun bir kesimini ilgilendirirken bazen toplumun tamamını ilgilendirmektedir bu nedenle firmanın değerinin tespit edilmesi önem arz etmektedir. Değerlemenin amaçları arasında firma birleşmeleri ve satın almalar, halka arzlar, hisse senedi analizleri ve stratejik karar verme süreçleri sayılmaktadır (Berk, 2005: 486). Bu konuda birçok düşünce ve tez mevcuttur aşağıda sayılan nedenlerle açıklanacaktır.

- Firma Birleşmeleri ve Satın almalar; geniş anlamda birleşme iki ya da daha fazla firmanın büyüme amacıyla faaliyetlerini ekonomik ve hukuksal açıdan tek bir birlik haline getirmeleri veya işbirliğine gitmeleri olarak açıklanabilir (Akay, 1997: 12). Satın alma ise bir firmanın bir ya da birden çok firmayı varlık ve borçlarıyla birlikte satın almasıdır.

Birleşilecek ya da satın alınacak firmaların değerleri bu konularda alınacak kararlarda belirleyici unsur olma özelliğini taşımaktadır. Birleşme ve satın alma yoluyla firmalar, üretim ve hizmet kapasitelerini hızlı bir şekilde artırma olanağı elde ederler. Yapılacak birleşmeler ya da satın almalarda kârlı çıkmak için devralınacak firmanın değerlemesinin doğru yapılması firmalar için hayati önemde sahiptir.

- Halka Arzlar; Halka arzlarda değerlendirme önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Halka açılma sırasında, yatırımcılar açısından firmanın hisse senetlerinin iyi bir yatırım aracı olabilmesi, hisse senetlerinin doğru

değerlendirmiş olmasına ve halka arz fiyatının piyasada kazandıracak düzeyde olmasına bağlıdır. Bir firma yüksek performansa sahipse bile kötü fiyatlandırılmış ise, cazip bir yatırım olmaktan çıkabilmektedir. Dolayısıyla halka arz edilen finansal varlığın yatırımcılar için bir cazibesinin olması gerekmektedir.

Firmaların ihraç ettikleri pay senetlerini satın alan yatırımcılar firmanın ortakları haline gelmektedir. Bir birincil piyasa faaliyeti olan halka arz, firmaların esas fon temin ettikleri işlemdir. Diğer taraftan yatırımcılar hisse senedi satın almanın karşılığında kazanç sağlamayı ummaktadır. Yatırımcının bu beklentisi nedeniyle bir firmanın çok iyi değerlendirilmiş olmasını tercih ederler.

- Hisse Senedi Analizleri; bir firmanın hisse senedini satın alan yatırımcılar hem sermaye kazancı sağlamayı hem de kar payı ödemelerinin düzenli ve artarak yapılmasını isterler. Bu özellikleri taşıyan hisse senetlerini belirleyebilmek için, hisse senetlerinin değerlemesine gerek duyulur (Chambers, 2009: 14). Firmanın piyasa değeri hisse senetlerinin değerine yansıdığından, hisse senetlerinin piyasa fiyatı firmanın gelişimini ölçmede kullanılan bir gösterge olmaktadır. Yatırımcılar firmanın gelişimini yeterli bulmadıkları durumda, söz konusu firmaya ait hisse senetlerini satın, başka firmaya yatırım yapabilirler. Bunun sonucunda hisse senedi fiyatlarındaki olası düşüş, firma değerinde de düşüşe neden olabilecektir. Firmanın hisse senedi satışının başarılı olması, firma değerinin doğru olarak belirlenmesine büyük ölçüde bağlıdır.

Hisse senedi piyasalarında değerlemeye duyulan gereksinim şu başlıklar halinde toplanabilir;

-Değerleme sahip olunan hisse senedinin değerinin piyasada karşılaştırılmasını sağlayarak, hisse senedinin satılması, alınması veya elde tutulması konularında karar verilmesinde kullanılır.

-Firma değerlemesi, bir yatırım portföyünde bulunması gereken finansal varlıklara karar verilmesinde kullanılır.

-Bazı durumlarda hisse senedi değeri firmalar arası karşılaştırma yapmada kullanılır.

Hisse senedi değerlemeleri hem borsanın etkinliği hem de borsada yatırım yapacak kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından önem taşımakta ve sıkça değerleme konusu gündeme gelmektedir. Yalnızca yatırımcılar değil araştırmacılar da bu konuya büyük ilgi duymaktadır. Bu nedenle literatürde hisse senedi değerlemesine ilişkin çeşitli modeller geliştirilmiştir.

- Firmalarda stratejik karar alma süreci; firma değerlemesinin bir firmanın stratejik karar alımında şu açılardan önem taşımaktadır (Chambers, 2009).

- Bir firmanın ya da iş biriminin değerlemesi, faaliyeti sürdürme, satış, birleşme büyüme ve diğer firmaları satın alma kararlarında ilk adımdır.

-Bir firmanın ve farklı iş birimlerinin değerlemesi hangi ürünün, iş hattının, ülkenin, müşterinin devamının sağlanması ya da terk edilmesi kararlarında vazgeçilmez bir unsurdur.

-Buraya kadar sıralanmış olan değerlemeyi gerektiren nedenlere finansal yapının sağlanması, yeni yatırımların finansmanı, özelleştirme ve iflas durumu eklenebilir.

1.7. Değerlemeyi Etkileyen Faktörleri

Firma değerini etkileyen faktörlerin değer üzerindeki etkileri değerlemenin yapıldığı yere ve zamana göre değişim gösterebilmektedir. Bu faktörler kısaca şunlardır (Karavardar, 2003: 37);

- Faaliyette bulunduğu sektör ve ekonominin genel ekonomik yapısı,

- Faaliyet gösterdiği sektöre giriş koşulları,

- Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki büyüme hızı,
- Faaliyette kullanılan makine ve teçhizatın durumu,
- Ar-Ge faaliyetleri, kullandığı teknoloji,
- Firmanın kuruluş yeri, geçmişi, büyüklüğü, teknolojisi, şerefyesi,
- Firmanın sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesi,
- Firmanın geçmişteki kârları ve potansiyel kazanç gücü, temettü politikaları temettü dağıtılabilirlik kapasitesi,
- Firmanın gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı, yatırım projeleri ve bunların ekonomik ömürleri,
- Firmanın mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,

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

1.8. Risk ve Belirsizlik

Risk ve Belirsizlik değerlendirme konusunda kendisinden söz ettiren iki kavramdır. Değerlemenin tahminlere dayalı olması göz önüne getirilecek olursa, geleceğin bilinmemesi ve veri sıkıntısının bulunması bu iki kavramın önemini daha da açık bir şekilde hissedilmesini sağlar. Belirsizlik; yapılacak analizlerde bilginin yetersiz veya eksik olmasından kaynaklanır. Yatırımların neticesini etkileyen koşullarda belirsizliği elemine etmek yeterli bilgiye sahip olmadan imkânsızdır (Lorenz vd., 2006: 400).

Risk; yaklaşık hayatın her safhasında çevre ve iş için yaratılan fırsatlar ve problemler olarak tanımlanabilir (Treischmann vd.,2005:3). Risk bir belirsizlik

durumu, kontrol edilemeyen faktörlerin karşılığı, önceden tahmin edilemeyen ve sonuç olarak iş hayatının kaçınılmaz gerçeklerinden biridir. Ticari hayatta riskin her zaman olduğu bir gerçektir.

1.8.1. Risk Türleri

Her yatırım gelecekteki potansiyel kazançlarını riskli kılacak bir takım belirsizliklere sahiptir. Finans teorisinde bu riskler sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrılmıştır.

1.8.1.1. Sistematik Risk

Sistematik Risk, ekonomik, politik, sosyal durum ve benzeri çevresel faktörlerin değişkenliğinden kaynaklanıp bütün firmaları aynı yönde fakat değişik derecede etkileyen risk türüdür. Yatırım aracı sayısının artırılıp azaltılması veya çeşitlendirilmesi ile ortadan kaldırılamayan risktir (Bolak, 1998: 104). Piyasa bir bütün olarak yükselme trendine girdiğinde menkul kıymetlerin birçoğunun fiyatı yükselir. Bir finansal varlığın getirileri ile kendi sınıfındaki tüm finansal varlıkların getirileri arasında sistematik bir ilişki mevcuttur.

1.8.1.1.1. Satın Alma Riski

Satın alma riski enflasyon nedeniyle, paranın zaman değerinde meydana gelen değer kayıplarıyla ilgilidir. Enflasyon riski de denilen satın alma riski, yatırım tahsis edilmiş paranın enflasyon etkisi ile satın alma gücünün azalması şeklinde kendisini göstermektedir. Yatırımcının yatırdığı paradan daha az satın alma gücü elde etmesi olasılığına ilişkindir. Tahviller bu riskten çok etkilenir. Çünkü tahvili çıkaran firma enflasyon dönemlerinde anapara ve faizi daha düşük paralar öder. Ancak hisse senetlerinin fiyatı enflasyonla birlikte artış gösterebilir. Genellikle yüksek enflasyon dönemlerinde sabit getirili menkul kıymetler diğer finansal araçlara oranla daha olumsuz etkilenmektedir. Örneğin, enflasyonun yüksek olduğu bir dönemde tahvil gibi sabit getirili finansal varlıklar hisse senedi gibi değişken getirili yatırım araçlarına göre daha çok etkilenir.

1.8.1.1.2. Faiz Oranı Riski

Birçok yatırımcı yatırım riskini ortadan kaldırmak için devlet tahvili, hazine bonusu. Özel sektör tahvili gibi sabit getirili finansal varlıklara yatırım yaparlar. Ancak bu yatırımlar da faiz oranı riskine konu olan yatırımlardır. Faiz oranı riski, yatırımcının piyasa faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak önceki faiz oranlarından ihraç edilmiş finansal varlıkları üzerinden elde edecekleri getirilerindeki aşınmayı ifade eder. Pazar faiz oranındaki değişimler, finansal varlıkların piyasa fiyatlarını ve verimlerini değiştirmektedir. Faiz oranlarındaki değişimlerden kaynaklanacak zararları en aza indirmek için, satın alınan tahvilin vade sonuna kadar elde tutulması veya vade süresine az kalmış tahvillerin alımı tercih edilmelidir (Konuralp, 2001: 155).

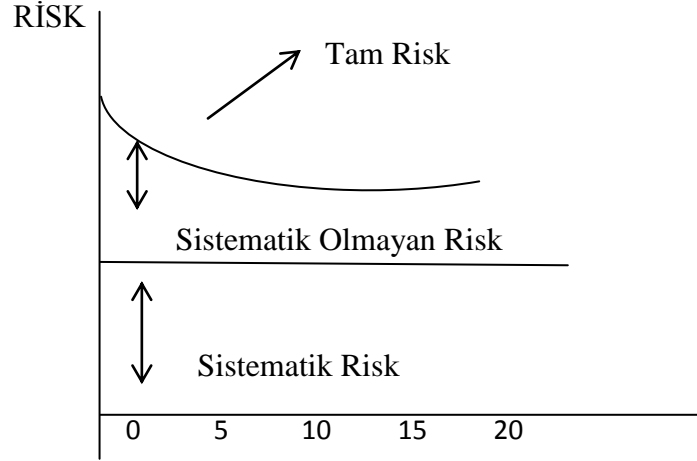
1.8.1.1.3. Piyasa Riski

Firmanın kazanç gücünde temel bir değişme olmaksızın bir bütün olarak hisse senedi piyasasında ortaya çıkan değişimlerden ortaya çıkar ve değişik hisse senetlerinin fiyatını değişik ölçülerde etkiler. Bu risk, politik ve ekonomik belirsizlikten ortaya çıkabilir (Tevfik, 1997: 122).

1.8.1.2. Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk, ilgili firmaya veya firmanın faaliyet gösterdiği sektöre ait riskler olup kaçınılmaz riski ifade eder. Firma yönetiminin yapmış olduğu hatalar, grevler, teknolojik gelişmeler, finansal gelişmeler, sektörel kısıtlamalar, tüketici tercihindeki değişimler finansal varlığın getirisi üzerinde dalgalanmalara yol açabilir. Başlıca sistemik olmayan riskler; Finansal Risk, Faaliyet Riski, Yönetim Riski ve Sektör Riski'dir. Sistemik olmayan risk firmanın kendisinden doğduğu için, Şekil 1'de gösterildiği gibi, önemli bir bölümü farklılaştırma suretiyle elimine edilir. Amaç, sistemik risk elimine edilemediğine göre, bu riski mümkün olduğu ölçüde minimize edebilmektir (Okka, 2005: 319).

Şekil 1: Portföyün Sistematik Ve Sistematik Olmayan Riski



Kaynak; Çağatay Serbest, yayınlanmış yüksek lisans tezi, 2007: s. 15

1.9. Firma Değeri ve Finansal Tablolar

Firmaların performanslarını belirlemek, değerlendirmek ve geçmiş verilerle ya da diğer firmalarla karşılaştırabilmek için kullandıkları tablolara finansal tablolar denilmektedir. Bilanço ve gelir tablosu temel finansal tablolar olarak adlandırılmaktadır. Finansal tabloların kullanıcıları yararlı ve karşılaştırılabilir olmaları için genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre hazırlanmaları ve finansal tablolarda yer alan bilgilerin güvenilir olması gerekmektedir (Ercan, 2010:.21).

Finansal tabloları değerlendirerek gelecek yatırımlar için finansal rapor hazırlayacak değerlendirme uzmanları için finansal tablolarda yer alan bilgilerin doğru ve nitelikli olması önemlidir. Muhasebe kayıtları yatırımcıların gerek duyduğu bilgileri elde etmek için nitelsiz kalırsa yatırımcılar ekonomik beklentilerini hiçbir zaman gerçekleştiremezler.

İKİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

2. FİRMA DEĞERLEMESİNDE KULLANILAN FİNANSAL ANALİZLER

Bu bölümde uygulamada en çok kullanılan analiz türlerinden olan, Temel Analiz, Teknik Analiz, Dow Teorisi, Etkin Pazar Kuramı ve Oranlar Yoluyla Finansal Analiz açıklanmıştır.

2.1. Temel Analiz

Temel Analiz; yatırım analizini de içine alan ve yatırım araçlarının yanı sıra ekonominin, sermaye piyasasının ve farklı endüstrilerin analizini de içeren analiz sürecidir. Temel analiz ile pay senedi değerine etkide bulunduğu düşünülen değişkenler ile ilgili veriler incelenir ve geleceği parlak görülen piyasalar, sektörler ve firmalar bulunmaya çalışılır (Eken, 2006: 158-166).

Temel Analize göre, hisse senedine yatırım yapmadan önce, hisse senedi değerini gösteren temel değişkenlerin araştırılması gerekmektedir. Bu değişkenler hisse senedinin fiyatından başlayarak, bu fiyatın arkasında yatan ekonomik gelişmeler, firmanın varlıkları, rekabet koşulları, likiditesi, mali yapısı, kârlılığı, şirketin kullandığı pazarlama ve dağıtım kanalları, yönetim becerisi gibi temel olgulara kadar uzanan bir süreci kapsar (Ceylan ve Korkmaz, 1998:231). Temel analiz birçok ekonomik veriyi bir araya getiren oldukça zahmetli bir analiz tekniğidir. Bireysel bir yatırımcı için tüm bu bilgilerin elde edilmesi ve inceleyip yatırım kararı alınması oldukça zordur. Bu nedenle bireysel yatırımcılar genellikle arkadaş çevrelerinden duydukları ya da çalıştığı banka ve aracı kurumdan aldığı tavsiyeler ya da ekonomi ve finans dergilerindeki bilgilere dayanarak yatırımlarını yönlendirirler. Temel analiz yapılırken üç aşamalı bir yol izlenir. Bunlar; Ekonomik Analiz, Sektör Analizi ve Firma Analizidir.

2.1.1. Ekonomik Analiz

Bir yatırımcı yatırım kararı verirken, piyasa fiyatının kendi hesapladığı gerçek değerin ya da yatırım değerinin altında olmasını isteyecektir. Piyasada çok sayıda yatırımcı olduğu için farklı yatırım değerlerinin bulunabileceği göz ardı edilmemelidir. Temel analiz yaparken, öncelikle genel ekonomik koşulların ve göstergelerin durumuna bakmak gerekmektedir. Yatırımcılar yatırım kararı alırken piyasaların canlanmakta ya da daralmakta olmasına, enflasyona, faiz ve döviz kurlarındaki dalgalanmalara, iç ve dış borçlara, ödemeler dengesi açığına, para ve maliye politikalarına, ekonomik ve siyasi belirsizlik ve istikrarsızlıklara vb. durumlara dikkat etmeleri gerekmektedir (Günak, 2007: 32).

Ekonomik analiz sistematik riski değerlendirirken, diğerleri sistematik olmayan riske yöneliktir. Sistematik risk; sadece portföy çeşitlendirmesi ile kaçınılmayan, yatırımcının uluslararası piyasalarda ve vadeli piyasalarda işlem yaparak kaçınabileceği risk türünü ifade etmektedir. Bir ekonomik analizin; ekonomik konjonktür, para ve maliye politikaları, devlet bütçesi, merkez bankası analitik bilançosu, dış ödemeler bilançosu, enflasyon, kapasite kullanımı, petrol ve altın fiyatları, siyasi gelişmeler gibi olguların incelenmesi aşamasıdır (Karan, 2001: 247).

2.1.1.1. Enflasyon Oranı

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinin sürekli ve hızlı olarak yükselmesi olarak tanımlanabilir. Enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki devamlı bir artış sürecinin yanında paranın değerindeki sürekli bir düşmeyi de ifade eder. Enflasyon ekonominin ciddi bir sorunu olarak ortaya çıkar. Enflasyon ekonominin sorunlarının artmasına ve ekonominin bozulmasına neden olabilir (www.muhasabedersleri.com).

Klasik ve Modern Miktar Teorisine göre enflasyon ya da fiyatlar genel düzeyindeki artışın para arzındaki artışla doğrudan bir ilişkisi vardır. Keynesgil yaklaşımda ise enflasyon, tam istihdamın olduğu bir ortamda toplam arza göre toplam talepte bir fazlalık olması durumu olarak açıklanmaktadır (Parasız, 2005: 463-464).

Talep enflasyonunu bir örnekle açıklayacak olursak; örneğin, bir ülkenin dış ticaret açığı ya da iç ve dış borçlarının yükselmesi para ihtiyacına yol açar. Bu ihtiyaç karşılıksız para basma durumunu ortaya çıkar. Piyasa da çok fazla para arz edilmesi nedeniyle oluşan para bolluğu ise tüketicileri mal ve hizmet satın almaya yöneltir. Tüketicinin bu eğilimi ise talep enflasyonunu oraya çıkarır.

Maliyet enflasyonu, tam istihdam ortamında, talep artışı ve emek verimliliğinde bir artış olmaksızın üretim girdilerinin herhangi bir ya da birden fazla bileşeninde meydana gelen artışların sonucunda ortaya çıkan enflasyondur. Maliyet enflasyonunun başlıca nedenleri; ücretlerdeki artışlar, hammadde fiyatlarındaki artış, enerji girdilerindeki artış, kamu malları fiyatındaki artış, vergi oranlarındaki artış ve teknelci işletmelerin yaptıkları fiyat artışlarıdır.

2.1.1.2. Faiz Oranı

Faiz, paranın belli bir sürede getirdiği pay tutarıdır. Paraya karşılık alınan kardır. Bina, makine teçhizat gibi sermaye gerektiren üretim yöntemlerinin yaygınlaşması, sermayeyi kullanmak için katlanılan maliyeti de arttırmıştır. Sermayenin belli bir süre kullanımını sonucu ödenen bedele faiz denilir. Faiz yüzde olarak ifade edilir ve genellikle yıllık hesaplanır. Faiz oranı yükselirse kişilerin tasarruf yapmaları teşvik edilmiş olur. Sermayenin kaynağı tasarruflar olduğu için faizlerin yükselmesi, sermaye birikimini olumlu yönde etkiler. Ancak, tasarrufların verimli hale gelmesi yatırımlara dönüştürülmesiyle mümkündür (www.muhasabedersleri.com/ekonomi/rant-faiz-ucret-kar.html. Erişim Tarihi: 30.08.2015).

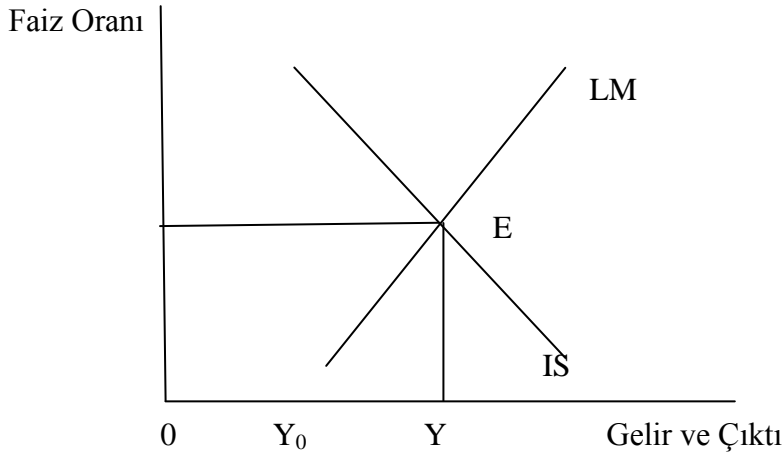
Faiz oranı, belli bir dönem için borç olarak alınan para için ödenen fiyattır ve ödenen bu fiyat yüzde olarak ifade edilir. Örneğin yıllık yüzde 20 faiz, borçlunun alınan her 100 TL için yıllık 20 TL faiz ödeyeceği anlamına gelmektedir. Tıpkı ekonomide malların birçok fiyatının olması gibi, birçok faiz oranı vardır. Örneğin bireysel faiz oranları ile kurumsal faiz oranları farklıdır. Bankalar kredi kullandırırken bireylerin ekonomik durumuna göre farklı faiz oranları belirleyebilmektedir. Bunun nedeni ekonomik durumlarına göre bireylerin krediyi

geri ödeme günlerindeki farklılıklardır. Uzun süre geri ödenmeyecek bir borç için uygulanacak faiz oranı genellikle çabuk geri ödenecek bir borca uygulanacak olandan farklı olacaktır (Lipsev,1990: 20).

IS ve LM eğrilerinin kesişme noktası denge gelir ve faiz oranını belirler. IS ve LM eğrileri sırasıyla, mal ve para piyasalarının dengede olmaları için yerine getirilmesi gereken koşulları göstermektedir. Eş zamanlı denge için faiz oranları ve gelir düzeyleri, hem mal piyasasının hem de para piyasasının dengede olacakları bir şekilde ortaya çıkmalıdır (Fischer, 1998: 113).

IS eğrisinin yer değiştirmesi; yatırımcıların iyimser beklentilere sahip olması ve teknolojik bir değişim yatırımları artırır bu durum IS eğrisini sağa kaydırır, tersi durumda ise IS eğrisi sola kayar. Toplumun tasarruf eğilimi artarsa IS eğrisi sola kayar, tersi durumda IS eğrisi sağa kayar. LM eğrisinin yer değiştirmesi; faizler yükselirse spekülasyon amaçla elde tutulacak para miktarı artar bu durum LM eğrisini sola kaydırır, tersi durumda LM eğrisi sağa kayar. Para arzı artarsa LM eğrisi sağa kayar, tersi durumda LM eğrisi sola kayar.

Şekil 2: Mal ve Varlık Piyasalarında Birlikte Denge



Kaynak: Fischer, Stanley ve Dornbusch, Rudiger, *Makroekonomi*, Çev.: Ak Salih ve diğerleri, Akademi Yayın, Ankara, 1998, s.113

2.1.1.3. İşsizlik Oranları

İstihdam, tam gün işi olan yetişkin işçilerin sayısını ifade eder. İşsizlik ise işi olmayan ve fiilen iş arayan yetişkin işçilerin sayısını ifade eder. İş gücünde işi olanlar ile iş arayanların toplamını ifade eder. İşsizlik oranı iş gücünün iş bulamayan yüzdesidir. İstihdam ve işsizlik ile ilgili bir diğer kavram tam istihdamdır. Tam istihdam hiç işsiz olmaması anlamına gelmez tam istihdam çalışmak isteyen her bireye çalışabilecek boş bir pozisyon olması anlamına gelir. Ama gerek iş değişiklikleri gerekse işe göre nitelikli çalışan bulunamaması nedeniyle her zaman çalışmayan bireyler olacaktır (Lipsey vd., 1990: 20).

2.1.1.4. Milli Gelir

Milli gelir ile ilgili iki temel kavram vardır. Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) ve Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) kavramlarıdır. GSMH, belli bir dönem içinde ülkenin sahip olduğu üretim faktörleri yardımıyla elde edilen nihai mal ve hizmetlerin değeridir. GSYİH ise belli bir dönem içinde bir ülkede üretilen nihai mal ve hizmetlerin değeridir. GSYİH ile GSMH arasındaki fark, belli bir ülkede üretilen çıktının bir bölümünün yabancılar ait üretim faktörleri tarafından üretilmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin, ABD GSYİH'sinin bir kısmı HONDA'nın Amerika'daki imalat işlerinden kazandığı kârlara karşılık gelir. Bu kârlar Japon sermayesinin geliri olduğundan Japon GSMH'nın bir parçasını oluştururlar (Fisher vd.,1998: 29)

2.1.1.5. Parasal Göstergeler

Ekonomide kısa vadeli gelişmeleri değerlendirirken parasal göstergelere bakılır. Para tabanının artırılması ya da azaltılması faiz oranlarını değiştirir. Para otoritesinin yayınladığı veriler iyi değerlendirilmeli ve yaptığı anketler ayrıca beklentiler açısından göz önüne alınmalıdır. Para otoritesinin uzun vadede, döviz ve faizi finansal bütünleşme içinde kontrol edemeyeceği bilinmeli ve para otoritesinin atacağı adımlar parasal araçlarla belli ölçüde tahmin edilebilmelidir (Parasız, 2005: 489).

2.1.2. Sektör Analizi

Ekonomik analizle gideceği yolu tayin eden yatırımcı, diğer adım olarak bu tahminlere dayanarak uygun sektörleri seçecektir. Makro Ekonomik değişmelerdeki değişimler içinde bulunduğu tüm ekonomiyi etkisi altına almakla birlikte, bu değişmelerden bütün endüstri kolları eşit oranlarda etkilenmeyecektir. Çünkü her sektörün bu değişkenlere karşı duyarlılıkları aynı değildir farklılıklar gösterirler (Konuralp,2001: 95). Endüstrinin ekonomik faktörlere duyarlılığı, satışların ekonomik faktörlere duyarlılığı, faaliyet kaldırıcı ve finansal kaldırıcı faktörleri ile ölçülür.

2.1.3. Firma Analizi

Genel ekonomik durum ve sektör incelendikten sonra firmanın gelecekte sağlayacağı getirileri sağlamak amacıyla firma analizi yapılır. Burada firmanın nitel ve nicel faktörleri incelenir. Firmanın ürettiği mal ve hizmetlerin kalitesi, Pazar payı, üretilen mal ve hizmetlerin başka mamuller için talep yaratıp yaratmadığı, kullanılan üretim teknolojisi gibi faktörler nitel faktörlere örnektir. Firmanın mali durumu, bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılacak iskonto oranı, firmanın taşıdığı risk, gelecek dönemlerde sağlayacağı kâr ve dağıtacağı kâr payları gibi özellikleri ise nicel faktörlere örnek gösterilebilir. Firmanın geçmiş yıllara ait mali tabloları ve faaliyet raporları da firma analizinde değerlendirilmektedir (Berk, 2005: 370).

