

**FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE MUHASEBENİN ROLÜ,  
FİNANSAL ORANLAR İLE FİRMA DEĞERLEME  
YÖNTEMLERİNİN İLİŞKİSİ VE ISPARTA  
GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
(GÖLTAŞ ) İÇİN BİR  
UYGULAMA  
Ezgi MERKİT  
Yüksek Lisans Tezi  
Anadolu Üniversitesi, 2004**

**FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE MUHASEBENİN ROLÜ, FİNANSAL ORANLAR  
İLE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN İLİŞKİSİ VE ISPARTA GÖLLER  
BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş. (GÖLTAŞ ) İÇİN BİR  
UYGULAMA**

**Ezgi MERKİT**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**İşletme Anabilim Dalı**  
**Danışman: Doç.Dr.Saime ÖNCE**

**Eskişehir**  
**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**Şubat 2004**

## YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

FİRMA DEĞERİNİN TESPİTİNDE MUHASEBENİN ROLÜ, FİNANSAL ORANLAR İLE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN İLİŞKİSİ VE ISPARTA GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş. (GÖLTAŞ ) İÇİN BİR UYGULAMA

Ezgi MERKİT

İşletme Ana Bilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şubat 2004

Danışman: Doç.Dr.Saime ÖNCE

Firma değerinin tespitinde amaç, faaliyeti devam eden bir firmanın sahip olduğu gerçek değeri ortaya çıkarmaktır. Firmanın çevreyle ilişkileri, şöhreti, ürettiği ürünlerin niteliği, sosyal ve ekonomik faktörlerin firmaya sağladığı yararlar, müşteriler ve rakip firmaların durumu gibi konular değer tespitinde dikkate alınması gereken unsurlardır.

Firma yöneticileri, firma ortakları, borç verenler, potansiyel yatırımcılar, kamu ve yarı kamu kurumları firma değerlemesiyle doğrudan ilgilidirler.

Firmaların işleyişiyle ilgili olarak ülkemizde mevcut yasal düzenlemeler, Vergi Usul Yasası, Türk Ticaret Yasası, Kurumlar Vergisi Yasası ve Sermaye Piyasası Yasası ile bu yasaların verdiği yetki uyarınca, ilgili kurumlar tarafından yayımlanan Genel Tebliğlerle yapılmaktadır.

Firma değerinin tespitinde, temel analizler ve/veya teknik analizlerden hareket edilerek sonuca varılmaktadır. Çalışmamızın esasını oluşturan temel analiz, üç esaslı faktörden meydana gelmektedir. Bunlar;

- Ekonomik faktörler,
- Endüstriyel faktörler,

- Firma ile ilgili faktörler olarak sıralanabilir.

Firma değerinin tespitinde kullanılan yöntemler ise üç başlık altında toplanmaktadır:

-Maliyet yaklaşımını temel alan yöntemler,

-Gelir yaklaşımını temel alan yöntemler,

-Piyasa yaklaşımını temel alan yöntemler.

Firma değerinin tespitinde kullanılacak yöntemlerde, geçmişe ilişkin veriler ve geleceğe ilişkin öngörüler yanında, bazı finansal oranlardan da yararlanır. Firma değerinin tespitinde yararlanılabilecek finansal oranlar; likidite durumunu analiz eden oranlar, mali yapı analizinde kullanılan oranlar, çalışma durumunu analiz eden oranlar ve karlılık oranları şeklinde gruplanabilir.

Firmanın bir veya daha fazla dönemine ait mali tablolarında yer alan bilgiler esas alınarak hesaplanan finansal oranlar; firmanın bir bütün olarak incelenmesi, yorumlanması ve değerlendirilmesini sağlar. Bu açıdan bakıldığında finansal oranlar ile firma değerlendirme yöntemleri arasında kaçınılmaz bir ilişki söz konusudur. Dolayısıyla, değerlendirme yöntemleri uygulanırken, finansal oranlar vasıtasıyla firmanın geçmişteki durumu hakkında elde edilen veriler kullanılmak suretiyle bugün ve geleceğe yönelik tahminler yapılır.

Çalışmamızın dördüncü bölümünde yer alan örnek firmamızda bu uygulamalara yer verilmiş ve bu ilişki ortaya konulmaya çalışılmıştır.

## ABSTRACT

THE ROLE OF ACCOUNTING TO DETERMINE THE FIRM VALUE, THE RELATIONS BETWEEN FIRM VALUE AND FINANCIAL RATIOS AND AN APPLICATION FOR THE ISPARTA GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.

Miss Ezgi Merkit

Management Science Faculty

Anadolu University Social Science Institute, February 2004

Advisor : Doç.Dr. Saime ÖNCE

We will make clear the real value of the company which contrower to its activitres in order to determine teh firm value. We have to be aware of relations with business environment seputation of firm, quality of products, benet its that can be taken by the firm from the social and economic factors conditrons of competitors and customers when we make decision about the firm value.

Manager of firm, shareholders, creditors, potential investors, public and semi public institutions are directly intrested in firm valuation.

Current legistlative rules are about actrurtres of business companies are Turkish Commencial Law, Tax Procedure Law, Corporatron Tax Law and Capital Market Law.

If we achieving the real value of companies, there is some main tehnicos and analysis.

We can seperate these technics three parts ;

- Economical factors
- Industrial factors
- Company or firms' factors

Fundamental financial analysis and/or technical analysis can be used to determine the firm value. We can classify the methods that are used in order to determine the firm value;

- Cost based methods,
- Income based methods,
- Market based methods.

We can use some financial ratios in addition to historical data and prediction of future when we use evaluation methods. We can classify the financial ratios that can be used in the evaluation of firm as a liquidity ratios, financial leverage ratios activity ratios and profitability ratios.

Financial ratios that can be calculated by using the one period or more than period's financial statements of the firm will help to analyse, interpret and evaluate of the firm. From this point of view, we can see the strong relations with financial ratios and firm valuation methods. There fore when we apply the valuation methods we should use information about historical condition of company that can by financial ratios in order to see the current situation and predict future ropect of company.

In the fourth point of our study we apply this subjects to our case study we tired to examine relations between firm valuation methods and financial ratios.

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Ezgi MERKİT'in "Firma Değerinin Tespitinde Muhasebenin Rolü, Finansal Oranlar İle Firma Değerleme Yöntemlerinin İlişkisi ve Isparta Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Göлтаş) İçin Bir Uygulama" başlıklı tezi 29 Mart 2004 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Muhasebe) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Doç.Dr.Saime ÖNCE

Üye : Prof.Dr.Ferruh ÇÖMLEKÇİ

Üye : Prof.Dr.İlyas ŐIKLAR

Prof. Dr. Nurihan AYDIN  
Anadolus Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



## İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	ii
ABSTRACT .....	iv
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI .....	vi
ÖZGEÇMİŞ .....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xv
TABLOLAR LİSTESİ .....	xvi
KISALTMALAR LİSTESİ .....	xvii
GİRİŞ .....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GENEL OLARAK FİRMA DEĞERİ

<b>1. FİRMA DEĞERİ KAVRAMI VE İLGİLİ TEMELLER .....</b>	<b>3</b>
<b>1.1. Finansal Amaç ve Firma Değeri Tanımı .....</b>	<b>3</b>
<b>1.2. Firma Değerinin Tespit Edilmesinin Önemi .....</b>	<b>10</b>
<b>1.2.1. Firma Değerinin Yönetim Açısından Önemi .....</b>	<b>10</b>
<b>1.2.2. Firma Değerinin Ortaklar Açısından Önemi .....</b>	<b>10</b>
<b>1.2.3. Firma Değerinin Borç Verenler Açısından Önemi .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2.4. Firma Değerinin Potansiyel Yatırımcılar Açısından Önemi .....</b>	<b>11</b>
<b>1.2.5. Firma Değerinin Kamu ve Yarı Kamu Kuruluşları Açısından             Önemi .....</b>	<b>12</b>
<b>1.3. Firma Değeri İle İlgili Yasal Düzenlemeler.....</b>	<b>12</b>
<b>1.3.1. Avrupa Topluluğu Ülkelerinde Firma Değeri Düzenlemeleri .....</b>	<b>12</b>
<b>1.3.1.1. Dördüncü Yönerge İçinde Yer Alan Firma Değerine                 İlişkin Düzenlemeler .....</b>	<b>13</b>
<b>1.3.1.2. Yedinci Yönerge İçinde Yer Alan Firma Değerine                 İlişkin Düzenlemeler .....</b>	<b>13</b>
<b>1.3.1.3. Sekizinci Yönerge İçinde Yer Alan Firma Değerine                 İlişkin Düzenlemeler .....</b>	<b>16</b>



1.3.2. Türkiye’de Firma Değeri Dzenlemeleri .....	16
1.4. Firma Değerinin Özellikleri .....	18
1.5. Değerlemeye İhtiyaç Duyulmasının Nedenleri .....	19
<b>2. FİRMA DEğERİNİN BELİRLENMESİNDE ROL OYNAYAN</b>	
<b>FAKTÖRLER .....</b>	<b>21</b>
<b>2.1. Firma Değerinin Belirlenmesinde Ekonomik Faktörler .....</b>	<b>21</b>
<b>2.1.1. Ekonomik Analizin Temel Göstergeleri .....</b>	<b>22</b>
2.1.1.1. Global Ekonomi .....	22
2.1.1.2. Ulusal Ekonomi .....	24
2.1.1.2.1. Gayri Safi Milli Hasıla .....	24
2.1.1.2.2. İstihdam .....	25
2.1.1.2.3. Enflasyon .....	26
2.1.1.2.4. Faiz Oranı .....	27
2.1.1.2.5. Bütçe Açığı .....	27
2.1.1.2.6. Döviz Kuru ve Döviz Rezervleri .....	27
2.1.1.2.7. Yabancı Sermaye .....	28
2.1.1.2.8. Özelleştirme .....	28
2.1.1.3. Diğer Göstergeler ve Raporlar .....	29
2.1.2. Ekonomik Faaliyet Göstergeleri .....	30
<b>2.2. Firma Değerinin Belirlenmesinde Endüstriyel Faktörler .....</b>	<b>33</b>
2.2.1. Endüstriyel Faktörler ve İşlevleri .....	33
2.2.2. Sektör Analiz Planı .....	39

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE FİRMA İLE İLGİLİ FAKTÖRLER VE FİNANSAL ORANLAR

<b>1. FİRMA İLE İLGİLİ FAKTÖRLER .....</b>	<b>43</b>
<b>2. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNE İLİŞKİN DEĞER YARATAN UNSURLAR .....</b>	<b>49</b>
<b>2.1. Firma İçi Unsurlar .....</b>	<b>49</b>
<b>2.1.1. Yönetim Süreci İle İlgili Unsurlar .....</b>	<b>50</b>
<b>2.1.1.1. Strateji Geliştirme .....</b>	<b>50</b>
<b>2.1.1.2. Hedef Belirleme .....</b>	<b>51</b>
<b>2.1.1.3. Uygulama Planları ve Bütçe .....</b>	<b>51</b>
<b>2.1.1.4. Performans Ölçümü ve Teşvik Sistemleri .....</b>	<b>52</b>
<b>2.1.2. Temel Finansal Uygulamalar .....</b>	<b>53</b>
<b>2.2. Firma Dışı Unsurlar .....</b>	<b>55</b>
<b>3. FİRMA ANALİZİNE İLİŞKİN HESAPLANACAK FİNANSAL ORANLAR .....</b>	<b>57</b>
<b>3.1. Finansal Oranların Firma Değerinin Belirlenmesindeki Etkisi .....</b>	<b>58</b>
<b>3.2. Likidite Durumunun Analizinde Kullanılan Oranlar .....</b>	<b>60</b>
<b>3.2.1. Cari Oran .....</b>	<b>60</b>
<b>3.2.2. Asit-Test Oranı .....</b>	<b>61</b>
<b>3.2.3. Nakit Oranı .....</b>	<b>62</b>
<b>3.3. Mali Yapı Analizinde Kullanılan Oranlar .....</b>	<b>62</b>
<b>3.3.1. Borçların Aktif Toplamına Oranı .....</b>	<b>63</b>
<b>3.3.2. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı .....</b>	<b>64</b>
<b>3.3.3. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı .....</b>	<b>64</b>
<b>3.3.4. Maddi Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı .....</b>	<b>65</b>
<b>3.4. Çalışma Durumunun Analizinde Kullanılan Oranlar .....</b>	<b>65</b>
<b>3.4.1. Stok Devir Hızı Oranı .....</b>	<b>66</b>
<b>3.4.2. Alacakların Devir Hızı Oranı .....</b>	<b>66</b>
<b>3.4.3. Toplam Aktifler Devir Hızı Oranı .....</b>	<b>67</b>

3.4.4. Özsermaye Devir Hızı Oranı .....	68
3.5. Karlılık Oranları .....	69
3.5.1. Kar ile Satışlar Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar .....	70
3.5.1.1. Brüt Satış Karı / Net Satışlar Oranı .....	70
3.5.1.2. Faaliyet Karı / Net Satışlar Oranı .....	71
3.5.1.3. Olağan Kar / Net Satışlar Oranı .....	72
3.5.1.4. Dönem Karı / Net Satışlar Oranı .....	73
3.5.1.5. Net Kar / Net Satışlar Oranı .....	73
3.5.1.6. Faaliyet Giderleri / Net Satışlar Oranı .....	74
3.5.2. Kar ile Sermaye Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar .....	74
3.5.2.1. Net Kar / Öz Kaynak Oranı .....	74
3.5.2.2. Vergi ve Faiz Giderlerinden Önceki Karın Kaynaklar Toplamına Oranı .....	75
3.5.2.3. Net Karın Toplam Varlıklara Oranı .....	76
3.5.2.4. Zararlılık Oranı .....	77
3.5.3. Diğer Karlılık Oranları .....	77
3.5.4. Ortaklara Yeterli Bir Kar Payı Sağlanıp Sağlanmadığının Saptanmasında Kullanılan Oranlar .....	77
3.5.4.1. Pay Başına Düşen Kar Oranı .....	78
3.5.4.2. Fiyat – Kazanç Oranı (Gelir – Fiyat Oranı) .....	78
3.5.4.3. Hisse Senetlerinin Plasman Oranı .....	79
3.5.4.4. Hisse Senetlerinin Nazari Değer Oranı .....	79
3.5.4.5. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı .....	80
<b>4. FİRMADA DEĞER YARATAN UNSURLAR VE FİNANSAL ORANLAR (DU PONT ANALİZİ) ARASINDAKİ İLİŞKİLER .....</b>	<b>80</b>

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

<b>1. FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ</b> .....	<b>88</b>
<b>1.1. Maliyet Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler</b> .....	<b>88</b>
1.1.1. Muhasebe veya Defter Değeri .....	89
1.1.2. Yerine Koyma Değeri .....	90
1.1.3. Likiditasyon (Tasfiye) Değeri .....	91
1.1.4. Net Aktif Değeri .....	92
<b>1.2. Gelir Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler</b> .....	<b>93</b>
1.2.1. Gelecek Yıllar Karlarının Bugünkü Değeri Yöntemi .....	94
1.2.1.1. İskonto Oranı .....	95
1.2.1.2. Gelecek Yıl Karlarının Tahmini .....	96
1.2.1.3. Gelecek Yıl Karlarının Bugünkü Değeri .....	98
1.2.2. Gelecek Yıllar Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri .....	98
1.2.2.1. Özkaynağa Ait Serbest Nakit Akımları .....	99
1.2.2.2. Firmaya Ait Serbest Nakit Akımları .....	99
1.2.2.3. Ekonomik Kar Modeli .....	100
<b>1.3. Piyasa Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler</b> .....	<b>101</b>
1.3.1. Fiyat/Kazanç Katsayıları .....	102
1.3.2. Fiyat/Defter Değeri Katsayısı .....	103
1.3.3. Fiyat/Satış Katsayısı .....	105
1.3.4. Diğer Katsayılar .....	106
<b>2. FİRMA DEĞERİ YÖNTEMLERİNİN ANALİZİ</b> .....	<b>107</b>

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN GÖLTAŞ ÇİMENTO A.Ş. ÜZERİNDE UYGULANMASI

<b>1. 2002 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİNE VE TÜRKİYE'DEKİ ÇİMENTO SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ .....</b>	<b>111</b>
<b>1.1. 2002 Yılı Türkiye Ekonomisine Genel Bakış .....</b>	<b>111</b>
<b>1.2. Türkiye'deki Çimento Sektörüne Genel Bakış .....</b>	<b>116</b>
<b>2. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş. (GÖLTAŞ) FİRMASINA İLİŞKİN BİLGİLER .....</b>	<b>117</b>
<b>2.1. Firmanın Kuruluşuna Ait Bilgiler .....</b>	<b>117</b>
<b>2.2. Firmanın Sermayesi ve Ortakları .....</b>	<b>118</b>
<b>2.3. Firmanın Organizasyonu, Yönetimi ve İşgücü Potansiyeli .....</b>	<b>118</b>
<b>2.4. Firmanın Teknik Özellikleri .....</b>	<b>120</b>
<b>2.4.1. Üretilen Ürünlerin Tanımı .....</b>	<b>120</b>
<b>2.4.2. Firmanın Kuruluş Yeri .....</b>	<b>120</b>
<b>2.4.3. Yapılan Üretimin Aşamaları .....</b>	<b>121</b>
<b>2.4.4. Firmanın Üretim Kapasitesi .....</b>	<b>122</b>
<b>2.4.5. Firmanın Kalite Kontrol Uygulaması .....</b>	<b>122</b>
<b>2.4.6. Firmanın Sahip Olduğu Ekipman ve Makineler .....</b>	<b>123</b>
<b>2.4.7. Üretimde Kullanılan Ham ve Yardımcı Maddeler ve             Bunların Temin Edildiği Yerler .....</b>	<b>125</b>
<b>2.4.8. Firmanın Devam Etmekte Olan ve Yapmayı Düşündüğü             Yatırım Programları .....</b>	<b>126</b>
<b>3. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.'NE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN UYGULANMASI .....</b>	<b>127</b>
<b>3.1. Göltaş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ne İlişkin         Finansal Oranların Yorumlanması .....</b>	<b>127</b>
<b>3.2. Göltaş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. İçin Uygulanan         Fiyat Katsayıları Yönteminde İzlenen Aşamalar .....</b>	<b>129</b>

**3.3. Göltaş Göller Bölgesi imento Sanayi ve Ticaret A.ř. İçin Uygulanan**

<b>Nakit Akımları Yönteminde İzlener Aşamalar .....</b>	<b>130</b>
<b>SONUÇ .....</b>	<b>139</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>144</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>176</b>

**ŞEKİLLER LİSTESİ**

Şekil 1. Firma Kararlarının ve Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi .....	9
Şekil 2. Sektör Analiz Planı .....	42
Şekil 3. ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi) .....	82
Şekil 4. Du Pont Mali Kontrol Sistemi .....	83

**TABLolar LİSTESİ**

Tablo 1. Çeşitli Dönemlerde Firmalara İlişkin Bazı Göstergeler .....	48
Tablo 2. Bireysel Yatırımcıların Yıllık Raporlarda Yatırım Kararlarıyla Özellikle İlgili Buldukları Bilgi Kalemleri .....	107
Tablo 3. Kurumsal Yatırımcıların Yıllık Raporlarda Yatırım Kararlarıyla Özellikle İlgili Buldukları Bilgi Kalemleri .....	108
Tablo 4. Göltaş A.Ş. Ortaklar ve Sermaye Payları .....	118



## KISALTMALAR LİSTESİ

Avrupa Topluluğu .....	AT
Türk Ticaret Kanunu .....	TTK
Kurumlar Vergisi Kanunu .....	KVK
Kamu İktisadi Teşebbüsü .....	KİT
Devlet Planlama Teşkilatı .....	DPT
Piyasa Değeri / Defter Değeri .....	PD/DD
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası .....	İMKB
Gayri Safi Milli Hasıla .....	GSMH
Yatırılan Sermayenin Getirisi .....	ROIC
Ortalama Sermaye Maliyeti .....	WACC
Net Faaliyet Karı .....	NOPLAT
Özkaynağa Ait Serbest Nakit Akımı .....	FCFE
Firmaya Ait Serbest Nakit Akımı .....	FCFF
Fiyat / Defter Değeri .....	F/DD
Fiyat / Kazanç .....	F/K
Fiyat / Satış .....	F/S
Devlet İstatistik Enstitüsü .....	DİE
Uluslararası Para Fonu .....	IMF
Türk Lirası .....	TL

## GİRİŞ

Uluslararası piyasalarda yer alan firmalara bakıldığında zaman zaman ortaya çıkabilen ekonomik krizlere rağmen gelişmiş ülkelerdeki firmaların bu durumdan çok fazla etkilenmedikleri gerekli değerlendirme ve analizleri yaptıkları için kısa zamanda normal piyasa koşullarına dönebildikleri bilinmektedir. Ülkemiz ekonomisinin koşulları düşünüldüğünde ortaya çıkan ekonomik krizlerden çok fazla etkilenen firma olduğu hatta çoğunun birkaç yılını dolduramadan iflasın eşiğine geldikleri görülmüştür.