2.2. Teknik Analiz

Teknik analiz, piyasada hisselerin geçmiş fiyat hareketleri gözlemlerine dayalı, teknik işlem kuralları bütünü olarak ifade edilmiştir (Frank, 2005: 625). Bu yöntemle göre, hisse senedi fiyatları bir trend etrafında hareket ederler. Teknik analizin bir diğer tanımı da şudur; geçmiş yıllardaki fiyat hareketlerinin oluşturduğu grafik modellerden yararlanarak, bugünkü fiyat grafiklerinin ifade ettiği eğilim ve eğilim değişimlerini tahmin etmeye yarayan ve istatistiksel usullere dayalı bir yöntemdir (Karşlı, 1994: 443).

Teknik analiz, sermaye piyasasındaki fiyatların kendi içinde önceden izlenebilecek bir trende sahip olduğunu varsayar. Bu temel varsayımdan yola çıkılarak, işletmenin hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerini inceleyen bir yatırımcı, fiyatların gelecekte hangi yönde gelişeceği konusunda teknik bilgilere sahip olabilecektir. Teknik analizde önce fiyatlar kaydedilir sonra bu fiyatlar bir grafik şeklinde gösterilir. Eğer daha önce çoğu kez tekrarlanmış herhangi bir biçimlenme tespit edilirse, teknik analizcilerin, fiyatların bu noktadan sonra hangi yöne doğru hareket edeceğini söylemeleri mümkündür.

Teknik analizcilerin uyguladıkları ve yararlandıkları tekniklerin bazıları piyasanın genel eğilimini tahmin etmeye bazıları ise tek tek pay senetlerinin hareketlerini tahmin etmeye yöneliktir. Piyasanın genel durumunu gösteren göstergeler, pazarın pay senedi fiyatları üzerindeki sistematik etkisinden dolayı tek tek pay senetleri için yapılacak analizden önce kullanılmalıdır (Bolak, 1998: 134).

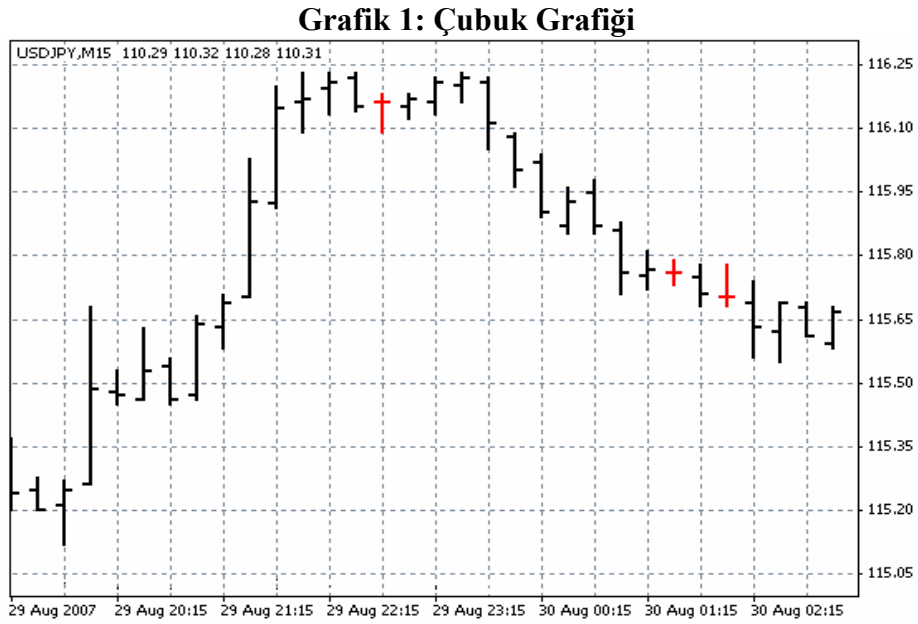
2.2.1. Teknik Analizde Kullanılan Grafikler

Teknik Analiz yapılırken, analiz sırasında olması gereken araç grafiklerdir. Hisse senetlerinin ya da diğer yatırım araçlarının gün içindeki fiyat hareketlerini, bu grafiklerde oluşan fiyat formasyonlarını, hareket yönlerini ve oluşan işlem miktarlarını grafikler yardımıyla analiz etmek mümkündür. Bu grafikleri oluşturmak için hisse senetlerinin veya incelenen piyasanın verilerine ihtiyaç duyulur. Hisse senedinin açılış fiyatı, gün içinde oluşan en yüksek ve en düşük fiyat, kapanış fiyatı ve gün içinde oluşan işlem miktarı teknik analistin ihtiyaç duyduğu verilerdir (Çağırman, 1999: 15).

Grafikler, fiyat gelişmelerini göstermekte, piyasanın psikolojisini göstermekte ve alıcılar ile satıcılar arasındaki etki-tepkileri ortaya çıkarmaktadır. Ayrıca piyasada bir yatırım aracıyla ilgili bütün hareketleri yansıttığı için piyasanın o yatırım aracını nasıl değerlendirdiğini anlatmaktadır. Dolayısıyla sağladığı tüm bu bilgilerden dolayı grafikler teknik analizcinin en temel yardımcısıdır. Grafikler dört ana gruba ayrılır:

2.2.1.1.Çubuk Grafiği

Çubuk grafikleri yatırımcıya belirli bir dönem için dört önemli bilgi verir. Bunlar, belirlenen dönemle ilgili açılış fiyatı, kapanış fiyatı, tavan fiyatı ve taban fiyatıdır. Çubuk grafikte fiyat hareketleri daha kolay izlenebilmektedir. Çubuğun en üst noktası fiyatın gün içinde ulaştığı en yüksek fiyatı gösterirken en alt nokta ise fiyatın gün içinde gördüğü en düşük noktayı gösterir. Kapanış fiyatı çubuk üzerinde sağa, açılış ise sola doğru bir çizgi ile gösterilir.



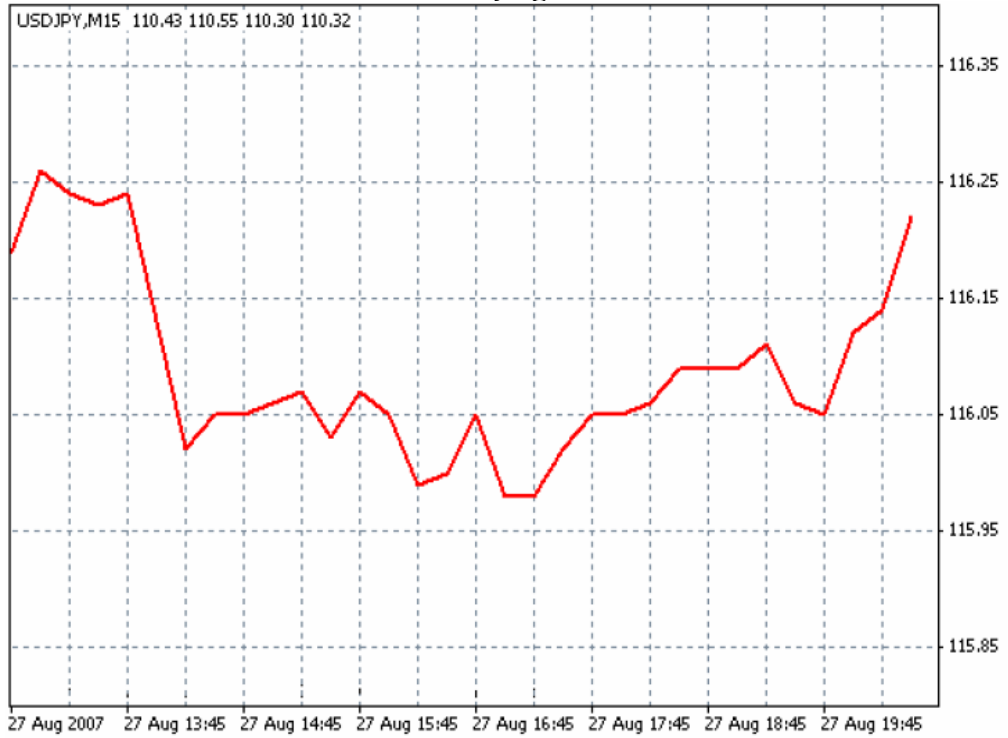
Kaynak: http://uzmanforex.com/indicators/technical_analyse (20.09.2007)

Çubuk grafik günlük fiyatlarda kullanılabileceği gibi haftalık, aylık ve yıllık fiyatların gösteriminde de kullanılabilir. Haftalık ve aylık grafik oluşturulduğunda ilk açılış fiyatı sol çizgiyle, seçilen dönemin son işlem gören fiyatı sağ çizgiyle kapanış fiyatı olarak çubuk üzerine çizilir. Çubuğun uzunluğu seçilen dönemdeki fiyatların nasıl bir hareket gösterdiklerini göstermektedir. Uzun süreli olarak oluşturulan çubuk grafikler fiyatların gitmekte olduğu yönü gösterir. Bundan dolayı çubuk grafikte hisse senedi daha iyi izlenebilmektedir (Sarı, 2001: 15).

2.2.1.2. Çizgi Grafik

Çizgi grafik, sadece gün sonu kapanış fiyatlarının birleştirilerek oluşturulan bir grafik türüdür. Fiyatın en son halini yansıttığı için trend çizgilerinin ve formasyonların kontrolünde tercih edilen bir grafiktir. Ancak tek fiyatla çizim özellikle gün içinde aşağı ve yukarı oynamaları yansıtmadığından kısa vadeli analizlerde yetersiz kalabilmektedir(<http://analiz.ibsyazilim.com:2007>).

Grafik 2: Çizgi Grafik



Kaynak: http://uzmanforex.com/indicators/technical_analyse (20.09.2007)

Bir hisse senedi gün içinde değişik fiyat seviyelerinden işlem görür ve seans bittiğinde ise hissenin son işlem gördüğü fiyat kapanış fiyatıdır. Çizgi grafikler sadece günün kapanış fiyatlarını temel alır. Çizgi grafiklerde işlem miktarı grafiğin alt bölümünde çubuklar şeklinde gösterilir. Grafik çiziminde kullanılan veri tek olduğu için çizimi en kolay grafiktir. Hissenin son işlem gördüğü fiyatı yansıttığı için eğilim çizgilerinin belirlenmesi ve fiyat modellerinin tespit edilmesinde öncelikle tercih edilmektedir. Teknik analizin çıkış noktası olan Dow Teorisi de kapanış fiyatlarını esas aldığı için çizgi grafik Dow Teorisine uygun bir grafiktir (Sarı, 2001: 15).

2.2.1.3. Mum Grafiği

Mum grafiği, çubuk grafiğe çok benzemektedir. Fakat burada günün en düşük fiyatı ile yüksek fiyatı arasındaki mesafe muma benzer bir dikdörtgen şeklinde çizilir. Bu grafik açılış fiyatı ile güne başlayan borsalar için daha uygun olmaktadır. BİST gibi açılış fiyatı olmayan borsalarda bunun yerine dünkü kapanış fiyatı kullanılır (Konuralp, 2001: 119).

Grafik 3: Mum Grafiği



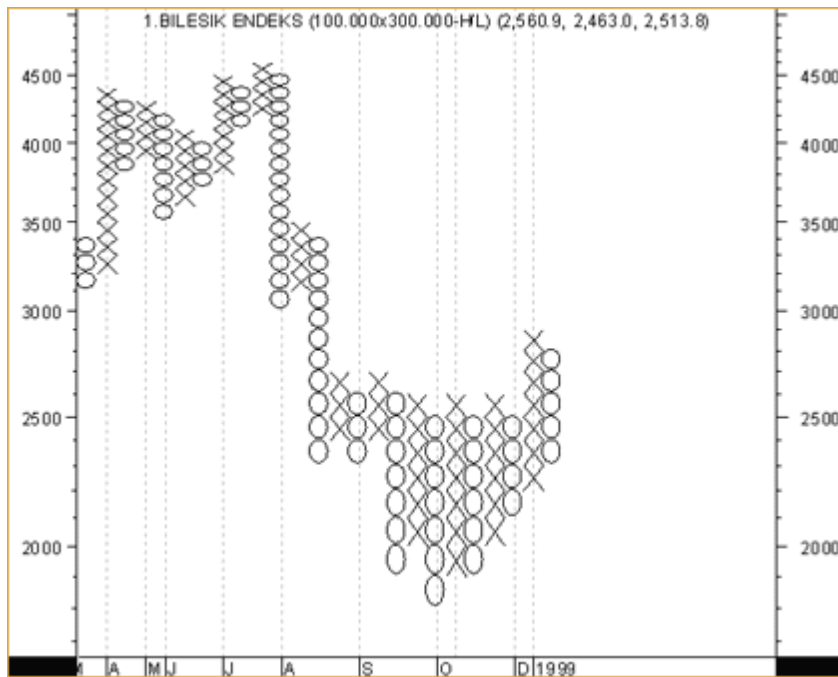
Kaynak: http://www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci_okulu (22.09.2007)

Kapanış fiyatı açılış fiyatından büyükse mumun iç kısmı (beyaz) boş olur. Eğer kapanış fiyatı açılış fiyatından küçük ise mumun iç kısmı (siyah) dolu olur. Mumun içinin dolu olması satışların alışlara göre fazla olduğunu ve düşüşü ifade eder. Kapanış fiyatının en düşük fiyata, açılış fiyatının ise en yüksek fiyata eşit olması halinde mumun altındaki ve üstündeki çizgiler olmaz ve içi dolu olur. Açılış fiyatının en düşük fiyata eşit, kapanış fiyatının en yüksek fiyata eşit olması halinde yine alt ve üst çizgilerinin olmadığı içi boş bir mum şekli oluşur.

2.2.1.4. Nokta ve Şekil Grafiği

Nokta ve şekil grafiği çizimi en karmaşık olan grafik türüdür. Hisse senedi piyasasında kullanılan en eski grafik türü olmasına rağmen günümüzde pek kullanılmamaktadır. Bu grafiği diğer grafiklerden ayıran en önemli özelliği değerlerinin sürekli değil de grafiği çizenin baştan belirlediği şartlar sağlandığında grafiğe işlenmesidir. Nokta ve şekil grafikleri endeks, kapanış veya ortalıklı ortalama fiyatları gibi temsil yeteneği geniş tek bir veri kullanılarak kareli kâğıtlara çizilir.

Grafik 4: Nokta ve Şekil Grafiği



Kaynak: http://www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci_okulu (22.09.2007)

Arz ve talep arasındaki ilişkiyi en iyi yansıtan grafik türüdür. Grafikte “0” düşüşleri, “x” ise yükselişleri göstermekte ve hisse senedinin fiyatı büyük ölçüde değiştikçe bir sonraki kolon kullanılmaktadır. Hisse senedinin fiyatı yükseldikçe yukarı doğru çarpılar konulur, fiyatı düşüşe geçtiği anda ise bir sonraki kolon kullanılmaya başlanır ve ilk konan sıfır, en son konan x işaretinin bir altından başlatılmaktadır. Çünkü grafikte “0” ve “x” işaretleri zaman veya işlem miktarına göre değil hisse senedinin fiyatındaki düşüş ve yükselişlere göre çizilmektedir.

2.2.2. Dow Teorisi

Dow Jones and Company'nin kurucusu ve The Wall Street Journal'ın editörü olan Charles Dow tarafından 1900 yılında geliştirilen Dow Teorisi, en eski ve en bilinen teknik analiz teorilerinden biridir. 1902 yılında Charles Dow'un ölümünden sonra, The Wall Street Journal'ın editörlüğüne getirilen William P. Hamilton ve diğer çalışanlarınca fikirleri ileriye taşınmış ve Dow Teorisi olarak adlandırılmıştır (Günak, 2007: 73).

Dow Teorisinin amacı, hisse senedi piyasasının yönünü genel iş dünyasının gidişatı ile ilişkilendirmek, kısa vadeli fiyat hareketlerini dikkate almayarak hisse senedi piyasasının genel yönünü tahmin etmeye çalışmak ve bu yolla belirlenen trendin doğru zamanda doğru tarafında yer alabilmektir.

Dow'un teorisi 6 ilkeye dayanır (<http://analizteknik.blogspot.com.tr/p/dow-teorisi.html>, Erişim Tarihi: 22.07.2015);

1. Ortalamalar her türlü faktörü (etkeni) içerir ve yansıtır. Hisse senedi fiyat endeksleri, Dow'un bahsettiği ortalamalarla aynı anlamdadır
2. Piyasada üç temel trend vardır. Her trend, süre bakımından kendinden bir büyük olan trendi düzeltir.
 - Bir yıldan uzun olan ana trendler veya birincil hareketler,
 - Üç hafta ile üç ay arasında olan ikincil hareketler,
 - Üç haftadan az olan ufak oynama veya dalgalanmalar.
3. Ana trendler (birincil hareketler) üç aşamadan geçer;
 - Fiyatlar düşükken akıllı yatırımcıların alıma geçtiği biriktirme veya toparlama dönemi,
 - Fiyatlar hızla artarken trendi izleyen birçok kişinin alıma geçtiği boğa piyasası dönemi,
 - Hisse senetlerinin özellikle akıllı yatırımcılar tarafından elden çıkarıldığı dağıtım dönemi. Bu aşama ayı piyasası olarak da adlandırılır.

4. Ortalamalar veya piyasa göstergelerinin birbirini onaylaması gerekir. Başka bir deyişle, endeks veya ortalamalar birbirleriyle aynı uyarı ve sinyalleri vermelidir.
5. İşlem miktarı (*volume*) trendi onaylamalıdır. Trend belirlenirken fiyata ek olarak işlem miktarına da bakılmalıdır. İster düşüş, ister artış olsun, her ana trend işlem miktarının artmasıyla desteklenir ve doğrulanır.
6. Yönü veya eğiminin değiştiğine dair sinyaller alınana dek her trend geçerlidir.

2.2.3. Rassal Analiz

Bu yöntem, yatırım yapılacak hisse senetlerinin rasgele seçilmesi gerektiği ve olabildiğince uzun süre elde tutulması gerektiğini ifade etmektedir (Uyar, 2007: 7). Bu yöntem Rassal Yürüyüş Teorisi'ne dayanmaktadır. Rassal Yürüyüş Teorisi de, piyasa etkinliği varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, yüksek masrafa ve vakit kaybına neden olacak şekilde yatırım analizi yapmaya gerek yoktur, zira etkin bir piyasada firmanın piyasa değeri ile gerçek değeri birbirine eşittir. Hisse senetleri uzun vadede pazar portföyünün (veya pazar endeksinin) getiri oranı ile aynı seviyede getiri sağlamaktadır ve yatırımcıların pazarı yenmelerine olanak bulunmamaktadır. Bu nedenle yatırım yapılacak hisse senetleri rasgele seçilmelidir.

2.2.4. Etkin Piyasa Kuramı

Etkin piyasa kuramı, eğer bir piyasada elde edilen bir bilgi seti kullanarak ilave bir kazanç elde etmek imkânsız ise, o piyasanın etkin olduğunu söylemek söz konusu olabilmektedir. Finans teorisinde piyasaların “etkin” olduğu varsayılır. Gerçekte ise tam anlamıyla etkin bir piyasanın varlığından söz etmek mümkün değildir. Etkin bir piyasada menkul kıymet fiyatları yeni bir bilgiye çok hızlı tepki verir. Dolayısıyla yeni bilgi piyasada hemen fiyatlanır ve mevcut fiyat seviyesi tüm bilgileri yansıtır (Frank ve Reilly, 1991:194).

Etkin piyasa kuramına göre, hisse senedi fiyat hareketlerinden herhangi bir formasyondan yararlanarak aşırı kârlar elde etmek mümkün olsa bile, birçok

yatırımcı bu imkânı aynı anda görecek ve bundan yararlanmak isteyecektir. Bu nedenle bu durum fiyatların düşmesine sebep olacak ve uygulanan alım satım stratejisi kendi kendini etkisiz hale getirecektir. Hisse senetlerinin geçmiş fiyat ve işlem hacmi bilgileri çoğu yatırımcıların çok düşük bir maliyetle elde edebileceği halka açık bilgilerdir ki bu türden geçmişe yönelik bilgiler zaten hisse senedi fiyatlarına yansımış durumdadır. Herhangi bir yatırımcının bu bilgileri kullanarak diğer yatırımcılardan daha fazla fayda sağlaması imkânsızdır (Konuralp, 2001: 121).

Etkin piyasa hipotezinde büyük ve etkin hisse senedi piyasalarının olduğu varsayılmaktadır ve menkul kıymetlerin fiyat değişmelerinde, ilgili tüm bilgilerin etkisi incelenmektedir.

2.2.5. Oranlar Yoluyla Finansal Analiz

Oran analizinde mali tablolarda yer alan tutarların nispi ilişkileri incelenerek işletmenin mali durumu konusunda bilgi elde edilir. Mali tablolarda birçok oran hesaplamak mümkündür. Ancak oran hesaplamadaki amaç yorumlanabilir bilgi elde etmektir. Hesaplanan oranlar tek başlarına bir anlam ifade etmemektedir. Ama diğer ilgili oranlar, geçmiş yıl oranları ve sektör ortalamaları ile karşılaştırılmaları ile anlam ifade etmeye başlarlar.

Oranlar yönteminin uygulanmasıyla elde edilen sonuçlar doğru değerlendirilmeli ve yorumlanmalıdır. Doğru yorumlanmayan oranlar yanıltıcı ve yanlış sonuçlar verir. Bu nedenle oran analizinde dikkate alınması gereken öneriler aşağıda sıralanmıştır (Arat, 2005: 90);

- Anlamsız oranların dikkate alınmasından kaçınılmalıdır.
- Oran analizinde oranlar doğru ve amaçlara uygun bir şekilde yorumlanmalıdır.
- Oranlar üzerindeki mevsimlik ve konjonktür hareketlerin etkileri dikkate alınmalı ve ona göre yorumlar yapılmalıdır.
- Oranlardaki değişikliklerin nedenleri ve firma açısından taşıdığı önem doğru belirlenmelidir.

- Oranlardaki değişimler ek bilgilerle desteklenerek yorumlanmalıdır.
- Oran sonuçları, oranda yer alan değerlerin tutarları dikkate alınarak yorumlanmalıdır.
- Oranlar değerlendirilirken işletmenin kendi geçmişı ve sektörel bilgiler dikkate alınmalıdır.
- Oran analizi ile firmanın geçmiş performansı değerlendirilirken gelecekle ilgili ipuçları yakalamak bir hedef olmalıdır.
- Elde edilen oranı değerlendirirken, sadece söz konusu oranla yetinilmemeli, bu oranı bütünleyecek, daha anlamlı duruma getirecek ilgili diğer oranlarla birlikte değerlendirilmemelidir.
- Oranlar yöntemi ile elde edilen sonuçlar dönemler arası karşılaştırılarak gelişme trendi ortaya konulmalı ve böylece bilinen verilerden hareketle bilinmeyenler belirlenmelidir.

Oranlar işletme faaliyet sonuçları ile mali durumunu değerlemede kullanılacak oranlar; Likidite Oranları, Faaliyet Oranları, Finansal Yapı Oranları ve Kârlılık Oranları

2.2.5.1. Likidite Oranları

Likidite oranları, firmanın kısa dönem borç ödeme gücünü gösteren oranlardır. Likidite kavramı, cari varlıkları istenildiği takdirde ve hızla değerinde nakde çevrile bilme yeteneğini ifade etmektedir. Likidite oranları başlıca üç başlık altında incelenmektedir;

- Cari Oran
- Asit-Test Oranı
- Nakit Oranı

Cari Oran: Cari oran firmanın dönen varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesiyle elde edilen orandır. Normal şartlar altında işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğini gösteren bir orandır.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (2.1)$$

Bu oran her 1 TL'lik kısa vadeli yabancı kaynak borcuna karşılık kaç TL'lik dönen varlığın olduğunu gösterir. Bazı kaynaklarda cari oranın 2 düzeyinde olması arzulan bir durum olarak ifade edilmektedir. Cari oranın normalin üzerinde çıkması, gereksiz dönen varlık olduğunu, diğer bir ifadeyle gereğinden fazla çalışma olduğunu gösterir. Atıl çalışma varlığı olduğu ve bunun iyi değerlendirilmediği anlamına gelir (Durmuş, 2000: 197).

Asit-Test Oranı (Likidite Oranı): Likit kelimesi yakın gelecekteki finansal sorunları karşılayan nakit ihtiyacı olarak tanımlanmaktadır. Nakit, stokların paraya çevrilmesi, bankalardaki mevduatın paraya çevrilmesi veya müşterilerden alacakların tahsil edilmesiyle elde edilir. Likidite oranı varlıklardan stokların çıkarılmasıyla elde edilen değer kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla elde edilen değer kısa vadeli borçlara oranlanmasıyla hesaplanır (Weetman,2003:367). Bu oranın genellikle 1 civarında olması gerektiği kabul edilirken ülkemizde genellikle 0,6 civarındadır (Akgüç, 2004: 387).

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar- Stoklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (2.2)$$

Nakit Oran: Nakit oranı, işletmenin hazır değerlerinin yani para ve paraya çevrilmesi kolay değerlerinin toplamının, kısa vadeli borçlarının ne kadarını karşılayabileceğini gösteren bir orandır.

$$\text{Nakit Oran} = \frac{\text{Hazır Değerler (Kasa+ Banka+ Pazarlanabilir Menkul değerler)}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (2.3)$$

Bu oran şirketin faaliyetlerinin durması ve alacaklarını tahsil edememesi ve stoklarını paraya çevirmede güçlük çekmesi durumunda, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilme gücünü gösterir. Genel olarak bu oranın 0,20 seviyesinin altına düşmemesi arzu edilen bir durumdur.

2.2.5.2. Faaliyet Oranları

İşletmenin varlıklarını verimli kullanıp kullanmadığını gösteren varlıklardır. Faaliyet oranları likidite oranlarının yorumlanmasına yardımcı olan oranlardır. Firmanın ticari alacaklarının kalitesi, stok kalış sürelerinin rasyonelliği ve toplam varlıkların faaliyet hacmine göre yeterliliği konusunda analizcileri aydınlatırlar. Örneğin, alacaklarını zamanında nakde dönüştüremeyen bir firmanın, alacaklarının fazlalığı nedeniyle likidite oranı fazla olsa bile, borçlarını ödeyecek nakdi yaratma gücü olmayabilir ya da stokları çok yavaş eriyen bir firmanın cari oranının yüksekliği yavaş dönen stokların etkisi ile olacağı için, likiditenin yüksek olmadığı sonucuna varılabilir (Sarıkamış, 2003: 182-183). Faaliyet oranları dört başlık altında incelenmiştir:

Stok Devir Hızı Oranı: Stok devir hızı oranı bir işletmenin elindeki stokları ne kadarlık bir süre içinde nakde dönüştürebildiğini gösteren bir orandır. Stok devir hızının yüksek olması genellikle firmanın stok yönetiminin etkinlik kazandığını gösterir. Tabi bu hızlı devir hızı stokların hızlı bir şekilde tüketilmesinden de kaynaklanabileceği için göz önünde bulundurulması gereken bir durumdur. Stok devir hızı stokların satışlar yoluyla alacakları dönüşüm hakkında bilgi verir (Lazol, 2000: 60).

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Malın Maliyeti}}{\text{Stoklar}} \quad (2.4)$$

Alacak Devir Hızı Oranı: Alacak devir hızı oranı bir işletmenin alacaklarını ne kadar süre içerisinde nakde dönüştürebildiğini gösteren bir orandır.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Satışlar}}{\text{Alacaklar Hesabı}} \quad (2.5)$$

Alacak devir hızının yüksek olması firmanın tahsilat konusundaki yüksek etkinliğini gösterir. Bu ise net işletme sermayesinin nispeten az bir kısmının alacaklara yatırıldığını ifade eder. Alacak devir hızının yavaş olması işletmenin alacaklarını tahsilde güçlüklerle karşılaşmasının, rekabet gücünün zayıflığının, kredili satışının fazla olmasının, sektörde aşırı rekabetin ve etkili bir tahsilat politikasından yoksun oluşunun ve bazı alacaklar için karşılık ayırma ihtimalinin yüksek olmasını gösterir.