Halka açık şirketlerin günden güne artış göstermesi, buna karşılık yapılması gerekli olan değerlendirme ve analizlerin bilinçsiz ve yetersiz olması, yatırımcı ve/veya kredi verenlerin yanlış tercihlerde bulunmasına; bu ise, kaynakların doğru olmayan yatırımlara akmasına neden olmaktadır.

Yatırımcı ve kreditorlerin aynı zamanda firma yönetim ve ortaklarının olumsuz bir durumla karşı karşıya kalmamaları için, firma ile ilgili olarak likidite, büyüme, getiri, rakip firmalarla durum, firmanın ekonomideki ve sektördeki yeri gibi konularda değerlendirme uygulamalarının yapılması doğru olacaktır. Firmanın bugün ve gelecekteki kazancının ne yönde olacağı, faaliyetleri sonucunda elde ettiği karı, sermaye yapısı, kaynaklarını nasıl ve nerelerden elde ettiği bilinmelidir. Bunun için de firmanın ekonomik, sektörel ve firma ile ilgili olan özelliklerinin yani temel analizi oluşturan unsurların değerlendirilmesi, finansal oranların incelemeye alınması ve firma değerlendirme yöntemlerinin uygulanması gerekmektedir.

Çalışmamızın birinci bölümünde firma değerlemesi genel olarak ele alınmıştır. Söz konusu kavrama ilişkin tanımlar yapılmış, firma içi - firma dışı ilgi grupları için taşıdığı önem, oluşumunu etkileyen faktörler, temel özellikleri, ulusal ve uluslararası yasal düzenlemeler ile temel analizi oluşturan unsurlardan ekonomik ve sektörel analize yer verilmiştir.

İkinci bölümde; firmanın özellikleri, değer yaratan firma içi ve firma dışı unsurlar, finansal oranlar, bu oranların firma değerine etkisi, finansal oranlar ile değer yaratan unsurların birbirleriyle olan ilişkisi ortaya konulmuştur.

Üçüncü bölümde, firma değerlemesinde kullanılan değerlendirme yöntemlerinden maliyet yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı yöntemleri hakkında bilgi verilmiş; kullanım amaçları, uygulama şekilleri ve etkileri üzerinde durulmuştur.

Dördüncü ve son bölümde ise, anlatılan bu bilgiler ışığında Isparta Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Göлтаş) firmasında, değerlendirme yöntemlerinin uygulamasına ve firma üzerinde yarattığı etkilere yer verilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### GENEL OLARAK FİRMA DEĞERİ

#### 1. FİRMA DEĞERİ KAVRAMI VE İLGİLİ TEMELLER

##### 1.1. Finansal Amaç ve Firma Değeri Tanımı

Dünyadaki gelişmelere paralel olarak her alanda olduğu gibi finans sektöründe de değişimler yaşanmış ve yaşanmaya devam etmektedir. 1950'lere kadar finans yöneticisinin görevi, muhasebe kayıtlarını tutmak, belirli dönem sonlarında finansal raporlar hazırlamak ve firmanın gereksinme duyduğu fonları sağlamak olduğu halde; günümüzde finans fonksiyonu bir firmanın genel yönetimi içerisinde gittikçe artan bir önem kazanmaktadır.<sup>1</sup> Finans yöneticisi, sorumlulukları doğrultusunda firma içinde finansal politikalar hazırlar, bu politikalara uygun strateji ve planlar geliştirir bunların uygulamasını gerçekleştirir ve bu uygulamaların sonuçlarını denetler.

Finans yöneticisi görevini yerine getirirken belirli bir finansal amacı gerçekleştirme düşüncesiyle hareket etmelidir. Bu amaç, firmaya ait piyasa değerini (anonim şirketler için hisse senetlerinin piyasa değerini) en yükseğe çıkarma şeklindedir. Bu noktada dikkat edilmesi gereken; piyasa değerinin en yükseğe çıkarılmasıyla kısa süre içerisinde karı arttırma veya sermaye şirketlerinde pay başına geliri en yüksek düzeye çıkarma amaçlarının birbirlerinden farklı olduğudur. Karı ve pay başına düşen geliri artırma yöntemlerinde eksik kalan yönler bulunmaktadır. Bu yöntemler, firmanın yıllar içerisinde elde edeceği gelirlerdeki değişimleri dikkate almamakta ve meydana gelecek risk ve belirsizliklere önem vermemektedirler. Firmalar; satışlarda dalgalanma, hammadde fiyatlarının yükseliş gösterme olasılığı, endüstriyel (işçi-işveren) ilişkiler, sermaye yapıları (borç/öz sermaye oranları), üretilen mal veya hizmetin modasının geçme olasılığı, pazardaki rekabet koşulları, yönetim kadrosunun yetenekleri, likit

<sup>1</sup> Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, (Yedinci Basım, İstanbul, Avcıol Basım-Yayın, 1998), s.1.

fonların yeterliliği, teknolojik üstünlük, tekelci güç veren patent haklarının varlığı, hammadde kaynakları veya dağıtım kanallarını denetim altında bulundurma gibi yönlerden farklar gösterebilirler.<sup>2</sup> Firmalar, aynı karı elde etseler dahi içinde buldukları risk ve belirsizlik durumları nedeniyle farklı piyasa değerlerine sahip olabilirler.

Değer; herhangi bir nesnenin sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, herhangi bir varlığın başka birine verildiğinde karşılığında alınabilecek nesne miktarı olarak tanımlanmaktadır.<sup>3</sup> Başka bir ifadeyle değer, belli bir malın, fikir veya hizmetin taşıdığı yararlı vasıftır. Değer kavramı iktisatta genellikle mübadele değerini ifade etmektedir. Bir malın mübadele değeri, söz konusu maldan bir birim elde etmek için gerekli olan diğer mal veya para birimidir. Değer, malın arzu edilebilirliği ve kıtlık derecesi olmak üzere iki faktöre bağlıdır. Bir mal arzu edildiği takdirde bir değeri vardır. Mal bollaşıkça veya arzu edilebilirliği azaldıkça değeri düşecektir. Bu nedenle, kıtlık derecesi değeri etkileyen önemli bir faktördür. Örneğin, bir mal hem arzu edilir hem de kıt ise, bu mal yüksek mübadele değerine sahip olacaktır.<sup>4</sup>

Bir varlığın “değer”inin tespit edilmesi ise değerlendirme faaliyetlerini oluşturur. Değerleme, “para dışındaki iktisadi varlıkların değerinin para olarak belirlenmesi, bir işletmenin bina, arsa, makine - teçhizat, mal stoku v.s. şeklindeki toplam aktiflerinin değerinin takdir ve tahmini” şeklinde tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle değerlendirme, bir malın, fikrin veya hizmetin kendinden bekleneni sağlama derecesini araştırmak, bir şeyin kıymetini belirlemek amacıyla, söz konusu nesnenin özellikleri hakkında bir görüş bildirmektir. Bir şey; cazibesi, kalitesi, biçimi, hacmi, ağırlığı veya rengine göre değerlendirilebilir ve bu değer zaman içinde değişen bir özelliğe sahiptir. Değerin objektif ve subjektif iki yönü bulunmaktadır. Subjektif değer, kişilere ve arzulara göre belirlenen değerdir. Örneğin, yatırımcının piyasada tekel olmak için rakip firmaya normalin üzerinde değer biçmesi subjektif bir karardır. Objektif değer ise, mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerdir.<sup>5</sup>

<sup>2</sup>Akgüç, a.g.e., s.2.

<sup>3</sup> Hafize Meder, *Firma Değeri ve Denizli’de İki Firma Üzerinde Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000), s.36

<sup>4</sup> www.idari.cu.edu.tr

<sup>5</sup> www.idari.cu.edu.tr

Düzenli bir biçimde yapıldığında değeri tanımlama süreci yöneticilere üç yönden yardımcı olabilir. İlk olarak hem birim yöneticilerinin hem de elemanların işte değerini nasıl oluşturduğuna ve nasıl en yüksek noktaya ulaştığını anlamalarına yardım edebilir. İkincisi bu değere yol açan unsurlara nasıl öncelik verileceğini ve böylece kaynakların nerede kullanılması (veya değiştirilmesi) gerektiğine karar vermeye yardımcı olur. Üçüncüsü iş birim yöneticilerini ve elemanlarını en temel ve ortak önceliklerini anlamalarına yardımcı olabilir.<sup>6</sup>

Burada kullanılacak değer oluşturan unsurlar terimi bir işle ilgili olan üretim etkinliği ve müşteri memnuniyeti gibi sonuçlarda etkisi olan bir performans değişkenliğidir. Değer oluşumuna katkıda bulunan faktörler ana performans belirleyicileri olarak adlandırılır. Bu tarz ölçüler kapasite kullanımı veya müşteri memnuniyeti olabilir. Performans belirleyiciler, hem hedef belirlemede hem de performans ölçümlerinde kullanılır. Değere yol açan unsurlar üç temel nokta etrafında toplanır:<sup>7</sup>

- Değeri oluşturan unsurlar, hissedar değer oluşumunun temel hedefleriyle bağlantılı olmalıdır. Bu durumun iki yararı vardır; birincisi, firmanın farklı seviyelerini tek bir hedefte birleştirecek şekilde sıralanmasını sağlar. İkincisi ise, yönetimin kısa ve uzun dönem hedeflerinde çeşitli değer unsurlarının amaçlara göre dengelenmesini ve önceliklendirilmesini sağlar.
- Değeri oluşturan unsurlar, hem finansal hem de işlevsel performans belirleyicileri ile hedeflenip ölçülmelidir. Firmalar değer yaratan unsurları yatırılmış sermayenin getirisini finansal ölçüm unsurlarına ayırarak ele alırlar. Bu düşünce iyi bir başlangıç sayılsa da yine de kendi başına değer yaratan unsurların tam olarak anlaşılmasını sağlamaz. Yönetim hiçbir şekilde finansal oranları direkt olarak etkileyemez, bunu sadece faaliyet faktörlerini etkileyerek yapabilir. Faaliyetler ile ilgili rakamlar yol gösterici göstergeler oldukları için yararlıdır. Kendi başına finansal oranlar yöneticileri karşılaştıkları problemler konusunda uyarmakta başarısız olabilirler. Örneğin, bir birimin getirisini oranı

<sup>6</sup> Tom Copeland – Tim Koller – Jack Murrin, **Valuation Measuring And Managing The Value Of Companies**, (Third Edition, USA, 2000), s.97.

<sup>7</sup> Copeland – Koller – Murrin, **a.g.e.**, s.97-98-99.

kısa dönemde gelişme sağlayabilir. Çünkü; yönetim grubu, varlıkları geliştirmede veya gerekli yatırımları yapmada başarısız olabilir. Yöneticilerden bakım-onarım harcamaları, makinelerin yenilenmesi veya varlıkları arttırmak ya da değiştirmek gibi kullanımı hazır ölçüleri rapor etmesini istenmesi yatırılmış sermayenin getirisinde iyileşmenin devamlı olmadığını gösterebilir.

- Değer yaratan unsurlar, faaliyetler performansı sağlama kadar uzun dönemli büyümeyi de göz önünde tutmalıdır. Bir çok firma, cari performanslarına odaklanmasına rağmen, başarılı firmalar büyümek için yeni yollar keşfetmelidir. Bu nedenle, değer yaratan unsurların analizleri, yatırılmış sermayenin bugünkü getirisini iyileştirmek kadar sermaye maliyetinden daha fazla getiri elde edecek unsurlara da önem vermelidirler. Bir perakendeci için bu durum, verilen yılda açılacak depo sayılarını ya da tanıtılan yeni ürün kategorilerini ifade edebilir. Ancak bazen artış, yeni depolar gibi kolayca ölçülebilen birimler şeklinde değildir. Bazı durumlarda, en yeni yol proje temelli ölçüleri kullanmaktır. Bir metal şirketinde; artış kaynağı, yönetimin değer yaratan unsurları olarak çalıştığı yeni bir sürecin tanıtımı olmalıdır. Diğer durumlarda kalite ölçülerini kullanmak daha uygundur. Bir tüketici; malları, firmayı, kendi pazar trendlerini, mükemmel - iyi - orta - kötü şeklinde oranlamalıdır.

Değere yol açan unsurları oluşturan süreç üç aşamalıdır:<sup>8</sup>

- *Tanımlama*; birinci aşamada, firmayı oluşturan bölümleri sistematik bir şekilde bağlayan değer şemaları oluşturmaktır. Yaratıcılığı ve mükemmelliği harekete geçirmek için en az üç farklı değer şeması oluşturmak yararlı olacaktır. Yönetim daha sonra bu şemalar arasından firmanın anlayışını yansıtacak bir seçim yapabilir.
- *Önceliklendirme*; yöneticiler birleştirilmiş bir şema üzerinde uzlaşınca sonraki basamakta hangi unsurların değer üzerinde en iyi etkiye sahip olacağına karar vermelidirler.
- *Kurumlaştırma*; değer yaratan unsurların hedeflere ve devam eden bir firmanın performans yönetiminin göstergelerine bağlı olduğuna daha önce değinilmişti.

<sup>8</sup> Copeland – Koller – Murrin, a.g.e., s.99-100.

Bu aşamada, değer yaratan unsurların en yüksek seviyede pazar durumlarını veya firmanın becerilerini etkileyebileceği göz önünde bulundurulursa periyodik olarak gözden geçirimlerinin sağlanması gerekmektedir.

İşletme değerlemesinin amacı, firmanın uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Uygun ve makul piyasa değeri ise; piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım-satım değeridir.<sup>9</sup>

Firma değeri ile ilgili tanımlara bakıldığında farklı tanımlamalar olduğunu ama sonuç itibarıyla aynı noktada birleştiğini görmekteyiz. Bu tanımlamalardan bazılarında burada yer verilecektir.

Firma değeri bir tanıma göre, işletmenin maddi değerlerinin üstünde, onun taşıdığı itibar, nam, şöhret ve piyasadaki kredisi, unvanının ve varlığının oturluğu karşısında meydana çıkan değeri şeklinde açıklanmıştır.<sup>10</sup>

Geniş bir tanımla firma değeri; işletmenin kuruluş yeri seçimindeki uygunluk, ürettiği mal kalitesinin niteliği ve şöhreti, başarılı bir yönetimin bulunması, işçilerle olumlu ilişkiler, müşterilerin güveni ve alışkanlıklarının sürekli olması, yatırımcıların, kredi verenlerin, politikacıların, hükümetle ilgili düzenleyicilerin ve kamu oyunun davranışları gibi sosyal ve ekonomik faktörlerin işletmeye sağladığı yararların para cinsinden ifadesinin yanı sıra işletmenin gelecek kazançlarının bugünkü değerinin normal kazançlardan fazla olmasının taşıdığı değer ve işletmenin toplam satış fiyatının, net varlıkların tek tek satış fiyatları toplamından fazla olması durumudur.<sup>11</sup>

Bu tanımlamaların ışığında firmanın değerlemesinin üç başlık altında toplandığını görmekteyiz. Bunlar;

- Firmaların sahip olduğu sosyal ve ekonomik faktörlerin para ile ifade edilmesi,

<sup>9</sup> www.idari.cu.edu.tr

<sup>10</sup> Ayhan Öney, *İktisadi ve Ticari Terimler Sözlüğü*, (3.Baskı, Ankara, Turhan Kitapevi, 1978),s.100.

<sup>11</sup> Ömer Lalik, *İşletmelerde Firma Değerinin Muhasebe Açısından İncelenmesi*, (Ankara, A.İ.T.İ.A. Yayın No 80, 1975) s.23-24-25.



- Firmanın gelecekte elde edeceği gelirlerinin bugünkü değerlerinin belirlenmesi,
- Firmanın varlıklarının ayrı ayrı değerlemelerinin sonucunda oluşan değer, firmanın bir bütün olarak toplam değeriyle karşılaştırılması.

Bir firmanın değeri, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Finansmana ilişkin kararlar, bir yandan firmanın gelecekteki gelir akışının büyüklüğünü etkilediği gibi diğer yandan firmanın risk derecesini de etkiler.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Akgöç, a.g.e., s.2.

Firma ile ilgili kararların, saptanan politikaların firmanın değerini nasıl etkilediği şematik olarak şöyle gösterilebilir:

### Kararlar

- Firmanın faaliyette bulunacağı ekonominin yapısı

- Firmanın faaliyette bulunacağı endüstri kolu

- Firmanın büyüklüğü

- Firmanın faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin nitelikleri

- Firmanın kullandığı teknoloji

- İşletmelerin kuruluş yeri

- Firmanın sermaye yapısı

- Firmanın likidite durumu

- Firmanın dikey bütünleşme derecesi

**Karlılık**

**Firma Değeri**

**Risk**

Şekil 1. Firma Kararlarının ve Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi

Kaynak: Akgüç, 1998, s.2.

## 1.2. Firma Değerinin Tespit Edilmesinin Önemi

Firma değerinin tespit edilmesi bu konuyla ilgili olan kişi ve kurumlar için çok önemlidir. Bunları aşağıdaki biçimde sıralamak mümkündür.<sup>13</sup>

- Yönetim,
- Ortaklar,
- Borç verenler,
- Potansiyel yatırımcılar,
- Kamu ve yarı kamu kuruluşları.

Az ya da çok firma ile ilgilenilecek olan bu kişi ve kurumların değerlemeden beklemedikleri yarar ve amaçlar farklılık gösterecektir.

### 1.2.1. Firma Değerinin Yönetim Açısından Önemi

Firma yönetimi; borçlarını ödeyebilme yeteneğinde olan, kolayca kredi alabilen, kurumun saygınlığını koruyabilen ve güçlü bir mali bünyeye sahip olan bir firmanın varlığını isterler. Bunların yanı sıra firma çalışanlarının ve ortaklarının, ücret ve kar dağıtımlarının sağlanabilmesi de önemlidir.

Rekabet konusunda üstünlük sağlayabilmek için teknolojik gelişmelere açık, üretim ve satış konularında başarılı, kaliteyi ön planda tutan ve teknik konularda eksiksiz bir firma yaratılması yönetimin tercih edeceği bir firma şeklini oluşturmaktadır.

Yönetim yukarıda kısaca belirtilen açılardan firmanın değeri üzerinde durarak, bir firmanın bu amaçlara uygun olması ölçüsünü arar.

### 1.2.2. Firma Değerinin Ortaklar Açısından Önemi

Ortakların genel istekleri, firmaya yatırmış oldukları tutarların değerinin korunması, pay senetlerinin değerlerinin artması ve yüksek kar payı ödemesi yapılması yönündedir.

---

<sup>13</sup> Oktay Güvemli, Nurgül R. Chambers, Mustafa İme, **Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi, Değerlendirilmesi ve İzlenmesi**, (6. Basım, İstanbul, Avcıol Basım-Yayın, 1997), s.28.

İşletme finansmanında amaç firma değerinin maksimizasyonu ise, o zaman finansal kararlarla, firma stratejisi ve firma değeri arasındaki ilişkilerin açıkça ortaya konması gerekmektedir. Yönetim danışmanlık firmaları, son yıllarda şirketlere firma değerinin nasıl artırılacağı konusunda yöntemler teklif etmeye başlamışlardır. Bu yöntemler ise genellikle firmaların yeniden yapılandırılmalarıyla ilgili olmaktadır.<sup>14</sup>

### **1.2.3. Firma Değerinin Borç Verenler Açısından Önemi**

#### **a. Kısa Süreli Borç Verenler**

Bir yıl içerisinde ödemek üzere firmaya borç veren bankalar, kreditorler, kamu kuruluşları genellikle yatırım tamamlandıktan sonra firmaya finansal destek sağlarlar. Firmanın uygulamış olduğu politikaların yeterli olmasına, verdikleri kaynakların dönen varlıkların finansmanında kullanılmasını isterler. Borcun verilmesi aşamasında riskin en alt seviyede olmasına ve borcun geri ödeme güvencesi altında olmasına özen gösterirler.

#### **b. Orta Süreli Borç Verenler**

Orta süreli banka kredileri, vergi borçları bu grupta yer almaktadır. Firmanın yatırım süreci içerisinde en fazla yararlanacağı kaynakları oluşturmaktadırlar. Özellikle orta süreli kredi veren bankalar firmayı iktisadi, teknik, mali ve istihbarat açısından değerlendirerek, orta sürede borçlanma süresi ana borç ve faizleri ödeme süresi (vade) ve güvencesi hakkında karar vereceklerdir.<sup>15</sup> Bu kaynakları sağlayan kurum ve kuruluşlar verilen borçların zamanında ödenmesine önem verirler.

### **1.2.4. Firma Değerinin Potansiyel Yatırımcılar Açısından Önemi**

Yatırımcılar karar alırken en çok temel ve teknik analiz yöntemlerini kullanırlar. Temel analizcilerin ileri sürdükleri görüş, bir firmanın finansal verileri ile (büyüme beklentisi, risk yapısı, nakit akımları v.b.) firma değeri arasında yakın bir ilişki olduğudur.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> Aykan Üreten, Metin Kamil Ercan, **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, (Birinci Baskı, Ankara, Gazi Kitabevi, 2000), s.6.

<sup>15</sup> Oktay Güvemli, Nurgül R. Chambers, Mustafa İme, **a.g.e.**, s.30

<sup>16</sup> Aykan Üreten, Metin Kamil Ercan, **a.g.e.**, s.8.

Hisse senedi değerlemesinde temel analiz olarak bilinen yaklaşım, hisse senedi fiyatını etkileyen karlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve bunların hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle, hisse senedinin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesine dayanır. Ancak gerçek değer bilindiği veya tahmin edilebildiği takdirde yatırımın zaman bakımından uygunluğu hakkında karar verilebilir.<sup>17</sup>

Teknik analizciler firma değerlemesine çok fazla önem vermezler. Çünkü firmanın geçmişe ait fiyat hareketlerini ve işlem hacimlerini inceleyerek, geleceğe yönelik fiyat hareketlerinin belirli ölçülerle tahmin edilebileceğine inanırlar.

### **1.2.5. Firma Değerinin Kamu ve Yarı Kamu Kuruluşları Açısından Önemi**

Firma, kamu kuruluşlarını birçok açıdan ilgilendirmektedir. Bakanlıklar ve bağlı kuruluşlar, Hazine Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu gibi kuruluşlar; hem ulusal ekonomi içerisinde ve ülkedeki yasalara uygunluğu sağlayacak değerlendirmelerde aracılık görevini yerine getirirken hem de devletin alacağı vergi gelirlerinin artırılması, sermaye piyasasının gelişmesi, küçük paya sahip ortaklıkların korunabilmesi için firmalarla ilgilenmektedirler.

Devlet, firmanın kuruluş yeri, teknoloji, kapasite, sermaye tutarı, ortakların nitelikleri ve pay tutarları, halka açılma, finansman kaynakları ve bu kaynakların bileşimi, ihracat koşulu, döviz tutarı, yatırım tutarı gibi konularda sınırlamalar getirmektedir.<sup>18</sup>

## **1.3. Firma Değeri İle İlgili Yasal Düzenlemeler**

### **1.3.1. Avrupa Topluluğu Ülkelerinde Firma Değeri Düzenlemeleri**

Avrupa Topluluğu (AT)'na üye ülkeler arasında uygulamaların geçerli olması ve birbiriyle uyumlu olabilmesi için yönergeler hazırlanmış ve böylece üye ülkelerin bu yönergeler ile yasaları birbirine yaklaştırılmaya çalışılmıştır.

<sup>17</sup> Aykan Üreten, Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.9.

<sup>18</sup> Oktay Güvenli, Nurgül R. Chambers, Mustafa İme, a.g.e., s.33.

Avrupa Topluluğu'nda yer alan ülkelerin ortak bir yaşama geçirdikleri Dördüncü, Yedinci ve Sekizinci Yönergeler muhasebe uygulamaları ile ilgilidir.

### **1.3.1.1. Dördüncü Yönerge İçinde Yer Alan Firma Değerine İlişkin Düzenlemeler**

Dördüncü Yönerge; 25 Temmuz 1978 tarihli, Avrupa Topluluğu'na ilişkin antlaşmanın 54 (3) (g) maddesine göre ortaya konmuş olup, ortaklıklara ilişkin mali tabloların yapısı ve düzenlemesine ilişkin esas ve ilkeleri kapsar.

Bu yönergenin 34. Maddesinin 2. paragrafi üye devletlerin şerefiye hakkı ile ilgilidir. Buna göre firma değerinin itfa süresinin en fazla 5 yıl olması hükmü geçerli olmuştur. Ancak, yine bu madde üye devletlerin şerefiyenin 5 yıldan daha uzun bir sürede amorti edilmesine izin vermesi durumunda sürenin uzatılmasına olanak tanımıştır. Bu süre varlıkların ekonomik kullanım süresini aşmamalı ve yapılan uygulama nedenleriyle birlikte dipnot tablo ve eklerinde açıklanmalıdır.

### **1.3.1.2. Yedinci Yönerge İçinde Yer Alan Firma Değerine İlişkin Düzenlemeler**

Yedinci Yönerge, 13 Temmuz 1983 tarihinde Avrupa Topluluğu'na ilişkin antlaşmanın 54 (3) (9) maddesine göre yürürlüğe konmuş olup, ortaklıklara ilişkin konsolide mali tabloların yapısı ve düzenlemesine ilişkin esas ve ilkeleri kapsar.

Konsolide mali tablolara ilişkin mevzuatın uyumlaştırılmasındaki amaç; ortaklıkların sermayesine iştirak edenlerin çıkarlarını korumaktır. Bunun sağlanması içinde, topluluğa ait ortaklıkların konsolide mali tablolarının düzenlenme ilkelerinin belirlenmesi gerekir. Topluluğa dahil ortaklık ana kuruluş ise; tüm bilgilerin elde edilebilmesi bakımından ortaklıklar içinde konsolide mali tablolar düzenlemesi gerekir.

Yedinci yönergede firma değeri ile ilgili düzenlemeler; 19, 30, 31 ve 39. maddelerde yer almaktadır.

Yedinci yönergenin 19. maddesine göre;

- 1- Konsolidasyona alınan ortaklıkların sermayesindeki hisse ve payların defter değeri, konsolidasyona alınan ortaklığın öz sermayesine isabet eden tutar ile mahsup edilir.
  - a. Mahsup işlemi; bu ortaklık ilk defa konsolidasyona alındığı andaki defter değerine göre yapılır. Mahsup işlemi esnasında ortaya çıkan fark tutarları (firma değeri), mümkün olduğunca dolaysız olarak, değerleri defter değerinden yüksek veya düşük olan konsolide bilanço kalemleri arasında dağıtılır.
  - b. Üye devletler; mahsup işleminin, konsolide edilecek ortaklıklarının hisselerinin kazanıldığı anda tespit edilebilen aktif ve pasif değerlerine göre veya hisseler farklı zamanlarda elde edildiğinde, bu ortaklığın bağlı ortaklık olduğu an yapılmasını öngörebilir veya izin verebilirler.
  - c. (a) bendine göre kalan fark tutarı veya (b) bendine göre oluşan fark tutarı, konsolide bilançoda özel bir kalem altında, uygun bir hesap ismiyle gösterilmelidir(şerefiye). Hesap kalemlerinde kullanılan yöntemler ve bir önceki yıla göre önemli değişiklikler konsolide bilanço dipnot ve eklerinde açıklanmalıdır. Eğer üye devlet, pozitif ve negatif fark tutarlarının mahsubunu kabul ederse, bu fark tutarları konsolide bilanço dipnot ve eklerinde açıklanmalıdır.

Madde 30;

1. 19. maddenin, 1. paragrafının, (c) bendinde belirtilen özel kalem, pozitif bir konsolidasyon farkı oluşturuyorsa, 78/660/AET yönergesine göre “şerefiye(firma değeri)” kalemi olarak işlem görür.

2. Üye devletler, pozitif konsolidasyon farkının doğrudan ve açık olarak yedeklerden indirilmesine izin verebilir.

**Madde 31;**

19. maddenin 1. paragraf ( c ) bendinde ayrı olarak gösterilmesi belirtilen özel kalem negatif konsolidasyon farkı olduğu zaman, bu farkın konsolide kar zarar hesabına yalnızca aşağıdaki durumlarda aktarılması öngörülür;

- a. Eğer bu negatif konsolidasyon farkı; ilgili ortaklığın kazanıldığı tarihte söz konusu ortaklıkla ilgili olarak gelecekte faaliyet sonuçlarının olumsuz olacağı veya bazı giderlerin ortaya çıkacağı beklentilerinin olmasından dolayı ortaya çıkmış ise; bu beklentiler gerçekleştikçe söz konusu negatif konsolidasyon farkı konsolide kar/zarar hesabına alınır.
- b. Bu fark tutar, gerçekleşen (realize) bir karı temsile ettiği sürece, konsolide kar/zarar hesabına alınır.

**Madde 39;**

3. bende göre ilk kez hazırlanan konsolide mali tabloların düzenlenme tarihinde önce ortaya çıkan ve 19. maddenin 1. paragrafında özel kalem olarak tanımlanan hesap, pozitif konsolidasyon farkını oluşturuyorsa (firma değeri) üye devletler;

- a. 30. maddenin 1. paragrafında öngörülen hükme uygun olarak; 78/660/AET yönergesinin 37. maddesinin 2. paragrafına göre 5 yıldan fazla tanınan süre, bu yönerge hükümlerine göre ilk kez düzenlenen konsolide mali tabloların düzenleniş tarihinden başlanarak dikkate alınır ve;
- b. 30. maddenin 2. paragrafında öngörülen hükme göre; söz konusu konsolidasyon pozitif farklar tutarını, bu yönerge hükümlerine göre ilk kez düzenlenen konsolide mali tabloların, düzenleniş tarihlerinde, yedeklerden indirilmesine izin verilebilir.



### **1.3.1.3. Sekizinci Yönerge İçinde Yer Alan Firma Değerine İlişkin Düzenlemeler**

Sekizinci Yönerge, Roma Antlaşması'nın 54. maddesinin 3/G paragrafı kapsamında yer alan ortaklıkların mali tablolarının (muhasabe belgelerinin) yasal denetiminden sorumlu kişilerce denetim onayına ilişkin olarak 84/253/EEC sayılı yönergesidir ve 10 Nisan 1984 tarihinde kabul edilmiştir.

### **1.3.2. Türkiye'de Firma Değeri Düzenlemeleri**

Türkiye'deki firma değeri uygulamaları kanunlar ve tebliğler çerçevesinde düzenlenmiştir. Bunlar;

- Vergi Usul Kanunu
- Türk Ticaret Kanunu
- Kurumlar Vergisi Kanunu ve
- Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınladığı tebliğlerdir.

Vergi Usul Kanunu firma değeri ile ilgili düzenlemeleri madde 282 ve madde 326 ile düzenlemiştir. 282. maddeye göre; gerçek veya tüzel kişiler tarafından firma değeri tespit edilirken, mukayyet değerleriyle yani muhasebe kayıtlarında gösterilen değerle değerlendirilmeleri karara bağlanmıştır. 326. maddede ise, gerçek veya tüzel kişilerin firma değerini belirledikleri mukayyet değer üzerinden eşit miktarlarda ve beş yılda itfa edilmesi esası kabul edilmiştir.

Türk Ticaret ve Kurumlar Vergisi Kanunlarında ise yine firma değerinin tespitinin yapılmasını gerektirecek bir konu olan şirket birleşmeleri başlığı altında bu konuya değinilmiştir.

TTK'nun 451. maddesine göre; anonim şirketlerde devralma şeklinde birleşmenin tanınma ve bu şekilde bir birleşmenin hükümlerine yer verilmiştir. Buna göre; devralma şeklinde birleşme bir anonim şirketin diğer bir anonim şirket tarafından bütün

aktif ve pasifiyle birlikte devralınmak suretiyle sona ermesi olarak tanımlanmıştır. Sözü edilen maddede, bu şekildeki birleşmelerde uygulanacak hükümler maddeler halinde belirtilmiştir.

TTK'nun 452. maddesinde ise; birden çok anonim şirketin yeni bir şirket kurmaları yoluyla birleşmeleri konusu düzenlenmiştir. Bu maddeye göre; birden çok anonim şirketin malları yeni kurulacak bir anonim şirket tarafından devralınabilir, o suretle ki, adı geçen şirketlerin malları tasfiye edilmeksizin yeni şirkete geçer. Böyle bir birleşme hakkında anonim şirketlerin kurulmasına ve bir anonim şirketin diğer bir anonim şirket tarafından devralınmasına dair olan hükümler uygulanır.

KVK'nun 36. maddesinde bir veya birden fazla kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme nedeniyle sona eren kurumlar bakımından tasfiye hükmünden sayılmıştır. Yine KVK'nun 37. maddesinde devir işlemleri ile ilgili şartlara yer verilmiştir.

KVK'da birleşmenin tasfiye hükmünde sayılması, tüzel kişiliği sona eren kurumların vergilendirilmesi amacına yöneliktir. Birleşme sonucunda sona eren şirketlerin mal varlıklarının başka bir tüzel kişiliğe katılması, katılan ya da birleşen kurumların aktif kıymetlerinin değerlendirilmesini gerektirdiğinden, bu değer farklarının ve gizli yedeklerin vergilendirilmesi öngörülmüştür.

Birleşmede tasfiye karı yerine birleşme karı esas alınır. Birleşme karının hesabında, tasfiye karının tespiti hakkındaki hükümler uygulanır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınlamış olduğu tebliğlere göre firma değeri ile ilgili düzenlemeler;

- Sermaye Piyasası'nda Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ, Seri: XI, No: I (29 Ocak 1989 tarih ve 20064 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır),

- Sermaye Piyasası'nda Ara Mali Tablolara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ, Seri: XI, No: 8 (18 Şubat 1992 tarih ve 21146 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır) maddeleriyle yapılmıştır.

Sermaye Piyasası'nda Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ'in 36. maddesine göre firma değeri, bir firma devralınırken katlanılan maliyet (elde etme maliyeti) ile söz konusu firmanın rayiç bedelle (piyasadaki normal alım-satım bedeli ile) hesaplanan net varlıklarının değeri arasındaki olumlu farktır. Firma değeri hesaplanırken, rayiç bedelin tespit edilememesi halinde bunun yerine net defter değeri esas alınır ve firma değeri 5 yılda eşit taksitlerle itfa edilir açıklaması yapılmıştır.

Sermaye Piyasası'nda Ara Mali Tablolara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ'de ise, birleştirilmiş bilançolara ilişkin esaslar yer almıştır. Ödenmiş sermaye içinde topluluğun bir başka kurumuna ait pay ve varsa bu paylara ait emisyon primlerinin ortak olan kurumun varlığında kayıtlı olan değerlerle karşılıklı mahsup edileceği belirtilmiştir. Farkın olması durumunda, birleştirilmiş bilançonun pasifinde yedek akçeler hesabında “olumlu firma değeri” olarak indirileceği, az olması durumunda “olumsuz firma değeri” olarak yedek akçelere ekleneceğini belirtmiştir.

#### **1.4. Firma Değerinin Özellikleri**

Bir işletme değerinin diğer unsurlarından firma değerini ayıran belirli özellikler bir genelleme ile belirtilebilir. Bu özellikler aşağıda gösterilmiştir:<sup>19</sup>

- a. Firma değerini yaratabilecek harcamalar, sonradan oluşacak firma değeri ile bir ilişkiye sahip olmayabilir. Firma değeri işletmenin yapacağı harcamalarla oluşabilir. Örneğin, rekabeti kaldırma harcamaları firma değerini yaratabilir. Fakat yapılan bu harcamalarla firma değerinin oluşacağı önceden kestirilemez. Bunun yanında birçok uygun koşul ve faktör, bir işletmenin herhangi bir çabada ve harcamada bulunmaksızın firma değerini yaratabilir.
- b. Firma değeri işletmenin tümüne bağlıdır. Bu, firma değerini işletmenin diğer unsurlarından ayıran en belirgin özelliktir. Firma değeri işletmenin ayrılmaz bir

<sup>19</sup> Ömer Lalik, a.g.e., s.34-35-36.

- parçasıdır. İşletmeden veya işletmenin açıkça belirtilmiş kısmından ayrı olarak satılamaz.
- c. Firma değeri, oluşumunu etkileyen sayısız faktörler nedeni ile ani ve geniş dalgalanmalar gösterebilir. Birçok faktör hem kazanma gücünü hem de kazanma gücü hakkındaki yatırımcı fikirlerini etkiler. Kazanma gücünün üreticisi olan mülkiyet hakları ve birçok kaynak değerlerinin değişmez olmasına karşılık, firma değeri olaylardan kolaylıkla etkilenir.
  - d. Firma değeri, kazançların üretiminde kullanılamaz veya tüketilemez. Firma değeri gelecek kazançların bir sonucu olarak ortaya çıkar. Onun değeri gelecekte umulan kazançların bir ölçüsüdür. Kazançlar bir işletmenin bireysel kaynakları ve mülkiyet haklarının kullanılması veya tüketilmesi ile üretilir. Bu kaynak ve hakların değerleri bilançolarda izlenebilir. Firma değeri doğrudan doğruya geleceğin kazançları ile ilişkilidir. Gelecek kazançlarda ortaya çıkabilecek bir azalma firma değerinin azalmasına neden olabileceği gibi kazançlarda bir artışın olması firma değerini yükseltecektir. Buna göre firma değerine katkısı olan ve kazançları elde etmek için kullanılan veya tüketilen değerlerin azalışı firma değerini etkilemez.
  - e. Firma değeri, işletme sahibine ve yatırımcıya işletmenin bir unsuru olarak görülür. Yalnız yatırımcılar ve işletme sahipleri, çalışan bir işletmenin tüm değerini ve bu nedenle işletmenin firma değerini ortaya koyabilirler.

### 1.5. Değerlemeye İhtiyaç Duyulmasının Nedenleri

Firma değerinin tespit edilmesi bazen toplumun belirli bir kesimini bazen de toplumun tamamını ilgilendirmektedir. Bu açıdan firma ve varlıkların değerlerinin tespit edilmesi önemlidir. Firma değerlerinin belirlenme nedenleri şöyle sıralanabilir:<sup>20</sup>

- Mali yapının yeniden düzenlenmesi; mali yapısı bozulmuş olan firmalar mali yapılarını düzeltmek için varlıklarının bir kısmını satmak zorunda kalabilirler. Bu satış için ise, varlıkların değerinin bulunması gerekmektedir.

<sup>20</sup> Kuddusi Yazıcı, **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**, (Ankara, Devlet Planlama Teşkilatı Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı, 1997), s.13-14.