Özkaynaklar Devir Hızı Oranı: Bu oran özkaynakların ne derece verimli kullanıldığını tespit etmek için kullanılan bir orandır. Oranın çok yüksek olması işletmenin faaliyetlerini büyük oranda yabancı kaynaklarla finanse ettiğini gösterir. Oranın düşük olması ise işletmenin özkaynaklarını etkin bir şekilde kullanamadığını ve işletmenin faaliyet seviyesinin gerektirdiğinden daha fazla özkaynağa sahip olduğunu gösterir (Arat, 2005: 120).

$$\text{Özkaynak Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Özkaynaklar}} \quad (2.6)$$

Toplam Varlıkların Devir Hızı Oranı: Bu oran firmanın tüm varlıklarının verimliliğini ölçmede kullanılan bir orandır. Firmanın gerçekleştirdiği yıllık net satışların, duran ve dönen varlıkların toplamına bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Toplam Varlıkların Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}} \quad (2.7)$$

2.2.5.3.Finansal Yapı Oranları

İşletmenin özkaynağının yeterli olup olmadığı, kaynak yapısı içinde borç ve özkaynağın dengesi ve özkaynak olarak yatırılan fonların ne tür dönen varlık ya da duran varlıklara kullanıldığı ölçülmesinde kullanılan oranlardır (Akdoğan,1992: 385). Bu oranlar kısaca işletmenin uzun vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir.

Borçlanma Katsayısı Oranı: Yabancı kaynak ve özkaynak dengesini gösteren bu oranın normal şartlarda 1 olması arzulanan durumdur. Buda toplam kaynakların yarısının yabancı kaynaklardan, yarısının da özkaynaklardan sağlandığını gösterir. Bu oranın 1'in üzerinde olması, toplam yabancı kaynaklardan daha fazla olduğunu, 1'in altına düşmesi ise toplam kaynaklar içerisinde özkaynaklar oranının daha fazla olduğunu gösterir (Akgüç, 1991: 140).

$$\text{Borçlanma Katsayısı Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Özkaynaklar}} \quad (2.8)$$

Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı: Bu oran duran varlıkların özkaynaklarla karşılanma oranını göstermektedir. Duran varlıklar vadesi bir yılın üstünde olan ya da bir yıl içerisinde faydası tükenmeyecek veya tüketilmeyecek olan varlıkların izlendiği hesap sınıfıdır. Bilançoda yer alan duran varlıklar grubunda ise vadeleri bir yılın üzerinde olan alacaklar veya bir yıl içerisinde tüketilmeyecek veya elden çıkarılmayacak olan varlıklar izlenmektedir. Bu nedenle duran varlıkların likiditesi ve devir hızları düşüktür. Bu oranın düşük olması durumunda duran varlıkların özkaynaklarla karşılanabildiğini gösterir. 1'in üzerinde olması ise duran varlıkların finansmanında yabancı kaynaklardan yararlandığını gösterir (Myers vd., 2007: 470).

$$\text{Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı} = \frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Özkaynaklar}} \quad (2.9)$$

Borçlanma Oranı(Finansal Kaldıraç Oranı): Bu oran kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakların, aktif toplamına bölünmesi ile elde edilir. İşletmenin varlıklarının hangi oranda yabancı kaynaklarla karşılandığını gösterir (Arat, 2005: 99).

$$\text{Borçlanma Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Aktif Toplamı}} \quad (2.10)$$

Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı: Kaynaklar toplamı bilançonun pasif tarafını oluşturur. Başka bir ifadeyle işletmede yer alan varlıkların hangi kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Varlıkların finansmanında kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki oranını gösteren bir orandır (Akgüç, 2004: 398).

$$\text{KVYK / Toplam Kaynaklar} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar}} \quad (2.11)$$

Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı: Bu oran işletmenin varlıklarının finansmanında kullanılan uzun vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içindeki oranını gösterir. Ülkemizde toplam kaynaklar içinde uzun vadeli yabancı kaynakların oranı 1/6 ile 1/8 civarındadır.

$$\text{UVYK/Toplam Kaynaklar} = \frac{\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Toplam Kaynaklar}} \quad (2.12)$$

2.2.5.4. Kârlılık Oranları

Kârlılık oranları işletmenin verimli çalışıp çalışmadığını gösteren oranlardır.

Özkaynağın Kârlılık Oranı: Yönetimin başarısının ölçülmesinde kullanılan önemli bir orandır. İşletme sahibi veya ortaklarının işletmeye sağlamış oldukları kaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığının belirlenmesinde kullanılır. Bu oran, işletme sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını gösterir.

$$\text{Özkaynağın Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özkaynak Toplamı}} \quad (2.13)$$

Ekonomik Kârlılık Oranı: İşletmenin toplam kaynaklarının ne kadar verimli kullanıldığını gösterir ve işletmeye yatırılan fonların getirisini ölçmede kullanılır. Ekonomik kârlılık oranının özkaynağın kârlılık oranından düşük olması gerekir. Aksi durumda yabancı kaynaktan yararlanma maliyetinin normalin üzerinde olduğu düşünülür.

$$\text{Ekonomik Kârlılık Oranı} = \frac{\text{Vergiden Önceki Kâr} + \text{Faiz Giderleri}}{\text{Toplam Kaynaklar}} \quad (2.14)$$

Faizleri Karşılama Oranı: Bu oran işletmenin ödemek zorunda olduğu faiz giderlerini bir dönemde kaç defa kazandığını gösterir. İşletmenin ödemesi gereken faizleri, kolayca ödeyip ödeyemeyeceğini gösteren orandır.

$$\text{Faizleri Karşılama Oranı} = \frac{\text{Vergiden Önceki Kâr} + \text{Faiz Giderleri}}{\text{Faiz Giderleri}} \quad (2.15)$$

Net Kâr Marjı: İşletme kârlılığı oranı da denilen bu oran işletmenin her 1 TL'lik satışı içindeki net kâr yüzdesini gösterir. Söz konusu oran işletme faaliyetinin net verimliliği hakkında bilgi verir. İşletmenin uyguladığı çeşitli politika ve kararların sonuçlarını gösterir. Bu oranın yüksek olması arzulanan durumdur.

$$\text{Kâr ile Satışlar Arasındaki İlişkiyi Gösteren Oran} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Net Kâr}} \quad (2.16)$$

2.2.5.5. Borsa Performans Oranları

Fiyat-Kazanç Oranı: Bu oran, şirketin piyasa değerinin, bir yıllık kârının kaç katı olduğunu gösterir. Bu oranın kabul görmüş oranı ise 10'dur. Yani bir firmanın piyasa değeri kârının 10 katı ise, normal karşılanır (Erdoğan, 2006: 8). Fiyat/Kazanç oranı yorumlanması büyük dikkat ve özen gerektirmektedir. Şirket pay senedinin hisse başına kâra bölünmesi ile elde edilmektedir.

Piyasa Değeri- Defter Değeri: Yatırımcıların fiyat kazanç oranından sonra ilgi gösterdikleri bir diğer oran da piyasa değeri/defter değeri oranıdır. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, işletmenin piyasa değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu göstermekte olup; genellikle bu oran büyüdükçe, hisse senedinin değer kazandığı anlamı çıkmaktadır.

Buradaki oranın 1 den küçük olması firmanın hissedarlarına değer üretmediğini gösterir. Bu oranın genel olarak 1 den yüksek olması beklenir. Aksi halde teorik olarak firmanın bütün hisselerini alan bir yatırımcı firmayı tasfiye etse çok daha kazançlı çıkacaktır.

Hisse Senedi Başına Kâr Oranı: Bu oran, işletmenin her bir hisse senedi başına ne miktarda kâr elde ettiğini tespit etmek amacıyla kullanılır. Bu oran üzerinde enflasyon etkili olabilir. Çünkü oranı oluşturan pay ve payda, enflasyondan aynı oranda etkilenmez. Dönem net kârı enflasyondan doğrudan etkilenirken, ödenmiş sermaye tutarı enflasyonu biraz geriden takip edebilir.

2.3. Firma Değerlemesinde Kullanılan Geleneksel Yöntemler

Bu başlıkta firma değerlemesinde kullanılan geleneksel yöntemlerden olan İndirgenmiş nakit akımları yöntemi incelenecektir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

2.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Yönteme göre eğer yatırım getirisi, eşit düzeyde riske sahip alternatif yatırım getirilerinin üstünde ise, bu yatırım firmaya değer katmaktadır. Başka bir ifadeyle, sermaye karlılığı daha yüksek olan bir firma daha düşük bir yatırım harcaması ile diğer bir firmayla aynı düzeyde net kâr elde edebilecektir. Bu da gelecek dönemlerde daha yüksek nakit akımı elde ederken daha değerli bir firma olacağı anlamına gelir (Reilly, 2005: 285). Şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade ederler. Bu nedenle de şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılmaktadır.

Bu yöntem, firmanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının, değerlendirme tarihi itibarıyla belirli bir indirgeme oranı kullanılarak bugünkü değere indirgeyen yöntemdir. Bu yöntemde göre firma değeri; firmanın sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, kurumsal yönetime bakış açısı, geleceğe yönelik planları, marka değeri ve entelektüel sermayesi gibi çok sayıda değer yaratan unsurun dolaylı olarak dikkate alınıp, gelecekte firmanın yaratması beklenen nakit akımlarının tahmin edilerek bugünkü değerinin hesaplanmasıyla bulunmaktadır. Bir firmanın piyasa değeri ile indirgenmiş nakit akımları yöntemine göre hesaplanmış değeri arasında oldukça güçlü doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Copeland ve çalışma grubu tarafından 1999 yılında ABD’de 31 büyük Amerika şirketi üzerinde yapılan bir araştırmada, bu yöntem ile belirlenmiş değer ile piyasa değerleri arasında yüksek pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır (Ercan vd., 2006:27).

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Yazıcı, 1997:25-27);

$$\dot{I}NA = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \frac{A_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} \quad (2.17)$$

Formüldeki semboller;

A: t'ninci yıldaki net nakit akımı (hurda değer son yıla gelir olarak eklenir)

n: Nakit akımı tahmininde kullanılan süre (yıl)

i: iskonto oranını ifade eder (yatırımından beklenen asgari karlılık oranı olabileceği gibi proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir)

Çeşitli varsayımlara göre indirgenmiş nakit akımlarının hesaplanması dört şekildedir. Bunlar;

1. Nakit akımlarının belli bir oranda büyüdüğü varsayıldığında;

$$\dot{I}NA = \frac{A_0(1+g)^1}{(1+i)^1} + \frac{A_1(1+g)^2}{(1+i)^2} + \frac{A_2(1+g)^3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A_0(1+g)^\infty}{(1+i)^\infty} = \frac{A_0}{i-g} \quad (2.18)$$

A₀: Başlangıç Nakit Akımı

g : Nakit Akımları Büyüme Oranı

2. Nakit Akımlarının belli bir oranı yeni yatırımlara aktırıldığında;

$$\dot{I}NA = \sum_{t=1}^n \frac{A_t(1-g/r)}{i-g} \quad (2.19)$$

r : Yeni yatırımların getiri oranı

3. Enflasyonist ortamlarda İNA yönteminde nakit akımları nominal olarak tahmin edildikten sonra, enflasyonu dikkate alan iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenir ve indirgenmiş nakit akımları şu şekilde hesaplanır;

$$\text{İNA: } \sum_{t=1}^n \frac{((G_t(1+ad)^t - I_t(1+bd)^t - \text{Ç}(1+cd)^t - D_{et}(1+ed)^t - F_t)) \cdot (1-v) + (D_{et}(1+ed)^t)}{(1+i)^t + (1+d)^t} \quad (2.20)$$

G: Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık gelir

Ç: Fiyat değişikliği olmaması halinde beklenen yıllık giderler

I: Yatırım tutarı

D_e: Yıllık amortisman tutarı

F: Yıllık faiz tutarı

v: vergi oranı

n: Nakit akımları için kullanılan tahmin süresi

i: Reel İskonto Oranı

d: tahmin edilen enflasyon oranı

a: enflasyonun para girişlerine yansımaya oranı

b: enflasyonun yatırımlara yansımaya oranı

c: enflasyonun para çıkışlarına yansımaya oranı

e: enflasyonun amortismanlara yansımaya oranı

Amortismanlar yeniden değerlendirme oranı kadar artırıldığı için amortismanların da enflasyondan etkilendiği, faizlerin ise önceden belirlendiği için enflasyondan etkilenmediği varsayımı yapılmıştır.

4. İNA, nakit akımları tahmininde risk faktörü dikkate alındığında iki şekilde hesaplanabilir;

a) Net para girişi ile net nakit çıkışlarında risk faktörü dikkate alınıp düzeltme yapılarak, iskonto oranı için riski içeren bir oran tespit edilerek indirgenmiş nakit akımları hesaplanabilir.

$$\text{İNA: } \sum_{t=0}^n \frac{\alpha_t A_t}{(1 + i_f)^t} \quad (2.21)$$

α_t :Yatırımın t döneminde sağlayacağı net para girişinin düzeltme kat sayısı

i_f : Risksiz iskonto oranı

α : Kesin olarak sağlanacak net nakit girişi/beklenen net nakit girişi

şeklinde α değeri hesaplanır. α 'nın değeri ters orantılı olarak 0 ile +1 arasında olacaktır. Risk yükseldikçe α 'nın değeri düşecektir.

b) Riskli projeler simülasyon yöntemiyle de değerlendirilebilir. Simülasyon deneysel nitelikli matematiksel model tekniği olarak, sistemlerin davranışlarını inceleme ve tanımlama, sistemdeki değişimlerin etkilerini belirleme ve böylelikle gelecekteki davranışları tahmin etme amacı taşıyan deneysel ve uygulamalı bir yöntemdir (Sarıaslan, 1990: 185-186).

2.3.1.1. Nakit Akımlarının Tahmini

Nakit akımlarının tahmin edilmesi indirgenmiş nakit akımlarının en önemli bölümünü oluşturmaktadır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin ilk aşaması nakit akımlarının tahminidir. Nakit akımlarının tahmin edilmesini önemli kılan faktörler şunlardır (Kısakürek vd., 2004: 135).

- Firmanın raporlama tarihindeki nakdi, en likit varlığı göstermesi ve bir dönemdeki akımların sonucunda nakdin ne şekilde arttığını göstermesi bakımından oldukça önemlidir.
- Nakit, işletme faaliyetinin başlangıç ve bitişini birbirine bağlar.
- Tarihi nakit akım bilgileri, nakit akım projeksiyonlarının yapılmasında teşkil eder. Nakit akım projeksiyonlarını, firmanın likiditesi, finansal

eksikliği ile ilgilenenler ve firmanın gelecek dönemdeki nakit akımlarına bağlı olarak ödeme kapasitesini değerlendirmek durumunda olanlar kullanır.

- Net varlık kalemlerinin çoğunun ölçümü güvenilir değildir. Örneğin; tarihi maliyetlerin dağıtımı ve birçok yükümlülüğün bilançoda görülmesi gibi konular tahakkuk muhasebesinin özelliğinden kaynaklanmaktadır. Bu kaynaklı bilgiler firmanın gelecekteki ödeme gücünü değerlendirmede yetersizdir. Oysa nakit akım bilgilerinin güvenilirliği, gerçeği temsil etmesi ve tarafsızlığı şüphesiz oldukça büyüktür.

Nakit akımı firmaların güçlü bir finansal yapıya sahip olmalarında ve belirledikleri hedeflere ulaşmalarında önemli bir role sahiptir. Nakit akımı ile ilgili bilgiler firmayı başarısızlığa götüren sorunların ortadan kaldırılmasına ışık tutar. Firma değeri ile nakit akımı arasında yakın bir ilişki söz konusudur. Firmaların elde ettikleri nakit akımları üç başlık altında toplanır (Chambers, 2005: 150-151).

1. Faaliyetten doğan nakit akımları;

- Ürün satışı ve hizmet sonunda elde edilen nakit,
- Satıcılara ve çalışanlara yapılan ödeme,
- Vergi ödemeleri
- Faiz ödemeleri
- Faaliyetten doğan diğer ödemeler.

2. Yatırımdan doğan nakit akımları;

- Arazi, fabrika, makine ve teçhizat yatırımlarından kaynaklanan nakit çıkışları,
- Yeni iş alanları elde etmek için yapılan nakit ödemeler,
- Yeni iştirakler için yapılan ödemeler.

3. Finansmandan doğan nakit akımları;

- Yeni borç alımından sağlanan nakit,
- Ayrıcalıklı hisse senetlerinden sağlanan nakit,
- Çıkarılan hisse senetlerinden elde edilen nakit,
- Nakit ödenen kâr payları.

Bir firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının tahmini çok zor olup tam olarak bir tahmin yapılamamaktadır. Firmanın gelecekteki nakit akımları tahmin edilirken, cari yıl nakit akışı ile birlikte geçmişteki nakit akışları da incelenmektedir. Önceki yıllardaki ve cari yıldaki firmanın durumu geleceğe projekte edilirken gösterge olarak kullanılmaktadır. Nakit akımları tahmin edilirken ilgili kalemlerin gerekli düzeltmelerden sonra geleceğe projekte etmek gerekmektedir (Koç, 1998: 95).

Nakit akımları hesaplanma şekli;

(+) vergi ve faiz öncesi kâr

(+) amortismanlar

(-) vergi ödemesi

(-) temettü ödemesi

(-) orta/uzun vadeli kredi itfası

(-) işletme sermayesi ihtiyacı

(-) kapasite artırıcı yatırımlar

(-) yenileme yatırımları

(+) uzun vadeli kredi

(+) kıdem tazminatı karşılığı

(+) nakit sermaye artırımını

= Nakit Akımları

İndirgenmiş nakit akımı yönteminde, gelecekteki nakit akımlarının belirlenmesi için birtakım varsayımların yapılması gerekmektedir. Öncelikle firmanın gelecekteki nakit akımlarının büyüme oranının tahmin edilmesi gerekmektedir. Nakit akımları tahmininde ilk olarak gelecek kaç yılın nakit akımlarının tahmin edileceğine karar verilmelidir. Sektörde devresel dönemler varsa, tahmin dönemi bütün devresel dönemleri kapsamalıdır (Copeland vd., 1994: 139).

Nakit akımlarının tahmininde, yedi temel nakit akımı ölçüsü bulunmaktadır. Aşağıda belirtilen ve çoğu tarihsel verilerden yararlanılarak geliştirilen bu ölçülerden yararlanılarak, firma için geleceğe yönelik tahminler yapılmaktadır (Tevfik, 2005: 22).

- Hasıllatta büyüme oranı
- Amortisman öncesi esas faaliyet kâr payı
- Vergi oranı
- Duran varlık yatırım oranı
- Amortisman oranı
- Ek net çalışma sermayesi yatırım oran
- Artık getiri dönemi

2.3.1.2. İskonto Oranının Belirlenmesi

Değerlemede nakit akımlarının tahmin edilme aşaması tamamlandıktan sonra, sıra gelecekteki nakit akımlarının uygun bir iskonto oranıyla bugüne indirgenmesine gelir. Proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti veya yatırımcıların projeden beklediği minimum kârlılık oranına iskonto oranı denilmektedir (Sarıaslan, 1990: 136). İndirgenmiş nakit akımı yönteminde kullanılan iskonto oranı, gelecek nakit akımlarını bugünkü değerine getirmektedir. İskonto Oranı; nakit akımlarının riskliliği, getiri oranının cari seviyesi ve nakit akımlarının zaman dilimi olmak üzere üç faktörü yansıtmaları gerekmektedir. Bu yöntemde, firma değerini belirlemede uygun iskonto oranının seçimi oldukça önemli bir husustur (Koç, 1998: 98).

İskonto oranı, Finansal Varlık Fiyatlama Modeli veya Arbitraj Fiyatlama Modeli kullanılarak tespit edilmesi gerekirken Türkiye’de bu yöntemlerin kullanılması çokta sağlıklı olmamaktadır. İskonto oranının belirlenmesi, Türkiye’deki genel faiz oranı, devlet tahvilleri faiz oranı, yatırımın taşıdığı piyasa riski, hissedarların firmadan bekledikleri getiri oranı, firmanın ağırlıklı sermaye maliyeti oranı, benzer sektördeki yatırım oranları ve sermayenin fırsat maliyeti göz önüne alınarak yapılmalıdır (Yazıcı, 1997: 48).

İndirgenme oranlarının hangisinin tercih edileceği aslında hangi nakit akımlarının tercih edileceği ile ilişkilidir. İndirgenmiş nakit akımlarına göre firma değerlemesinde firmanın değeri iki farklı yöntemle göre hesaplanabilmektedir. Bunlar firmaya olan serbest nakit akımlarını içeren özsermaye değeri yöntemidir.

Nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, firmaya serbest nakit akımları yönteminde iskonto oranı olarak; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti yöntemi kullanılır. Özsermayeye serbest nakit akımları yönteminde ise, iskonto oranı olarak özsermaye maliyeti kullanılmaktadır. Özsermaye maliyeti; Finansal Varlık Fiyatlama Modeli ve Arbitraj Fiyatlama Modeli kullanılarak hesaplanmaktadır. Her iki modelde özellikle ölçüm ile ilgili bazı sorunlar içermektedir ve bununla birlikte uygulamada birtakım zorluklarla da karşılaşmaktadır.

2.3.1.2.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İşletme faaliyetleri, uygulamada birden fazla kaynaktan finanse edildiğinden çeşitli kaynaklardan sağlanan fonların ortalama maliyetinin bulunması gerekir. Ortalama maliyetin hesaplanabilmesi için firmanın sermaye yapısını oluşturan kaynakların oranına ihtiyaç duyulur (Berk, 2005: 277). Eğer bir firmanın sermayesi sadece borçlarından oluşsaydı, sermaye maliyeti borçlara ödenen faizin vergiden sonraki maliyeti olacaktı. Eğer firma borçlanmaz ve imtiyazlı hisse senedi çıkarmazsa, sermayesi yalnızca özsermayeden oluşacak ve sermaye maliyeti adi hisse senedi sahiplerinin beklenen getirilerinden meydana gelecekti. Ancak bu durumlarla gerçekte karşılaşmak çok zordur. Firmaların sermayesi, birden fazla sermaye unsurunun toplamından oluşmaktadır ve çeşitli kaynaklardan sağlanan bu sermaye unsurlarının farklı maliyetleri vardır. Sermaye maliyeti, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile hesaplanır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ise çeşitli fon kaynaklarının vergiden sonraki maliyetleri ile sermaye yapısı içindeki payları çarpımlarının toplanmasıyla bulunur. Bu hesaplama aşamaları şöyledir (Chambers, 2005: 91).

1. Bütün sermaye unsurlarının bireysel maliyeti hesaplanır.
2. Her bir sermaye unsurunun, tek tek toplam sermaye içindeki payı hesaplanır.
3. Sermaye unsurlarının sermaye yapısı içindeki payları ile maliyetleri çarpılır ve bulunan tutarların toplamı ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini oluşturur.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, işletmenin o andaki durumunu gösteren cari veya tarihi bir maliyettir. Sermaye yapısı değiştiğinde, sermayeye yeni kaynak ilave edildiğinde, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişeceğinden yeniden hesaplanmalıdır.

İskonto oranı, kullanılan bütün kaynakların ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden oluşur ve aşağıdaki formül ile hesaplanır:

$$k = k_d (1-v) w_d + k_s w_s + k_p w_p$$

Formülde yer alan parametreler;

k : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ya da iskonto oranı

k_d : Borçlanma maliyeti oranı

v : Vergi oranı

w_d : Toplam borçların içindeki borçların ağırlığı

k_s : Dağıtılmayan kârların maliyeti

w_s : Dağıtılmayan kârların toplam sermaye içindeki oranı

k_p : İmtiyazlı pay senedi maliyeti oranı

w_p : İmtiyazlı pay senedinin toplam sermaye içindeki oranını ifade etmektedir.

2.3.1.2.2. Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (FVFM)

Risk ile getiri arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik olarak finans çevrelerince kullanılmakta olan bu modelin amacı; finansal varlık fiyatlarını, getiri ve risk arasında mevcut bulunan ilişki yönünden inceleyerek tanımlamaktır. Markowitz'in

modern portföy teorisi üzerine kurulan finansal varlık fiyatlama modelinde risk ve getiri kavramları etkin pazar hipotezinin varsayımları altında geliştirilmiştir. Model Söz konusu hipotezin varsayımlarının yanı sıra, tüm yatırımcıların aynı yatırım dönemine sahip olmaları, aynı risksiz faiz oranı ile borç alıp verebilmeleri, bilgiye serbestçe ve anında ulaşabilmeleri ve homojen beklentileri taşımaları gibi ek varsayımları da temel almaktadır (Sharpe vd., 1995: 262). FVFM'ne getirilen eleştirilerin bir kısmı, varsayımlardan çoğunun gerçek hayata uymadığı yönünde olmuştur.

FVFM, herhangi bir hisse senedinden yatırımcıların beklediği getiri oranının risksiz faiz oranına ve riskin çeşitlendirmeyi yansıttığı durumundaki risk primine eşit olacağını savunan bir modeldir. Buna göre menkul kıymetlere yapılan yatırımların iki temel risk kaynağı vardır. Bu risk kaynakları, Sistematik risk ve sistematik olmayan risktir. Bu risk çeşitleri birinci bölümde detaylı olarak incelendiğinden burada kısaca açıklanacaktır. Sistematik risk; Pazar riski olarak da bilinen bu risk kaçınılmayan riski ifade etmektedir. Sistematik olmayan risk; firmanın kendine özgü riski olup kaçınılabılır riski ifade etmektedir. Finansal Risk Fiyatlama Modelinde; risksiz getiri oranı, Pazar risk primi ve sistematik riskin ölçüsü betanın tahmin edilmesi gerekmektedir.

$$R_i = R_f + \beta(R_M - R_f)$$

R_i : Menkul değer beklenen getirisi

R_f : Risksiz getiri oranı (devlet tahvili faiz oranı)

β : Sistematik riskin ölçüsü beta katsayısı

R_m : Piyasa ortalama getiri oranı

($R_m - R_f$) : Pazar risk primi

Yukarıda adı geçen beta katsayısı finansal varlığın sağladığı kazançlarla pazarın kazançları arasındaki kovaryansın, pazarın varyansına oranıdır ve şu şekilde formüle edilir;

$$\beta = \frac{Cov(i, i_m)}{Var(i_m)} \quad (2.22)$$

- Beta katsayısı bir hisse senedinin ne ölçüde pazarla birlikte hareket ettiğini gösteren bir ölçüttür ve finansal yatırımlara ilişkin kararlardaki etkisi şöyledir:
- Beta değeri = 1 olan menkul kıymetlerin orta risk grubunda (Pazar portföyü düzeyinde) yer aldığı ve getirilerinin orta düzeyde olduğu;
- Beta değeri > 1 olan finansal varlıkların yüksek sistematik riske sahip ve beklenen getirileri yüksek yatırımlar olduğu,
- Beta değeri < 1 olan finansal varlıkların düşük sistematik riske sahip ve beklenen getirileri düşük yatırımlar olduğudur.

2.3.1.2.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Arbitraj fiyatlama modeli, finansal varlık fiyatlama modeline alternatif olarak geliştirilen bir modeldir. Arbitraj fiyatlama modeli FVFM'ne benzemekle birlikte orijini çok farklıdır. En belirgin fark FVFM'nin tek faktörlü bir model arbitrajın ise çok faktörlü bir model olmasıdır. Arbitrajda bir tek beta değeri yerine, her faktör için bir değer olmak üzere beta değerlerinden oluşan bir set söz konusudur (Berk, 2005: 402).