- Yeni yatırımların finansmanı; getirisi yüksek olabilecek bir alanda yeni yatırımların finansmanı için firma/varlıklar elden çıkarılabilir. Firma yeni yatırımlar için uygun kaynak bulamamışsa ve kendi varlıklarını satması daha uygun olursa, bu varlıklarını satarak yeni yatırımlarını finanse edebilir.
- İflas; firmaların iflas etmeleri halinde, firmanın tüm varlıkları tasfiye edilerek firmanın tasfiye değeri bulunacaktır.
- İpotek yapılması gerektiğinde; ipotek yapılacak firma veya varlığın değer tespitine ihtiyaç duyulacaktır.
- Firmaların büyüme istekleri; firmalar arası birleşme, son yıllarda firmalar diğer firmaları tamamen veya kısmen satın alarak büyümeyi tercih etmektedirler. Firmalararası birleşme veya satın almaların nedeni, birleşme sonucu firmanın değerinin firmaların tek tek değerinden daha büyük olacağını düşünülmesidir.
- Ortaklıktan ayrılma veya yeni ortak olma durumu ile hisse senetlerinin halka arzında; böyle bir durumda da ortağın kendi payına düşen hisseyi alarak ortaklıktan ayrılması için veya hisse senetlerinin halka arzında hisse senedi fiyatının tespiti için firma değerinin saptanmasına ihtiyaç duyulacaktır.
- Ortaklar arasında kar dağıtım oranının değiştirilmesi gerektiğinde; ortaklar bilgi ve yeteneklerini ortaya koyarak firma kazancı ve şerefienin oluşumuna katkıda bulunmaktadır. Ortakların bilgi, yetenek veya çalışmalarının değişikliğe uğraması ile kazanç ve şerefiye değerine katkıları değişebilecektir. Örneğin; ortaklardan birisinin yaşlanması veya sağlık nedenleri ile tam olarak çalışmaması durumunda, firma faaliyetlerine katkısı azalabilir. Bunun sonucunda, yeni bir kar dağıtım oranının saptanabilmesi için firmanın toplam değerinin ve şerefiye değerinin tespit edilmesi gerekecektir.
- Ödenecek emlak ve veraset vergilerinin belirlenmesi gerektiğinde firma değerinin bilinmesine ihtiyaç duyulacaktır.
- Kamuya yararlı dernekler ve vakıflar ile hayır kurumlarına yardımlarda; firma hisse senetlerinin ya da varlıklarının belirli bir kısmının hayır kurumlarına bağlanması ve bağlanan varlıkların değerinin vergiden düşülmesine imkan tanınması durumunda, değerlendirilmesi gerekecektir.
- Boşanma ve miras davalarında; varlıkların eşler ve mirisler arasında paylaşılmasında varlıkların değerinin tespiti gerekecektir.

- Özelleştirme; devletin ekonomideki ağırlığını azaltmak, piyasa ekonomisinin etkin çalışmasını sağlamak, verimliliği arttırmak gibi nedenlerle kamu kuruluşlarının özel sektöre devri yapılmaktadır. Bu devir işlemlerinde de firmanın değer tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.

## 2. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE ROL OYNAYAN FAKTÖRLER

Firma değeri belirlenirken öncelikle ekonomik, sektör ve firma faktörleri göz önünde tutulup analiz edilmeli ve buna bağlı olarak geleceğe yönelik tahminlerde bulunulmalıdır. Temel analiz ismi altında yapılan bu değerlendirme, halka açık bilgilerden yola çıkılarak firmanın temel bilgilerinin yorumlanmasını, firmanın bugünkü ve gelecekle ilgili durumunun belirlenmesini sağlar ve böylece firma değerinin ortaya konulması söz konusu olabilir.

İyi bir temel analiz yapabilmek için önce ekonomi, daha sonra sektör ve firma değerlendirilir. Bu tür analizlerin diğer bir ismi de yukarıdan aşağıya doğru analizdir (Top-Down Analysis). Bazı durumlarda analiz firmadan da başlayabilir (Down-Top Analysis), ancak bu durum firmanın durumunun çok önemli olduğu zamanlarda olabilir ki, böyle bir durumun görülmesi nadirdir. Ekonomik analiz firmanın pazar riskini değerlendirirken, sektör ve firma analizi daha çok firma riskine yöneliktir.<sup>21</sup>

Çalışmamızın birinci bölümünde ekonomik ve sektör analizine yer verilecek; firma analizine ise ikinci bölümde daha ayrıntılı olarak değinilecektir.

### 2.1. Firma Değerinin Belirlenmesinde Ekonomik Faktörler

Firma değerlerinin belirlenmesinde ilk adım makro ekonomik analizdir. Ekonominin sağlıklı bir şekilde tahlili ve geleceğe ilişkin öngörüler değerlemenin yönünü belirler. Ekonomik analistler; hükümet kararlarını, Merkez Bankası politikalarını, emisyon, enflasyon beklentilerini, faiz oranları, döviz kurları gibi çok çeşitli göstergeleri yakından izleyerek geleceği öngören modeller geliştirmektedirler. Yalnızca geçmişteki verilerden hareket ederek geleceğe ilişkin sonuçlar elde edebilmek genellikle mümkün

<sup>21</sup> Mehmet Baha Karan, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, (Birinci Basım, Ankara, Gazi Kitabevi, 2001), s.435.

değildir. Karmaşık istatistiksel yöntemlerin kullanılmasının yanı sıra subjektif kararların verilmesi de söz konusu olmaktadır.<sup>22</sup>

### **2.1.1. Ekonomik Analizin Temel Göstergeleri**

Doğru ve objektif bir ekonomik analiz yapabilmek için bilgilerin iyi bir şekilde ayrımı yapılmalı ve olaylar farklı boyutlar düşünülerek değerlendirilmelidir. Bu tür analizde önce global ekonomi değerlendirilmeli, daha sonra ulusal ekonomiye ilişkin değerlemeler yapılmalıdır.

#### **2.1.1.1. Global Ekonomi**

Uluslararası ekonomi hızlı bir değişim süreci içerisinde. Bunlar içerisinde en belirgin değişim globalleşmede görülmektedir.

Globalleşme; ülke ekonomilerinin dünya ekonomisiyle entegrasyonu; diğer bir ifadeyle, dünyanın tek bir pazarda bütünleşmesi olarak tanımlanabilir.<sup>23</sup>

Son yıllarda bir çok araştırmacı dünyayı tek bir pazar olarak değerlendirmekte, ulusal ekonomileri bu pazarın alt piyasaları olarak görmektedir. Ulusal ekonominin performansı büyük ölçüde ABD ve gelişmiş ekonomilere bağlıdır. Özellikle ABD dünya ekonomisinin çok önemli bir bölümünü temsil ettiğinden, ABD'nin ekonomik performansının yakından izlenmesi gerekir. Uluslararası ekonomik faaliyetler geliştikçe ülkenin ihracat potansiyeli gelişecek ve kalkınmak için gereksinim duyduğu ithalatın finansmanı kolaylaşacaktır. Diğer taraftan uluslararası rekabet, fiyat oluşumlarını ve uluslararası yatırımları belirleyecektir.

Ülkelere ait ekonomik ve kültürel uygulamalar diğer sınır ülkelerini de dolaylı veya dolaysız bir biçimde etkisi altına almaktadır. Kendi ülkemize baktığımızda Ortadoğu ülkelerinin ve İran'ın içe dönük politika uygulamalarının ekonomimizi olumsuz yönde

<sup>22</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.435-436.

<sup>23</sup> Erol Kutlu, "Küreselleşme ve Etkileri", Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: 14, Sayı: 1-2:1068-146, 1998, s.366.

etkilediğini görmemize karşın Rusya ve Kafkas Cumhuriyetleri'nin artan tüketim ihtiyaçları ekonomimizin canlanmasına katkıda bulunmaktadır.

Bir ülkenin uluslararası rekabet gücünü arttıran veya azaltan unsurların başında, o ülkenin döviz kuru ile diğer ülkelerin döviz kurlarının arasındaki ilişki gelmektedir. Ulusal döviz kurunda değer kaybının olması, o ülkenin ihracatını kolaylaştırıp döviz gelirlerinde artışı sağlarken diğer taraftan ithalatın gerçekleştirilebilmesi için yapılacak maliyetleri arttıracaktır. Ulusal döviz kurunun değerinde artma söz konusu olduğunda ise ihracat zorlaşacak ihracat temelli sanayilerin zarara uğramasına neden olacaktır.

Kalkınmakta olan ülkelerde, kalkınmalarını sağlayacak iç tasarruflar düzeyi yeterli bir düzeyde olmadığından bu ülkeler uluslararası sermaye piyasalarına başvurmak zorunda kalabilmektedirler. Uluslararası fon kaynaklarının bol ve ucuz olduğu dönemlerde, kalkınmakta olan ülkelere ihtiyaçları kadar fon aktarıldığında ekonomik gelişmeleri hızlanır. Ancak bu ülkelerde zaman zaman meydana gelebilen ekonomik krizler, derecelendirme notlarını olumsuz yönde etkileyip uluslararası piyasalardan borç almalarını zora sokabilmektedir.

Yeni dünya ekonomik düzeninin temel öğretisel ögesi, evrensel düzeyde serbest piyasa ekonomisine geçiştir; bütün ülkelerin dünya pazarı ile bütünleşmesi ve mal-hizmet-sermaye hareketlerinin tam serbestleşmesi ile globalleşmenin gerçekleştirilmesidir. Bu amaçla ithalat-ihracat dış ticaret koruma politikalarının etkisinden arındırılacak, fiyat sübvansiyonları kalkacak, paraların konvertibilitesi sağlanacaktır; devlet tekelleri kaldırılacak, kamu teşebbüsleri özelleştirilecektir; mallar gibi hizmetlerin ve sermayenin dolaşımındaki kamu müdahaleleri de kaldırılacak; dolaysız yatırımlar, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketleri denetimden arındırılacaktır. Devletlerin ekonomik müdahaleleri ortadan kalkacağı için, özel girişimler kendi rekabet güçlerine göre kazanacak veya kaybedecek; rekabet koşulları verimliliği ve karlılığı arttıracaktır. Özetle globalleşmenin hedefi devletlerin "asli" görevleri dışında rolünün kalmadığı ve çok küçüldüğü, özel girişimin dünya ekonomisiyle rekabet koşullarında bütünleştiği bir dünya ekonomik düzeni yaratmaktır.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Erol Kutlu, *Ön.ver.*, s.384.



### 2.1.1.2. Ulusal Ekonomi

Ulusal ekonominin başarısı bazı makroekonomik göstergeler göz önünde bulundurularak tahmin edilir. Göstergelerin doğru bir şekilde yorumlanması sonucunda geleceğe yönelik güçlü tahminlerde bulunabilmek mümkündür. Ancak gelişmekte olan ülkelerin politik istikrarının düzenli bir biçimde devam edememesi ekonomik performanslarını etkileyen en önemli etken olmaktadır. Bu durum ekonomi ile ilgili kararları etkilemekte ve politik riskler ekonomik risklerin temelini oluşturmaktadır.

Bir ekonomide bakılması gereken başlıca makroekonomik göstergeler şunlardır:<sup>25</sup>

- Gayri Safi Milli Hasıla,
- İstihdam,
- Enflasyon,
- Faiz Oranı,
- Bütçe Açığı,
- Döviz Kuru,
- Döviz Rezervi'dir.

Ancak Türkiye gibi kaynak sorunu olan ülkeler için şu göstergelere de bakılması gerekmektedir:

- Yabancı Sermaye,
- Özelleştirme.

#### 2.1.1.2.1. Gayri Safi Milli Hasıla

Bir ülkede bir yıl içerisinde üretilen bütün mal ve hizmetlerin ve net yurt dışı gelirlerinin piyasa fiyatları üzerinden parasal değerine GSMH denir.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.439.

<sup>26</sup> Hafize Meder, a.g.e., s.45.

Gayri Safi Milli Hasıla, bir ülkenin ekonomisinin kalkınıp kalkınmadığını gösteren en önemli ölçüttür. GSMH'nın hızla artması, ülkede satışların ve karların arttığını göstermektedir. Ancak bu ölçütün yanı sıra sanayi üretimi rakamlarına da bakmak gerekmektedir. Sanayi üretiminin artması GSMH'daki artışların ülke açısından daha sağlıklı olduğuna işaret edecektir.<sup>27</sup>

Türkiye'de GSMH, yapılan bir hesaba göre Cumhuriyet'in ilanından sonraki 50 yılda (1925-1975) 12, nüfus miktarı 3, kişi başına GSMH 4 kat artmıştır. Türkiye'de GSMH'nın artışı arzu edilen seviyelerde olmuştur. Bununla beraber Cumhuriyet'in ilk yıllarında GSMH yavaş artmıştır. 1935-1945 döneminde II. Dünya Savaşı'nın etkisiyle gelişim durmuş, savaş sonrasında büyüme hızlanmıştır. Genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, cari ve sabit fiyatlarla GSMH, 1923'den 1940 yılına kadar, 1945-1953 döneminde ve planlı dönemlerde önemli ölçülerde artmıştır. Fakat Cumhuriyet'ten günümüze kadar geçen sürede Türkiye'de GSMH istikrarlı bir gelişim gösterememiştir. Bunda Türkiye ekonomisindeki dalgalanmalar, iç ve dış ekonomi, politik gelişmelere aşırı bağımlılık önemli rol oynamıştır.<sup>28</sup>

#### 2.1.1.2.2. İstihdam

En önemli makroekonomik göstergelerden birini de işsizlik oranı oluşturmaktadır. Oran, çalışabilir nüfus içerisindeki işsizlik payını göstermektedir. Ülke içerisindeki işsiz sayısında azalma oldukça mal ve hizmet üretiminde kapasite artışının gerçekleştiği anlaşılmaktadır.

İstihdam, bir ülkede çalışmak istek ve yeteneğinde bulunan kişilerin mal ve hizmet üretiminde kullanılması olarak tanımlanmaktadır. Bir ülkenin işgücü piyasasının analiz edilmesi o ülkede bir üretim faktörü olan insan kaynağının ne ölçüde, hangi sektörlerde kullanıldığını, işgücünün eksik istihdamının boyutlarının ne olduğunu göstermesi açısından önemlidir.

<sup>27</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.440.

<sup>28</sup> Rıdvan Karluk, *Türkiye Ekonomisi*, (6. Basım, İstanbul, Beta Basım Yayım, 1999), s.49-51.

Türkiye’de işgücü arzının %60’a yakını kırsal kesimde yaşamaktadır. İstihdam edilenlerin %30’dan fazlası aile işçisidir ve %20’den fazlası da kendi hesabına çalışan kişilerden oluşmaktadır. İşgücü arzının böyle bir yapıya sahip olduğu ülkelerde *eksik istihdam* kavramı önem kazanmaktadır. Eksik istihdam rakamları, 40 saatten az çalışıp iş arayan, gelirini düşük bulup iş arayan ve mesleğinde çalışmayıp iş arayan kişilerin sayısını ifade eder. İşsizlik ve eksik istihdam rakamları bir arada düşünüldüğünde, işgücünün önemli bir bölümünün atıl olduğu sonucuna ulaşılır. Ekonomide etkinlik kaybına ve çeşitli sosyal sorunlara sebep olan bu durumun, işsizliği önleyici ve istihdam yaratıcı politikalar uygulanarak azaltılması gerekmektedir.<sup>29</sup>

### 2.1.1.2.3. Enflasyon

Enflasyon oranı fiyatlar genel seviyesindeki yükselmeleri gösteren bir orandır. Ürün ve hizmetlere olan genel talebin artması durumunda, ulusal üretim bu talepleri karşılayamazsa fiyatlar artmaya başlayacaktır.<sup>30</sup> Diğer bir deyişle enflasyon, ekonomideki mal ve hizmetlerin genel fiyat düzeyi yükseldikçe paranın satın alma gücünde meydana gelen azalmadır.<sup>31</sup> Kısa vadede ekonomide hareket sağlayan enflasyon, zaman içinde ekonomide çarpıklık yaratacağından ulusal kalkınmaya zarar verecektir.<sup>32</sup> Enflasyonun var olduğu bir ülkede ekonomik dengelerin bozulması kaçınılmaz olurken bu ekonomi içerisinde bulunan firmaları da olumsuz yönde etkilemektedir. Türkiye ekonomisinde son yıllarda ortaya çıkan ve uygulanan istikrar politikalarına rağmen bir türlü önlenemeyen enflasyonun sebeplerini iki ana başlık altında özetlemek mümkündür. Bunlar; yapısal sebepler ve kamu kesimi açıklarının yarattığı baskılardır. Türkiye ekonomisinde enflasyon; çeşitli darboğazlardan, piyasalardaki tekelci eğilimlerden doğan aksaklıklardan, hızlı nüfus artışından, rekabet eksikliğinden, mali piyasaların etkin çalışmamasından, yanlış destekleme politikalarından, siyasi istikrarsızlıklardan, KİT reformunun ve özelleştirmenin yapılamamasından, etkin para ve maliye politikalarının uygulanmamasından, kamu

<sup>29</sup> Rıdvan Karluk, a.g.e., s.24-27.

<sup>30</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.442.

<sup>31</sup> Nalan Akdoğan, *Enflasyon Muhasebesi*, (Ankara, Kalite Matbaası, 1980), s.5.

<sup>32</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.442.

maliyesinin devamlı açık vermesinden para, sermaye ve döviz piyasalarının iyi işlememesinden kaynaklanmaktadır.<sup>33</sup>

#### 2.1.1.2.4. Faiz Oranı

Faiz oranları, firmaların değerlerini belirleyen en önemli değişkenlerden birini oluşturmaktadır. Bir firmanın değeri, gelecekte sağlayacak nakit akışlarının şimdiki değerlerine bağlı olduğuna göre yüksek faiz oranları söz konusu olduğunda nakit akışlarının şimdiki değeri ve buna bağlı olarak firmanın değeri düşecektir.

Ülkemizde, devletin borçlanma ihtiyacının yüksek olması özellikle 1990-2000 döneminde hazine bonolarının reel faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Bu dönemde zaman zaman faiz oranları reel olarak %30-40'lara kadar yükselmiştir. Yüksek faiz politikası devletin giderlerini arttırarak bütçe dengesini bozmuştur. 2000 yılından itibaren reel faizlerin düşmesi kamu maliyesini olumlu yönde etkilemiştir. Ancak 2001 Şubat krizi, faizlerin tekrar yükselmesine yol açmıştır. 2001 yılında Türkiye'de iç borçların tutarı 2001 yılı vergi gelirlerinin de üzerine çıkmış ve mali krizin boyutlarını büyütülmüştür.<sup>34</sup>

#### 2.1.1.2.5. Bütçe Açığı

Bütçe açığı, devletin gelirleri ile giderleri arasında ortaya çıkan farkın dengesiz bir hal almasından ortaya çıkmaktadır. Dengesizliğin artması sonucunda devlet ya vergilerini veya iç borçlanmasını arttırmakta ya da harcamalarını kısma yoluna gitmektedir. Devletin harcamalarını kısma yolunu tercih etmesi çalışanların gelirlerini azaltacak ve devletin alt yapı çalışmalarında azalmalara sebep olacaktır.

#### 2.1.1.2.6. Döviz Kuru ve Döviz Rezervleri

Döviz kuru, ülke parasının yabancı paralar karşısındaki değerini gösterir. Aşırı değerlenmiş döviz kuru ithalatın kolaylaşmasını sağlarken ihracatı zorlaştıracak bir

<sup>33</sup> Rıdvan Karluk, a.g.e., s.384.

<sup>34</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.442-443.

unsur olacaktır. Bu durum ise ülkede dış ticaret ve cari açığın büyümesinde en büyük etkidir. İthalatın artış göstermesi üretimin artışına katkı sağlarken ihracatta azalma olması yapılan ithalat için döviz bulmayı zorlaştıracaktır. Bu arada ihracata yönelik sektörlerle de zarar verecektir. Döviz kurunun düşük tutulması ise ihracatı arttıracak ancak ithalatın maliyetini arttırarak temel mallar da fiyat artışlarına neden olacaktır.

#### 2.1.1.2.7. Yabancı Sermaye

Yabancı sermaye, bir ülkede bir firmayı satın alma veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlama veya mevcut bir firmanın sermayesini arttırma yoluyla o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte “teknoloji”, “işletmecilik bilgisi” ve “yatırımcının kontrol yetkisi” ni de beraberinde getiren yatırımdır.<sup>35</sup>

Yabancı sermaye yatırımları ülke içerisine dövizin girmesinde en doğru yol olmaktadır. Böylece ülkeye giren dövizin ortaya çıkabilecek herhangi bir ekonomik kriz karşısında hemen ülkeyi terk etmesi gibi bir durum söz konusu olmayacağından ekonomide ani değişimler oluşmamaktadır.

Dövizin ekonomiye girdiği diğer alternatif yollar, borçlanma ve menkul kıymet borsalarıdır. Bu yollarla ülkeye yapılan yatırımlar kolayca ülkeden çıkabilmektedir. Ülkemize yabancı sermayenin girdiği en önemli yol, borçlanma yoluyla olmaktadır. Borsa yolu ile 1990-2000 döneminde 6-10 milyar Dolar civarında döviz girdiği tahmin edilmektedir. 1999 yılında İMKB yatırımcılarının %60'ına yakını yabancı yatırımlardan oluşmaktaydı.<sup>36</sup>

#### 2.1.1.2.8. Özelleştirme

Geniş anlamda özelleştirme, devletin ekonomik faaliyetlerinin azaltılması amacıyla kamu sektörünün denetimi altındaki ekonomik kuruluşların özel sektöre devredilmesidir.