Arbitraj fiyatlama modelinde menkul kıymet getirisinin sektördeki ve piyasadaki faktörler tarafından oluşturulduğu ve getiri ile risk arasında pozitif ilişkinin olduğu kabul edilmektedir. Menkul kıymet sayısı arttıkça sistematik olmayan risk düşecek, ama sistematik risk değişmeyecektir. Menkul kıymetin getirisi, risksiz faiz oranı ile değişken faktörlere göre menkul kıymetin taşıdığı risklerin toplamı olarak ifade edilmektedir. Buna göre menkul kıymetin getirisi (Yazıcı, 1997: s.37);

$$R(i) = R_f + (R_{f1} - R_f) \cdot \beta_{i1} + \dots + (R_{fn} - R_f) \cdot \beta_{in} \quad (2.23)$$

$R(\dot{I}_i)$: Menkul kıymetin getirisi

R_f : Risksiz iskonto oranı

R_{f1} : 1. Değişkenin beklenen getirisi

R_{fN} : N. Değişkenin beklenen getirisi

β_{i1} : 1. Değişkenin sistematik riski

$R_{f1}-R_f$: 1. Değişkenin risk primini ifade etmektedir.

2.3.1.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Kapsamındaki Modeller

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firma değerlemesi iki farklı model kullanılarak yapılmaktadır. Bu modeller, Firmaya Serbest Nakit Akımları ve Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Modelidir.

2.3.1.3.1. Firmaya Serbest Nakit Akımları (FCFF)

Firmaya serbest nakit akımları (*Free Cash Flow to Firm*) kavramı ile firmanın temel kaynak sağlayıcıları olan hissedarlara ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları ifade edilmektedir. Firmaya serbest nakit akımları yöntemi genellikle imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır. Bu yöntem ile firma değerinin tespitinde firma bütün olarak değerlendirilmekte, sonsuza kadar özsermaye sahipleri ve uzun vadeli borç verenlere olan nakit akımları tahmin edilmekte, bunların bugünkü değeri ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmakta ve bu değerden firmanın uzun vadeli borçlarının bugünkü değeri çıkartılarak özsermayesinin olması gereken değeri bulunmaktadır. Bu yöntemde firma değeri olarak hesaplanan tutar, borç sahiplerine de olan nakit akımlarını içermektedir. Firmaya serbest nakit akımları aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Ercan, 2010: 28-29);

$$\begin{array}{l}
+ \text{FVÖK (1-T)} \\
+ \text{Amortismanlar} \\
- \text{Sermaye harcamaları} \\
- \text{işletme Sermayesi} \\
\text{FVÖK: Faiz ve vergi öncesi kâr}
\end{array}
\left. \vphantom{\begin{array}{l} \\ \\ \\ \\ \end{array}} \right\} \text{Firmaya Serbest Nakit Akımları (2.24)}$$

T: Firmanın tabi olduğu kurumlar vergisi oranı

İşletme sermayesi: Net işletme sermayesi düzeyindeki değişimi ifade etmektedir.

Firmaya serbest nakit akımının tahmininde kullanılan temel nakit akımı ölçüleri aşağıdaki gibidir (Tevfik, 2005: 22);

- Vergi oranı
- Duran varlık yatırım oranı
- Satışlardaki büyüme oranı
- Amortisman öncesi esas faaliyet kâr marjı
- Duran varlık yatırım oranı
- Amortisman oranı
- Ek net çalışma sermayesi yatırım oranı. Bu oran net çalışma sermayesindeki değişimin net satışlardaki değişime bölünmesi ile bulunur.
- Artık getiri oranı. Firmanın rekabetçi üstünlüğü nedeni ile yeni yatırımlarından sermaye maliyetinden daha yüksek bir getiri elde ettiği dönem sayısıdır.

2.3.1.3.2. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (FCFE)

Özsermayeye serbest nakit akımları (*Free Cash Flows to Equity*) yönteminin uygulanması sırasında, yalnızca özsermaye sahiplerine gelecekte sağlanması beklenen nakit akımları dikkate alınmaktadır. Beklenen nakit akımları sadece özsermaye sahiplerine olduğundan, bu nakit akımlarının bugünkü değerlerinin

hesaplanmasında iskonto oranı olarak firmanın özsermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Özsermaye değeri modeli, kaldırıcı özsermaye maliyetini kullanarak tahmin dönemi ve sonrasında firmanın hissedarlarına dağıtabileceği net nakit akımlarını bugüne indirir. Tahmini finansal tablolar üzerinden oluşacak nakit akımları içinden firmanın gelecek yıllarda hissedarlarına dağıtabileceği nakit akımlarını tespit etmek bu modelin temel dayanağıdır.

Firma değeri modelinden ayrı olarak bu modelde oluşan nakit akımları, serbest nakit akımlarına ilaveten firmanın faaliyetlerinden doğmayan finansal ve diğer olağandışı nakit giriş çıkışlarını kapsar. Hisse senedi yatırımcıları, değerlendirme yaparken daha çok özsermayeye olan nakit akımlarını tercih ederler.

Bunun sebebi, özsermaye sahipleri açısından borçların faiz ve anapara geri ödemelerinin bir nakit çıkışını gerektirmesidir. Firmaya olan nakit akımları modelinde ise firmanın borçlanmadığı ve buna bağlı olarak borçlarla ilgili herhangi bir ödemenin söz konusu olmadığı kabul edilmektedir.

Özsermaye değeri modeli firmanın borçlara ilişkin ödemelerini de dikkate aldığından, özsermaye sahiplerinin duyarlılığını daha fazla temsil etmektedir. Ayrıca çok fazla borcu olan bir firmanın, firmaya olan nakit akımları yüksek ya da pozitif iken özsermayeye olan nakit akımları negatif olabilmektedir.

Böyle bir durumda ise firmanın sermaye yapısını güçlendirmesi gerekmektedir. Firmaya olan serbest nakit akımları göz önünde bulundurularak yapılan bir değerlemede ise bu durum dikkate alınmamaktadır (Chambers, 2005: 221).

Özsermayeye serbest nakit akımları şu şekilde hesaplanabilir (Ercan vd., 2000: 58);

$$\begin{aligned} &+ \text{Net Kâr} \\ &+ \text{Amortismanlar} \\ &- \text{Sermaye Harcamaları} \\ &- \text{İşletme Sermayesi} \\ &- \text{Ana Para Geri Ödemeleri} \\ &+ \text{Yeni Borçlar} \end{aligned} \quad (2.25)$$

= Özsermayeye Serbest Nakit Akımları

2.4. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Ekonomik Katma Değer (*Economic Value Added*), Stern Stewart Corporation tarafından geliştirilen EVA temelde şirketin hissedarlarının gelirine odaklanmaktadır (Irala, 2006: 2). EVA İşletmelerin bir muhasebe döneminde elde ettiği ekonomik kârı ölçmeyi amaçlamaktadır. Yatırımcılar kârlarını maksimize etmek istedikleri için sermayeyi en iyi getiriyi elde edecekleri yatırım alanlarına yatırmaları gerekir. Sermayenin en iyi yatırım alanına yatırılması, farklı yatırım alternatiflerinin birlikte değerlendirilmesi sonucunda belirlenebilir. Karar aşamasında çeşitli yatırım alternatiflerinin değerlendirilmesi, kaynakları bu alanda kullanmanın getirdiği alternatif maliyetinin de hesaplama katılması gerekmektedir. Bu değerlendirmeler göz önüne alındığında ekonomik kâr, tüm kaynakların alternatif maliyetlerinin içerildiği kâr olarak ifade edilebilir.

Ekonomik Katma Değer, ekonomik kâr ölçmeyi amaçlar. EVA'nın diğer performans ölçütlerinden en önemli farkı ekonomik kâr kavramını ön plana çıkarmasıdır. EVA'nın muhasebe kârından farklı bir kavram olması, muhasebe verilerinden bağımsız olarak hesaplandığı anlamına gelmez. EVA hesaplanırken geniş ölçüde işletmenin raporladığı muhasebe kaynaklarından yararlanılmaktadır. Bu açıdan EVA muhasebe verilerini kullanan bir performans ölçütü olarak kabul edilmelidir (Çelik, 2002: 4).

Ekonomik Katma Değer, firmanın ekonomik kâr yaratma kabiliyetini tespit etmeye ve geleneksel yöntemlerin dezavantajlarını ortadan kaldırmaya yarayan bir göstergedir. Bu tespiti yaparken sermayenin maliyetini göz önünde bulundurur. EVA, temel olarak ekonomistlerin fırsat maliyeti kavramı ile de örtüşmektedir. Hissedarların kâr ölçüm yolu olarak da tanımlanabilecek EVA ile gerçek kâr ölçülmektedir ve şirketin finansal performansını ölçmede, yabancı kaynak maliyeti ile birlikte özkaynak maliyetini de hesaba katmaktadır. Böylelikle firma varlıklarının sermaye maliyetinden daha fazla bir katma değer yaratıp yaratmadığını ölçer.

2.4.1. Ekonomik Katma Değerin Özellikleri

EVA bir firmanın sermaye maliyeti ile sermaye getirisi arasındaki farkı ölçer. EVA geleneksel muhasebe ölçütü olan kâr ile benzer olmasına karşın iki önemli konuda farklıdır. Bunlar EVA'nın tüm sermayenin maliyetini dikkate alması ve genel kabul görmüş muhasebe prensipleri tarafından sınırlandırılmamış olmasıdır. Burada tüm sermaye maliyeti ile anlatılmak istenen, borçların maliyeti ve özsermaye maliyetinin bir arada olduğu durumdur. Gelir tablosunda yer alan net gelir rakamı sadece faiz maliyetini içerir, buna karşılık sermaye finansmanının maliyetini dışlar. Her ne kadar sermaye maliyetinin tahmini sübjektif olsa da EVA böyle bir maliyeti dışlayarak yapılan başarı ölçümlerinin, bir firmanın sahipleri için ne kadar değer yarattığını ortaya koymada yetersiz olacağını savunur (Young, 1997: 335).

Faaliyetlerdeki verimliliğin artırılması, firmaya katma değer sağlayacak yeni yatırımların yapılması ve ekonomik olmayan faaliyetlerde kullanılan sermayenin geri çekilmesi EVA'yı artıracaktır. EVA'da artış sağlayacak diğer durumlar şunlardır (Gürbüz, 2004: 34);

- Var olan sermaye yapısı içinde getiri oranının artırılması, başka bir deyişle daha fazla sermaye kullanılmadan, faaliyet kârında artış sağlanması,
- Sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayacak yeni yatırımların yapılması,
- Yetersiz getiri sağlayan faaliyetlerde kullanılan sermayenin geri çekilmesi EVA'yı artırmaktadır.

EVA aşağıda belirtilen şu üç özelliği nedeniyle önemli bir teknik olarak kabul edilmektedir (Young, 1997: 335);

- EVA, genel muhasebe prensipleri tarafından sınırlandırılmış değildir. Kullanıcılar ekonomik değeri artırmak için gerekli düzenlemeleri yapmaya isteklidir.
- EVA, hisse senedi sahiplerinin hisse değerini artırmak için üzerine düşen görevleri yerine getirmede yalnızca üst düzey yöneticileri değil,

organizasyonun alt düzeyindekiler de dahil olmak üzere bütün çalışanları dikkate almaları açısından firmaları yönlendirir.

- EVA, diğer finansal ölçüm sistemlerinin bir araya getiremediği bir durumu gerçekleştirir. Önceden sermaye piyasası için pay başına geliri, sermaye bütçelemesi için net bugünkü değeri ve yöneticiler için varlıkların getirisini kullanan bir firma, şimdi bu üç unsur için yalnızca EVA'yı kullanabilir. Finansal yönetim tarihinde ilk kez yöneticiler EVA ile ortak bir dile sahip olmuştur.

2.4.2. Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması

Ekonomik katma değer modeli tek bir dönemde yaratılan değeri ölçmekte olup aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Ercan vd.,2010: 85);

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = \text{Yatırılan Sermaye} * (\text{ROIC} - \text{WACC}) \quad (2.26)$$

Yukarıda görüldüğü gibi ekonomik katma değer, yatırılan sermayenin getirisi ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki farkın yatırılan sermaye ile çarpımına eşittir.

Ekonomik katma değer modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir;

$$\text{ROIC (Return On Invested Capital)} = \text{Yatırılan Sermayenin Getirisi}$$

WACC (Weighted Average Cost Of Capital)

=Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added)

= (ROIC - WACC) * Yatırılan Sermaye

(2.27)

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjust Tax)

Net Faaliyet Kârı – Düzeltilmiş Vergiler

= Yatırılan Sermayenin Getirisi

(2.28)

Ekonomik katma değer ve firma değeri hesaplamaları aşağıdaki gibi ifade edilebilir;

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{Yatırılan Sermaye}$$

$$\text{Ekonomik Katma Değer} = \text{NOPLAT} - (\text{Yatırılan Sermaye} * \text{WACC})$$

$$\text{Firma Değeri} = \text{Yatırılan Sermaye} + \text{Ekonomik Katma Değerin Bugünkü Değeri}$$

Ekonomik katma değer bugünkü değeri bulunurken hesaplanmış olan ekonomik katma değer firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle iskonto edilmektedir. Buradan yatırılan sermaye firmanın dönem başındaki net işletme sermayesi ile duran varlıklar toplamıdır.

2.4.3. Ekonomik Katma Değerin Uygulanma Süreci

Ekonomik katma değer uygulamalarının başarılı olabilmesi için firma bünyesinde dört temel aşamadan geçilmesi gerekmektedir. Bu aşamalar aşağıda sıralanmıştır (Chambers, 2009: 32-33);

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

İkinci Aşama: Uygulanacak EVA programının getirdiği ana kararlar, yönetim kurulu onayı ile alınmalıdır. Bu kararlar arasında mutlaka EVA ölçüm merkezlerinin hangi şekilde tanımlanacağı ve EVA'nın nasıl hesaplanacağı yer almalıdır.

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

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

2.5. Piyasa Çarpanları İle Değerleme

Uygulaması çok kolay olan ve borsa analistlerinin sıklıkla kullandığı bu yöntem yatırımcıların potansiyel Pazar algılamasını yansıtır. Bu yöntemde karşılaştırılabilir şirket bulmaktaki güçlükler ve uluslararası benzer firmaların karşılaştırılmasında farklı ülkelerdeki değişik muhasebe uygulamaları gerçek piyasa değerini bulmayı zorlaştıran unsurlardır (PriceWaterhouseCoopers, 2006: 41).

Katsayılar ile değerlemede, firmaların şu andaki fiyatlarının niçin bu seviyede olduğu açıklanmaya veya ne olması gerektiği belirlenmeye çalışılmamaktadır. Bunun yerine birbirine benzer varlıkların piyasa tarafından değerlendirme anında nasıl fiyatlandırıldığı göreceli ilişkisi içinde ucuz ya da pahalı varlıkların bulunması olarak nitelenebilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 172). Yani benzer firmaların katsayılarına göre sıralanmış ortalama değerleri kullanılarak, sadece tahmini bir fiyat bulunmaya çalışılmaktadır. Bu nedenle, katsayılarına göre fiyatlamada önemli nokta katsayı yönteminin seçilmesinin yanı sıra, karşılaştırılabilir firmaların da doğru bir şekilde seçilmesidir (Üretken ve Ercan, 2000:122)

2.5.1. Fiyat/Kazanç Oranı (F/K)

Bu oran, şirketin piyasa değerinin, bir yıllık kârının kaç katı olduğunu gösterir. Bu oranın kabul görmüş oranı ise 10'dur. Yani bir firmanın piyasa değeri kârının 10 katı ise, normal karşılanır (Erdoğan, 2006: 8). Fiyat/Kazanç oranı yorumlanması büyük dikkat ve özen gerektirmektedir. Şirket pay senedinin hisse başına kâra bölünmesi ile elde edilmektedir.

$$\text{F/K Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa}}{\text{Hisse Basına Kâr}} \quad (2.29)$$

2.5.2. Fiyat Kazanç Büyüme Oranı (FKBO)

Analistler ve portföy yöneticileri, hisse senetlerinin aşırı ya da düşük değerlendirilmiş olduğunu tespit edebilmek amacıyla, fiyat kazanç oranları ile büyüme oranlarını karşılaştırmaktadırlar. Fiyat kazanç oranının firmanın beklenen büyüme

oranından düşük çıkması halinde firmanın düşük değeri olduğu sonucuna varılır (Ercan vd., 2003: 54). Fiyat kazanç büyüme oranı, fiyat kazanç oranının pay başına kazançta beklenen büyüme oranına bölünmesiyle hesaplanır.

$$\mathbf{FKBO} = \text{F/K Oranı} / (\text{Pay Başına Beklenen Büyüme Oranı} * 100) \quad (2.30)$$

2.5.3. Göreli Fiyat/Kazanç Oranı (GFKO)

Bu oran, firmanın fiyat kazanç oranının toplam piyasanın fiyat kazanç oranına bölünmesiyle elde edilir. Ancak bu oranı kullanabilmek için pay ve paydanın gerek firma gerekse piyasa için özdeş olarak tanımlanması gerekir. Bu oran firmanın büyüme oranı piyasanın büyüme oranının üstünde olduğunda artar. Bu oran, firmanın riski piyasa riskinin üzerinde olduğunda azalır (Tevfik, 2005: s.231).

$$\mathbf{F/K_G} = \text{F/K}_{\text{Firma}} / \text{F/K}_{\text{Piyasa}} \quad (2.31)$$

2.5.4. Firma Değeri Kazanç ve Firma Değeri Nakit Akımı Oranları

Fiyat/Kazanç oranları, özsermaye sahiplerine gidecek olan kâr ile özsermayenin piyasa değerine bakarken, Değer/Kazanç oranları faaliyet kârlarına bakar. Değer/Nakit akımı oranında ise kârlar nakit akımına dönüştürülür. Nakit akımı genellikle firmaya serbest nakit akımı (FSNA) olarak alınır ve çarpan şöyle tanımlanır (Tevfik, 2005: 231);

$$\text{Değer/FSNA} = \frac{\text{Özsermayenin Piyasa Değeri} + \text{Finansal Borçların Piyasa Değeri}}{\text{FVÖK}(1-v) + \text{Sermaye Harcamaları} - \text{Amortismanlar} - \text{Çalışma Sermayesi}} \quad (2.32)$$

Pratikte firmaya serbest nakit akımının kullanımının zor olduğu düşünülür. Çünkü sermaye harcamaları ile işletme sermayesi yatırımlarının tahmini gerekir. Bu nedenle de kullanılan modellerde firmaya serbest nakit akımı yerine paydada; vergi

öncesi faaliyet geliri (FVÖK), vergi sonrası faaliyet geliri (FVÖK(1-v)) veya faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr (FVÖK) değerleri kullanılır (Konuk, 2006:56).

2.5.5. Firma Değeri Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr

Birçok oran değerlemeleri, amortismanı hesaba katmamaktadır. Ancak sermaye yoğun ve yatırım yapan şirketlerde, şirketin değeri üzerinde güçlü bir etkiye sahip olan amortisman harcamalarının gözden kaçırılması durumunda, yanlış karar almak mümkündür. Son yıllarda bu yöntemin öneminin artmakta olduğu gözlenmektedir (Serin, 2004: 69). Bu oran firma büyük sabit varlıklara sahip bir üretim firması ise ve piyasanın sektör içinde firmayı yanlış değerlendirdiği varsayımı altında daha anlamlı sonuçlar üretecektir.

2.5.6. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)

Yatırımcıların fiyat kazanç oranından sonra ilgi gösterdikleri bir diğer oran da piyasa değeri/defter değeri oranıdır. Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, işletmenin piyasa değerinin, özsermayesinin kaç katı olduğunu göstermekte olup; genellikle bu oran büyüdükçe, hisse senedinin değer kazandığı anlamı çıkmaktadır.

$$PD/DD = \frac{\text{Her Bir Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Her Bir Hisse Senedinin Defter Değeri}} \quad (2.33)$$

Buradaki oranın 1 den küçük olması firmanın hissedarlarına değer üretmediğini gösterir. Bu oranın genel olarak 1 den yüksek olması beklenir. Aksi halde teorik olarak firmanın bütün hisselerini alan bir yatırımcı firmayı tasfiye etse çok daha kazançlı çıkacaktır.

2.5.7. Tobin'in "q" Oranı

Varlıkların gerçek değeri araştırılırken, defter değerinin iyi bir ölçü olmadığına inananlar için başka bir değerlendirme alternatifini ise, varlıkların yerine koyma maliyetini

kullanmaktır. Tobin q teorisine göre yatırım, ek bir birim sermayenin (q) bugünkü indirgenmiş firma değerine olumlu yansıması olarak ifade edilir. Sermayenin marjinal etkinliği yüksek ve sermayenin firmaya finansal maliyeti düşük ise, q değeri yükselecektir. Bunun bir sonucu olarak firmalar iç finansmana olduğu kadar, borç ve özsermaye anlamında dış finansmana da açık ve hazır iseler, bu firmaların yatırım kararları tamamen sermayenin marjinal etkinliği ve sermaye maliyetinin davranış yapısıyla ortaya konan q'nun oluşumuyla belirlenecektir. Burada, firma değerinin yerine koyma maliyetine oranı Tobin q oranı olarak bilinmektedir. Sermaye birikimi kısıtıyla ilişkilendirilen “gölge fiyat” şu şekilde hesaplanmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 177);

Tobin q = Varlıkların Piyasa Değeri/ Varlıkların Tahmini Yerine Koyma Maliyeti

2.5.8. Piyasa Değeri Satışlar ve Firma Değeri Satışlar Oranları

Satış oranları, firmanın özsermayesinin değerinin ya da yarattığı gelirlere bağlı olarak firmanın toplam değerinin ölçülmesinde kullanılabilir. Piyasa Değeri/Satışlar oranı bir şirketin piyasa değerinin yıllık satışlarının kaç katı veya yüzde kaç olduğunu gösterir. Ancak piyasa değeri yerine paya firma değeri konulduğunda daha tutarlı bir oran elde edilecektir (Erdoğan, 2006: 8).

Piyasa değeri/satışlar oranını genel olarak 0,3-1 arasında değer alır. Bir firmanın piyasa değeri/satışlar oranı 0,5 ise bu firmanın piyasa değerinin, toplam net satış hasılatının %50'si olduğunu gösterir. Geçmiş değerlerle karşılaştırma yapılarak olması gerekenden düşük ya da yüksek bir değere sahip olduğu konusunda fikir edinilebilir. Yorumlanması fiyat/kazanç ve piyasa değeri/değerinde olduğu gibidir.

2.5.9. Sektörel Oranlar

Şirketlerin değerleri, faaliyet gösterdikleri sektörlere özgü oranlar kullanılarak da hesaplanabilmektedir. Sektörel oranlarda, oranın payı genellikle firma değeri

olurken, payda kısmında ise firmaya gelir sağlayan ya da değer yaratmasına neden olan faaliyet birimleri ifade edilmektedir (Ercan vd., 2003: 74-75).

Örneğin demir üretimi sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerleri, üretilen demir başına düşen piyasa değer ölçütü ile hesaplanabilirken, petrol firması içinde varil başına düşen piyasa değeri olabilmektedir. Bu tür firmalarda birim ürün başına değer oranına başvurulurken; kablolu televizyon, telefon ya da basın yayın gibi sektörlerde abone başına değer oranlarına başvurulmaktadır. Organize perakende sektöründeyseniz, satışların alışveriş alanına bölünmesi ile elde edilen “satışlar/m²” oranı veya satışların müşteri sayısına bölünmesi ile elde edilen sepet başı ciro oranları ile firmaların göreceli değerleri ile ilgili fikir edinilebilmektedir.

2.5.10. Değerlemede Çarpanların Doğru Kullanımı

Çarpanların anlamlı sonuçlar üretebilmesi için dört temel prensip uygulayıcılara yardımcı olacaktır. Bunlar; aynı büyüme projeksiyonlara sahip benzerlerin karşılaştırmalarda kullanılması, geçmiş değil geleceğe ait tahmini çarpanların kullanılması, firma değeri çarpanlarının tercih edilmesi ve firma değeri çarpanlarının kullanımında firma değeri hesaplanırken gerekli düzeltmelerin yapılmasıdır. Bunlar; faaliyet kiralalarının borç olarak kaydı, bir kereye mahsus gelirler ve atıl nakit benzeri faaliyet dışı faktörlerin çıkarılması gibi düzeltmelerdir.

Şekil 3: Uygun Çarpanların Seçimi

<u>Sektör</u>	<u>Kullanılan Çarpan</u>	<u>Temel</u>
Konjonktürel İmalat	Fiyat Kazanç	Genellikle normalleştirilmiş kârlar
Yüksek Teknoloji, Yüksek Büyüme	Fiyat Kazanç Büyüme	Büyüme konusunda firmalar arasında büyük farklar vardır
Yüksek Büyüme, Kârsız	Piyasa Değeri Satış, Firma Değeri Satış	Gelecekteki marjların iyi olacağı varsayılır
Finansal Hizmetler	Piyasa Değeri/Defter Değeri	Defter değeri piyasa değerine yakındır

Perakende	Piyasa Değeri Satış, Firma Değeri Satış	Firmaların kaldıracı benzer ise, Firmaların kaldıracı benzer değilse
-----------	--	---

Kaynak: Teyfik, Arman; "Hisse Senedi Değerlemesi", Literatür Y.,İstanbul:2005:240

2.6. Opsiyonlara Dayalı Değerleme Yaklaşımı

2.6.1. Nakit Akımlara Dayalı Yöntemlerin Yetersizlikleri

Firma değerlemede kullanılan geleneksel nakit akımı analizleri, belirli nakit akımları beklentisi olan şirketleri değerlemek için yeterlidir. Hatta indirgenmiş nakit akımı analizlerinin teknolojik yatırımlar içeren veya belirsiz pazarlarda faaliyet gösteren şirketleri değerlemede oldukça uygun olduğu söylenebilir. Ancak belirsizlikler ile iç içe yaşayan birçok firmada ve etkin bir risk yönetimini gerektiren hallerde, sabit senaryolara dayalı bu yöntemler yetersiz kalmaktadır.

Aynı şekilde karar ağacı analizleri de nakit akım projeksiyonlarının aşamalandırıldığı durumlarda daha kullanışlı bir hal almakla beraber olasılıkların tahmininde ve iskonto oranının tespitinde sübjektiflik gösterdikleri için yanlış sonuçlara neden olabilmektedir. Karar ağacı metodolojisi, hangi iskonto oranının seçilmesi veya riske karşı nasıl bir düzeltme gerektiği konusunda bilgi vermez ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini iskonto oranı olarak kullanarak yanlış sonuçlar doğurabilmektedir (Coopeland, 1998: 44).

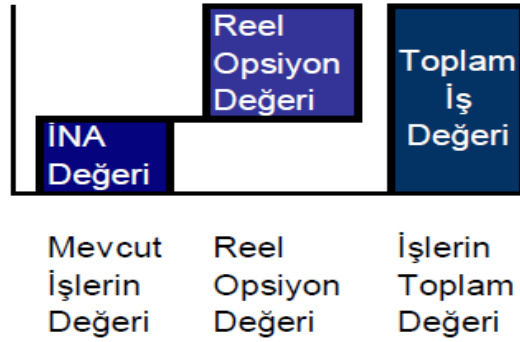
2.6.2. Reel Opsiyonlar Yaklaşımı İle Değerleme

Geleneksel değerleme yöntemlerinin yukarıda anlatılan yetersizliklerinin kısmen de olsa giderilebilmesi için firmaların içinde yaşadıkları belirsizlikleri sadece bir risk değil aynı zamanda bir fırsat olarak da algılayan reel opsiyonlar yaklaşımı geliştirilmiştir. Reel opsiyonlar, firmaların opsiyonlarını açık tutmakla yarar sağlayacaklarını savunan bir yaklaşımdır. Dar anlamda gerçek opsiyon yaklaşımı, finansal opsiyon teorisinin finansal olmayan gerçek varlıklar üzerindeki opsiyonlarda uzantısıdır. Finansal Opsiyonlar, sözleşmelere dayanırken gerçek opsiyonlar stratejik yatırımlarla ilgilidir. Finansal opsiyonlardan, gerçek opsiyonlara doğru hareket

etmek, bir düşünce sistemini gerektirir ve finansal piyasaların disiplinini içsel stratejik yatırım kararlarına getirir (Chambers, 2005: 71)

Reel opsiyonlar ile değerlendirme diğer yaklaşımları inkâr etmek için değil onları tamamlamak için kullanıldığında daha anlamlı sonuçlar doğuracaktır. Opsiyon fiyatlama modelleri aracılığıyla firmaların yapmakta oldukları yatırım projelerinin belirsizliklerinde saklı olan fırsatların ve şimdi nakit yaratmasa bile ilerde gelir getirebilecek varlıkların değerleri tespit edilir. Sonrasında bu opsiyonların değerleri firmaların klasik nakit akımı analizleri ile elde edilmiş değerlerinin üzerine eklenerek firma değeri hakkında daha gerçekçi rakamlara ulaşılmaktadır.

Şekil 4: Reel Opsiyon Değeri İNA Değerini Tamamlar



Kaynak: L.E.K. Consulting; "Shareholder Value Added: Making Real Decisions with RealOptions", Working Papers, Boston 2005, s.2.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Bu bölümde firma değerini etkileyen faktörler incelenecektir. Firma değerini etkileyen İskonto Oranı, Yabancı Kaynakların Maliyeti, Özsermaye Maliyeti, Ayrıcalıklı Hisse Senetlerinin Maliyeti, Değiştirilebilir Tahvillerin Maliyeti, Amortisman Maliyeti, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti başlıkları incelenmiştir.

3.1. İskonto Oranı

Bir firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firma ortakları tarafından, ortaklıktan elde edilmesi umulan asgari getiri oranı olarak tanımlanmıştır (TSPAKB, 2007: 30). Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (İskonto Oranı) yüksek olan bir firmaya ortak olmayı düşünen bir yatırımcı, ilgili oran nispetinde yüksek getiriye sahip olmak isteyecektir. Yatırımcıların firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düzeyinden fazla gelir elde etme olasılıklarının düşük olması, firmaya yönelik yatırım talebini azaltacak, bu durum firmanın piyasa değerine olumsuz yansıyacaktır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti bu durumda yatırımcılar tarafından bir risk unsuru olarak algılanmaktadır. Riskin yüksek olduğu düzeyde, getiri beklentisi yüksek olmaktadır.

Firmalar için ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin farklı bir anlamı daha vardır. Bu durum firmaların yatırım projelerinin değerlendirilmesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, projenin kabulü için eşik değer olarak kabul edilmiştir (Kula, 2001: 147-148). Yukarıda da ifade edildiği üzere; verimli yatırım projeleri firmanın piyasa değerine olumlu etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla yatırım projelerinin verimliliğini artırmak için firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmeyi başarması, diğer bir ifadeyle varlıklarını daha ucuz finanse edebilmesi, firmanın değerine de olumlu katkıda bulunacaktır. Bir firmanın gerçek değeri, yıllar itibari ile firmaya olan serbest nakit akımlarının, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilmiş toplamıdır. Firma değerinin hesaplanması;

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{i=1}^n \frac{(\text{FCFF})_i}{(1+\text{WACC})^i} \quad (3.1)$$

FCFF = Firmaya Olan Serbest Nakit

WACC= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Yukarıdaki formüle göre, diğer değişkenler sabitken, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalan bir firma, diğer firmalara göre değerini nispeten arttırmış olacaktır. Bu duruma ilave olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşük olan bir firma, daha fazla yatırım alternatiflerine sahip olmakta ve başka firmaların gerçekleştiremeyeceği projeleri üstlenip rekabette avantaj elde edebilmektedir.

3.2. Yabancı Kaynakların Maliyeti

Firmaların temin ettiği yabancı kaynaklar, kısa vadeli ve uzun vadeli olarak iki başlıkta incelenmiştir (Sevilengül, 2003: 470). Kısa vadeli yabancı kaynaklar; en geç bir yıl içerisinde firmadan nakit çıkışına neden olması beklenen kaynaklardır. Uzun vadeli yabancı kaynaklar ise bir yıldan uzun bir süre içerisinde firmadan nakit çıkışına neden olması beklenen kaynak türüdür. Kısa vadeli yabancı kaynaklar para piyasasından, uzun vadeli yabancı kaynaklar sermaye piyasalarından temin edilmektedir. Şimdi elde edilen yabancı kaynaklar ve maliyetlerini sırası ile banka kredileri ve tahviller olarak incelenecektir.

3.2.1. Banka Borçlarının Maliyeti

Firmaların kullandıkları yabancı kaynakların temininde ticari bankalar önemli yere sahiptirler. Banka kredileri, özellikle firmaların kısa vadeli nakit giriş ve çıkışları arası zaman uyumunun sağlanması için talep edilmektedir. Uzun vadeli yatırım projelerinin finansmanında da yabancı kaynaklar kullanılabilir. Kısa vadeli banka kredileri, henüz tahsil edilmemiş bir ticari alacak veya stoklar gibi varlıklardaki artışa karşılık firmalar açısından teorik olarak en çok bir yıl vadeli olarak kullanılırlar.

Yabancı kaynak olarak kredi maliyeti; kaynağın firmaya sağladığı para girişi ile bu kaynağın gelecek dönemlerde faiz ve anapara taksiti olarak gerektireceği nakit çıkışlarını eşitleyen iskonto oranı olarak tanımlanmıştır (Akgüç, 2005: 440). Tanım şöyle formüle edilebilir;

$$PG = \sum_{i=1}^n \frac{(PÇ)_i}{(1+K_b)^i} \quad (3.2)$$

PG: Para Girişi

PÇ: Para Çıkışı

K_b : Vergi Öncesi Kredi Maliyeti

Yabancı kaynakların sağladığı önemli bir avantaj, vergi kazancıdır. Firmalar için yabancı kaynak için ödenen faiz giderleri vergi matrahından indirilmekte ve vergi tasarrufu sağlanabilmektedir.

3.2.2. Tahvil Maliyeti

Firmalar için yabancı kaynak temin etmenin bir diğer yolu da tahvil ihraç etmektir. Tahvil, anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine tahvil denir. Özel kesim tahvillerini satın alan yatırımcılar dönemsel sabit getiri elde etmektedirler. Tahvil yatırımcısı açısından iki tür risk söz konusudur. Birincisi tahvil ihracatçısının faiz ve anapara ödemesini yerine getirememesi olup, yatırımcı bu durumda yasal yollar ile hakkını talep edebilmektedir.

Yatırımcı açısından ikinci tür risk ise piyasa faiz oranındaki yükseliştir. Piyasa faiz oranındaki artış, nominal faiz oranı nispeten daha düşük olan işlem gören tahvillerin piyasa değerinde düşüşe neden olacaktır. Bu durum yatırımcı için sermaye kaybına neden olacaktır. Yatırımcılar açısından tahvil maliyeti olarak değerlendirilmektedir ve bir tahvilin ihracatçıya vergi öncesi maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Fabozzi, 2003: 312);

$$I_b = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+k_d)^i} + \frac{A}{(1+k_d)^n} \quad (3.3)$$

I_b = Tahvil ihracının firmaya sağladığı nakit girişi

n = Tahvilin vadesi

C_i = Yıllık faiz ödemesi

A = Tahvilin nominal fiyatı (anapara)

k_d = Tahvil maliyeti (oran olarak)

3.3. Özsermaye Maliyeti

Kurumsal olarak özsermaye maliyeti, bir firmanın piyasa değerinin değişmemesi için, firmanın yatırım projelerinin özsermaye ile finanse edilen bölümü üzerinden gerekli asgari kârlılık oranı olarak tanımlanmıştır (Akgüç, 2005: s.450). Özsermaye, firmanın toplam sermayesine firma ortaklarının yapmış olduğu katkıyı ifade etmektedir. Firmanın kendi ortakları tarafından finanse edilmiş olması, firma için bir özsermaye maliyeti olmadığı anlamına gelmemelidir. Yatırımcıların veya firma ortaklarının, firma ortaklığından ve pay senedi sahipliğinden bekledikleri getiri oranı firmanın özsermaye maliyetini oluşturmaktadır.

Yatırımcıların firma ortaklığından bekledikleri getiri oranı, gerçekleşmesi kesin olmayan bir kazançtır. Beklenen getiri oranının gerçekleşmemesi sonucu da mevcuttur. İlgili durum firmalar içinde özsermaye maliyetinin kesin olarak belirlenmesi yerine tahmin edilmesini mümkün kılmaktadır. Firmalar için özsermaye maliyeti üç bölümde incelenmiştir (Chambers, 2005: 57);

- Adi hisse senetlerinin maliyeti,
- Alıkonulan kârların maliyeti,
- Yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyeti

3.3.1. Temettü İskonto Metodu İle Özsermaye Maliyeti

Bu model vasıtasıyla sırası ile adi hisse senetlerinin, alıkonulan kârların ve yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyeti açıklanacaktır.

3.3.2. Adi Hisse Senetlerinin Maliyeti

Hisse senetleri, firma ana sözleşmesinde aksi bir hüküm yoksa, sahiplerine aynı hakları sağlamaktadır. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denir (TSPAKB, 2005: 15). Adi hisse senedi sahipleri, firmanın kâr payı dağıtımında firmanın diğer yükümlülükleri karşılandıktan sonra hak sahibi olabilmektedir. Bir pay senedi yatırımcısı için pay senedinin bugünkü değeri gelecekte alınacak temettü ve olası satım durumundaki pay senedi fiyatı toplamının, pay senedinden beklenen asgari getiri oranı ile bugünkü değere indirgenmiş toplamları olarak tanımlanmıştır (Alpan, 2001: 325). Aşağıdaki gibi hesaplanır;

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + k_e} \quad \text{ve} \quad k_e = \frac{D_1 + P_1}{P_0} - 1 \quad (3.4)$$

P_0 = Cari dönem pay senedi piyasa fiyatı

D_1 = Bir sonraki dönemde ödenen temettü

P_1 = Bir sonraki dönem pay senedi piyasa fiyatı

k_e = Beklenen getiri oranı ve özkaynak maliyeti

3.3.3. Alıkonulan Kârların Maliyeti

Alıkonulan kâr, firmaların bir dönem için elde ettikleri kârlarının firma ortaklarına dağıtılmayıp, firma yedek akçelerine eklenen kısmıdır. Firmalar için alıkonulan kârların maliyeti adi hisse senetlerinin maliyetine benzemektedir. İkisi arasındaki tek fark, gelir vergisi ödemeleridir. Adi hisse senetlerinin maliyeti hesaplanırken gelir vergisi dikkate alınmamaktadır, zira adi hisse senedi sahiplerine ödenen kâr payları firmanın kârından vergi ve diğer yükümlülükler indirildikten

sonra dağıtılmaktadır. Alıkonulan kârların maliyetinin hesaplanmasında gelir vergisinin de formülde bulunması gerektiği belirtilmiştir (Chambers, 2005: 69);

$$k = [(D_1 / P) + g] * (1 - gv) \quad (3.5)$$

k = Alıkonulan karların maliyeti

D₁= Bir sonraki dönem ödeneceği tahmin edilen temettü

P₀= Cari piyasa fiyatı

gv= Gelir vergisi oranı

3.3.4. Yeni Pay Senetlerinin Maliyeti

Firmaların finansman kaynaklarından bir diğeri de yeni pay senedi ihracıdır. Firmalar özellikle alternatif finansman kaynaklarının maliyetinin yüksek olduğu dönemlerde acil finansman ihtiyaçlarına bu yolla karşılayabilmektedir. Firmalar için yeni hisse senedi ihtiyacının çeşitli maliyetleri vardır. İlgili maliyetler “çıkartma maliyetleri” başlığı altında birleşmekte ve firmanın yeni pay senedi ihracı sonucu firmaya olan nakit girişlerini azaltmaktadır. Bu maliyetler genel olarak aşağıdaki gibi ifade edilir;

- Pay senedinin basım maliyeti
- Aracı kurum yüklenim ücreti
- İzahname ve sirküler ilan maliyeti
- Türk ticaret siciline kayıt ücreti
- Borsaya kayıt ücreti
- Takasbank saklama ücreti

3.3.5. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli İle Özsermaye Maliyeti

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli, piyasadaki varlıkların nasıl fiyatlandığını ifade eden bir modeldir. Bu model mevcut varlıkların cari risk yapıları altında gerekli getiriye sağlayıp sağlamadığını belirten bir modeldir. Piyasada bulunan her varlığın bir beklenen getirisi ve beklenen getiriden sapma olasılığı mevcuttur. Finansal varlık

fiyatlama modeli, bir finansal varlığın beklenen getirisi ile riski arasındaki ilişkiyi açıklayan ve yatırımcının riskten kaçınma isteğini temel alan bir model olarak tanımlanmıştır (Chambers, 2005: 77). Finansal varlık fiyatlama modeli, sistematik riski dikkate almaktadır, firma riski ise portföy çeşitlendirmesi ile teorik olarak sıfıra indirilebilmektedir. Bu aşamada modelin, firma için özkaynak maliyetinin tahmininde kullanılmasını incelenecektir.

Finansal varlık fiyatlama modelinin önemli bir kavramı β 'dir. β katsayısı, diğer değişkenler sabitken, Pazar portföyünün getirisindeki %1'lik değişime karşın, ilgili hisse senedinin piyasa değerindeki değişimin yönünü ve yüzde büyüklüğünü ifade etmektedir. β katsayısı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Haugen, 1990: 53);

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_m, r_i)}{\text{Var}(r_m)} \quad (3.6)$$

β = Hisse senedinin betası

$\text{Cov}(r_m, r_i)$ = Pazar endeksinin getirisi ile hisselerin getirisinin kovaryansı

$\text{Var}(r_m)$ = Pazar endeksinin getirisinin varyansı

Finansal varlık fiyatlama yöntemine göre hisse senedi getirisi ise aşağıdaki gibi belirtilmiştir (Brealey, 2003: s.277);

$$R_i = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_i = Hisse senedinin tahmini getirisi

R_f = Hazine bonosu faizi

β = Hisse senedinin betası

R_m = Pazar endeksinin getirisi

İlgili modelin firmalar için özsermaye maliyeti amacıyla kullanıldığında alacağı biçim ise aşağıdaki gibi belirtilmiştir (Berk, 2005: 279);

$$k_i = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf}) \quad (3.7)$$

k_i = Adi hisse senedi maliyeti

k_{rf} = Risksiz borç alma oranı

k_m = Pazar endeksi getiri oranı

3.4. Ayrıcalıklı Hisse Senetlerinin Maliyeti

Firmalar tarafından ihraç edilen pay senetlerinin bazıları oy hakkı kâra iştirak açısından, diğer hisse senetlerine göre avantaja sahip olabilmektedir. Bu pay senedi çeşidine, imtiyazlı pay senedi denilmektedir (Dikici, 2007: 15). Şirketin esas sözleşmesinde belirtilmek koşuluyla, imtiyazlı pay senetlerine kârdan belirli oranda özel temettü dağıtımı öngörülmekte, rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada, organ üyelerine aday göstermede bazı ayrıcalıklar tanınabilmektedir.

Firmalar açısından ayrıcalıklı hisse senedi ihracının avantajlı yönü, temettü ödemelerinin vadeden bağımsız yapılabilmesidir. Firmalar kâr payı ödemelerini kârın gerçekleştiği dönemde değil, tercihe bağlı olarak ileri bir dönemde nakit fazlasına sahip olduklarında ödeyebilmektedirler. İmtiyazlı pay senetlerinin adi pay senetlerine göre nispeten daha düşük maliyetli özkaynak temin yöntemi olduğu da savunulmaktadır (Fabozzi ve Peterson, 2003: 579). Bu duruma karşın imtiyazlı hisse senedi ihracının olumsuz yönü de mevcuttur. Bu durum imtiyazlı hisse senedine ödenen miktarın, tahvil faiz ödemeleri gibi vergi avantajı sağlamamasıdır.

Ayrıcalıklı hisse senetlerinin firma açısından vergi sonrası maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır (Berk, 2005: 277);

$$k = \frac{D}{P_0} \quad (3.8)$$

k = Ayrıcalıklı hisse senedi maliyeti

D = Ödenmesine karar verilen sabit kâr payı

P_0 = Ayrıcalıklı hisse senedi ihracının firmaya sağladığı net nakit girişi

3.5. Değiştirilebilir Tahvillerin Maliyeti

Değiştirilebilir tahvil maliyeti, tahvilin vergiden sonraki faiz ödemelerinin bugünkü değeri ile finansal varlığın değişim değerinin bugünkü değerinin toplamını, firmanın her bir varlık için elde ettiği net getiriye eşit kılan iskonto oranı olarak tanımlanmıştır(Chambers,2005:s.85). Formül aşağıdaki gibidir;

$$B_p = \sum_{i=1}^n \frac{I_t (1-t)}{(1+kcd)^i} + \frac{(CR)(P_n)}{(1+kcd)^n} \quad (3.9)$$

B_p = Her bir tahvilin firmaya olan net getirisi

I_t = t zamanındaki tahvilin yıllık faiz ödemeleri

T = Firmanın ödediği vergi oranı

n = Yatırımcıların değiştirilebilir tahvili elinde tuttuğu süre

P_n = n yıl sonra hisse senetlerinin beklenen piyasa fiyatı

CR = Her bir değiştirilebilir tahvil için değişim oranı

Kcd = Değiştirilebilir tahvilin maliyeti

3.6. Amortisman Maliyeti

Firmaların her dönem için ayırdıkları amortismanlar, firmalar için duran varlıkların likit fonlara dönüşmesini ifade eder (Akgüç, 2005: 471). Yatırım raporlarında çoğunlukla amortisman maliyetinin, firmaların ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerine eşit olduğu varsayımı yapılmaktadır.

3.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Firmalar, yukarıda da görüldüğu gibi çok farklı kaynaklardan varlıklarını finanse etmektedir. Firmanın ağırlıklı sermaye maliyetinin hesaplanabilmesi için öncelikle, bütün sermaye unsurlarının maliyetinin ayrı ayrı hesaplanmış olması gerekmektedir. Daha sonra her bir maliyet unsurunun miktarının, toplam kaynaklar içindeki payının hesaplanması gereklidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, her bir

maliyet unsurunun, kendi ağırlığı ile çarpımlarının toplamı olarak tanımlanmaktadır (Fabozzi ve Peterson, 2003: 327).

$$WACC = \sum_{i=1}^n w_i * k_i \quad (3.10)$$

WACC = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

w_i = Her bir maliyet unsurunun toplam kaynaklar içerisindeki ağırlığı

k_i = Her bir maliyet unsurunun maliyet oranı

3.8. Tahmin Dönemi

Firma değerlemesi faaliyetlerinde tahmin dönemi, firmanın gelecekte gerçekleşmesi beklenen serbest nakit akımlarının niceliksel olarak belirlendiği dönem ifade etmektedir. Bu dönem içinde firmaya olan serbest nakit akımları; makroekonomik konjunktür, firmanın faaliyette bulunduğu endüstriler, firmanın hedefleri ve bu hedeflere ulaşma olasılığı, likidite v.s. değişkenler dikkate alınarak belirlenir.

Firma değeri sadece tahmin döneminde elde edilen serbest nakit akımlarının belirli bir iskonto oranı ile hesaplanmış bugünkü değerleri toplamı olmamaktadır. Firmanın toplam değerini hesaplamak için tahmin dönemi ötesindeki nakit akımlarının da dikkate alınması gerekir ki; bu sonuç artık değer kavramına gitmektedir. Sonuç olarak firma değeri, tahmin dönemi nakit akımlarının bugünkü değeri ile artık değer toplamından oluşmaktadır.

3.9. Paranın Zaman Değeri

Firmanın elde ettiği serbest nakit akımlarının farklı dönemlere dağılmış olması, paranın zaman değerinin analizlerde dikkate alınmasına neden olmaktadır. Paranın bugünkü değeri gelecekteki değerinden daha yüksektir. Paranın değer kaybının kaynağı; fırsat maliyetidir. Enflasyonun olmadığı bir ekonomik yapıda da para, zamanla değer kaybına uğramaktadır. Paranın fırsat maliyeti, elde tutulan dönemde

kazanılmaktan mahrum kalınan faiz kazancıdır. Örneğin şimdiden tahakkuk etmiş bir alacağın üç dönem sonra tahsil edilmesi durumunda, ilgili miktarın üç dönem için faiz getirisi kaybı yaratacağı şüphesizdir.

Paranın zaman değeri birden çok dönem dikkate alındığında bileşik faiz hesaplama yöntemi ile hesaplanır. Faiz geliri dönem sonunda anaparadan ayrılmadan, bir sonraki dönem anaparaya ilave edilerek yeniden işleme tutulursa oluşacak faiz olarak tanımlanmıştır(Ruzgar,2001:s.81). Paranın bugünkü ve gelecekteki değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Mayes ve Shank, 2006: 184-187);

$$\text{Bugünkü Değer} = \text{Gelecekteki Değer} \cdot (1+i)^{-n} \quad (3.11)$$

$$\text{Gelecekteki Değer} = \text{Bugünkü Değer} \cdot (1+i)^n \quad (3.12)$$

3.10. Artık Değer

Artık Değer, firmanın tahmin dönemi nakit akımlarının ötesinde elde ettiği nakit akımlarının bugünkü değeridir. Firmanın serbest nakit akımlarının sonsuza kadar tahmin edilmesi mümkün değildir. Ancak değerlendirme faaliyeti için, firmanın sonsuz varsayılan ömrü içerisindeki serbest nakit akımlarının hesaplamaya dâhil edilmesi gerekmektedir. Firmanın tahmin dönemi ötesinde serbest nakit akımları, bu zorunluluk nedeni ile çoğunlukla sabit olarak kabul edilir ve hesaplamaya bu biçimde dâhil edilir. Artık değer aşağıdaki şekilde hesaplanır (Tevfik, 2005: 153);

$$TV = \frac{FCF}{i-g} \quad (3.13)$$

TV = Artık Değer

FCF= Tahmin dönemi ötesi serbest nakit akımları

i = Yıllık iskonto oranı

g = Nakit akımları büyüme oranı

3.11. Şerefiye Değeri

Şerefiye değeri firmanın, varlıklarının defter değeri toplamından daha yüksek bir değere sahip olması durumunda oluşan pozitif fark olarak tanımlanmıştır (Lee, 2006: 135). Firmaların şerefiye değerine etki eden faktörler, mali tablolarda sayısallaştırılamayan firmaya has özelliklerdir. Bu özellikler, firmanın imajı, kuruluş yerinin uygunluğu, firmanın sahip olduğu markalar, firma çalışanlarının niteliği ve verimi gibi özellikleridir. Bir işletmenin kuruluş yerinin iyi olması, rakip firmalardan daha ünlü olması ya da müşterilerinde güven yaratmış olması gibi nedenlerle sektörün ortalama kazancından daha fazla kâr elde etmesini sağlayan değere şerefiye denir (<https://eksisozluk.com/serefiye--174192>).

Şerefiye değerinin hesaplanmasında standart bir yöntem bulunmamaktadır. Ancak firmanın toplam değerinin, net varlık değeri ile şerefiye değerinin toplamı olduğu düşünülürse, toplam firma değerinden net varlık değerinin çıkartılması, şerefiye değerini ifade edecektir.

3.12. Mali Oran

İşletmeler için oran analizi geçmiş dönem performansının niceliksel olarak belirlenmesi amacıyla kullanılan bir metottur. Çeşitli ekonomik birimler tarafından kullanılmaktadır. Örneğin firma yöneticileri kendi performanslarını değerlendirmek için oran analizine başvururlar. Bunun dışında menkul kıymet yatırımcıları da firmanın değerini belirleyebilmek adına, firmanın geçmiş dönem oranlarını kullanırlar. Özellikle yatırım analistleri firmanın gelecekteki mali tablolarını tahmin edip, bu yolla firmaya olan serbest nakit akımlarını ölçebilir ve firmanın gerçek değerini hesaplayabilirler (Sevinç, 2005: 34).

Oran, finans teorisinde kelime anlamı itibariyle, iki mali tablo kaleminin birbirine bölümünü ifade etmektedir. Ancak hesaplanan oranın finans teorisine uygun bir biçimde yorumlanması ve firma için geleceğe yönelik çıkarımlarda bulunulması gereklidir. Bir finansal analistin elde ettiği bulguları, Firmanın önceki

dönem oranları, Ekonomi ve endüstri ortalamaları ve özellikle kabul edilmiş oran değerlerine göre analiz etmesi gerekmektedir.

3.13. Finansal Kaldıraç ve Faaliyet Kaldıracı

Kaldıraç, firmanın sabit maliyetli varlık ya da fonlarını, firmanın getirilerini arttırmak için kullanma yeteneği olarak tanımlanmaktadır (Chambers, 2005: 108). Bileşik kaldıraç, faaliyet ve finansal kaldıraç etkilerinin bileşimidir. Faaliyet kaldıracı, firmanın sabit maliyetlerinin nispeten yüksekliği neticesinde artan iş hacmi ile bu artıştan daha yüksek artan kâr elde etme gücünün bir ölçütüdür. Firmalar için kaldıraç analizi kısa vadeli analizdir. Çünkü uzun dönemde firmanın tüm giderleri değişkendir.

Finansal kaldıraç, firmada sabit faiz yükü getiren kaynakların bulunması durumunda var olmaktadır. Finansal kaldıraç, firmanın sabit faiz ödemelerinden kârlılık amacıyla hangi düzeyde yararlandığının bir ölçütü olduğu belirtilmiştir (Berk, 2005: 291). Faaliyet kaldıracı ve finansal kaldıraç aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (C.Lee ve A.Lee, 2006: 120);

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Pay Başına Gelirdeki Değişim Oranı}}{\text{FVÖK'daki Değişim Oranı}} \quad (3.14)$$

$$\text{Faaliyet Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{FVÖK'daki Değişim Oranı}}{\text{Satışlardaki Değişim Oranı}} \quad (3.15)$$

Belirli bir iş hacmi düzeyindeyse finansal ve faaliyet kaldıracı aşağıdaki formüller vasıtası ile hesaplanır (Mayes ve Shank, 2006: 170-174);

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{Q (P - V) - F}{Q (P - V) - (F + I)} \quad (3.16)$$

$$\text{Faaliyet Kaldırıcı Derecesi} = \frac{Q (P-V)}{Q (P-V) - F} \quad (3.17)$$

Q: Satış hacmi

P: Mal başına satış fiyatı

F: Toplam sabit giderler

İ: Faiz giderleri

V: Birim üretim başına değişken gider

3.14. Sermaye Maliyeti

Bir firma varlıklarının finansmanını iki kaynaktan sağlamaktadır. Bu kaynaklar yabancı kaynaklar ve özkaynaklardır. Firmalar toplam sermayeleri içerisinde yabancı kaynak ve özkaynak ağırlığını, firma değerini en alt düzeyde belirlemeye çalışmaktadır. Firmalar için sermaye yapısı ile piyasa değeri arasındaki etkileşimi açıklayan başlıca dört tane teori bulunduğu belirtilmiştir (Akgüç, 2005: 142);

- Net Gelir Yaklaşımı
- Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- Geleneksel Yaklaşım
- Modigliani-Miller Yaklaşımı

3.14.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımına göre bir firmanın kaldıraç değerini değiştirerek o firmanın piyasa değerini etkileyebilirsiniz. Bu yaklaşımda iki tane önemli varsayım bulunmaktadır. Bunlardan birincisi yabancı kaynak maliyeti ve özsermaye maliyetinin, bütün sermaye bileşimleri için sabit kaldığı varsayımdır. İkinci varsayım ise, yabancı kaynak maliyetinin daima özkaynak maliyetinden düşük olduğunun kabul edilmesidir.