<sup>35</sup> Rıdvan Karluk, *Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları*, (İstanbul, Taştan Matbaası, 1983), s.14.

<sup>36</sup> Mehmet Baha Karan, *a.g.e.*, s.445.

Aslında bütün dünya ülkelerinde özelleştirme ile yapılmak istenen, ekonomide özel sektör ağırlıklı ve liberal piyasa ekonomisinin düzgün bir şekilde işlediği bir yeniden yapılandırmayı sağlamaktır. Bu amaçla kamu sektörünün hacmini küçültmek ve böylece onun daha iyi işlemesine yardımcı olmak hedeflenmektedir. Çünkü, kamu sektöründe genelde kıt kaynaklar, düşük verimlilikte kullanılmaktadır. Özelleştirme ile piyasa güçlerinin etkinliğinin artarak özellikle sanayi sektörünün performansının gelişmesi beklenmektedir. Ayrıca özel mülkiyetin tabana yayılarak, bir anlamda politik özgürlüklerinde garanti altına alınması mümkün olmaktadır.<sup>37</sup>

Kalkınmakta olan ülkelerde kamu işletmelerinden beklenen verimin alınmaması ve bütçe kaynaklarının kullanılmasında hatalara düşülmesi gibi nedenlerle özelleştirme günden güne önem kazanmaktadır. Bunların yanı sıra özelleştirme sonucunda sağlanacak dövizler, bütçe açıklarının kapatılması için kullanılacaktır. Günümüzde devletler, iktisadi işletmelerini özel sektöre devrederek veya satarak küçülme yolunu tercih etmeye başlamışlardır.

### 2.1.1.3. Diğer Göstergeler ve Raporlar

Yukarıda açıklanan göstergelerin dışında izlenilmesi gereken onlarca gösterge ve Türkiye Ekonomisi'ne yönelik rapor vardır. Gerçekte göstergeler birbirleri ile ilişki içindedir. Ancak bu göstergeleri ayrı ayrı değerlendirmek analizlere bir yorum zenginliği sağlamaktadır. Bu rapor ve göstergelerden bazıları aşağıda verilmiştir:<sup>38</sup>

#### Ülke Riski:

- Standard and Poors ve Moody's gibi dereceleme kuruluşlarının raporları
- IMF ve Dünya Bankası Türkiye Raporları
- Avrupa Birliği Ekonomik Raporları

<sup>37</sup> Rıdvan Karluk, 1999, a.g.e., s.323-326

<sup>38</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.446.

**Politik Risk:**

- Politik İstikrar
- Seçim Dönemleri
- Hükümetlerin Gücü ve Kararlılığı
- Politik ve Bürokratik Kadro

**İzlenmesi Gereken Diğer Ekonomik Göstergeler:**

- Aylık Enflasyon
- Beklenen Enflasyon
- İç ve Dış Borç
- Devletin Borç Faizleri
- Borçlanma Faizleri
- Borçların Vadeleri
- Dışarıdan Kredi Bulma Olanakları
- Maliye Politikası
- Para Politikası
- Toplanan Vergiler
- İhracat ve İthalat Rakamları
- Turizm Gelirleri

**2.1.2. Ekonomik Faaliyet Göstergeleri**

Liberal ekonomilerde en sık görülen durumlardan birisi ekonomik faaliyetlerde zaman zaman genişleme, zaman zaman da daralma söz konusu olmasıdır. Genişleme döneminin olduğu zamanlarda üretim ve satışlarda artış olur, ülke ekonomisi genel bir büyüme eğilimi içerisinde bulunur, kapasite kullanımı ve firma karları artar aynı zamanda işsizlik oranında düşüş meydana gelir. Buna karşılık daralma dönemlerinde ise üretim ve satışlar azalır, kapasite kullanımları düşer, ülkedeki işsizlik payı artar.

Ekonomik faaliyetlerin değişim gösterdiği dönemlerde firmalar az ya da çok etkilenebilirken, bazı sektörler bu dönemlerden normalin üzerinde etkilenebilmektedir. Bu sektörlerin daha çok otomobil ve dayanıklı tüketim malları üreten gruplarda yer aldığını görmekteyiz. Bu sektörde yer alan firmalar genişleme dönemlerinde çok yüksek karlar elde ederken, daralma dönemlerinde satışlarında önemli ölçüde düşüşler yaşamaktadırlar. Ülkemizde inşaat sektöründe de bu duruma benzeyen özellikler bulunmaktadır. Buna karşılık bazı sektörler ekonomik göstergelerden daha az etkilenebilmektedirler. Daralma ve genişleme dönemlerinin olup olmaması bazı firmaların satışlarını çok fazla etkilememektedir. Bu şekildeki firmalara genellikle birkaç satıcının bulunduğu oligopolistik piyasalarda bu durum görülebileceği gibi gıda sektörü gibi temel ihtiyaçların karşılandığı sektörler örnek olarak verilebilir.

Ekonomik göstergelerin yönünü değerlendirebilmek amacıyla ekonomi uzmanları bazı tahmini göstergelerden yola çıkarlar. Analistler, göstergelere bakarak iş dünyasının trendlerini tahmin etmeye çalışmaktadırlar. Ekonomik göstergeler başlıca üç ana bölüme ayrılır.<sup>39</sup>

- Öncü Göstergeler,
- Destekleyici Göstergeler,
- Gecikmeli Göstergeler.

Öncü göstergeler, genel ekonomik faaliyetin en yüksek ya da en düşük düzeylerine ulaşmasından birkaç ay önce en yüksek ya da en düşük düzeylerine erişen zaman serisi verileridir.<sup>40</sup> Yani ekonomik bir dönüşümün olacağı yönünde aylar önceden bazı işaretler veren göstergelerdir.

Destekleyici göstergeler ekonomik dönüşümün olduğu dönemi göstermektedir.

Gecikmeli göstergeler ise ekonomik dönüşümün gerçek bir dönüşüm mü yoksa yanlış bir işaret mi olup olmadığını gösterir.

<sup>39</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.447.

<sup>40</sup> A. Gültekin Karaşin, *Sermaye Piyasası Analizleri*, (Ankara, Beyda Ofset, 1986), s.5.



### **Öncü Göstergeler:**

- Menkul kıymet borsası endeksleri
- Yeni işyerlerinin açılması
- Yeni inşaat ruhsatları
- Sanayide işçi çıkarma oranları
- Tüketim malları için yeni talepler
- Fabrika ve ekipman yapım anlaşmaları veya siparişleri
- Duyarlı fiyatlardaki değişimler
- Satıcıların performansı
- İşçilerin ortalama haftalık çalışma saatleri
- Stoklardaki değişim

### **Destekleyici Göstergeler:**

- Tarım dışı sektörlerde çalışanların sayısındaki artış
- Sanayi üretim endeksleri
- Sanayi ve ticari satışlar

### **Gecikmeli Göstergeler:**

- Sanayi ve ticaretteki stoklar
- Birim üretimdeki işçi maliyetindeki değişimler
- Ticaret ve sanayi borçlarındaki değişimler
- Tüketici borçlarının gelirlerine oranı
- Banka faiz oranlarındaki değişim<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.449.

## 2.2. Firma Değerinin Belirlenmesinde Endüstriyel Faktörler

### 2.2.1. Endüstriyel Faktörler ve İşlevleri

Endüstriler; benzer ürünler üreten, benzer üretim teknolojileri kullanan, aynı piyasaya birbirini teknik olarak ikame eden, benzer girdiler kullanan, görelî olarak büyük sermaye ve işgücüne sahip üretici veya ticari birimlerdir.<sup>42</sup>

Ekonominin genel durumu ve gelişimi hakkında bilgi sahibi olan yatırımcı/analist bu tahminlerden ve beklentilerden yararlanarak uygun endüstrileri seçmeye hazır duruma gelmiştir. Endüstri analizi ile farklı endüstri kollarına ilişkin beklentiler belirlenerek ortaklık analizi için sınırlar çizilir, yani bir endüstrinin gösterdiği performans o endüstriye dahil olan firmaların başarı durumlarının iyi bir göstergesi olmaktadır.

Yatırım yapılacak endüstri kolu seçilirken bazı istatistiklerin ve incelemelerin yapılması gerekmektedir. Bu yolda izlenecek bazı ölçüler şunlardır:

- Bir endüstri kolunun satışlarının artışı, diğer kolların satış artışları ve Gayri Safi Milli Gelir'in artışı ile kıyaslayarak bu kolun gelişmesi hakkında fikir edinmek gerekir.
- Endüstri kollarının karlılıkları karşılaştırılmalıdır.
- Piyasaya arz edilen mal ve hizmetlere olan talep incelenmelidir.
- Hükümetin çeşitli endüstri kollarına karşı olan ekonomik politikası incelenmelidir. Vergi muafıkları, vergi iadeleri gibi.
- Endüstri kolunun diğer endüstri kollarına karşı olan rekabeti incelenmelidir.
- Seçilmesi düşünülen endüstri koluna gerekli hammadde kaynakları incelenmelidir.
- Endüstri kolunda işçi sendikalarıyla ilişkiler, mal ve hizmetlerin üretiminde işçi ücretlerinin diğer giderlerle oranları saptanmalıdır.
- Endüstri kolunun sezonluk olup olmadığı dikkate alınmalıdır.

<sup>42</sup> A. Gültekin Karaşın, a.g.e., s.9.

Bu incelemeler ışığında endüstri kollarının leh ve aleyhindeki konular saptandıktan sonra, her endüstri kolundaki sorunların ne kadar süre içinde çözümlenebileceği kestirilmeğe çalışılmalıdır.<sup>43</sup>

Türkiye’de en yaygın kullanım gören endüstriyel sınıflandırma Devlet Planlama Teşkilatı (DPT)’nin kalkınma planları, yıllık programlar, diğer yayımları ve teşvik belgelerinde kullandığı ayırımdır.<sup>44</sup>

## I. TARIM SEKTÖRÜ

1. Toprak ve Su Kaynakları
2. Bitkisel Üretim
3. Hayvancılık
4. Su Ürünleri
5. Ormancılık

## II. MADENCİLİK SEKTÖRÜ

## III. ÜRETİM SEKTÖRÜ

### A. TÜKETİM MALI ÜRETEN ENDÜSTRİLER

1. Gıda
2. İçki
3. Tütün ve Tütün Ürünleri
4. Dokuma ve Giyim

### B. ARA MALI ÜRETEN ENDÜSTRİLER

1. Orman Ürünleri
2. Kağıt
3. Basım
4. Deri ve Deri Ürünleri
5. Lastik
6. Plastik
7. Kimya
8. Petrokimya

<sup>43</sup> Yılmaz Erolgaç, **Hisse Senetleri ve Tahviller**, (İstanbul, Yükselen Matbaacılık, 1976), s.36.

<sup>44</sup> A. Gültekin Karaşin, **a.g.e.**, s.9-10-11.

9. Petrol Ürünleri
10. Gübre
11. Çimento
12. Pişmiş Kil ve Çimentodan Gereçler
13. Cam
14. Seramik
15. Demir-Çelik
16. Demir Dışı Metaller

#### C. YATIRIM MALI ÜRETEN ENDÜSTRİLER

1. Madeni Eşya
2. Elektriksiz Makine Üretimi
3. Tarım Alet ve Makineleri Üretimi
4. Meslek, Bilim, Ölçü, Kontrol ve Optik Donatımı Üretimi
5. Elektrikli Makine Üretimi
6. Elektronik
7. Karayolu Taşıtları Üretimi
8. Demiryolu Taşıtları Üretimi
9. Gemi İnşa
10. Uçak Üretimi

#### IV. ENERJİ SEKTÖRÜ

#### V. HİZMET SEKTÖRÜ

1. Ulaştırma
2. Haberleşme
3. Radyo-Televizyon
4. İnşaat
5. Turizm

Bir başka endüstriyel sınıflandırma türü endüstrileri konjonktürel dalgalanmalara göre sınıflandırmaktadır:

- a- Büyüyen Endüstriler:** Konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak karlarında sürekli büyüme görülen endüstrilerdir. Örnek; bilgisayar ve elektronik endüstrileri.

- b- Devresel Endüstriler:** Konjonktürel dalgalanmalar paralelinde, ekonomik gelişme dönemlerinde çok karlı, durgunluk dönemlerinde ise az karlı ya da zararlı olan endüstrilerdir. Örnek; dayanıklı tüketim malları üreten endüstriler.
- c- Kendini Koruyan Endüstriler:** Ekonomideki dalgalanmalardan en az etkilenen, ekonominin hem canlı hem de durgun olduğu dönemlerde yaklaşık aynı düzeylerde kar sağlayan endüstrilerdir. Örnek; gıda endüstrisi.<sup>45</sup>

Üçüncü bir çeşit olarak endüstrilerin içinde bulunduğu hayat eğrilerine göre sınıflamayı gösterebiliriz. Ekonomi içerisindeki ürün ve hizmetlere dönük oluşan rekabet, ekonomik faaliyetler, kaynaklara ulaşım ve pazar durumları bu ürün ve hizmetlere yönelik talepleri, sektörün hayat eğrisini şekillendiren unsurlar olmaktadır. Üretilen ürün ve hizmetlerin pazarda tutulmasıyla ürün ve hizmeti üreten firmaların kolayca kaynak bulması sonucu hayat eğrisinde ilk aşamadan diğer aşamalara geçiş başlayacaktır. Hayat eğrisinde meydana gelen değişimler de ürün ve hizmetlerde, hatta bu ürünleri üreten firmaların değerinde değişiklikler olmasına neden olacaktır. Firmaların gelirlerinde büyüme başladığında, temettü ve sermaye harcamalarına ilişkin politikaları da belirlenecektir.

Sektör hayat eğrileri beş ana aşamadan oluşmaktadır:<sup>46</sup>

- Oluşma
- Büyüme
- Genişleme
- Olgunluk
- Gerileme

### ➤ Oluşma

İlk aşamada yeni bir fikir veya teknoloji ile birlikte yeni bir ürün ortaya çıkar. Bu yeni ürün bazı öncü firmalar tarafından üretilmeye başlanır. Bu firmalar genellikle

<sup>45</sup> A. Gültekin Karaşin, **a.g.e.**, s.11-12.

<sup>46</sup> Mehmet Baha Karan, **a.g.e.**, s.451.

finansmanlarını kendileri gerçekleştirirler ya da aile ve arkadaş gibi yakınlarının maddi desteklerini alırlar. Bazı zamanlarda kısmi banka kredileri de kullanabilmektedirler.

Steve Jobs, Apple Computer'i 1970'lerde kurup kişisel bilgisayar üretimine yöneldiğinde, IBM tarafından ciddi bir rakip görülmemiştir. Zaten o yıllarda bilgisayar sektörünün kişisel bilgisayarlardan kurumların ihtiyacını karşılayacak dev bilgisayarlara yöneleceği düşünülüyordu. Ancak 1990'lara gelindiğinde Apple kendi yazılımları ile IBM'in çok önemli bir rakibi haline gelmiştir.

Yahoo ve Amazon gibi yeni ekonomiyi temsil eden internet şirketleri 1990'larda yeni gelişen internet teknolojisini kullanarak 2000'li yıllarda çok önemli şirketler haline gelmişlerdir. Microsoft bile 1990'ların başında internet sektörünün özellikle 1995'den sonra bu denli önemli olacağını öngörememiştir.

Bu şirketlerin çoğunluğu başlangıçta kar edememiş, kazandığından çok daha fazlasını yatırıma yöneltmiş ve ortaklarına kar payı verememişlerdir. 1999 yılında bu tür şirketlerin işlem gördüğü NASDAQ borsası rekor üzerine rekor kırarken, fiyatları çok artan bu şirketlerin çoğunun bilançoları zarar gösteriyordu.<sup>47</sup>

### ➤ **Büyüme Dönemi**

Firmaların ürettiği ürün ve hizmetlerde ciddi bir pazar payına ulaşması onların büyüme dönemine geçtiğinin göstergesidir. Bu aşamada firmaların satış ve karlılıklarında artış başlamıştır. Bu aşamada da firmalar ortaklarına kar payı dağıtamamakta, elde edilen karları yeniden yatırıma yöneltmektedirler.

1978 yılında Apple Computer kişisel bilgisayarları öylesine başarı kazanmıştı ki, karları ile büyümesini finanse edemeyen şirket, ilk kez halka açılmıştır. Apple'in bu başarısı sektöre yeni şirketlerin de girmesine yol açmış; IBM, Compaq, Gateway, Dell ve Mikron gibi firmalar kişisel bilgisayar pazarına adım atmışlardır. Bu firmalardan yalnız

<sup>47</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.451-452.

IBM varlıklarının bir kısmını kişisel bilgisayar pazarına yönlendirirken, diğer firmaların temel üretimi kişisel bilgisayarlar olmuştur.

Büyüme dönemindeki firmalar kar payı dağıtamadıklarından ortaklarına bedelsiz hisse senedi verirler. Bu temettü politikası ile pazara, karlılıklarını devamlı olacağını işaretleri verilerek yatırımcıları çekme amacı güdülmektedir.

Meydana çıkma ve büyüme aşamalarındaki firmalar genellikle risklidirler. Yatırımcıların onların gerçek büyüme potansiyellerini görmeleri hiç de kolay değildir. Bu dönemde çok iyi bir firma yakalayan yatırımcılar çok para kazanabilirler. ABD'nin en zenginlerinden biri olan ünlü borsa uzmanı Warren Buffet son yıllarda çok gelişen iletişim sektörü ile internete çok fazla ilgi duymadığından, 1999 yılında NASDAQ endeksi %82 artarken, yönettiği fon %23 değer kaybetmiştir.<sup>48</sup>

### ➤ Genişleme

Bu dönemde artık firmaların satışları ve karlarında azalan bir hızla artma görülmektedir. Artık pazarda benzer ürün ve hizmet üreten firma sayısı artmış, rekabet hızlanmıştır. Yatırımlarında azalma olan firmaların kar dağıtma potansiyellerinde ise artma olmuştur. Bedelsiz hisse senedi ve hisse senedi bölünmesi uygulamaları da tercih edilmektedir. Firmaların büyüme beklentilerinde azalma olması hisse senedi fiyatlarının da düşmesine neden olabilir.

Ülkemizde Migros, Gima ve Yimpaş gibi perakende mal satan firmaları bu aşama için örnek verebiliriz. 1990'larda önem kazanmaya başlayan bu sektöre 2000'li yıllarda bir çok firma girmiş, sektörün gelişmesi devam ederken, karları azalmaya başlamıştır.<sup>49</sup>

### ➤ Olgunluk Dönemi

Uzun dönemde, sektördeki büyüme ile ülkenin GSMH'sındaki artışı aynı hızı yakaladığında sektör için olgunluk dönemi artık başlamıştır. Günümüzde otomotiv

<sup>48</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.452.

<sup>49</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.452-453.

sektörü bu aşama için uygun bir örnektir. Otomobil satışlarında artış veya düşüş olması genellikle ekonomik faaliyetlere ilişkin olarak yatırımcılara/analistlere genel bir fikir vermektedir.

Bir firma bu aşamaya geldiğinde, fabrika ve demirbaş gibi ihtiyacı olan temel yatırımlarını tamamlamıştır. Ulusal ve uluslararası olan finansal seçeneklerini artık belirli bir hale getirmiş, faaliyetleri sonucu elde ettiği nakit akışları ile firmanın büyüme gereksinimlerini karşılayabilecek durumdadır. Bu aşamada kar dağıtım oranları %45-50 gibi oldukça yüksek bir düzeydedir.

### ➤ Gerileme Dönemi

Pazarın beklentilerine cevap veremeyen veya yeniliklere ayak uyduramayan sektörler, son aşama olan gerileme dönemine girerler.

Sermaye piyasasındaki gelişmeler ile haberleşme teknolojisinde ilerleme olması ve globalleşme sürecinin hızlanması, sektöre girişlerin kolaylaşması sonucunu doğurmuş böylece dünyada ve özellikle ülkemizde bankacılık sektöründe gerileme kaçınılmaz bir hale gelmiştir. Bazı bilim adamlarına göre 21.yüzyılda bankacılık sektörüne olan ihtiyaç azalacaktır. Bunun için bu sektöre ilişkin yapısal değişikliklere başvurmak gerekmektedir. Son yıllarda şirket evlilikleri başlamış ve ülkelerdeki banka sayılarında gözle görülür bir azalma saptanmıştır.<sup>50</sup>

### 2.2.2. Sektör Analiz Planı

Sektör analizinde amaç; büyüyen ve gelişme aşamasındaki endüstrilere yatırım yapmak olarak belirlendikten sonra, analistin endüstri analizinde dikkate alacağı anahtar özellikler şöyle sıralanabilir.<sup>51</sup>

- a- *Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatları ve karlar:* Geçmişte satış hasılatında ve karlarda büyüme, endüstrinin ürünlerine olan talepteki artışın bir göstergesidir.

<sup>50</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.453.

<sup>51</sup> A. Gültekin Karaşin, a.g.e., s.13-14.



Zaman içinde faaliyet karı/net satış hasılatı oranındaki değişme, ortaklığın işletme giderlerini ne ölçüde kontrol edebildiğini gösterir.

- b- *Süreklilik:* Endüstrinin ürünlerine olan talebin ve kullandığı teknolojinin sürekliliği, yani ürünlerin ve makine donanımının işlevsel ve fiziksel eskimeye uğramamış olması ya da bir başka endüstrinin o endüstriyi kısa dönemde ikame etmesinin beklenmemesi bir endüstri için aranan özelliklerdir.
- c- *Rekabet koşulları:* Analist ayrıca endüstri içi rekabet koşulları, piyasanın rekabetçi güçlere karşı ne derece korunduğu ve piyasaya girişi engelleyici etkenlerin varlığı ile de ilgilenir. Piyasaya girişi engelleyen etkenler arasında piyasayı rakiplerin girmesini önleyecek sayıda ürün çeşidi ile doldurmak, maliyet etkinliği (mevcut ortaklıkların patent hakları, hammaddelerin kontrolü, gerekli makine donanımı ve finansman kaynaklarını daha kolay sağlayabilmeleri gibi nedenlerle maliyet etkinliğine sahip olmaları) ve ölçek ekonomilerinin sağladığı avantajlar sayılabilir.
- d- *İşgücü durumu:* İşgücünün üretim sürecinin önemli bir kısmını oluşturduğu durumlarda, yani o endüstride çok fazla işgücü yoğun ya da vasıflı işçilik gerektiren aşırı mekanik, sermaye yoğun üretim süreçlerinin kullanıldığı durumlarda grev olasılığı da dikkate alınması gereken önemli bir etken olarak kendini gösterecektir.
- e- *Hükümet politikaları:* Analizci hükümetin incelenen endüstri ile ilgili politikalarını da dikkatle izlemelidir. Çünkü hükümetin yaklaşımı bir endüstriyi iç ve dış rekabete karşı koruyucu mevzuat, ihracat kredileri, yerli imal belgesi, gümrük muafiyeti v.b. ile olumlu yönde etkileyebileceği gibi o endüstrinin gelişmesini engelleyici bir mevzuat da yürürlüğe konabilir.
- f- *O endüstriye dahil ortaklıkların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının endüstrinin kazançlarına oranı:* Yatırımcı veya analizci yukarıda sayılan bütün özellikleri olumlu bulsa dahi eğer o endüstriye dahil ortaklıkların hisse senetlerinin piyasa fiyatları görece olarak çok yüksekse (hisse senetleri aşırı değerlenmişse) bu hisse senetlerinin satın alınması rasyonel bir yatırım olmayabilir. Bunun tersine, geleceği pek parlak görülmemekle birlikte, eğer o endüstriye dahil ortakların hisse senetlerinin piyasa fiyatları görece olarak çok düşükse bu hisse senetleri arzulanır yatırımlar niteliğinde görülebilir.

Sektör analizi bir plana göre yapılabilir. Bu plan genellikle üç aşamadan oluşmaktadır.<sup>52</sup>

- Sektörün tanımı
- Sektörün büyümesi
- Sektörel rekabet

Bu üç aşamaya göre öncelikle sektörün analizi gerçekleştirilir. Analiz yapılırken sektörün tanımı yapılır, sınırları belirlenir. Analizi yapılan sektörün alt bölümleri belirlenir, rekabetçi durumdaki diğer sektör dallarıyla olan ilişkisi ortaya konur. Daha sonra hükümetin sektör üzerindeki etkisi incelenir.

İkinci aşamada, sektörün büyüme potansiyeli değerlendirilir. Sektörün hayat eğrisi ve incelenen firmanın bu eğri içerisindeki yeri belirlenir. Olumlu veya olumsuz yönde kırılmalar varsa ortaya konur.

Üçüncü aşamada, sektörel rekabet konusu araştırılır. Liberal ekonomilerde bir firmanın sektör içerisindeki başarısı kalıcı olamamaktadır. Sektörün karlı olması yeni firmaların da sektöre girişini arttıracak ve firmanın karlılığını düşürecektir. Uluslararası rekabette de gümrük sınırlamaları ve kota gibi nedenlerle zaman zaman sıkıntılar yaşanmaktadır.

---

<sup>52</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.454.

### Sektörün Tanımı

- Ürün ve servislerin özellikleri
- Rekabetçi ve tamamlayıcı sektörler
- Hükümetin etkisi

### Sektörün Büyümesi

- Ürün hayat eğrisi
  - Yatırım harcamaları ve karlılık
  - Ürün hayat eğrisi içinde sektörün durumu
  - Ürün hayat eğrisindeki kırılmalar
- Satışların büyüme potansiyeli
- Ürünlere yönelik talepler
- Mevcut talebin durumu
  - Rakip mallar
  - Uzun vadeli talepte büyüme
- Ürün girdilerinin temini
  - Sermaye
  - İşgücü
  - Hammadde
- Ekonomik çevrenin etkisi
  - Faiz oranları ve enflasyon

### Sektörel Rekabet

- Yurt içi rekabet
  - Sektördeki büyük firmalar
  - Yeni rakip firmaların çıkma olasılığı
- Dış rekabet
  - Yabancı firmalar
  - Dış hükümetlerin etkisi

Şekil 2. Sektör Analiz Planı

Kaynak: Karan, 2001,s.455.

## İKİNCİ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE FİRMA İLE İLGİLİ FAKTÖRLER VE FİNANSAL ORANLAR

#### 1. FİRMA İLE İLGİLİ FAKTÖRLER

Firma değerinin belirlenmesinde en önemli ve dikkat isteyen kısmı firma analizi oluşturmaktadır. Piyasada incelenmesi gereken çok sayıda firma vardır. Bu firmalarla ilgili çok sayıda bilgi, rapor, haber ve finansal tablo vardır ve bu tabloları iyi bir şekilde inceleyip yorumlamak gerekmektedir.<sup>64</sup> Bu yüzden analistlerin yapılacak firma değerlemelerine özellikle önem vermeleri gerekmektedir.

Gelecekte sağlanacak getirileri saptayabilmek için firma analizinin açıkça ortaya konmasında fayda vardır. Firma ya da ortaklık analizi; firmanın ürettiği ürüne ve kullandığı teknolojiye ait niteliklerin, firma yönetiminin, hukuki durumunun, ayrıca firmanın mali durumu ve taşıdığı risk gibi nicel büyüklüklerin incelenmesini içerir.<sup>65</sup>

Firma analizini yapacak kişi, ümit verici bir endüstride bir firmanın en iyi nasıl olacağını belirlemek için vardır. Bu da firmanın geçmiş performanslarının ve gelecekteki beklentilerinin incelenmesini içerir. Firmayı ve genel görünüşü anladıktan sonra değerine karar verebilirsiniz. Son aşamada bu tahmini değeri firmanın pazar fiyatıyla karşılaştırırsınız ve hisse senedi ve bonoların iyi yatırımlar olup olmadığına karar verirsiniz.<sup>66</sup>

Bir firmanın analizinin yapılması için birçok neden olabilir. Firma değerlemesi yöntemlerine en çok firmanın ya da firmanın bir alt şirketinin satılma veya satın

<sup>64</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.456.

<sup>65</sup> Mehmet Bolak, *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, (İkinci Basım, İstanbul, Beta Basım, 1994), s.156.

<sup>66</sup> Frank K. Reilly – Keith C. Brown, *Investment Analysis & Portfolio Management*, (Fifth Edition, USA, 1997), s.433.

alınması durumunda ihtiyaç duyulmaktadır. Yine bir firma; içsel yeniden yapılanma amaçları, belirli ürün çizgisini tanzim edebilme veya hisseleri için bu tip bir değerlendirmeye tabi tutulabilir. Alıcılar, rakip firmalar, yatırımcı grupları ve firmaya ait hisselerle sahip olmak isteyenler için; firmanın ekonomik değerinin, kabul edilebilir bir yaklaşıma veya sürekli bir görüş olarak uygun bir firma çizgisine ulaşması gerekmektedir.<sup>67</sup>

Firma analizi için firma ile ilgili olarak bilinmesi gerekenleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- *Firmanın geçmişine ve bugününe ait bilgiler:* Bu aşamadaki değerlendirmeler; kurucuların özellikleri, yöneticilerin kişilik özellikleri, iş tecrübeleri, tahsil durumları, ortaklık yapısı ve şirket yönetimi ile firmanın ürettiği ürünle ilgili olarak üretilen mal ve hizmetlerin kalitesi, firmanın pazar payı, firmanın kapasitesi gibi konulara yönelik olmaktadır. Böylece firma ile ilgili geçmiş ve günümüzdeki durumuna yönelik genel bilgiler elde edilmeye çalışılır. Bu bölümdeki değerlendirme konularını şu şekilde sınıflandırabiliriz:<sup>68</sup>

- a. Kuruluş tarihi
- b. Kurucuları
- c. Şirketin yönetimi
- d. Şirketin ana sözleşmesi
- e. İlk ortaklık yapısı
- f. Hisse senetlerinin tür ve özellikleri
- g. Ürettiği ürün ve servisler
- h. Üretimde kullanılan maddeler ile üretilen ürünlerin kullanıldığı sektörlerin günümüzdeki özellikleri ve gelecekteki beklentiler
- i. Geçmişteki pazar payı
- j. Halka açılma tarihi
- k. Halka açılma oranı
- l. En büyük ortaklar

<sup>67</sup> Erich A. Helfert, *Techniques of Financial Analysis*, (Ninth Edition, USA, 1997), s.322-323.

<sup>68</sup> Mehmet Baha Karan, *a.g.e.*, s.456.

- m. Şirketin diğer yatırımları ve mensup olduğu grup
- n. Şirketin fabrikalarının yerleri, üretim kapasiteleri ve kapasite kullanım oranları
- o. Şirketin kendini yenilemek için patent, know-how gibi satın alma veya araştırma gibi konulara yönelip yönelmediği
- p. Pazarlama stratejisi ve dağıtım kanalları
- q. Şirket hakkında basında yer alan haber ve yorumlar
- r. Çeşitli medyalara verdiği rakamlar

- *Sektördeki yeri:* Her ülkenin ekonomi tarihi, çeşitli sektörlerin büyüme hızlarının birbirinden farklı olduğunu, zamanla endüstrilerin ekonomi içindeki nispi önemlerinin değiştiğini, bazı endüstrilerin duraklayan hatta gerileyen bir görünüm aldığını ortaya koymaktadır.<sup>69</sup> Firmanın içinde bulunduğu endüstri kolu kadar bu endüstri içindeki görece yeri de önemli olmaktadır. Pazar payı yüksek olan firmalar göreceli olarak daha az risklidir.<sup>70</sup> Rekabete karşı korunmuş garantili pazarları bulunan firmalar, rekabete açık firmalara göre diğer şartlar aynı kalmak üzere daha az risklidir. Rekabetin sınırlı olduğu endüstri kollarında iş riski daha az olup, bu tür endüstrilerde firmaların satışları ve karları genellikle daha fazladır.<sup>71</sup> Endüstrinin kararlı gelişme göstermesine karşın bazı firmalar bu gelişmeye ayak uyduramayabilirler. Buna karşılık verimliliği yüksek firmalar, ekonomik koşulların olumsuz olduğu dönemlerde dahi, rekabet güçlerini koruyarak hatta artırarak, bu dönemleri daha iyi bir gelecek için olanaklar da yaratarak atlatabilirler.<sup>72</sup> Bu gruba dahil olan unsurları da aşağıdaki gibi sınıflandırabiliriz:<sup>73</sup>

- a. Sektördeki firma sayısı
- b. Şirketlerin pazar payları
- c. Ürettiği ürün ve hizmetlerin diğer şirketlerin ürün ve hizmetlerinden farkları
- d. Bulunduğu sektöre göre firma büyüklüğü
- e. Diğer firmalara göre ortaklık yapısı
- f. Bulunduğu sektördeki diğer firmaların hisse senetlerinin performansları

<sup>69</sup> Burhanettin Tandoğan, **Finansal Tablolar Analizi ve Finansman Yöntemlerinin Değerlendirilmesi**, (İkinci Basım, Ankara, Vakıf Sistem Pazarlama Yazılım, 2002), s.356.

<sup>70</sup> Öztin Akgüç, **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, (Altıncı Basım, İstanbul, Arayış Yayıncılık, 2000), s.284.

<sup>71</sup> Burhanettin Tandoğan, **a.g.e.**, s.356.

<sup>72</sup> Öztin Akgüç, **a.g.e.**, s.284.

<sup>73</sup> Mehmet Baha Karan, **a.g.e.**, s.457.

- *Pazardaki durumu:* Bu bölümde istenilen bilgilerin bir değeri vardır. Bir firmanın eski ve kurumsallaşmış olması onun geleceği açısından oldukça önemlidir. Yönetiminde ciddi müteşebbisler ya da gruplar olan firmalar yatırımcılara güven vermektedir. Yatırımcıların o firmanın ürettikleri mal ve hizmetlere sürekli ihtiyaç duymaları o firma için son derece önemlidir. Halka açıklık oranı düşük olan küçük firmaların genellikle işlem hacimleri çok dar olmaktadır. Menkul kıymet analistleri belirli aralıklarla firma ziyaretleri yaparak firmaları tanımaya, onların kapasite kullanımları ile ilgili bilgilere ulaşmaya çalışmaktadırlar. Onların raporları dikkatlice izlenerek firmalar hakkında genel bilgilere sahip olmak mümkündür. Yatırımcılar getirileri çok hareketli (standart sapmaları yüksek) olan firmaları yakından izlemelidirler. Bu tip firmalar göreceli olarak riskli şirketlerdir. Bazı firmalar mevsimlerden aşırı şekilde etkilenmektedir. Örneğin inşaat şirketleri, meşrubat ve bira şirketleri yaz aylarında yüksek performans sağlarken; bazı gıda, sanayi ve ticaret şirketleri kış aylarında daha yüksek performans sağlamaktadırlar. Firmanın pazardaki durumuna ait unsurları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz:<sup>74</sup>

- a. Menkul değerlerin piyasadaki durumu ve ihraç miktarları
- b. Tarihi hisse senedi getirilerinin ortalaması ve standart sapması
- c. Şirketin dönemsel olarak etkilenip-etkilenmediği
- d. Şirketin mali tabloları
- e. Temettü dağıtım oranları, yöntemleri ile bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları
- f. Dolar bazında hisse senedi fiyatları
- g. Hisse senedinin ortalama işlem hacmi
- h. Yabancı yatırımcılar tarafından talep edilip edilmediği
- i. Büyük spekülâtorler tarafından ilgi duyulup duyulmadığı

<sup>74</sup> Mehmet Baha Karan, a.g.e., s.457-458.

Herhangi bir firmayı değerlendirirken dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta da neyin değerlendirileceğine kesin olarak karar vermektir. Bu, üç temel soruya cevap vermeyi gerektirir:<sup>75</sup>

- Firmanın varlıkları mı yoksa kaynakları mı değerlemeye tabi tutulacaktır?
- Firma devam eden bir ticarethane olarak mı yoksa tasfiye halindeki bir firma olarak mı değerlendirilecektir?
- Firmada azınlığın çıkarları mı yoksa ana kontrolü mü değerlendirilecektir?

Firma analizi yapılırken, firmaların hangi dönemde olduklarına da dikkat edilmelidir. Firmaların büyüme, olgunluk ve düşüş dönemlerine ilişkin çeşitli faktörlerin neler olabileceği Tablo1’de gösterilmeye çalışılmıştır.

---

<sup>75</sup> Robert C. Higgins, **Analysis For Financial Management**, (Sixth Edition, Singapore, 2001), s.321.



Tablo1. Çeşitli Dönemlerde Firmalara İlişkin Bazı Göstergeler

	<b>Başlangıç Dönemi</b>	<b>Büyüme Dönemi</b>	<b>Olgunluk Dönemi</b>	<b>Durgunluk/Daralma Dönemi</b>
<b>İş Riski</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük
<b>Finansal Risk</b>	Çok Düşük	Düşük	Orta	Yüksek
<b>Fon Kaynağı</b>	Risk Sermayesi	Yatırımcılar	Kazancın Bir Kısmı ve Borç	Borçlanma
<b>Temettü Politikası</b>	Ödeme Yok	Normal Ödeme	Yüksek Ödeme Var	Düşük Ödeme
<b>Büyüme Potansiyeli</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Orta/Düşük	Negatif
<b>Fiyat/Kazanç Oranı</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük
<b>Cari Karlılığı</b>	Nominal veya Negatif	Düşük	Yüksek	Düşük ve Düşmektedir
<b>Hisse Fiyatı</b>	Hızlı Artar ama Çok Esnektir	Artar ama Esnektir	Sabittir ve Esnek Değildir	Düşmekte ve Esnekliği Artmaktadır
<b>Rekabetçi Sayısı</b>	Tahmin Edilemez	Maksimum Seviyededir	Yerleşmiş Üreticiler Vardır	Yeni Giriş Olası Değildir
<b>Sektöre Giriş</b>	Kolaydır	Çok Zordur	Zordur, Piyasa Liderleri Yerleşmiştir	Giriş Cazip Değildir
<b>Ekonomik Konjonktürden Etkilenme</b>	Çok Yüksek	Yüksek	Çok Düşüktür	Normal
<b>Teknoloji</b>	Önemli Bir Faktördür	Üretim Teknolojisi Daha Önemlidir	Önemlidir	Bilinmekte, Durağan ve Ulaşılabilir

Kaynak: Yazıcı, 1997, s.20.

## 2. FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNE İLİŞKİN DEĞER YARATAN UNSURLAR

Firmaların faaliyetleri sonucu pozitif yönlü bir değer varolabilmesi için, yatırılan sermaye getirisinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden fazla olması gerekir. Bu yüzden firma değeri belirlenirken değer yaratan unsurlar ortaya konulmalıdır.

Değer yaratan unsurlar denildiğinde firma değerinin belirlenmesinde etkisi olabilen her türlü unsur düşünülmelidir. Firma değerinin belirlenmesinde hangi etkenin daha önemli olduğunu bilmek amacıyla; firma içi unsurlar ve firma dışı unsurlar şeklinde bir ayırıma gitmek doğru olacaktır.<sup>76</sup>

### 2.1. Firma İçi Unsurlar

Firma değeri belirlenirken en çok firmanın kar marjının ve satışlarının takip edilebileceği gelir tablosu tercih edilmektedir. Burada bilançonun da gözardı edilmemesi gerekmektedir. Çünkü satışların getirisine bakmak tek başına sağlıklı bir analiz sağlamayacaktır. Bunun yanı sıra yatırılan sermaye tutarının ne olduğu da dikkate alınmalıdır. Önceden de belirttiğimiz gibi değer yaratan unsur yatırılan sermaye üzerinden elde edilecek getiri olmaktadır.

Firma değerini etkileyen firma içi unsurlar; satışlar, satışlar üzerinden maliyetler düşüldükten sonra kalan faaliyet kar marjı, net işletme sermayesi, net maddi duran varlıklar ve net diğer varlıklar olarak gruplandırılabilir.<sup>77</sup>

Bu açıklamaya göre satış fiyatlarının yükseltilmesi yoluyla firma değerinin de arttırılacağına dair doğrudan bir düşünceyi ortaya atmak yanlış olacaktır. Çünkü fiyatlarda meydana gelecek artış taleplerde düşüşe yol açabileceğinden firmanın piyasadaki payını düşürecek ve bu da firmanın değerinin düşmesine neden olacaktır. Ayrıca satış fiyatlarında artış yapılması buna rağmen taleplerde bir düşme olmaması durumlarında maliyetlerin bu durumdan nasıl etkilendiğinin dikkate alınması, ek işletme

<sup>76</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.19.