Özsermaye ve yabancı kaynak maliyetinin firmanın sermaye yapısındaki değişime göre sabit kalması varsayımı gerçek hayattan oldukça uzaktır. Özellikle ekonomik konjoktüre bağılı olarak yabancı kaynak maliyeti dönemler itibari ile değişebilmekte ve artan sermaye ihtiyacının özsermaye ile karşılanması da özsermaye maliyetini olumsuz etkilemektedir. Firmanın kaldıraç etkisinden sonsuza kadar yararlanamayacak olması gerçeğı de, modelin varsayımı ile çelişmektedir. Borç stoku giderek artan firmalara, borç kullandıranlar, artan kredi riski nedeni ile daha yüksek faiz maliyeti ile borç vermek isteyeceklerdir. Son olarak, yabancı kaynak maliyetinin her zaman özkaynak maliyetinden yüksek olacağına dair bir garanti bulunmamaktadır.

3.14.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımında firmanın net faaliyet gelirinin, sabit bir kapitalizasyon oranı ile kapitalize edilmesi, firmanın piyasa değerini vermektedir. Bu varsayım, firmanın ortalama sermaye maliyetinin, bütün sermaye yapısı kombinasyonların da sabit kalacağı biçimindedir. Dolayısıyla bütün sermaye bileşimi düzeylerinde net faaliyet gelirinin, ortalama sermaye maliyeti ile bölümü ile hesaplanan piyasa değeri sabit olacaktır (Sevinç,2005:s.46).

3.14.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre firmanın optimal bir sermaye bileşimi vardır ve kaldıraç faktörü bu sermaye yapısı düzeyine kadar pozitif, bu düzeyden sonra ise negatiftir (Chambers, 2005: 129). Bu, firmanın kaldıraç etkisi ile piyasa değerini ancak belli bir düzeye kadar arttırabileceğı, bu düzeyden sonraki ilave borç artışının firmanın piyasa değerini düşüreceğı varsayımıdır. Bu yaklaşıma göre, firmanın yabancı kaynak maliyeti özkaynak maliyetinden daha yüksektir. Bunun en önemli nedeni, faiz giderlerinin vergi avantajının, kâr payı ödemelerinde bulunmayışıdır.

3.14.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre firmanın sermaye yapısı, firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini etkilememektedir. Bu yaklaşımın üç varsayımı bulunmaktadır bunlar sermaye piyasası etkindir, firmalar risk gruplarına göre ayrıştırılabilirler ve gelecekteki firmanın beklenen faaliyet geliri günümüzdekiyle aynıdır. Bu yaklaşım, aynı risk grubuna giren firmaların piyasa değerinin birbirine eşit olduğunu iddia etmektedir. Bu eşitliği sağlayan unsurun ise arbitraj neticesinde oluşan tek fiyat kanunu olduğu belirtilmiştir (Baldemir, 2007: 3).

Modigliani ve Miller (1963) firmaların mali kaynakları arasında tam ikame olmasından dolayı firmaların iç kaynaklarını kullanma ile dış kaynaklar arasında kayıtsız kaldıklarını ileri sürmüşlerdir. Bu nedenle, firmaların yatırım davranışlarının finansman kaynağından (iç veya dış) bağımsız olduğu görüşünü geleneksel iktisat yaklaşımıyla tutarlı olarak savunmuşlardır (Modigliani ve Miller, 1963: 48).

M-M teoreminin temel varsayımları şunlardır (Modigliani ve Miller, 1963: 48);

1. Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur,
2. Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır,
3. Her risk kategorisine giren firmaların iş riski aynıdır,
4. Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir.

3.15. Kâr Payı Dağıtımı

Kâr payı dağıtımı, firmanın ortaklarına dönem içinde elde ettiği kârdan belirli bir miktar pay dağıtması anlamına gelmektedir (Reis, 2005: 40). Sermaye piyasası mevzuatına göre firmalar kâr paylarını, nakit olarak, hisse senedi olarak ödeyebilir ya da firmada yedek akçe olarak tutabilir. Kâr payı dağıtılmasının, pay senedi sahiplerinin davranışları üzerindeki etkisi de incelenmelidir. Pay senedi sahiplerinin kazançları, temettü ve sermaye kazancı olarak ikiye ayrılmaktadır. İstikrarlı kâr payı

ödeyen firmaların pay senetlerine yönelik talep artacak ve bu durum firmaların piyasa değerine olumlu yansıtacaktır. Otofinsmana yönelen firmaların dağıtmadıkları fonların, ortakların beklediği getiri düzeyini sağlayabilecek yeni yatırımlara yönelmeleri durumunda, pay senetlerinin piyasa değeri yükselecek ve hissedarlar sermaye kazancı elde edebileceklerdir.

3.15.1. Modigliani-Miller Teoremi

Bu teoriye göre yatırımcılar firmanın kâr payı dağıtım tercihlerine karşı duyarlıdır ve bu neden ile firmanın kâr payı dağıtım politikaları, firmanın değerine herhangi bir etki yapmamaktadır. Modigliani ve Millere göre bu durumun nedeni şu şekilde belirtilmiştir (Fabozzi ve Peterson, 2003: 557-558); firma elde ettiği kârı dağıtmadığı zaman, yatırımcılar kâr paylarını elde edebilmek için hisse senetlerini satarlar. Böylece yatırımcılar arzu ettikleri kâr paylarını elde etmiş olurlar. Firmanın kârları içselleştirmesi ile birlikte yükselen piyasa değeri, bu satışlar ile eski düzeyine iner. Yatırımcılar kârlarını tekrar firmaya yatırıp, bu kâr paylarını firmaya kullandırma tercihinde de bulunabilirler. Sonuç olarak yatırımcıların sermaye piyasalarındaki nakit akımlarını etkileyici gücü, firmanın kâr payı ödemelerinin firma değeri üzerindeki etkisini minimize etmektedir.

3.15.2. Gordon-Lintner Teoremi

Gordon-Lintner Teoremi (Eldeki Kuş Teoremi), bu teoriye göre yatırımcıların bugün elde edecekleri kâr payını gelecekte elde edecekleri sermaye kazancına tercih etmekte olduğu belirtilmektedir (Fabozzi ve Peterson, 2003: 558). Bu teori temel olarak yatırımcıların temettü ve sermaye kazancı tercihlerini inceleyen bir teoridir. Yatırımcıların kâr payını sermaye kazancına tercih etmesinin nedeni risk olgusu ile açıklanmaktadır. Yatırımcılar için temettü derhal elde edilebilen bir kazanç iken, sermaye kazancı daha fazla belirsizlik içeren bir kazançtır. Sermaye kazancının belirsizliğinin daha yüksek olması nedeni ile yatırımcıların bu kazançtan beklediği getiri yükselecek ve bu firma değerini düşürecektir. Sonuç olarak istikrarlı bir biçimde kâr payı ödeyen firmaların piyasa değeri, diğer değişkenler sabitken, ödemeyen firmalara göre daha yüksek olacaktır.

3.16. Nakit Akımları

Firma değerini etkileyen önemli bir değişken nakit akımlarıdır. Firma için nakit akımları, nakit çıkışı ve nakit girişı ayrı ayrı değerlendirilmelidir. Firmaya borç verenler ile firmanın pay senedini satın alanlar, firmanın nakit pozisyonunu yakından takip etmektedirler. Öncelikle likidite açısından güçlü firmaların, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama gücünün yüksek olduğu düşünölmektedir. Bu durum, bir firma için en olumsuz gelişme olan iflas riskinden uzaklaşmak anlamına gelmektedir. Bir firma için iflas riski, beş faktörün bileşimini ifade etmektedir (Uyar, 2001: 311); Pazar riski, likidite riski, kur riski, faiz riski ve tabi afet riskidir. Bu riskler içinden likidite riski, kısa vadeli yükümlülüklerin karşılama gücü ile ilgilidir.

İşletmenin pay senetlerini satın alan yatırımcılar için en büyük beklenti temettü ödemeleridir. Bir firmanın temettü ödeyebilmesi için önce kâr elde etmesi, daha sonrada gerekli nakit pozisyonunun bulunması gereklidir. Yatırım analistleri bu nedenle, firmanın karlılık göstergeleri ile beraber, nakit dengesinin bileşimini de incelemektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BİR FİRMANIN, FİNANSAL ORANLARININ HESAPLANMASI VE FİRMANIN EKONOMİK KATMA DEĞER YÖNTEMİ İLE İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİNE GÖRE DEĞERİNİN BELİRLENMESİ

4. Gıda ve İçecek Sektörü

Dünyadaki tüm ülkelerde sosyo-ekonomik açıdan stratejik bir öneme sahip olan ve emek yoğun bir sisteme dayalı olarak gelişen gıda sanayi; tarımsal ürünlerin değerlendirilmesi, sanayiye hammadde temini, istihdama katkısı, halkın dengeli ve sağlıklı beslenmesiyle doğrudan ilişkilidir.

Türkiye açısından tarım ve gıda sektörlerinden elde edilecek gelir artışı toplum refahı, zenginliği ve yaşam kalitesini arttırmada önemli bir potansiyeldir. Gıda ve içecek sanayimiz, tarımsal ürünlerimizin % 70'inden fazlasını değerlendirmiş ve katma değer yaratmakla kalmamış, sürdürülebilir tarımsal tedariki teşvik etmeye ve gıda güvenliğine katkıda bulunmaya yardımcı olacak örnek uygulamalara da imza atmıştır. Bugün sektörümüz, 2023 hedefleri doğrultusunda Türkiye'nin sürdürülebilir ve kapsamlı büyümenin sağlanması konusunda üzerine düşeni yapmaya odaklanmış durumdadır (<http://www.gidahatti.com/>(18.01.2014)).

4.1. Sektörün Dünyadaki Durumu ve AB Ülkelerindeki Durumu

Dünya Bankası da son dönemde gelişmiş ekonomilerde toparlanma eğiliminin belirginleştiğini belirtmiş, söz konusu toparlanmada finansal yapıdaki iyileşmenin etkisiyle hem reel sektör hem de kamu sektöründeki canlanmanın etkili olduğuna dikkat çekmiştir. Gelişmiş ülkelerde kaydedilen iyileşmenin önümüzdeki dönemde küresel talep koşullarını da olumlu yönde etkileyeceği ve bu durumun ihracat kanalıyla gelişmekte olan ülkelere olumlu etkide bulunacağı vurgulanmıştır. Bu çerçevede 2014 yılında küresel ekonominin % 3,2, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin de sırasıyla % 2,2 ve % 5,3 oranında büyüyeceğini vurgulamıştır. Türkiye ekonomisinin ise 2013 yılında % 4,3 büyüdüğünü öngören Dünya Bankası, 2014 yılında büyümenin % 3,5'e geriledikten sonra 2015'te yeniden yükselme eğilimine

girerek % 3,9'a ulaşacağını ortaya koymuştur. (Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler Şubat 2014 Raporu, Türkiye İş Bankası A.Ş. İktisadi Araştırmalar Bölümü).

Dünyada yaşanan bu ekonomik kalkınma ve büyüme beklentileri karşısında Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) Ocak ayında yapmış olduğu açıklamada; “dünya genelinde gıda fiyatlarının Aralık'ta bir önceki aya göre önemli bir değişim göstermediğini ve fiyatların 2013'te bir önceki yıla göre ortalama % 1,6 gerilediğini” belirtmiştir. Yine FAO tarafından hazırlanan ve Kasım'da 206.4 seviyesinde yer alan küresel gıda fiyatları endeksi Aralık'ta 206.7 puan olarak açıklanmıştır. FAO'nun gıda fiyatları endeksi tahıllar, yağlı tohumlar, süt ürünleri, et ve şeker fiyatlarındaki aylık değişimleri kapsadığı açıklamasında büyük miktardaki arza bağlı olarak pirinç hariç tahılların, yağlar ve şekerin uluslararası fiyatının gerilediği, süt ürünleri ve et fiyatlarının ise 2013'te rekor seviyelere ulaştığı belirtilmiştir([http://www.trademaster.com.tr/piyasalar/haberduyurular\(28.02.2014\)](http://www.trademaster.com.tr/piyasalar/haberduyurular(28.02.2014))).

Diğer taraftan Türkiye Ziraat Odaları Birliği (TZOB) verilerinde dünyada gıda fiyatları 2011'deki zirvenin altında kalmış olsa da yüksek seyretmeye devam ettiğini ve bu dönemde en fazla artışın hububat ve yağ fiyatlarında görüldüğü ifade edilmiştir. Ayrıca; tüm dünyada tarımda üretici kesimi sıkıntılar yaşarken, tüketicinin yüksek gıda fiyatlarıyla karşı karşıya kalması kabul durumunda yaklaşık 1 milyara yakın insanın açlık çektiği yoksul ülkeler için çok büyük bir sorun olduğu belirtilmiştir (Bilim Sanayi Ve Teknoloji Bakanlığı (BSTB)), Sanayi Genel Müdürlüğü, Gıda Ve İçecek Sektörü Raporu 2014/1, 2014: s.8).

Gıda alımında 27 Avrupa Birliği ülkesi geneline bakıldığında 100 Euro karşılığı satın alınan aynı mal ve hizmet sepetinin, Türkiye'deki karşılığı 88 Euro'luk Türk Lirasıdır. Ülkeler itibarıyla karşılaştırıldığında 37 ülke arasında gıda ve alkolsüz içecekler ana grubuna ilişkin fiyat düzeyi endeksi en yüksek ülke 186 ile Norveç, en düşük ülke ise 58 ile Makedonya yer almaktadır ([http://www.zaman.com.tr/ekonomi_turkiyede-gida-urunleri\(12.12.2013\)](http://www.zaman.com.tr/ekonomi_turkiyede-gida-urunleri(12.12.2013))).

4.2. Sektörün Türkiye'deki Genel Durumu

Türkiye her geçen yıl dünya gıda ve içecek pazarında daha etkin bir oyuncu olma yolunda ilerlemektedir. Türkiye, üretim gücünü tarımsal üretimden almaktadır. Aynı zamanda Türkiye, 62 milyar dolarlık tarımsal hasılası ile dünyanın 7'nci büyük tarım ülkesi konumundadır. Dengeli ve bilinçli beslenme konusunda tüketici bilincinin yükselmesine bağlı olarak ambalajlı ürünlere yönelme durumu, halkımızın beslenme alışkanlıklarındaki değişiklikler ve kişisel beslenme tercihleri de gıda sanayimizin gelişmesine katkı sağlamaktadır. Bu kapsamda, Türkiye Gıda ve İçecek Sanayi Dernekleri Federasyonu (TGDF) 2023 yılı gıda ve içecek ihracat hedeflerini 40 milyar dolar olarak hedeflemiştir (Gıda Hattı, 39.Sayı Ekim-Kasım 2012, "500 şirket buluştu" s.16-17).

Gıda sektörü son 10 yılda ihracatını yaklaşık 5 kat arttırmış ve 2013 yılında toplam ihracat içerisindeki payını % 7'ye çıkarmıştır (2012 yılında % 6,2) ve bu başarı sayesinde dünyanın en büyük 15'nci gıda ve içecek ihracatçısı unvanını almıştır ([http://www.gidahatti.com/\(18.01.2014\)](http://www.gidahatti.com/(18.01.2014))).

Tablo 1:Türkiye'de Yapılan Uluslararası Doğrudan Yatırımlar(2008-2013

Milyon \$)

Sektörler	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tarım Ormancılık Ve Balıkçılık	41	48	81	32	43	37
Madencilik Ve Taşocakları	145	89	136	146	213	250
İmalat	3.972	1.640	924	3.596	4.342	2.008
Gıda İçecek Ve Tütün İmalatı	1.251	219	124	649	2.201	342
Hizmetler Sektörü	9.520	2.331	3.288	8.067	5.237	5.342
Toplam	14.748	6.266	6.256	16.136	10.759	10.189

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler>

4.3. Sektördeki Üretim Eğilimleri ve Üretilen Başlıca Ürünler

AB'ne uyum çerçevesinde 5996 sayılı “Veteriner Hizmetleri, Bitki Sağlığı, Gıda ve Yem Kanununun” kabulü ile birlikte gıda güvenliği ile ilgili yatırımlara ağırlık verilmiştir (Gıda Ve İçecek Sektörü Raporu 2014/1, 2014:s.10). Bu yatırımlar;

- Teknolojik iyileştirmeler,
- HACCP uygulamaları (organizasyon- kadro, laboratuvar, kontrol cihazları vb.),
- İzlenebilirliğin sağlanması (kalite sistemleri, depolama, tedarikçi zinciri, perakende zincir vb.) şeklinde özetlenebilir.

Bu yatırımlar kadar çalışanların eğitimlerine de gereksinim vardır. AB'ye uyum sağlama süresinde gıda sanayinin dikkat etmesi gereken diğer önemli bir konu çevre yatırımlarıdır. Bu miktarın 18 milyar Euro'luk kısmı özel sektör tarafından gerçekleştirilecektir. Gıda sanayinin çevreye uyumlu yapılandırılması yanında üretim aşamasında oluşabilecek katı, sıvı atıklarla baca gazları (emisyon) kirliliklerini de kabul edilmiş standartlara çekmek için yatırımlarını düzenlemek kaçınılmazdır. Özellikle sıvı atık yönetimi için atık su yatırımları ile gaz atık yönetimi için doğal gaza geçiş yatırımları öncelik kazanacaktır (TOBB Türkiye Gıda ve İçecek Sanayi Meclis Sektör Raporu 2011).

Gıda sanayi en fazla hammadde kaynağını tarım sektöründen elde etmektedir. Temel sorun, Türkiye'de tarımın yeterli ve istenen kalitede hammaddeyi sürdürülebilir şekilde gıda ve içecek sanayine arz edememesidir. Yapılan bir değerlendirmeye göre ülkemizde tarımsal ürünlerin ortalama % 35-40'ı sanayide değerlendirilirken, bu oran gelişmiş ülkelerde % 60-80 arasında değişmektedir. Alt sektörler bazında bu oran % 3 ile % 100 arasında değişmektedir. Yeterli hammadde üretimi yanında, kaliteli, istikrarlı ve sürdürülebilir hammadde üretmekte oldukça önemlidir(TOBB Türkiye Gıda ve İçecek Sanayi Meclis Sektör Raporu 2011).

Tablo 2: Bazı Tarım Ürünlerinin Sanayide Kullanma Oranları

Tarımsal Ürün	Sanayide Kullanma Oranı (%)	Tarımsal Ürün	Sanayide Kullanma Oranı (%)
Şeker Pancarı	100	Kırmızı Et	6-7
Çay	100	Beyaz Et	5
Fındık	95	Domates	20-30
Ayçiçeği	90	Meyve	9-10
Makarnalık Buğday	65	Sebze	5-6
Süt	40	Üzüm	3-5

Kaynak: TOBB Gıda Ve İçecek Sanayi Meclis Sektör Raporu 2011

4.4. Sektörün Bölgesel Yapısı ve Kümelenmeler

Özellikle son dönemde dünya genelinde gözlenen liberalleşme eğilimlerine paralel olarak ulusal ekonomiler önündeki sınırlar büyük ölçüde kalkmış ve ekonomilerin rekabet edebilme yetenekleri, uluslararası alanda ticari ilişkilerin en önemli belirleyicisi haline gelmiştir. Rekabetin artan önemi, ülkeleri geleneksel ticaret yaklaşımlarının değiştirilmesini beraberinde getirmiş ve birçok ülke tarafından uygulanmış ve başarısı kanıtlanmış olan “kümelenme yaklaşımı” günümüzün en çok ön plana çıkan yaklaşım haline gelmiştir (Gıda Ve İçecek Sektörü Raporu 2014/1, 2014:s.13).

4.5. Sektörün Kapasite Kullanımı

İmalat Sanayinin öncü sektörlerinden olan gıda ve içecek sanayinin, kapasite kullanım oranı (KKO) Merkez Bankası'nın sektörde faaliyet gösteren işyerlerine yaptığı anket verileri neticesinde gıda ürünleri imalatı 2013 yılı verisi, bir önceki yıla oranla 0,20 puanlık bir artış sağlarken, 2009 yılına kıyasla 3,53 puanlık bir artışla 71,88 olmuştur. İçecek sanayinde ise bir önceki yıla göre düşüş olsa da 2009 yılına göre artış 0,25'dir.

4.6. Sektörün İşyeri Sayısı ve İstihdamı

2013 yılı Sosyal Güvenlik Kurumu kayıtlarına göre 12.412.998 sigortalı çalışan arasında 3.401.167'si imalat sanayinde olup, bunlardan 413.349 kişi gıda ürünleri imalatında, 14.133 kişi içecek imalatında çalışmaktadır (Tablo 3).

Tablo 3: Sektörün İşyeri Sayısı Ve İstihdamı

Sektörler	2010		2011		2012		2013	
	İşyeri	İstihdam	İşyeri	İstihdam	İşyeri	İstihdam	İşyeri	İstihdam
Gıda Sektörü	37.888	357.682	39.379	379.772	40.493	408.568	40.820	413.349
İçecek Sektörü	563	11.836	578	12.252	605	12.656	631	14.133

Kaynak: Bilim Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Gıda ve İçecek Raporu 2013/1

4.7. Sektörün 2014-2023 Projeksiyonu

Türkiye gıda ürünlerinin üretimi, işlenmesi ve büyük Avrupa ve Ortadoğu pazarlarına ihracatı konusunda bölgesel üs konumundadır. Tarımsal çeşitliliği ve uygun iklimi ülkenin gıda işleme sektörüne sürekli hammadde tedarik etmesine imkân verirken gıda ve içecek alanında büyük bir ihracatçı konumunda olmasını sağlamaktadır. Türkiye şimdiden ham gıdadan işlenmiş gıda ürünlerinin ihracatına geçiş yaparak zincirdeki yükselişe başlamıştır.

Buna karşın ülkemiz dünya gıda ticaretinden % 1 gibi oldukça düşük bir pay almaktadır. Aynı zamanda, temel sorun Türkiye’de tarımın sanayiye istenen kalite ve miktarda sürdürülebilir şekilde hammadde sağlayamamasıdır. Yapılan bir değerlendirmeye göre, ülkemizde tarımsal ürünlerin ortalama % 30’u sanayide değerlendirilirken, bu oran gelişmiş ülkelerde % 60-80 arasında değişmektedir (Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007-2013)). Günümüzde ülkeler iklim, ürün çeşitliliği, genetik zenginlik gibi sahip oldukları avantajlarını ekonomik ve milli değer haline getirme çabası içerisinde girmiştir.

4.8. Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş

Uygulamada, Selçuk Gıda’nın Finansal oranları hesaplanacak ve Selçuk Gıda’nın 20013 ve 2014 yıllarındaki değeri iki ayrı yöntem kullanılarak tespit edilecektir. Bunlardan ilki modern değerlendirme yaklaşımlarından biri olan Ekonomik Katma Değer (EVA) yöntemi, diğeri ise geleneksel değerlendirme yaklaşımlarından en çok kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemidir.

4.8.1.Selçuk Gıda Hakkında Genel Bilgiler

Ticari Adı: Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat Anonim Şirketi

Faaliyet Gösterdiği Sektör: Gıda Sektörü

Asıl Faaliyet Alanı: Kuru meyve (incir, üzüm, kayısı ve benzerleri) fermente ve konserve edilmiş ürünler (salatalık, zeytin, kapari, muhtelif turşular ve benzerleri) muhtelif reçel ve ızgara sebze üretimi ile bunların yurtiçi ve yurtdışı pazarlarda satışlarını yapmak (<http://www.selcukfood.com/>).

Kuruluş Yılı: 07.06.1985

Borsa İstanbul Kodu: SELGD

Halka Açılma Tarihi: 1998.26.25

Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye: 21.317.786 TL

Kayıtlı Sermaye Tavanı: 30.000.000 TL

Hisselerin Halka Arz Olan Oranı: % 98,66

Kurulduğu Bölge: Selçuk Gıda coğrafi konum olarak kuru meyvelerden incirin ve çekirdeksiz kuru üzümün merkezi olan Ege Bölgesi'nde bulunmaktadır. Coğrafi konum avantajına sahip şirket, zamanında gerekli yatırımları gerçekleştirmek suretiyle kapasite ve kalitede optimum noktaya ulaşma gayretini sürdürmektedir.

4.8.1.1. Selçuk Gıda AŞ'nin Üretim Teknolojisi

Selçuk Gıda Endüstrisi İhracat İthalat AŞ'nin Aydın'da kurulu kuru meyve fabrikasında, gıda konusunda eğitilmiş kadrosu ve modern makinaları ile kaliteli ve uluslararası standartlara uygun ürünler üretmektedir. Her yıl ISA CERT şirketi tarafından Gıda Güvenliği Yönetim Sistemi ile Kalite Yönetim Sistemi belgelendirilmiştir. Tüketici sağlığını koruma amaçlı TAKKN (Tehlike Analizleri ve Kritik Kontrol Noktaları) sistemi uygulanmaktadır. Tüm ürünler, hammaddeden

sevkiyata kadar özenle tüm kalite kontrol aşamalarından geçirilmektedir (http:www.selcukfood.com).