<sup>77</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.22.

sermayesine duyulacak ihtiyaç ve maddi duran varlık yatırımlarının ne kadar olması gerektiği konularında ayrıca bir araştırmaya gidilmesinde fayda vardır, aksi takdirde bu unsurları göz ardı ederek bir firma değerinin tespit edilmesi eksik bir analiz yapılmasına neden olacaktır.

Bu konularla ilgili olarak ihtiyaç duyulan bilgiler için mali tabloların yanında muhasebede kullanılan finansal oranlardan mali bünye oranları ve karlılık oranları da sonuca ulaşmak açısından yardımcı olabilmektedir.

### **2.1.1. Yönetim Süreci İle İlgili Unsurlar**

Firmadaki en alt yöneticiden en üst yöneticiye kadar herkesin, firma değerinin belirlenmesinde rol oynayan değer yaratan unsurları bilmeleri ve bu anlayışa sahip bir politika çerçevesi içinde işlerini yürütmeleri sağlanmalıdır. Bu bilinci yerleştirmek için de sürekli eğitim, destek ve denetleme yapılmalıdır.

Değer yaratmayı sağlayan yönetim biçimi dört aşamadan oluşmaktadır:<sup>78</sup>

- Strateji geliştirme
- Hedef belirleme
- Uygulama planları ve bütçe
- Performans ölçümü ve teşvik sistemleridir.

#### **2.1.1.1. Strateji Geliştirme**

Firma değerini en yüksekte tutmayı amaçlayan yöneticiler; firmanın yapılandırılması aşamasında maliyetlerin düşük olması, satışların artırılması, araştırma-geliştirme giderlerinin ne kadar olması gerektiği, hangi varlıkların satın alınacağı, yeni yatırımların ve firma satın almalarının hangi alanlarda yapılacağı ve tutarının ne kadar olacağı, borç/özkaynak dengesinin nasıl olacağı ve bu unsurların firmayı ne derece etkileyeceğini ortaya koymalıdır. Bu aşamada uygulanacak finansal yöntemlerin yanı sıra mali oranların rolü de etkili olmaktadır. Yöneticiler mali bünye oranları ile firmanın

<sup>78</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.24.

giderlerine ilişkin durumunun nasıl olduğu, karlılık oranları ile satışlardan elde edilen karların ne kadar olduğu ve buna bağlı olarak satışların durumu, firma satın almalarına ilişkin olarak satın alınması veya ortak olunması düşünülen firmanın ortaklarına yapmış olduğu kar dağıtımlarıyla ilgili olan oranları inceleyerek fikir sahibi olabilirler.

Stratejiler, hem genel olarak firma için hem de firmayı oluşturan alt birimler için hazırlanır. Bu hazırlanan stratejiler içinden firma değerini en yükseğe çıkaran ve firma için en uygun olanı seçilir. Yine strateji oluşturulurken piyasanın, rakiplerin ve firmanın durumunun ne olduğu belirlenmeli ve bunlara uygun zaman ayarlaması yapılmalıdır.

### **2.1.1.2. Hedef Belirleme**

Firma değerini yükseltecek stratejilerin belirlenmesinden sonra, bu stratejilerin uzun ve kısa vadeli hedefler haline dönüştürülmesi gerekmektedir. Bu vadelerin süresinin bir, üç ve on yıl şeklinde ayırımı uygun olacaktır.

Hedeflerin belirlenmesi firmanın yönünün nereye doğru gitmesi gerektiği konusunda yöneticilere yardımcı olacaktır. Yalnız burada dikkat edilmesi gereken nokta hedeflerin çok düşük veya çok yüksek tutulmaması gerektiğidir. Çok düşük hedefler firma performansında azalmalara neden olurken çok yüksek hedefler ise ulaşılamadığı zaman firma çalışanları arasında motivasyon eksikliği yaratabilir. Kısa vadede olumlu bir etki yaratan hedeflerin uzun vadede olumsuz etki yaratabileceği de dikkate alınıp uygun bir belirlemeye gidilmelidir. Aksi takdirde firmanın uzun vadede nakit akımları ve firma değerinde olumsuz etkiler ile karşılaşılabilir.

### **2.1.1.3. Uygulama Planları ve Bütçe**

Bu aşamada firmanın bir yıllık uygulayacağı planları ve bütçesi belirlenir. Değer değişim programı oluşturulurken bunu sağlayacak bir ekibin kurulması, programın sağlıklı bir biçimde oluşturulmasına katkı sağlarken firma içerisinde desteğin sağlanması açısından da önemlidir.

#### 2.1.1.4. Performans Ölçümü ve Teşvik Sistemleri

Performans ölçümü denildiğinde, firma için belirlenmiş olan hedeflere ulaşmak için yapılan faaliyetleri inceleme; teşvik sistemleri denildiğinde ise, bu hedefleri gerçekleştirecek yönetici ve firma çalışanlarının motive edilmesi anlaşılmalıdır.

Performans ölçümlerinde gelir yaratan unsurların dikkate alınması son derece önemlidir. Bu aşamada özellikle gelir tablosundaki ve bilançodaki değerlere bakılır ayrıca geçmiş dönem mali tablolarının da incelenmesinde fayda vardır. Böylece performans ölçümleri sağlıklı bir şekilde yapılabilir. Piyasa ve sektör içindeki gelişmelerde sürekli olarak gözlenmelidir.

Piyasa devamlılık gösteren bir biçimde karları, zararları ve diğer pozitif-negatif faktörleri peşin olarak indirmektedir. Genel olarak kabul edilen görüş, makro ekonomik ve sosyo politik faktörler piyasayı genel olarak etkilerken, daha spesifik unsurların söz konusu firmanın hisse senedi fiyatlarının dalgalanmasına neden olduğudur.<sup>79</sup> Bundan dolayı firmaların değerinde artış meydana geldiğinde piyasada oluşan değişiklikler bu değerden arındırılarak firma yöneticilerinin gösterdiği başarıdan elde edilen artışlara sadece bakılır. Böylece firmanın yapılandırma amacıyla ortaya konan stratejilerinin bir sonucu olarak elde edilen başarılar firma yöneticileri ve ortaklarının getirilerine de artış olarak yansır. Firmanın alt departmanlarında çalışan elemanlar için ise daha çok birimler düzeyinde teşvik sistemlerine başvurulmalıdır. Firma yönetimi, birimlerde çalışan elemanlara sermaye maliyetinin üzerinde bir getiri elde etmenin firma değeri üzerinde olumlu bir etki yaratacağı bilincini yerleştirmelidir. Bu nedenle her birimde yapılan faaliyetlerin sonucu olan gelirler ve maliyetlerin etkileri ortaya konulmalıdır. Yapılacak gereksiz sermaye yatırımlarının da firma değerini olumsuz yönde etkileyeceği de birim elemanları tarafından bilinmelidir.

<sup>79</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.28.

### 2.1.2. Temel Finansal Uygulamalar

Firma değerinin arttırılmasına yönelik firma içi unsurlardan finansal uygulamalara yönelik konumuzla ilgili olan unsurlar;

- Optimal Borç/Özkaynak Bileşimi
- Finansal Sıkıntı Maliyetleri
- Finansman Hiyerarşisidir.<sup>80</sup>

Sermaye yapısını temel alan bir yaklaşım olan optimal borç ve özkaynak teorisine göre, firmalar kendi bünyelerine uygun olan optimal bir sermaye yapısı oluşturmalı ve yatırım hedeflerini de yine bu sermayeye göre belirlemelidir. Optimal sermaye yapısı firmanın değerini en yüksek seviyeye getirecek ve sermaye maliyetlerini de en düşük değerde tutacak bileşime denilmektedir.

Değer artırıcı bir unsur olarak firmanın borçla mı yoksa özkaynakla mı finanse edileceğine karar vermek gerekmektedir. Firmalara; faizlerin, vergiden düşülebilir bir imkan vermesi ve ülkemizdeki vergi oranlarının da yüksek olması nedeniyle borçlanma yolu cazip gelmektedir. Borcun vergiden korunmayı sağlaması, hisse senetlerinin fiyatlarını ve buna bağlı olarak da firma değerini artırmaktadır. Bunun nedeni ise verginin getireceği yükün azalmış olması ve borçlanmanın vergiye göre daha az bir yük getirmesi firma ortakları açısından bir değer oluşturmaktadır. Özkaynakla finanse edilen firmalar için böyle bir avantajdan bahsedilemez. Ancak buradan firmaların sadece borçlanma yoluyla finanse edilmesinin uygun olduğu sonucu çıkarılmamalıdır. Çünkü firma, faaliyet karının hemen hepsini faizleri ödeyebilmek için kullanabilir. Bu durumda da firmanın borçla finanse edilmesinin bir anlamı olmayacaktır. Ayrıca firmalar ödeyecekleri vergilerle belli bir süre sonra bu yükün azalabileceğini de bilmelidirler. Yatırımcılar ve kreditorler bir firmanın borç veya özkaynak paylarının ne olduğuna dair fikir edinebilmeleri açısından finansal oranlar içerisinde yer alan mali bünye oranlarından faydalanmaları mümkündür.

<sup>80</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.36.

Firmanın değerine etkisi olan bir diğer faktörde finansal sıkıntılarda oluştuğu zaman ortaya çıkmaktadır. Firmaya kredi veren kreditorlere ödemelerinin karşılığı verilemediği zamanlarda firma finansal sıkıntı yaşamaya başlar. Bu, bazen firmanın zor durumda kaldığının bazen de iflasa gidebileceğinin işaretidir. Yatırımcılar borçla finanse edilen firmaların sıkıntı yaşama risklerinin olabileceğini bilirler. Bu durum firmanın cari piyasa fiyatına yansıtılır. Bu yansıma şu şekilde formüle edilir:

$$\text{Firma Değeri} = \text{Tamamen Özkaynakla Finansman Durumundaki Firma Değeri} + \text{Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri} - \text{Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Bugünkü Değeri}$$

Finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değeri, firma için oluşacak finansal sıkıntı olasılığına ve bu sıkıntı oluşursa ortaya çıkacak maliyetlerin ne kadar olacağına bağlıdır. Borçlanma uygun bir düzeyde yapılmışsa finansal sıkıntı yaşanma olasılığı düşük olacaktır ve bunda vergi avantajı etkili olmaktadır. Ancak ek borçlanmanın arttığı durumlarda finansal sıkıntıdan kaynaklanacak maliyetler de artacak ve sonuç olarak firma değeri düşüşe geçecektir. Optimum düzeye ulaşabilmek, borçlanma sonucu sağlanan vergi tasarruflarının bugünkü değerleri ile finansal sıkıntı maliyetlerinin bugünkü değerleri dengeli bir duruma getirildiğinde mümkün olmaktadır.

Firmanın finansal sıkıntıda olmasının bir diğer sonucu ise, yeni yatırım fırsatlarının kaçınılmasıdır. Bu durumun bir sonucu olarak da firmanın değerindeki azalma kaçınılmaz olmaktadır.

Firmanın finansal sıkıntı yaşama riskinin olup olmadığını anlamak için finansal oranlardan likidite durumunu inceleyen oranlar ve mali bünye oranları incelenebilir.

Firmaların sermaye yapılarıyla ilgili olarak bir finansman hiyerarşisi teorisi ortaya çıkmaktadır.<sup>81</sup>

<sup>81</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.44.

- Firmalar öncelikle iç finansmanı tercih etmektedirler, çünkü bu fonlar hisse senedi değerini düşürebilecek olumsuz hiçbir işaret gönderilmeden sağlanır.

- Eğer firma için dış finansman gerekiyorsa o zaman firma önceliği borçlanmaya verir, yeterli olmadığı durumlarda hisse senedine çevrilebilir tahvil ve en son yeni hisse senedi ihracına başvurur. Finansman hiyerarşisi gerekli olmaktadır çünkü yatırımcıların borç ihracını kötü bir haber olarak karşılamaları çok düşük bir ihtimalken hisse senedi ihracına başvurmalarını olumsuz bir durum olarak karşılarlar. Çünkü, finans yöneticilerinin hisse senedi ihracına genellikle hisse senetlerinin yüksek fiyatlandığı zaman başvurduklarını düşünürler. Bunun bir sonucu olarak da hisse senetlerinin ihracının açıklanması hisse senedi değerlerini düşürür. Borç ihracının önemsiz karşılanmasının nedeni yanlış fiyatlama alanının dar olmasından kaynaklanabilir.

Firmaların temettü politikalarının da firma değeri üzerinde etkisi vardır. Buradaki etki firmanın dağıtabileceği temettü miktarını ne şekilde dağıtacağına bağlıdır. Eğer dağıtılacak temettü miktarının firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine eşit bir getirisi olacaksa firma değerine bir katkısı olmayacağı gibi eksiltmeyecektir de.. Ama firma temettü dağıtımına gitmeyip bu değeri elinde tutarsa; getiriyi, sermaye maliyetinden yüksek yatırımlarda kullanırsa o zaman firmanın değeri olumlu yönde etkilenecektir. Tercih edilen temettü politikalarını yatırımcılar, firmaların gelecekteki performanslarını ölçmek için değerlendirebilirler. Finansman yöneticilerinin firmanın kaynakları yeterli olduğu zaman temettü dağıtımına gitmeyi tercih edeceklerini düşünürler bu yüzden dağıtılan temettü ne kadar yüksek olursa firma hakkındaki düşünceleri o derece olumlu olacaktır. Yatırımcılar, firmanın uyguladığı temettü politikalarını irdelerken finansal oranlarda yer alan ve karlılık oranları grubu içerisinde bulunan ortaklara kar dağıtımında kullanılan oranları isterlerse seneler itibariyle karşılaştırma yapma imkanı çerçevesinde inceleyerek de bilgi sahibi olabilirler.

## **2.2. Firma Dışı Unsurlar**

Firma içi unsurların yanı sıra firma dışı unsurlarında değerlendirilmesi ve bunların firma değeri üzerindeki etkilerinin belirlenmesi gerekir.



Firma değerlemelerine ilişkin firma dışı unsurlar denildiğinde en çok birleşme, satın alma ve satma işlemleri akla gelmektedir. Birleşme, iki ya da daha fazla firmanın bir araya gelerek tek bir yeni firma haline gelmeleridir. Satın alma, bir firmanın varolan bir başka firma tarafından satın alınmasıdır. Birleşme ve satın almalarda firmanın aktifleri artarken, satmalarda firmanın aktifleri küçülür.

Satın alma ile firma değerinin artırılabilmesi için satın alma maliyetinin üzerinde bir katma değer yaratılması söz konusu olmalıdır. Yeniden yapılandırmaya gidilirken aktif bileşiminde ve sermaye yapısında değişiklikler yapılır. Böylece mevcutların elden çıkarılması, yeni varlıkların edinilmesi veya faaliyetlerdeki etkinliği artırma yoluyla firma değerini yükseltmek için çaba harcanır.

Firmalarda bazı birimlerde satılmaya gidilmesinin en büyük nedeni, bu birimlerden beklenen performansın elde edilememesidir. Bunun sonucu olarak da firma değerinin düşmesinde rol oynamasıdır. Yine firmalar, gelecekteki planlarında çok fazla yer almayan birimlerin veya ödenecek borç ve faizlerinde azaltıma gitmek için bu birimleri satma yolunu tercih edebilirler.

Birimlerin sağladığı faydanın etkisini ölçmek amacıyla finansal oranlardan faaliyet oranları, karlılık oranları ve mali bünye oranlarından faydalanılabilir.

Ayrıca firmalar finansal sıkıntı içine düştükleri zaman da en fazla nakit sağlayan birimlerini elden çıkarma yoluna da gidebilirler. Bunun nedeni piyasada bu birimlere talebin daha fazla olmasıdır.

Burada anlatılanları özetlemek istersek;<sup>82</sup>

- Firma değeri; firma içi unsurlar ve firma dışı unsurlar tarafından etkilenir. Firmanın başarılı olabilmesi ve değerini artırabilmesi için detaylı bir plan yapması, bunları net bir biçimde ortaya koyması ve üst yönetimin de kabul etmiş olması gerekmektedir.

<sup>82</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.51.

-Yönetimde, firmayı oluşturan her birimin firma değerine olan etkileri açıkça belirlenmeli ve doğru kararlar almaya yönelik tedbirler alınmalıdır.

- Firma dışı unsurların firma değerine etkileri önemli olsa da asıl değer yaratan unsurların firmanın içinden yani firmanın esas faaliyetlerinden kaynaklandığı bilincinde olunmalıdır.

### 3. FİRMA ANALİZİNE İLİŞKİN HESAPLANACAK FİNANSAL ORANLAR

Firmanın gelecek yıllarda sağlayacağı karların ve dağıtacağı kar paylarının tahmini için öncelikle geçmiş yıllarda sağlanan karlar ve dağıtılan kar payları incelenip değerlendirilmelidir.<sup>83</sup>

Muhasebe bilgi sisteminden sağlanan rakamlar, kendi belirleyicileri olan firmanın üzerinde bir etki sağlayan olayları ve bu olaylar karşısında yönetimin tutum ve davranışlarının sonucunu ifade ettiği için firma analizine ilişkin önemli veri kaynakları olmaktadır. Bu olaylar firmanın içinde bulunduğu endüstriye özgü olabileceği gibi, ekonomi genelindeki olaylar da olabilirler. Bu tür olaylar ile muhasebe rakamlarının değerleri arasındaki bağlantı, bu olayların firmanın faaliyetleri hakkında çıkarımlar yapmakta kullanılabilmesidir. Başka bir anlatımla bu olaylar, çok daha zamanlı olarak piyasaya ulaştığı ve firmanın ya da yönetimin performansının etkilenme yönünü ortaya koyduğu için, yatırımcıların değerlendirmelerine esas olan beklenen yararların olasılık dağılımının değişmesine neden olurlar. Muhasebe rakamları, tanımları itibariyle firmanın içinde bulunduğu koşullara ve yönetimin kararlarına bağlı olarak ortaya çıkan rassal (gözlemsel) değişkenler olarak bilinirler. Bu yüzden muhasebe rakamlarının gözlenmiş değerleri, yönetimin kararlarının özellikleri hakkında çıkarımlarda bulunma konusunda potansiyel olarak bilgi verme aracıdır.<sup>84</sup> Firmayla ilgili bu bilgileri elde edebilmek için firmanın geçmiş yıllarına ait mali tablolarının ve faaliyet raporlarının

<sup>83</sup> Necat Berberoğlu – Sadık Arslan – Muharrem Afşar, “Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi”, (Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, C:10, S:1-2, 1992), s.10.

<sup>84</sup> Gökhan Özer, *Muhasebe Kararı İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler*, (Birinci Basım, Ankara, Pelin Ofset, 1996), s.45-46.

incelenmesine ihtiyaç vardır. Geçmişe ait bilgiler firma geleceğinin tahmini için kullanılır.

### **3.1. Finansal Oranların Firma Değerinin Belirlenmesindeki Etkisi**

Finansal oranlar; değeri belirlenecek firma ile ilgili olan yatırımcıların amaçlarına uygun biçimde bir veya birkaç döneme ait mali tablolarda bulunan kalemlerin, hem kendi aralarında hem de firmanın bütünüyle olan ilişkilerini inceleyen, yorumlayan ve firmanın o dönem içinde bulunduğu ortamı da göz önünde bulundurarak değerlendiren işlemler bütünüdür.

Finansal oranlar, yatırımcıların değerlendirme ile ilgili olarak ihtiyaç duydukları firmaya ait bilgileri mali tablolarındaki değişiklikler göz önünde bulundurularak bir veya birkaç dönemi de kapsayacak şekilde incelemelerine olanak verir. İnceleme sonucunda elde edilen verilere göre, firmanın içinde bulunduğu ekonomik durum, sektördeki yeri ve firmanın genel durumuna göre değerlendirme yapılmasını sağlayan finansal oranlar, firma değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemler kadar firmaya önemli katkıda bulunurlar.

Oranlar sayesinde firmanın mali durumunun, karlılık durumunun yeterli olup olmadığı gibi konular belirlenerek şu anki ve geçmişteki durumlara ilişkin bilgiler sağlanır. Bu bilgiler ışığında değeri tespit edilecek firmanın gelecekteki beklentilere cevap verip veremeyeceğinin ipuçları elde edilir.