Ürün Çeşitliliği:

KURU MEYVE
Kuru incir
Kuru Üzüm
Kuru Kayısı
Kestane
Kuru Vişne
Meyve Kokteyli
Fındık

4.8.1.1.1. Mal Grupları İtibariyle Üretim ve Satış Miktarları

Tablo 4: Mal Grupları İtibariyle Üretim ve Satış Miktarları

MAL GURUPLARI İTİBARIYLA ÜRETİM MİKTARLARI					
Ana Üretim Grubu	Ölçü Birimi	2013 12 Aylık	2012 12 Aylık	2011 12 Aylık	2010 12 Aylık
Kuru Meyve	Kg	1.760.292	568.569	1.900.477	1.443.784

MAL GURUPLARI İTİBARIYLA SATIŞ MİKTARLARI					
Ana Satış Grubu	Ölçü Birimi	2013 12 Aylık	2012 12 Aylık	2011 12 Aylık	2010 12 Aylık
Kuru Meyve	Kg	1.828.003	749.946	1.731.580	1.428.116

4.8.1.1.2. Selçuk Gıda AŞ'nin Mali Tabloları

A) BİLANÇO (2013-2014 Dönemi)

Tablo 5: Selçuk Gıda AŞ 2013-2014 Dönemi Bilançosu

BİLANÇO	2013/12 (TL)	2014/12 (TL)
Dönen Varlıklar	12.747.153	11.874.269
Nakit ve Nakit Benzerleri	366.560	159.621
Finansal Yatırımlar	16.378	17.572
Ticari Alacaklar	1.499.543	1.248.656
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0	0
Diğer Alacaklar	2.413.148	1.021.088
Stoklar	2.177.784	4.434.411

Canlı Varlıklar	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	6.273.740	4.992.921
(Ara Toplam)	12.747.153	11.874.269
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0	0
Duran Varlıklar	4.636.894	3.665.047
Ticari Alacaklar	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0	0
Diğer Alacaklar	0	0
Finansal Yatırımlar	13.000	13.000
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0
Canlı Varlıklar	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	150.000	150.000
Maddi Duran Varlıklar	3.595.851	3.404.378
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0
Şerefiye	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	877.108	96.242
Diğer Duran Varlıklar	935	1.427
TOPLAM VARLIKLAR	17.384.047	15.539.316
KAYNAKLAR	0	0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.628.648	5.894.151
Finansal Borçlar	1.489.710	1.594.992
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0
Ticari Borçlar	818.376	1.628.822
Diğer Borçlar	4.758.119	362.147
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0	0
Devlet Teşvik ve Yardımları	0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0
Borç Karşılıkları	272.227	498.502
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	290.216	1.809.688
(Ara Toplam)	7.628.648	5.894.151
Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler	0	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	272.765	239.510
Finansal Borçlar	0	0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0
Ticari Borçlar	0	0
Diğer Borçlar	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0	0
Devlet Teşvik ve Yardımları	0	0
Borç Karşılıkları	60.316	63.179
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İliş.Karş.	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	212.449	176.331
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0
Özkaynaklar	9.482.634	9.405.655
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9.451.131	9.377.000
Ödenmiş Sermaye	21.317.786	21.317.786
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi (-)	0	0
Hisse Senedi İhraç Primleri	0	0
Değer Artış Fonları	0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	59.426	59.426

Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-21.655.554	-20.491.497
Dönem Net Kar/Zararı	-167.766	-1.394.033
Diğer Özsermaye Kalemleri	9.897.239	9.885.318
Azınlık Payları	31.503	28.655
TOPLAM KAYNAKLAR	17.384.047	15.539.316

Kaynak: <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv>

A) GELİR TABLOSU (2013-2014 Dönemi)

Tablo 6: Selçuk Gıda AŞ 2013-2014 Dönemi Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU	2013/12 (TL)	2014/12 (TL)
Satış Gelirleri	2.448.117	8.500.210
Satışların Maliyeti (-)	-2.405.579	-9.355.098
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	0	0
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	42.538	-854.888
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Diğer Kar (Zarar)	0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	0	0
Diğer Gelir ve Giderler	0	0
BRÜT KAR (ZARAR)	42.538	-854.888
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-159.526	-184.567
Genel Yönetim Giderleri (-)	-702.725	-807.646
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.086.676	944.567
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-183.593	-287.779
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	83.370	-1.190.313
Net Faaliyet Kar/Zararı	-819.713	-1.847.101
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	126.097	70.922
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	-313.575	-250.854
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	18.544	14.554
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	-85.564	-1.355.691
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-78.455	-38.557
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	0	0
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	-78.455	-38.557
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	0	0
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	-164.019	-1.394.248
DURDURULAN FAALİYETLER	0	0
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	0	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	-164.019	-1.394.248
Dönem Kar/Zararının Dağılımı	0	0
Azınlık Payları	3.747	-215
Ana Ortaklık Payları	-167.766	-1.394.033
Hisse Başına Kazanç	0	0
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	0	0
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	0	0

Sürdürülen Faaliyetlerden Seyreltilmiş Hisse Başına Kaz.	0	0
DİPNOT TABLOSU		
Amortisman Giderleri	216.282	187.071
Kıdem Tazminatı	7.566	3.537
Finansman Giderleri	-313.575	-250.854
Yurtiçi Satışlar	466.809	6.433.040
Yurtdışı Satışlar	1.959.018	2.056.611
Net Yabancı Para Pozisyonu	-799.881	-677.990

Kaynak: <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv>

4.8.1.1.3. Selçuk Gıda AŞ'nin Finansal Oranları (2014)

1. Likidite Oranları:

	<u>Formül</u>	<u>Selçuk Gıda</u>	<u>Oranlar</u>
a) Cari Oran:	$\frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{KVYK}}$	$\frac{11.874.269}{5.894.151}$	2,014

Cari oran işletmenin genel olarak kısa vadeli borç ödeme gücünü gösteren bir orandır. Kabaca işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü gösterir. Cari Oranın literatürde standardı 2 olduğu belirtilmekle birlikte, sektörün ve ekonominin durumuna göre bu değer in altında veya üstünde bir oran yeterli olabilir. Sektör ortalaması 1,62 olarak gerçekleşmiştir. Selçuk Gıda AŞ'nin cari oranı 2,014 olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan bu oran şirketin kısa vadeli yabancı kaynak ödeme gücünün iyi durumda olduğunu göstermektedir.

b) Asist Test Oranı:	$\frac{(\text{Dönen V.} - \text{Stoklar})}{\text{KVYK}}$	$\frac{7.439.858}{5.894.151}$	1,262
----------------------	--	-------------------------------	-------

Literatürde ideal oran 1 olarak görülmekle birlikte tahsil ve tediye süreleri arasındaki fark kısa olan ve stok devir hızı yüksek olan işletmelerin nakit ihtiyacı daha alt seviyede olacağından 1'in altında olması da normal karşılanabilir. Duran varlıklardan stoklar çıkartılarak hesaplandığı için cari orana göre daha hassas bir orandır. Bu oranın sektör ortalaması 1,34 olarak gerçekleşmiştir. Selçuk Gıda AŞ'nin asit test oranı 1,262 olarak hesaplanmış ve sektör ortalamasının üzerinde bir değer

sağlamıştır. Bu oran şirketin kısa vadeli yabancı kaynaklarını ödeme konusunda iyi durumda olduğunu göstermektedir.

$$\text{c) Nakit Oran:} \quad \frac{\text{Hazır Değerler}}{\text{KVYK}} \quad \frac{5.166.114}{5.894.151} \quad 0,876$$

Bu oran, işletmenin satışlarının durması ve alacaklarını tahsil edememesi durumundaki kısa vadeli borç ödeme gücünü gösterir. En hassas likidite oranıdır. İdeal değeri 0,20 olmakla birlikte, sermaye birikiminin düşük/borçlanmanın yüksek olduğu Türkiye’de bu düzeyden düşük gerçekleşebilir. Nakit Oranı ne kadar yüksek olursa para ve benzeri değerlerin Kısa Vadeli Yabancı Kaynakları karşılayabilme gücü o düzeyde artış gösterecektir. Selçuk Gıda AŞ’nin bu oranı 0,876 olarak hesaplanmıştır. Bu oranda cari oran ve asist test oranında olduğu gibi şirketin kısa vadeli yabancı kaynak ödeme konusunda yeterli olduğunu göstermiştir.

2. Faaliyet Oranları:

$$\text{a) Stok Devir Hızı:} \quad \frac{\text{Satılan Mamul Maliyeti}}{\text{Mamul Stoku}} \quad \frac{9.355.098}{4.434.411} \quad 2,109$$

Bu oran bir işletmenin elindeki stokları ne kadarlık bir süre içinde nakde dönüştürebildiğini gösteren bir orandır. Stok devir hızının yüksek olması genellikle firmanın stok yönetiminin etkinlik kazandığını gösterir. Selçuk Gıdanın stok devir hızı 2,109 olarak hesaplanmış olup bu oran satılan malların maliyetinin stokların yaklaşık iki katı olduğunu göstermektedir. Bu oran stok devir hızının iyi durumda olduğunu göstermektedir.

$$\text{b) Alacak Devir Hızı:} \quad \frac{\text{Ticari Alacaklar}}{\text{Net Satışlar}} \quad \frac{1.248.656}{8.500.210} \quad 0,146$$

Oranın yüksek olması şirketin alacak tahsilatının etkin olduğunu ortaya koyar ve bu durumda şirketin cari ve likidite oranları düşük olsa bile, borçları geri ödemede

daha rahat olmasına neden olur. Oranın zamanla yükselme eğiliminde olması ise, şirketin faaliyetlerini yürütürken gitgide daha az işletme sermayesi gereksinimi duyacağını gösterir. Selçuk Gıdanın alacak devir hızı düşük çıktığı için şirketin alacaklarını tahsil konusunda etkin olmadığı görmekteyiz.

c) Özkaynaklar Devir: Hızı Oranı	$\frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Özkaynaklar}}$	$\frac{8.500.210}{9.405.655}$	0,904
-------------------------------------	--	-------------------------------	-------

Özsermaye devir hızını incelerken dikkat edilmesi gereken bazı hususlar bulunmaktadır: Örneğin, oranın yüksek olmasının sebebi özsermayenin etkin bir şekilde kullanımı yüzünden olabileceği gibi, özsermayenin yetersiz oluşundan da olabilir. Selçuk Gıdanın özkaynağı yetersiz ve etkin kullanılmadığı için bu oran düşük çıkmıştır.

d) Toplam Varlıkların: Devir Hızı Oranı	$\frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$	$\frac{8.500.210}{15.539.316}$	0,547
--	---	--------------------------------	-------

Bu oran firmanın tüm varlıklarının verimliliğini ölçmede kullanılan bir orandır. Firmanın gerçekleştirdiği yıllık net satışların, duran ve dönen varlıkların toplamına bölünmesi ile elde edilir. Bu oranın düşük çıkması Selçuk Gıdanın duran ve dönen varlıklarını etkin kullanmadığını göstermiştir.

3. Finansal Yapı Oranları:

a) Borçlanma Katsayısı: Oranı	$\frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Özkaynaklar}}$	$\frac{6.133.661}{9.405.655}$	0,652
----------------------------------	---	-------------------------------	-------

Yabancı kaynak ve özkaynak dengesini gösteren bu oranın normal şartlarda 1 olması arzulanan durumdur. Buda toplam kaynakların yarısının yabancı kaynaklardan, yarısının da özkaynaklardan sağlandığını gösterir. Bu oranın 1'in üzerinde olması, toplam yabancı kaynaklardan daha fazla olduğunu, 1'in altına düşmesi ise toplam kaynaklar içerisinde özkaynaklar oranının daha fazla olduğunu gösterir. Selçuk Gıdanın bu oranı 0,652 olarak hesaplanmıştır. Bu oran şirketin toplam varlıklarının yarısından fazlasının özkaynaklardan karşılandığını göstermiştir. Bu durum şirket için olumlu bir durumdur.

b) Duran Varlıkların: Özkaynaklara Oranı	$\frac{\text{Duran Varlıklar}}{\text{Özkaynaklar}}$	$\frac{3.665.047}{9.405.655}$	0,390
---	---	-------------------------------	-------

Bu oranın düşük olması durumunda duran varlıkların özkaynaklarla karşılanabildiğini gösterir. 1'in üzerinde olması ise duran varlıkların finansmanında yabancı kaynaklardan yararlandığını gösterir. Bu oranın düşük çıkması Selçuk Gıdanın duran varlıklarını özsermaye ile karşıladığını göstermektedir. Bu durum şirket için olumlu bir durumdur.

c) Borçlanma Oranı:	$\frac{\text{Yabancı Kaynaklar}}{\text{Aktif Toplamı}}$	$\frac{6.133.661}{15.539.316}$	0,395
---------------------	---	--------------------------------	-------

Bu oran işletmenin yükümlüklerinin ne kar bir kısmının borçlardan oluştuğu konusunda bilgi vermektedir. Bu oranın yüksek çıkması işletme üzerindeki finansman gideri yükünü artıracaktır. Selçuk Gıdanın borçlanma oranı iyi durumdadır. Selçuk Gıdanın bu oranı şirketin toplam varlıklarının çok az kısmının yabancı kaynaklarından oluştuğunu göstermiştir. Bu durum şirket açısından olumlu bir göstergedir.

d) KVKYK'nın Toplam: Kaynaklara Oranı	$\frac{\text{KVKYK}}{\text{Pasif Toplamı}}$	$\frac{5.894.151}{15.539.316}$	0,379
--	---	--------------------------------	-------

Bu oran şirketin toplam pasifleri içerisinde kısa vadeli yabancı kaynakların oranını göstermektedir. Bu oran arttıkça şirketin finansman giderleri yükünün artacağı anlamına gelir. Selçuk Gıdanın kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam pasifleri içerisindeki oranı oldukça düşüktür. Bu durum şirketin finansman giderlerinin düşük olduğunu göstermektedir.

e) UVYK'nın Toplam: Kaynaklara Oranı	$\frac{\text{UVYK}}{\text{Pasif Toplamı}}$	$\frac{239.510}{15.539.316}$	0,015
---	--	------------------------------	-------

Bu oran şirketin toplam pasifleri içerisinde uzun vadeli yabancı kaynakların oranını göstermektedir. Uzun vadeli yabancı kaynaklar vadesi uzun olduğu için kısa vadeli yabancı kaynaklara göre daha çok tercih edilen bir kaynaktır. Selçuk Gıdanın

bu oranı kısa vadeli yabancı kaynaklara göre daha düşük çıkmıştır. Selçuk Gıdanın pasif toplamalarının 0,015’lik oranı uzun vadeli yabancı kaynaklardan oluşmaktadır.

4. **Kârlılık Oranları:**

a) Özkaynak Kârlılık Oranı	$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özkaynak Toplamı}}$	$\frac{-1.394.033}{9.405.655}$	-0,149
----------------------------	--	--------------------------------	--------

İşletme sahibi veya ortaklarının işletmeye sağlamış oldukları kaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığının belirlenmesinde kullanılır. Bu oran, işletme sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını gösterir. Selçuk Gıda dönem sonu zarar verdiği için şirkete yatırılan kaynaklardan verim alınamayıp tam tersine bu kaynağın bir kısmı zarar olarak yazılmıştır. Bu durum şirketin etkin yönetilmediğini ve yatırım için uygun bir şirket olmadığını göstermektedir.

b) Ekonomik Kârlılık Oranı	$\frac{(\text{VÖK} + \text{Faiz Gid.})}{\text{Top. Kaynaklar}}$	$\frac{-1.355.691-250.854}{15.539.316}$	-0,103
----------------------------	---	---	--------

İşletmenin toplam kaynaklarının ne kadar verimli kullanıldığını gösterir ve işletmeye yatırılan fonların getirisini ölçmede kullanılır. Selçuk Gıda dönem sonunda zarar verdiği için bu oran negatif hesaplanmış ve şirketin değer yaratamadığını kaynaklarını verimli kullanamadığını göstermiştir.

c) Faizleri Karşılama Oranı	$\frac{(\text{VÖK} + \text{Faiz Gid.})}{\text{Faiz Giderleri}}$	$\frac{-1.355.691-250.854}{250.854}$	-6,404
-----------------------------	---	--------------------------------------	--------

Bu oran işletmenin ödemek zorunda olduğu faiz giderlerini bir dönemde kaç defa kazandığını gösterir. İşletmenin ödemesi gereken faizleri, kolayca ödeyip ödeyemeyeceğini gösteren orandır. Bu oranın genel kabul görmüş seviyesi 3-4 arasındadır. Selçuk Gıda dönem sonunda zarar verdiği için faiz giderlerini bir kez bile ödeyecek kârı elde edememiştir. Bu durum Selçuk Gıdanın faiz giderlerini kolayca ödeyemediğini göstermektedir.

d) Net Kâr Marjı:	$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}}$	$\frac{-1.394.033}{8.500.210}$	-0,164
-------------------	--	--------------------------------	--------

Şirketin net karının net satışı içindeki payını belirtir. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunu gösterir. %20'nin üzerindeki oranlar tercih edilir. Selçuk Gıda dönem içinde kâr elde edemediği için kârların satışlar içindeki oranı hesaplanamamıştır.

5. Borsa Performans Oranları:

a) Fiyat/Kazanç Oranı:	$\frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Başına Kâr}}$	$\frac{0,38}{-0,065}$	-5,85
------------------------	---	-----------------------	-------

Formülden de anlaşılacağı üzere fiyat kazanç oranı şirketin elde edeceği 1 TL kar için yatırımcının ne kadar ödeme yaptığını gösterir. Genel kabul görmüş oran 10'dur. Sektör ortalaması 123,2'dir. Selçuk Gıda AŞ dönem zararı verdiği için hem sektörün gerisinde kalmış hem de bir değer yaratamamıştır. Fiyat kazanç oranı yatırımcıya tek başına karar verme imkanı sağlamaz. Her sektörün kendi dinamikleri ve karlılık oranları vardır. Bir performans göstergesi olan fiyat kazanç oranının ilgili şirketin yer aldığı sektördeki diğer firmalarla ya da sektör ortalamasıyla karşılaştırılması gerekmektedir. Ancak bu şekilde şirket fiyatının ucuz ya da pahalı olduğu söylenebilir.

b) Piyasa Değeri/ Defter Değeri:	$\frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedi Defter Değeri}}$	$\frac{0,38}{0,44}$	0,86
----------------------------------	---	---------------------	------

Buradaki oranın 1 den küçük olması firmanın hissedarlarına değer üretmediğini gösterir. Bu oranın genel olarak 1 den yüksek olması beklenir. Sektör ortalaması 2,84 olarak gerçekleşmiştir. 0,86 olan PD/DD oranı hem sektör oranının altında kalmış hem de kabu görmüş 1 oranının altında kalmıştır. Buda firmanın piyasa değerinin defter değerinin altında kaldığını göstermiştir. Bu durum bize firmanın değer yaratmasının aksine değer kaybettiğini göstermektedir.

c) Hisse Başına Kâr:	$\frac{\text{Dönem Net Kârı}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$	$\frac{-1.394.033}{21.317.786}$	-0,06
----------------------	--	---------------------------------	-------

Bu oran, işletmenin her bir hisse senedi başına ne miktarda kâr elde ettiğini tespit etmek amacıyla kullanılır. Bu oranın sektör ortalaması 0,13 olarak gerçekleşmiştir. Selçuk Gıda AŞ'nin hisse başına kâr oranı bu oranın çok altında kalmıştır. Selçuk Gıda AŞ dönem sonunda değer yaratamayıp zarar ettiği için kâr dağıtımını söz konusu olmamıştır.

4.8.1.1.4. Selçuk Gıda AŞ'nin Ekonomik Katma Değer'e (EVA) Göre Değerlemesi Uygulaması

Selçuk Gıda'nın 2013-2014 döneminde yarattığı ekonomik katma değer aşağıdaki şekilde hesaplanabilir:

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

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

$$\text{EVA} = \text{VSFK} - (\text{Toplam Sermaye} \times \text{Sermaye Maliyeti})$$

Ekonomik Katma Değer dört aşamada hesaplanmaktadır; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), Beklenen Kârın Hesaplanması, Vergi Sonrası Faaliyet Kârının (VSFK) Hesaplanması, Ekonomik Katma Değerin Hesaplanması

1. Birinci Aşama: AOSM'nin Hesaplanması:

Selçuk Gıda'nın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanabilmesi için öncelikle sermaye bileşenlerinin hesaplanması gerekmektedir. Burada Selçuk Gıda'nın sermaye bileşenleri; Kısa Vadeli Yabancı Kaynak (KVYK), Uzun Vadeli Yabancı Kaynak (UVYK) ve Özsermaye olarak sınıflandırılmıştır. AOSM, her bir sermaye bileşenlerinin maliyeti hesaplandıktan sonra, toplam sermaye içindeki ağırlıklarına dayalı olarak aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} = (W_1 \times k_1) + (W_2 \times k_2) + (W_3 \times k_3)$$

$W_1 =$ Kısa vadeli yabancı kaynakların ağırlığı

$W_2 =$ uzun vadeli kaynakların ağırlığı ağırlığı

$W_3 =$ Özsermayenin ağırlığı

$k_1 =$ Kısa vadeli yabancı kaynakların maliyeti

$k_2 =$ Uzun vadeli yabancı kaynakların maliyeti maliyeti

$k_3 =$ Özsermayenin maliyeti

Selçuk Gıda'nın AOSM'i hesaplanırken kısa vadeli ve uzun vadeli yabancı kaynaklarının maliyetleri, bu yabancı kaynaklar için yapılacak faiz ödemelerinin sağlayacağı vergi avantajı çıkarıldıktan sonraki net maliyeti olarak kullanılacaktır. Hesaplama alınacak olan vergi oranı her iki yıl için en yüksek gelir üzerinden alınan gelir vergisi oranı olan %35 kullanılmıştır. 2013 yılı için %35, 2014 yılı için ise %35'dir. Buna göre:

a) Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Maliyeti:

Selçuk Gıda'nın kısa vadeli yabancı kaynaklar maliyeti olarak, ortalama devlet iç borçlanma faiz oranları kullanılmıştır. 2013 devlet iç borçlanma faiz oranı 1,96 2014 devlet iç borçlanma faiz oranı ise 1,94'tür (www.hazine.gov.tr).

$$k = r \times (1 - v)$$

r: Borçlanma faiz oranı

v: Vergi oranı

2013 Yılı için Kısa Vadeli Yabancı Kaynak maliyetinin hesaplanması:

$$k_{2013} = 1,96 \times (1 - 0,35) = 1,274$$

2014 Yılı için Kısa Vadeli Yabancı Kaynak maliyetinin hesaplanması:

$$K_{2014} = 1,94 \times (1 - 0,35) = 1,261$$

b) Uzun vadeli yabancı kaynakların maliyeti:

Kısa vadeli devlet iç borçlanma faiz oranları ile orta ve uzun vadeli devlet iç borçlanma faiz oranları arasında ortalama olarak %5 marjın olması nedeniyle Selçuk Gıda'nın uzun vadeli yabancı kaynak maliyeti de, ortalama devlet iç borçlanma faiz oranına %5 vade marjı eklenerek hesaplanmıştır. Buna göre;

2013 Yılı için Uzun Vadeli Yabancı Kaynak maliyetinin hesaplanması:

$$k_{2013}=2,058 \times (1-0,35)=1,3377$$

2014 Yılı için Uzun Vadeli Yabancı Kaynak maliyetinin hesaplanması:

$$K_{2014}=2,037 \times (1-0,35)=1,3240$$

c) Özsermaye Maliyeti:

Selçuk Gıda'nın özsermaye maliyetinin hesaplanmasında; en sık kullanılan modern yaklaşımlardan biri olan Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM) kullanılmış olup aşağıdaki formülle hesaplanmıştır:

$$k_3 = R_f + \beta (R_M - R_f)$$

R_f : Risksiz faiz oranı

β : Sistemik riskin ölçüsü beta katsayısı

R_M : Piyasa portföyünün getiri oranı

$R_M - R_f$: Piyasa risk primini ifade etmektedir.

Selçuk Gıda'nın özsermaye maliyetinin hesaplamasında beta 0,27 olarak alınmıştır (<http://www.bigpara.com/borsa/hisse-detay>). Risksiz getiri oranı olarak da 2013 ve 2014 yıllarına ait devlet iç borçlanma faiz oranı kullanılmıştır. Özsermaye maliyetinin diğer bir bileşeni olan piyasa getirisi için ise BİST Ulusal-Sınâî getiri

endekslerinin kapanış değerlerinin (31.12.2012-2013-2014) yüzde artışı esas alınmıştır. Buna göre, Selçuk Gıda'nın piyasa risk primi aşağıdaki gibidir:

Tablo 7: Selçuk Gıda'nın Piyasa Risk Primi

Yıllar	İMKB Ulusal-Sınâî Endeksi	Piyasa Getirisi (R _M)	Risksiz Faiz Oranı (R _f)	Piyasa Risk Primi (R _M – R _f)
2012	78208,44			
2013	67801,73	-0,1330	1,96	-2,093
2014	85721,13	0,2090	1,94	-1,184

Risk gelecekteki olayların tamamen tahmin edilememesinden doğan, buna ilişkin yapılan belirli bir olasılık tahminidir. Finansal açıdan risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma oranıdır. Selçuk Gıdanın 2013 ve 2014 yılında beklenen getirisinde negatif yönde bir sapma olduğunu görüyoruz.

2013 yılı özsermaye maliyeti hesaplanması:

$$k_{2013}=1,96+(-2,093)\times 0,73=0,4321$$

2014 yılı özsermaye maliyeti hesaplanması:

$$K_{2014}=1,94+(-1,184)\times 0,73=1,0756$$

Tablo 8: Sermaye unsurlarının sermaye içindeki payları:

Sermaye Bileşenleri	2013	%	2014	%
KVYK	7.628.648	44	5.894.151	38
UVYK	272.765	2	239.510	2
ÖZSERMAYE	9.482.634	54	9.405.655	60
Toplam Sermaye	17.384.047		15.5393.16	

Tablo 9: Selçuk Gıda 2013 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(AOSM):

Sermaye Bileşenleri	Sermaye Maliyeti	Sermaye Oranı	AOSM
KVYK	1,274	0,44	0,560
UVYK	1,3377	0,02	0,027
Özsermaye	1,0756	0,54	0,234
Toplam		1,00	0,821

Tablo 10: Selçuk Gıda 2014 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(AOSM):

Sermaye Bileşenleri	Sermaye Maliyeti	Sermaye Oranı	AOSM
KVYK	1,261	0,38	0,480
UVYK	1,3240	0,02	0,027
Özsermaye	0,4321	0,60	0,260
Toplam		1.00	0,767

2. İkinci Aşama: Beklenen Kârın Hesaplanması:

Selçuk Gıdanın beklenen kârı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

Yıllar	Toplam Sermaye	AOSM	Beklenen Kâr
2013	17.384.047	0,821	14.272.264
2014	15.539.316	0,767	11.918.413

3. Üçüncü Aşama: Vergi Sonrası Faaliyet Kârı (VSFK)'nın Hesaplanması:

Selçuk Gıdanın vergi sonrası faaliyet kârı (VSFK) aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

	2013	2014
Faaliyet Kârı	83.370	-1.190.313
Vergi (-)	0	0
VSFK	83.370	-1.190.313

4. Dördüncü Aşama: Ekonomik Katma Değer (EVA)'nın Hesaplanması:

Ekonomik Katma Değerin hesaplanması için gerekli olan Beklenen Kâr ve Vergi Sonrası Faaliyet Kârı hesaplandıktan sonra EVA aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır;

EVA=VSFK-Beklenen Kâr

Yıllar	VSFK	Beklenen Kâr	EVA
2013	83.370	14.272.264	-14.188.894
2014	-1.190.313	11.918.413	-13.108.726

Ekonomik Katma Değerin Sonuçlarına bakıldığında 2013 ve 2014 dönemlerinde Selçuk Gıda AŞ herhangi bir değer yaratmamıştır. Bu sonuçlara göre EVA yöntemine göre değerlendirme yapıldığında Selçuk Gıda AŞ yatırımcı açısından yatırım yapılacak bir firma olmayacaktır.

4.8.1.1.5. Selçuk Gıda AŞ'nin İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Değerinin Hesaplanması

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin uygulanmasındaki ilk asama mevcut durumun incelenmesi ve bu doğrultuda geçmişe ait verilerin analiz edilmesidir. Buna göre Selçuk Gıda'nın 2013 ve 2014 yıllarına ait mali tabloları incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

2014 yılında aktif ve pasif toplamı 2013 yılına göre %10,6 düşüş göstermiştir.

$$15.539.316 / 17.384.047 - 1 = -0,106$$

Özsermayesi ise % 008 düşüş göstermiştir.

$$9.405.655 / 9.482.634 - 1 = -0,008$$

Satışları 2014 yılında bir önceki yıla göre % 247 artmıştır.

$$8.500.210 / 2.448.117 - 1 = 2,247$$

Selçuk Gıda'nın kârlılığı ise % 950 gibi oldukça yüksek oranda bir düşüş göstermiştir.

-1.394.248 / -164.019 -1 = -9,500

Selçuk Gıda AŞ 2013 ve 2014 yıllarında herhangi bir değer üretmediği için hesaplanan değerlerde bir önceki yıla göre sert düşüşler yaşanmıştır. 2014 Satış gelirleri 2013 yılına göre büyük oranda artış göstermesine rağmen satış maliyetlerinin yüksek olmasından dolayı artı bir değer yaratamamıştır.

Tablo 11: Selçuk Gıda'nın faaliyetlerine ilişkin finansal oranları

	2014	2013
Stok Devir Hızı Oranı:	2,109	1,124
Alacak Devir Hızı Oranı:	0,146	1,63
Özkaynak Devir Hızı Oranı:	0,904	0,258
Toplam Varlıkların Devir Hızı Oranı:	0,547	0,141

Stok devir hızı oranı 2013 yılına göre 2014 yılında artış göstermiştir. Bu durum firmanın, depolama ve sigorta giderlerini azaltmış, malların fiyatlarının yükselmesini sağlamış ve firmanın daha az zarar etmesini sağlamış ve finansman giderlerini azaltmıştır. Alacak devir hızı oranı 2013 yılına göre 2014 yılında düşüş göstermiş. Bu durum önceki yıla göre alacakların tahsili konusunda etkinliğini kaybettiğini göstermektedir. Özkaynak devir hızı oranı 2013 yılına göre 2014 yılında artış göstermiş. Bu durum firmanın özsermayesini bir önceki yıla göre yeterince verimli kullanmadığını göstermektedir. Toplam varlıkların devir hızı oranı 2013 yılına göre 2014 yılında artış göstermesine rağmen her iki yılda da yeterli seviyede olmadığı için işletmenin tam kapasitede çalışmadığını göstermektedir.

Tablo 12: Selçuk Gıdanın 2013-2014 Dönemi Nakit Akım Tablosu

NAKİT AKIM TABLOSU	2013/12 (TL)	2014/12 (TL)
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	-171.875	17.039
Dönem Karı/Zararı	-164.019	-1.394.248
Dönem Net Karı/Zararı Mutabakatı İle İlgili Düzeltmeler	390.513	178.436
- Amortisman ve İtfa Giderleri İle İlgili Düzeltmeler	216.282	187.071
Kıdem Tazminatı Karşılığı ile ilgili Düzeltmeler	4.019	1.512
Alacak Reeskontları	53.552	185.353
Borç Reeskontları	38.205	-234.057
- Değer Düşüklüğü/İptali İle İlgili Düzeltmeler	0	0
- Karşılıklar İle İlgili Düzeltmeler	0	0

- Faiz Gelirleri ve Giderleri İle İlgili Düzeltmeler	0	0
- Gerçekleşmemiş Yabancı Para Çevirim Farkları İle İlgili Düzeltmeler	0	00
- Pay Bazlı Ödemeler İle İlgili Düzeltmeler	0	0
- Gerçeğe Uygun Değer Kayıpları/Kazançları İle İlgili Düzeltmeler	0	0
- İştiraklerin Dağıtılmamış Karları İle İlgili Düzeltmeler	0	
- Vergi Gideri/Geliri İle İlgili Düzeltmeler	78.455	38.557
- Duran Varlıkların Elden Çıkarılmasından Kaynaklanan Kayıp/Kazançlar İle İlgili Düzeltmeler		
- 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	-398.369	1.232.851
- Stoklardaki Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler	432.486	-2.732.755
- Ticari Alacaklardaki Artış/Azalışla İlgili Düzeltmeler	-32.316	2.662.468
- Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklarda Artış/Azalış		
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	18.566	43.084
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları	-5.139	-97.415
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 Temettümler		
Ödenen Faiz		
Alınan Faiz		
Vergi Ödemeleri/İadeleri		
Diğer Nakit Girişleri/Çıkışları	3.547	-13.185
B. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI	206.620	11.151
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	206.620	11.151
Borç Ödemelerine İlişkin Nakit Çıkışları		
Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Kaynaklanan Borç Ödemelerine İlişkin Nakit Çıkışları		
Devlet Teşviklerinden Elde Edilen Nakit Girişleri		

Ödenen Temettüleri		
Alınan Faiz		
Ödenen Faiz		
Vergi Ödemeleri/İadeleri		
Diğer Nakit Girişleri/Çıkışları		
YABANCI PARA ÇEVİRİM FARKLARININ ETKİSİNDEN ÖNCE NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	51.719	-39.326
C. YABANCI PARA ÇEVİRİM FARKLARININ NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ		
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ/AZALIŞ	51.719	-39.326
D. DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	314.841	198.947
DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	366.560	159.621

Kaynak: <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv>

Selçuk Gıda'nın 2015 yılında 2014 yılına göre %15, 2016 ve 2017 yıllarında ise sırasıyla %12 ve %4 büyüme göstereceği, getiri oranının ise %10 olacağı tahmin edilmektedir. Selçuk Gıda'nın ödenmiş sermayesi 21.317.786 TL'dir. Selçuk Gıda'nın mali tablolarına baktığımızda 2013 ve 2014 yılı için kısa ve uzun vadeli finansal borç (net) toplamı aşağıdaki gibidir:

2013 yılı için Kısa Vadeli Finansal Borç + Uzun Vadeli Finansal Borç

$$1.489.710+0=1.489.710$$

2014 yılı için Kısa Vadeli Finansal Borç + Uzun Vadeli Finansal Borç

$$1.594.992+0=1.594.992$$

Selçuk Gıda'nın asıl faaliyet kârı ve amortisman tutarı aşağıdaki gibidir:

	2013	2014
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları	-171.875	17.039
Amortisman	216.282	187.071
Serbest Nakit Akımı	44.407	204.110

Selçuk Gıda'nın herhangi bir yatırım kararının olmadığı varsayılmaktadır. Elimizdeki verilere göre Selçuk Gıda'nın 2015'ten sonra yaratacağı nakit akımları aşağıdaki şekildedir:

2015 Yılı sonunda elde edeceği nakit akımları: $204.110 \times (1+0,15) = 234.726$

2016 Yılı sonunda yaratacağı nakit akımları: $234.726 \times (1+0,12) = 262.893$

2017 Yılı sonunda yaratacağı nakit akımları: $262.893 \times (1+0,04) = 273.408$

2017 yılından itibaren sonsuz sayıda nakit girişi olacağından sonsuza kadar devam edecek nakit akımı aşağıda hesaplanmıştır:

$$\text{Sonsuz Nakit Akımları: } \frac{289.182}{0,10-0,04} = 481.970$$

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri şu şekilde hesaplanmıştır;

$$2015 = \frac{234.726}{(1+0,10)} = 213.387$$

$$2016 = \frac{262.893}{(1+0,10)^2} = 217.266$$

$$2017 = \frac{273.408}{(1+0,10)^3} = 205.415$$

$$= 213.387 + 217.266 + 205.415$$

$$= 636.068 \text{ TL}$$

Bulunan bu değer nakit akım toplamalarının bugünkü değere indirgenmiş halidir. Bu tutardan firmanın 2014 yılındaki kısa ve uzun vadeli finansal borçları düşülerek piyasa değerine ulaşılmıştır. Buna göre;

$$\text{Selçuk Gıda AŞ Piyasa Değeri: } 636.068 - (1.594.992 + 0) = -954.924$$

4.8.1.1.6. Değerlendirme Sonucu

Bu çalışmada Selçuk Gıda AŞ üç aşamada değerlendirilmeye çalışılmıştır. Birinci aşamada Selçuk Gıdanın 2014 yılı bilanço ve gelir tablosundan yararlanarak finansal oranları hesaplanmaya çalışılmış ve bu oranlar sektör ortalamalarıyla karşılaştırılarak yorumlanmıştır. İkinci aşamada ise Selçuk Gıda Ekonomik Katma Değer yöntemine göre değerlendirilmiş ve değer yaratıp yaratmadığı incelenmeye çalışılmıştır. Üçüncü aşamada ise Selçuk Gıdanın gelecekte yaratabileceği nakit akımları indirgeme yöntemi ile bugünkü değerine indirgenmiş ve bulunan sonuçlar değerlendirilmiştir.

Birinci aşamada finansal analizde en çok kullanılan Likidite Oranları, Faaliyet Oranları, Finansal Yapı Oranları, Kârlılık Oranları ve Borsa Performans Oranları hesaplanmış ve değerlendirilmiştir. Bu finansal oranlar şirketin belirli bir döneminde, muhasebe kayıtlarının ve mali tabloların mukayese edilmesi işletme faaliyetleri ile ilgili önemli eğilimleri ortaya koyar. Bir dizi gelir tablosu analiz edilerek satış hacmi, satılan malların maliyeti, faaliyet giderleri ve net gelir eğilimi hakkında bilgi edinilebilir. Aynı şekilde, bir dizi bilanço analiz edilerek de borç sermaye ve varlık kalemlerindeki önemli değişimler hakkında bilgi edinilebilir. Bu açıdan bakıldığında kredi kurumları, finans yöneticileri ve şirkete yatırım yapmayı düşünen yatırımcılar, işletmenin bazı önemli istatistiklerinin genel bir görünümünü elde etmek istediğinde oran analizini kullanır. Yetkililer, zaman içinde bu ölçütleri izleyerek, işletmenin performansında önemli trendleri yakalayabilir.

Selçuk Gıda'nın Ekonomik Katma Değer yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile değeri tespit edilmiştir. Bu çalışma sonucunda bulunan sonuçlar özetle aşağıdaki gibidir:

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri
Ekonomik Katma Değer	-13.108.726
İndirgenmiş Nakit Akımları	-954.924

Selçuk Gıdanın değerleme sonucunda her iki yöntem ile bulunan sonuçlar birbiriyle aynı yönde çıkmıştır. Buna göre Selçuk Gıda'nın değeri ekonomik katma değer yöntemine göre hesaplandığında, firmanın herhangi bir değer yaratamadığı, yatırımcısına herhangi bir kr sağlamadığı aksine şirkete yatırım yapan yatırımcısını zarara uğrattığını ortaya koymuştur. İndirgenmiş Nakit Akımlarına göre Selçuk Gıdanın gelecekte yaratacağı nakit akımları bugünkü değere indirmenmiş ve bulunan sonuca bakıldığında şirketin günümüzde bir değer yaratmadığı gibi gelecekte de bir değer yaratamayacağı görülmüştür.

Üç aşamada yapılan Selçuk Gıda Aş'nin finansal değerine bakıldığında bu şirkete yatırım yapan yatırımcıların zarar ettikleri görülmektedir. Yine şirkete finansman sağlayan finans kuruluşları açısından riskli bir şirket olduğu anlaşılmaktadır. Gelecekte bu şirkete yatırım yapmak isteyen yatırımcı açısından düşünüldüğünden Selçuk Gıda Aş'ye yatırım yapmanın hem riskli olacağı hem de yatırımcıya bir kr sağlayamayacağı değerlendirilmektedir.

SONUÇ

Son yıllarda sermaye piyasalarının etkinliğinin artmasıyla birlikte değere dayalı yönetim ve yatırım tarzı da hızla önem kazanmıştır. Değere dayalı olarak geliştirilen finansal yaklaşımlar ise katma değer yaratmayı ön plana çıkartmaktadır. Buna paralel olarak firmaların geleneksel muhasebe kârı dışında ek bir değer yaratıp yaratmadıklarının ve dolayısıyla pay sahiplerinin servetini arttırıp arttırmadıklarının tespiti önemli hale gelmiştir. Bu bağlamda firma değerinin doğru tespit edilmesi çok önemlidir. Ülkemizde firma değerlemesi yapılırken genellikle uygulamada en çok kullanılan firma değerlendirme yöntemleri ve firma değerlendirme analizlerinden yararlanılmaktadır.

Bu çalışmada firma değerinin hesaplanmasında kullanılan geleneksel ve alternatif değerlendirme yaklaşımları incelenmiştir. Ayrıca firma değerini etkileyen faktörler ayrıntısıyla incelenmiş ve konuyla ilgili bir uygulama çalışması yapılmıştır. Geleneksel yaklaşım firmanın kârları ile nakit akımlarının önemli olduğu yaklaşım olup modern yaklaşım ise günümüzde firmalarının amacının kâr maksimizasyonundan değer maksimizasyonuna dönüşmesiyle birlikte firmaların yarattıkları katma değeri ölçmeyi esas alan bir yaklaşımdır. Firma değerini etkileyen birden çok etken vardır. Firma değerlemesi yapılırken bu etkenlerin hepsi göz önünde bulundurulmaya çalışılmalıdır. Böylelikle firma değerinin en yakın değerine yakın tahmin edilmesi sağlanacaktır.

Firma değerlemesinde kullanılacak birçok yöntem bulunmakla birlikte burada önemli olan, firma için en uygun değerlendirme yönteminin belirlenmesidir. Değerleme yöntemi ne kadar iyi olursa olsun söz konusu firmanın yapısını ve değerlemenin amacına uygun olmadığı takdirde sağlıklı bir sonuç elde edilmesi mümkün değildir. Firma değerlendirme yapılırken dikkat edilmesi en önemli noktalardan biride kullanılan parametrelerin doğru ve amacına uygun seçilmesidir. Değerlemede kullanılacak parametrelerin değerlendirme yapılacak dönem içinde gerçekleşen parametreler olmasına dikkat edilmesi son derece önemlidir. Aksi takdirde elde edilecek değerlendirme sonuçları gerçeği yansıtmayacaktır bu da firma değerinin yanlış hesaplanmasına sebep olacaktır.

Değerleme yapan kişinin, teknik bilgi birikimine paralel olarak kullanacağı yöntemleri doğru tespit etmesi gerekecektir. Değerleme yöntemlerinin zayıf ve güçlü yanlarının bilinerek çalışmaların bu noktalarda yoğunlaştırılması gerekmektedir. Değerlemede kullanılacak verilerin ve indirgenme oranlarının belirlenmesine temel oluşturan bilgilere sahip olmak son derece güçtür. Bu nedenle elde edilen bilgilerin yorumlanması ve belirli finansal yaklaşımlar çerçevesinde değerlendirilmesi oldukça hassas bir konudur. Varsayımlarda yapılabilecek küçük bir sapma değerlendirme üzerinde büyük değişikliklere neden olabilecektir. Bu bağlamda, yapılan varsayımların sağlam temellere dayandırılması gerekmektedir.

Firma değerlemesi yapılırken birden fazla yöntemin kullanılması firma değerinin tespit edilmesinde hatanın en aza indirilmesine ve varlığın gerçek değerine ulaşılmaya çalışılmasında büyük yararı olacaktır. Kullanılacak yöntemlerin seçiminde ise genel ekonomik durum ile birlikte firmanın ve sektörün özellikleri de dikkate alınmalıdır. Firma değerlemesi yapılırken yanlış seçilecek bir yöntem bütün değerlendirme sürecini olumsuz etkileyecektir. Seçilen yöntem yanlış seçildiği takdirde veriler ne kadar doğru olursa olsun ya da değerlendirme yapan kişi ne kadar tecrübeli olursa olsun firma değerini yanlış hesaplamamış kaçınılmaz olacaktır.

KAYNAKÇA

- AKAY**, Hüseyin, “**İşletme Birleşmeleri ve Muhasebesi**”, yayılım Matbaası, İstanbul, 1997
- AKKAŞ**, Jale, “**Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü**”, 5 Şubat 2015 tarihinde <http://www.dunya.com/gercege-uygun-deger-olcumu-141984h.htm>, adresinden erişildi.
- AKGÜÇ**, Öztin, “**Mali Tablolar Analizi**”, Arayış Yayıncılık, istanbul, 2004
- AKGÜÇ**, Öztin; “**Finansal Yönetim (Yenilenmiş Yedinci Baskı)**”, Avcıol Basım-Yayım, İstanbul, 2005
- AKGÜÇ**, Öztin; **Mali Tablolar Analizi (Genişletilmiş 9. bası)**, İstanbul: Avcıol Basım Yayım, 1995
- AKGÜÇ**, Öztin, **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1991
- AKDOĞAN**, Nalan, ve Tenker, Nejat, **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, Gazi Yayınevi, Ankara, 1992
- ALPAN**, Fulya; TEVFiK, Gürman; TEVFiK, Arman T.; **Excel ile Finans (üçüncü Basım)**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2001
- ARAT**, Emin, **Finansal Analiz Aracı Olarak Oranlar**, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul, 2005
- BALDEMİR**, Ercan; SUSLU, Bora; **Firmaların Kısa Vadeli Borçlanmalarının Hisse Senedi Fiyatlarının Değişimine Etkisi: Modigliani- Miller Teoremi**, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, Malatya: İnönü üniversitesi, 25-27 Mayıs 2007
- BERK**, Niyazi; **Finansal Yönetim (Sekizinci Baskı)**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2005

Bilim Sanayi Ve Teknoloji Bakanlığı (BSTB), Sanayi Genel Müdürlüğü, **Gıda Ve İçecek Sektörü Raporu 2014/1**, 2014

BOLAK, Mehmet, **Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1998

BRADFORD, Cornell, **corporate valuation, tools for effective appraisal and decision making**, irvin inc, new york, 2000

BREALEY, Richard A.; **MYERS**, Steward C.; **Principles of Corporate Finance(7. Edition)**, McGraw-Hill/Irwin, USA, 2003

ÇAĞIRMAN, Haluk, **Finans Piyasalarında Bermuda Şeytan Üçgeni**, Siyasal Kitabevi, Ankara,1999

ÇELİK, **ORHAN**, “İşletmelerde Bir Performans Ölçütü Olarak Ekonomik Katma Değer (EKD) ve Türk Telekom A.S.’de Uygulanması”, MÖDAV Muhasebe ve Bilim Dünyası Dergisi, Cilt:4, Sayı:1, Mart 2002

CEYLAN, Ali ve Korkmaz, Turhan, **Borsada Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitabevi, Bursa, 1998

CHAMBERS, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, beta yayınları, İstanbul, 2009

CHAMBERS, Nurgül, **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2005.

CHAMBERS, Nurgül, “Gerçek Opsiyonların Fiyatlandırılması”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı.26, 2005

COPELAND, Thomas E., Keenan Philip T.; “How Much Is Flexibility Worth?”, The McKinsey Quarterly No:2, 1998

COPELAND, Tom, Koller, Tim ve Murrin, Jack, **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**, Mc Kinsey & Company, Inc. New York, 1994

DAMODARAN, Aswath; **Investment Valuation**, John Wiley&Sons Inc.,New York
1996

Dokuzuncu Kalkınma Planı (2007-2013)

DiKiCi, M. Fatih; **Ticaret Hukuku Cilt 2**, Ankara, Agon Bilgi Akademisi, 2007

DURMUŞ, A.Hayri, ve Arat, M. Emin, **işletmelerde Mali Tablolar Tahlili ilkeler ve Uygulamalar**, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, İstanbul, 2000

Dünya ve Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler Nisan, Mayıs, Haziran 2014 Raporu, Türkiye İş Bankası A.Ş. İktisadi Araştırmalar Bölümü

EKEN, Mehmet Hasan; **Temel Yatırım Analizi: Bir Şablon Önerisi**, Temmuz 2006

ERCAN, Metin Kamil; Öztürk M. Başaran; **Firma Değerlemesi, Banka Uygulaması, 1. Basım**, Literatür Yayıncılık, 2006

ERCAN, Metin Kamil; Ban, Ünsal; **Finansal Yönetim**, Gazi Kitap Evi, Ankara, 2010

ERCAN, M. Kamil, Öztürk, Başaran ve Demirgünes Kartal; **Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003.

ERCAN, M. Kamil ve Üreten, Akyan, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2000.

ERDİNÇ, Yaşar; **‘Manipülasyona Alet Olmamak İçin’**, Para Haftalık Dergi, 9-15 Temmuz 2006

FABOZZI, Frank J.; **PETERSON**, Pamela P.; **Financial Management and Analysis**, John Wiley and Sons Inc., USA, 2003

FİSCHER, Stanley ve Dornbusch, Rudiger, **Makroekonomi**, Çev.:Ak Salih ve diğerleri, Akademi Yayın, Ankara, 1998

- Foster, John M., ve Upton, Wayne, “The Case for Initially Measuring Liabilities at Fair Value”, Understanding the Issues, 2001**
- FRANK, K. Reilly; BROWN, Keith C.; Investment Analysis and Portfolio Management (8. Edition), South-Western Collage Pub, USA, 2005**
- FRANK, K.Reilly, Investment Analysis and Portfolio Management , Fourt Edition, Dryden Press, Boston, 1991**
- GENÇOĞLU, Gücenme, Ümit, Türkiye Muhasebe Standartları ve Uygulamalar, İstanbul: Türkmen Kitapevi, 2007**
- GÜNAK, Nadir, İleri Teknik Analiz Uygulamaları, Literatür Yayınları, İstanbul, 2007**
- GÜRBÜZ, A.Osman, Ergincan Yakup; “Şirket Değerlemesi: Klasik Ve Modern Yaklaşımlar”, Literatür Yayıncılık, İstanbul 2004**
- HAUGEN, Robert A.; Modern Investment Theory (Second Edition), Prentice-Hall Int. Inc., USA:1990**
- International Valuation Standarts, International Valuation Standarts Comitee, London, United Kingtom, Sixth Edition, 2003**
- IRALA, L. Reddy; Reddy, Raghunatha; “Performans Evaluation, Economic Value Added and Managerial Behaviour”, Journal of PES Business Review, Vol. 01, No.01, January 2006**
- KARAN, Mehmet Baha, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Hüfam Yayınları, Ankara, 2001**
- KARAN, Mehmet Baha, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004**
- KARSLI, Muharrem, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İrfan Matbaacılık, İstanbul, 1994**

- KISAKÜREK**, Mustafa, Aygün Mehmet ve iç, Süleyman, “**Nakit Akım Tahminlemede Tek ve iki Değişkenli Regresyon Modellerinin İMKB’de Uygulanması**”, **MÖDAV**, Cilt:6, Sayı:4, Aralık 2004
- KOÇ**, İdil Özlem, **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, SPK Yayınları, Ankara, 1998
- KONURALP**, Gürel, **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kurumlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001
- KULA**, Veysel; **ERKAN**, Mehmet; **Yatırım Proje Hazırlanmasında Gerçekleştirdikleri Finansal Etütler Açısından Kobi ve Büyük İşletmelerin Karşılaştırılması**, Cumhuriyet Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,2001,(Cilt 2, sayı 1), 2001
- LAZOL**, İbrahim; **Mali Analiz Ve Enflasyon Muhasebesi Uygulamaları**, Ekin kitabevi Yayınları, 2000
- LEE**, Cheng-Few; **LEE**, Alice C.; **Encyclopedia of Finance, Springer Science Business Inc., USA, 2006**
- LİPSEY**, Richard ve diğerleri, **iktisat 2**, Çev.: Çakmak, Ahmet, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1990
- LORENZ**, David; Trück, Stefan; Lützkendorf, Thomas; “**Addressing risk and uncertainty in property valuations: a viewpoint from Germany**”, Journal of Property Investment & Finance, Year: 2006 Volume: 24 Issue: 5. 2006
- L.E.K. Consulting**; “**Shareholder Value Added: Making Real Decisions with RealOptions**”, Working Papers, Boston 2005
- MAYES**, Timothy R.; **SHANK**, Todd M.; **Financial Analysis with Microsoft Excel, South-Western Collage Pub, USA, 2006**

- MODIGLIANI, F. ve M. MILLER , “Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Corection”, The American Economic Review, 1963**
- MYERS, C. Steward , Marcus, J.Alan ve Brealey, A.Richard , İşletme Finansının Temelleri,Çev.: Bozkurt,Ünal, Arıkan, Türkan ve Doğukanlı, Hatice, Literatür Yayınları, istanbul , 2007**
- PARASIZ, İlker, Para Banka ve Finansal Piyasalar, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2005**
- Price Waterhouse Coopers Türkiye Danışmanlık Hizmetleri; “Şirket Birleşmeleri ve Devralmaları”, İstanbul, Mart 2006**
- REIS, Lico; Dictionary of Financial and Business Terms, Published in or by : Consultaoria & Linguas, USA. 2005**
- RUZGAR, Bahattin; Finans Matematiği (2. Baskı) , İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001**
- SARI, Yusuf, Borsada Grafiklerle Teknik Analiz, Alfa Yayınevi, İstanbul, 2001**
- SARIASLAN, Halil, Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi, Turhan Kitabevi, Ankara, 1990**
- SARIKAMIŞ, Cevat, şirket Birleşmeleri, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2003**
- SERİN, Gül Reyhan; “Nakit Akışı Bazında Firma Değerlemesi”, Active Dergisi, 2004**
- SEVİLENGÜL, Orhan; Genel Muhasebe (Genişletilmiş 11. Baskı), Gazi Kitabevi, Ankara, 2003**
- SEYİDOĞLU, Halil; “Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük”, Guzem Y. Ankara 1992**
- SEYİDOĞLU, Halil; Uluslararası Finans (Geliştirilmiş 4. Baskı), İstanbul: Guzem Can Yayınları, 2003**

SHARPE, F.William, Alexander, J. Gordon ve Bailey, V.Jeffery, **Investments**, 4th Edition, Prentice Hall,1995

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

ÖNAL, Yıldırım Beyazıt; Karadeniz, Erdiñ; Kandır, Serkan Yılmaz; **“Devam Eden Değerin Hesaplanması: İMKB’ye Kota Bir Turizm işletmesi Üzerinde Uygulama”**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 14, Sayı 2, 2005

ÖRTEN, Remzi; **KAVAL**, Hasan; **KARAPINAR**, Aydın; **Türkiye Muhasebe-Finansal Raporlama Standartları Uygulama ve Yorumları**, 2010

UYAR, Aydın; **Temel Analiz (Bilanço Okuma Teknikleri)**, Beta Basım-Yayım-Dağıtım, İstanbul, 2001

TEVFİK, Arman, **Hisse Senedi Değerlemesi**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2005

TEVFİK, Arman T; **“Risk Analizine Giriş”**, 1. Basım, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, 1997

TOBB, Türkiye Gıda ve İçecek Sanayi Meclis Sektör Raporu 2011

TREİSCHMANN, James S. Ve diğerleri; **Risk Management and Insurance**, Thomson South-Western Published, 2005, United States of America

Türk Gıda ve İçecek Sanayi 2012 Envanteri

Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisanslama Sınavı Eğitim Notları, **Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları(Mayıs)** , 2005

Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasası Faaliyetleri ileri Düzey Lisanslama Sınavı Eğitim Notları Ekim 2007

WEETMAN, Pauline; **Financial And Management Accounting**, Third Edition, Prentic-Hall, 2003

YAZICI, Kuddusi, **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, DPT, Uzmanlık Tezi, Ankara, 1997

YOUNG, David; Economic Value Added; A. **Primer for European Managers**, **European Management Journal**, Vol; 15, NO;4, August 1997

TEZ KAYNAKLARI:

ALPMAN, Gökhan; **“Değerleme Teorisi, Şirket Değerleme ve Bir Değerleme Uygulaması”**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2003

BÜYÜKBİNGÖL, Burcu; **“Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması”**, (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul 2003

ÇAĞATAY SERBEST, **“Firmada değer yaratan unsurlar ve indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile firma değerlemesi uygulaması”**, yayınlanmış yüksek lisans tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, 2007

SEVİNÇ, Ahmet, **Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tez, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Estitüsü, 2005

KARAVARDAR, Alper; **“Şirket Değerlemesi ve Bir Uygulama”**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı işletme Bilim Dalı, İstanbul 2003

KONUK, Hayrettin, Şirket Değerleme Yöntemleri ve Reel Opsiyonlar Yaklaşımı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 2006

YILMAZ, Ferimah Yusufi; “ Firma Değerleme ”, (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi), Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Yönetimi Programı, İstanbul 2002

İNTERNET KAYNAKLARI

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

<http://eisemp8.inonu.edu.tr/bildiri-pdf/Baldemir-Suslu.pdf> 02.03.2011

<http://analiz.ibsyazilim.com> 20.09.2007

http://www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci_okulu 22.09.2007

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

<http://analizteknik.blogspot.com.tr/p/dow-teorisi.html> 06.02.2015

(<https://eksisozluk.com/serefiye--174192>) 09.02.2015

<http://www.muhasabedersleri.com/ekonomi/enflasyon.html> 09.02.2015

<http://www.muhasabedersleri.com/ekonomi/rant-faiz-ucret-kar.html> 09.02.2015

<http://www.bigpara.com/borsa/hisse-detaybilgileri/SELGD> 09.02.2015

www.hazine.gov.tr 20.02.2015

<http://www.gidahatti.com/>(18.01.2014

<http://www.zmo.org.tr/> 23.07.2013

[http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/\(17.07.2013](http://www.sabah.com.tr/Ekonomi/(17.07.2013)

[http://www.zaman.com.tr/ekonomi_turkiyede-gida-urunleri\(12.12.2013\)](http://www.zaman.com.tr/ekonomi_turkiyede-gida-urunleri(12.12.2013))

[http://www.trademaster.com.tr/piyasalar/haberduyurular\(28.02.2014\)](http://www.trademaster.com.tr/piyasalar/haberduyurular(28.02.2014))

http://www.isyatirim.com.tr/C_LT_companycard.aspx?stock=SELGD 09.02.2015

<http://www.selcukfood.com/>

<http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv>

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler>



ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Mehmet ÇALI
Doğum Yeri ve Tarihi : Şanlıurfa / 11.01.1987
Medeni Hali : Bekar
İletişim Bilgileri : memet_cali@hotmail.com
05322351876 (GSM)

EĞİTİM

2005 – 2009 Niğde Üniversitesi İşletme Bölümü
2012 – 2015 Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Programı

İŞ DENEYİMİ

2011 – Gümrük ve Ticaret Bakanlığında Gümrük Muayene Memuru
2008 – 2011 Gıda Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı Mersin İl Müdürlüğüne bağlı Mezitli Gıda Tarım ve Hayvancılık İlçe Müdürlüğünde Memur

YABANCI DİL

İngilizce