Finansal oranların hesaplanması ile firma yönetimi, geçmişteki mevcut durumun değerlendirmesini yaparak firmanın amaçlarına ulaşip ulaşmadığını belirler buna bağlı olarak da firmanın faaliyetlerinde ne kadar başarılı olduğunu öğrenir. Böylece yönetim, geçmiş bilgileri değerlendirerek gelecek için daha uygun kararlar alınmasını sağlar. Bunun dışında kararların uygulanması sırasında düzenlenecek mali tablolar ve bunların oranlar yoluyla açıklanması suretiyle yürütmenin her döneminde doğru ve düzeltici kararlar alma olanağı elde edilir. Yönetim, finansal oranlar ile ulaşılan sonuçlar doğrultusunda, gelecekteki beklentileri, firmanın bulunduğu sektördeki yeri, ve genel

ekonomik durumu da belirleyerek değerlendirmekte ve varmış olduğu sonuçlara göre gelecek için planlar yapmaktadır. Oranların sağladığı veriler ışığında borçların zamanında ödenmesi, firmanın sahip olduğu nakitler, borçlanma ve borç ödeme gücünün uygun bir düzeyde tutulması gibi işlevlerin yerine getirilmesi sağlanarak sağlam bir finansman politikasının firmada yerleşmesi gerçekleştirilir.

Firmaya kredi verecek olanlar açısından da firmanın değeri çok önemli bir unsur olmaktadır. Kreditorler firmayı analiz ederken, firmanın borç ödeme gücüne sahip olup olmadığını ve borçlarını zamanında ödeyip ödeyemeyeceğini belirlemek isterler. Burada firmaya verilecek borcun ne kadar olacağını, vadesinin ve teminat olarak istenecek bedellerinin, risk durumuna bakılarak tutarları saptanmaya çalışılır. Kredi verenler; firma değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin yanı sıra firmanın dönen varlıkları ile kısa vadeli borçları arasındaki ilişkileri, sermaye yapısını, yabancı kaynak/özkaynak oranını, duran varlıkların yapısını ve finanse ediliş biçimlerini, bilançoya bakarak analiz eder. Yine firmanın gelir tablosu verilerinden yola çıkılarak firmanın karlılık durumu, alacakların devir hızı, stokların devir hızı gibi etmenlerle, kurumun saygınlığı, ekonomik durum, sektör içi değişimler gibi etmenler de dikkate alınır.

Firmaya yatırım yapmayı düşünenler, firmanın kazanma gücünün devamlılığını ve karlılık durumunu analiz etmek isterler. Firmanın şu anki ve gelecekteki kazanma gücünün, dağıtılacak kar paylarının ve hisse senetlerindeki değişimlerini incelemektedirler. Bunun için de firma değerinin yanı sıra bu değer oluşumuna katkısı olan finansal oranların uygulaması ve sonuçları irdelenir. Çünkü hangi yöntemle hesaplanırsa hesaplanırsa elde edilecek firma değerinin finansal oranların da yardımıyla gelecekte göstereceği eğilimin tahmin edilmesi kararların sürekliliği açısından daha önemli olmaktadır. Amaç, tek bir firma değeri hesaplamaktan çok geleceğe yönelik kararlara dayanak olacak bilgi üretmektir. Bu da finansal oranlarla desteklenen bir oluşumdur.

Bu amaçla kullanılacak başlıca oranlar ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Bu oranların bazıları firma değerinin hesaplanmasında doğrudan kullanılırken bazıları da doğrudan kullanılmaları bile önemli etkilere sahiptir.

### 3.2. Likidite Durumunun Analizinde Kullanılan Oranlar (Likidite Oranları)

Firmaya borç verenler açısından; işletmenin varlık durumunun ne derece güvence taşıdığı, firmanın likidite yapısının nasıl olduğu konularında bilgi sahibi olmalarını sağlayan oranlardır.

Bu oranlar, firmanın nakdi durumunu gösteren, zamanı gelen borçların ödenip ödenemeyecekleri konusunda saptamalarda bulunan oranlardır. Yani firmanın kısa vadeli borç ödeyebilme yeteneğini ortaya koyan ve firmanın çalışma sermayesini gösteren oranlardır. Kısa sürede borçlarını ödeyebilecek yeterli likiditeye sahip olmanın, özellikle ekonomik bunalım dönemlerinde firmanın faaliyetini sürdürmesi açısından büyük önemi vardır.<sup>85</sup> Ödeme gücünün saptanmasında, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlar arasındaki ilişkiler analiz edilir.

Bunlar arasında en önemli olanlar aşağıda gösterilmiştir:

#### 3.2.1. Cari Oran

Cari oran; dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar arasındaki ilişkiyi, firmanın genel likidite durumunu ve net çalışma sermayesini gösteren bir orandır.

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

Firmanın kısa vadeli borç ödeme gücünün varlığından söz edebilmek için cari oranın payımı oluşturan dönen varlıkların paydada yer alan kısa vadeli yabancı kaynaklardan fazla olması gerekir. Genel olarak cari oranın 2 olması yeterli görünmekle birlikte, oran

<sup>85</sup> Öztin Akgüç, 1998, a.g.e., s.23.

yorumlandığında dönen varlıkların gerçek değerleri veya bu değerlerde oluşabilecek muhtemel değer değişimleri ile dönen varlıkların hangi varlık unsurlarından oluştuğu da önemlidir.<sup>86</sup>

### 3.2.2. Asit-Test Oranı

Kısa vadeli borç ödeme gücünün ve likidite durumunun ölçülmesinde kullanılan ve cari orana göre likiditeyi daha hassas ölçen diğer bir oran da asit-test oranıdır. Cari oranı tamamlayarak daha anlamlı bir hale gelmesini bu oran sağlamaktadır. Asit-test oranı; işletmenin her 1 liralık kısa vadeli borcu için ne kadar süratle paraya çevrilebilen dönen varlığı olduğunu gösterir. Dönen varlık grubunda yer alan stokların nakde çevrilmesi her ne kadar stok devir hızına bağlı olsa da diğer dönen varlık kalemlerine göre daha uzun bir zamanı gerektirdiğinden dönen varlıklar grubu toplamından çıkarılması uygun görülmektedir. Oranı şu şekilde formüle edebiliriz:

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

Fakat formülün payından stokları çıkardığımızı göre formülün paydasından da stokla ödenecek borçların çıkartılması, sonucun daha doğru belirlenmesini sağlayacaktır. Bu durumda oranı aşağıdaki şekilde formüle edebiliriz.<sup>87</sup>

$$\text{Asit-Test Oranı} = \frac{\text{Dönen Varlıklar - (Stoklar + Gelecek Aylara Ait Giderler)}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar - Alınan Avanslar}}$$

Asit-test oranının genelde 1:1 olması yeterli görülmektedir. Oranın 1 olması, firmanın kısa vadeli borçlarını ödemede yeterli nakde ve varlıkların nakde çevirebilmesinde yeterli süreye sahip olduğunu gösterir. Değerlendirme yapılırken; stok devir hızı,

<sup>86</sup> Nalan Akdoğan – Nejat Tenker, **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, (Yedinci Basım, Ankara, Gazi Kitabevi, 2001), s.612.

<sup>87</sup> Sabri Bektöre - Ferruh Çömlekçi – Halim Sözbilir, **Mali Tablolar Analizi**, (Eskişehir, Birlik Ofset Yayıncılık, 2002), s.238.

alacakların tahsilat süresi, stoklara bağımlılığın ve diğer faktörlerin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

### 3.2.3. Nakit Oranı

Oran; firmanın elinde bulunan hazır değerlerin kısa vadeli borçlarının karşısında yeterli olup olmadığını, borçlarını mevcut hazır değerlerle karşılayabiliyor ise bunu ne ölçüde gerçekleştirebildiğini belirlemek için kullanılır. Başka bir deyişle, firmanın acil para durumu gerektiğinde yeterli nakdi olup olmadığını ortaya koyar. Bu oran; fonlardan giriş sağlanamaması ve alacakların tahsilinin mümkün olamadığı durumlarda firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilmesi için gerekli olan nakdin elinde bulundurulması için yol gösterici olmaktadır.

Nakit oranını şöyle gösterebiliriz;

$$\text{Nakit Oranı} = \frac{\text{Hazır Değerler (Kasa + Bankalar ve Nakde Eşdeğer Varlıklar)}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar – Alınan Avanslar}}$$

Oranın 0.20'nin altına düşmemesi genel bir kuraldır. Zaten oranın büyük olması da istenen bir durum değildir. Çünkü firmada nakit fazlası olması ve bu durumun devamlı bir hale gelmesi paranın kullanılmadığının, atıl bırakıldığının göstergesidir. Bu ise firmanın kazancını düşüren bir unsur olacaktır. Bunun gibi sebeplerden ötürü firmanın elinde bulundurması ve kullanması gereken parayı iyi ayarlaması gerekmektedir.

### 3.3. Mali Yapı Analizinde Kullanılan Oranlar

Firmanın sahip olduğu kaynakların ve uzun vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesinde kullanılan oranlar bu gruptadır. Firmanın, gerek uzun vadeli borç ödeme gücüne gerekse kaynaklarının kullanımına ilişkin bilgiler bu oranlar ile öğrenilir. Ayrıca bu gruptaki oranlar firmanın faaliyet sonucu zarar etmesi, varlıkların değerinin düşmesi ya da gelecek yıllarda tahmin edilen tutarda fon yaratmaması durumunda söz konusu firmanın uzun süreli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği konusunda da önemli

ipuçları vermektedir.<sup>88</sup> Firma hakkında tam bir bilgiye sahip olabilmek için firmanın sermayesi ve kaynak yapısı hakkında analizler yapılması uygundur. Bu grup içerisinde yer alan ve konumuz için önemli olan oranları şöyle sıralayabiliriz:

### 3.3.1. Borçların Aktif Toplamına Oranı

Oran, varlıkların ne kadarlık bir kısmının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Firmanın sahip olduğu kaynaklar içerisindeki yabancı kaynakların yüzdesini gösterir. Kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar toplamının, aktif toplamına (pasif toplamına) bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Yabancı Kaynaklar Toplamı}}{\text{Yab.Kaynaklar} + \text{Özkaynaklar} \text{ ( Pasif Toplamı)}} \times 100$$

Firma ile çalışan ve firmaya kredi verenler oranının küçük olmasını isterler. Bunun nedeni ise, firma yaşamına son verip tasfiye durumuna gelirse öz kaynak oranının fazla olması durumunda alacaklarını tahsil etme şansları daha yüksek olacaktır.

Yani oranın küçülmesi durumunda alacaklılar grubunun güven sınırı artıyor demektir. Oran arttıkça alacaklıların firma aktifi üzerinde ortaklardan daha fazla hak sahibi olmaları söz konusu olur. Bunun sonucunda, borçlanmadan dolayı oluşan faiz masrafları ortaklar için sürekli ve sabit bir yük olmaya başlayabilir; kredi verecekler güvence olarak ipotek isteyebilirler ve vadesi yaklaşan borçları ödemede geçici de olsa bazı mali sıkıntılar çekilebilir. Ortaklar ise, oranın belli bir düzeye kadar büyük olmasını isterler. Çünkü oranın büyük olması özkaynaklara oranla, yabancı kaynaklardan daha fazla yararlandığını göstermekte; bu ise, finansman kaldıraçının etkisi ile firmanın karlılığını artırıp ortakların daha fazla kar payı almalarını sağlamaktadır.

<sup>88</sup> Öztin Akgülç, 1998, a.g.e., s.32.



### 3.3.2. Özkaynakların Aktif Toplamına Oranı

Oran, özkaynakların aktif toplamına bölünmesi ile elde edilir. Oran;

$$\frac{\text{Özkaynaklar}}{\text{Aktif Toplamı}} \times 100$$

biçiminde ifade edebiliriz. Varlıkların ne kadarlık bir kısmının firmanın sahip ve ortakları tarafından karşılandığını bulabilmek amacıyla bu oran kullanılır. Yani özkaynakların toplam varlıklar içerisindeki yeri belirlenmeye çalışılır.

Özellikle orta ve uzun vadeli kredi verenlere firmanın mali gücünü göstermek konusunda yardımcı olur.<sup>89</sup>

Oranın amacı, firmanın uzun vadeli borç ödeme gücünü ortaya koyabilmektir. Hesaplanan oran değerinin yüksek olması, firmanın uzun vadeli borçlarını ve faizlerini ödemede güçlükle karşılaşmayacağını işaretidir. Bu, firmaya kredi verenler için de olumlu bir durumdur.

### 3.3.3. Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Kaynaklara Oranı

Firma varlıklarının yüzde kaçının kısa vadeli yabancı kaynaklarla karşılandığını belirlemek için bu oran kullanılır. Oranı şu şekilde formüle edebiliriz:

$$\text{Oran} = \frac{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}}{\text{Pasif Toplamı (Özkaynaklar + Yabancı Kaynaklar)}} \times 100$$

<sup>89</sup> Öztin Akgüç, 1995, a.g.e., s.361.

Firma tarafından bu oranın büyük çıkması istenen bir durum olmamaktadır. Yüksek bir oran; firmanın net çalışma sermayesini negatif hale getirebilir ve bunun sonucunda firma, üçüncü kişilerin baskısı altına girebilir.

Her firma, kullanmış olduğu kaynakların vadesi ile elde etmiş olduğu iktisadi varlıkların firmada kullanabileceği süre arasında bir uyum sağlamak durumundadır. Bu finansman ilkesine uymayan firmalar, borç ödemede zor durumda kalabilir hatta tasfiye olma zorunluluğu ile karşılaşabilirler. Bu nedenle bir firma, gelecekte ödeme güçlükleri çekmek istemiyorsa, kısa vadeli borçlarla duran varlıklarını sürekli olarak finanse etmekten kaçınmalıdır.<sup>90</sup>

### 3.3.4. Maddi Duran Varlıkların Özkaynaklara Oranı

Arazi, arsa, bina, makine, teçhizat, taşıt araç ve gereçleri gibi firmanın sahip olduğu maddi duran varlıklarının ne ölçüde özkaynaklarla finanse edildiğinin belirlenmesinde kullanılan bir orandır. Oranı şöyle gösterebiliriz:

$$\text{Oran} = \frac{\text{Maddi Duran Varlıklar (Net)}}{\text{Özkaynaklar}} \times 100$$

Oran hesaplanırken maddi duran varlıklardan amortisman düşürülür. Maddi duran varlıkların finansmanında özkaynakların yüzdesi belirlenir. Bu oranın yorumlanmasında, özel durumlar (örneğin kiralık duran varlıkların bulunması) dikkate alınmalıdır.<sup>91</sup> Oranın %100'den küçük ya da %100'e eşit olması maddi duran varlıkların tamamının özkaynaklar tarafından finanse edildiğini gösterir.

### 3.4. Çalışma Durumunun Analizinde Kullanılan Oranlar ( Faaliyet Oranları )

Firmanın, faaliyetlerinin devamını sağlamak için elinde bulundurduğu varlıkların ne derece etkin kullanıldığının belirlenebilmesi amacıyla bu oranlardan yararlanır.

<sup>90</sup> Öztin Akgüç, 1995, a.g.e., s.363-364.

<sup>91</sup> Ertuğrul Çetiner, İşletmelerde Mali Analiz, (Üçüncü Basım, Ankara, Tutubay Yayınları, 1996), s.143

Oranlar, (i) bilanço kalemlerinin birbirlerine bölünmesi yoluyla hesaplanabileceği gibi, (ii) dönemsel bir akımın, belli bir andaki tutara örneğin gelir tablosu kalemlerinin bilanço kalemlerine bölünmesi yolu ile, (iii) ya da dönemsel bir tutarın dönemsel bir tutara (bir akımın diğer bir akıma) bölünmesi yoluyla hesaplanabilir.<sup>92</sup>

Varlıkların etkinlik derecesini gösteren bu oranlara faaliyet oranları, verimlilik oranları veya devir hızı (dönüşüm katsayısı) oranları denilmektedir. Oranların konumuzla ilgili olanları aşağıda verilmiştir:

### 3.4.1. Stok Devir Hızı Oranı

Stok devir hızı oranları; stokların ne kadar bir süre içerisinde kullanıldığını ve üretime tabi tutulduğunu göstermek amacıyla kullanılan oranlardır. Stokların belirli dönemler içerisindeki yenilenme sayılarını göstermektedirler.

Formülü şu şekilde gösterebiliriz;

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

Firmada stok devir hızının artması stokların etkin bir biçimde yönetildiğinin göstergesi olmaktadır. Stok devir hızında yavaşlama olması ya da bu eğilime girmesi; stok tutma maliyetlerinin yükselmesi, finansman gereksinimlerinin artması, stoktaki malların çeşitli nedenlerden ötürü satılamaması gibi durumlardan ortaya çıkmaktadır.

### 3.4.2. Alacakların Devir Hızı Oranı

Oran, firmanın alacaklarının tahsil durumunu gösterir ve alacaklarının likiditesi konusunda bilgi sahibi olunmasını sağlar.

<sup>92</sup> Öztin Akgülç, 1998, a.g.e., s.44.

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

Bu oran hesaplanırken dikkat edilmesi gereken bir nokta vardır; firmanın esas faaliyetinden doğmayan alacakları orana dahil edilmemelidir. Kredili satışların değerinin belirlenmesinde güçlüklerle karşılaşıldığında, kredili net satışlar yerine sadece net satışlar değeri alınabilir. Oranın yorumlanması aşamasında, firmanın geçmiş yıl oranları ve diğer firmaların oranları karşılaştırılır. Karşılaştırmaya göre; oranın yüksek çıkması firmanın alacaklarını zamanında tahsil etmekte zorlanmadığını ortaya koyar. Bu durum ise firmanın cari oranı düşük olsa bile kısa vadeli borçlarını ödemede güçlükle karşılaşmayacağını gösterir. Oranın karşılaştırmada düşük çıkması ise firmanın alacaklarını zamanında tahsil edemediğini ve kredili satışlarının yüksek olduğunu gösterir. Bunun doğal bir sonucu olarak da böyle bir firma kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için yüksek bir cari orana ihtiyaç duyacaktır.

Ticari alacaklar için devir hızı oranı hesaplanacağı zaman bazı hesaplar oranın dışında tutulmalıdır. Ticari alacaklar net toplamından yola çıkılarak hesaplamaya gidilirse o zaman sonuç hatalı olabilir. Bu formülü doğru olarak uygulayabilmek için toplam ticari alacaklar içerisinde satışlarla ilgili olan kalemlerin brüt tutarları alınmalıdır. (Alıcılar, alacak senetleri ve diğer ticari alacaklar hesabı dikkate alınır.)

### 3.4.3. Toplam Aktifler Devir Hızı Oranı

Toplam aktifler devir hızı oranı, firma faaliyetlerini bütün olarak ele alır ve ölçer. Net satışların aktif toplamına bölünmesiyle bulunur.

$$\text{Aktifler Devir Hızı Oranı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Toplam Aktif}}$$

Firmanın sermaye yapısı içinde duran varlıkların önemini gösterir ve firmanın sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi veya varlık kullanımının bir ölçüsü olabilir.

Ayrıca aktif devir hızı risk ölçüsü olarak da düşünülebilir. Aktif devir hızının yüksek olduğu endüstri kollarında risk göreceli olarak daha düşüktür. Bir firmada aktif devir hızının yavaşlaması firmada, atıl kaynaklar bulunduğu konusunda da ipucu olabilir.<sup>93</sup>

Sonuç, aktif toplamının kaç katı satış yaratılabildiğini gösterir. Sonucun 2 ile 4 olması sanayi işletmeleri için genel kabul görmüştür. Ticaret işletmeleri için ise bunun üstünde bir oran beklenir. Bu oranın firma standartlarından düşük olması firma kapasitesinin de o yıl itibarıyla düşük olduğunu gösterir.<sup>94</sup>

#### 3.4.4. Özsermaye Devir Hızı Oranı

Firmanın sahip olduğu öz kaynaklarının verimliliğini ölçmek için bu oran kullanılır. Oranı şöyle gösterebiliriz:

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

Oranın hesaplanması sonucu ortaya çıkan değer, ortalama özkaynakların kaç katı satış yapıldığını gösterir. Bu değer çok yüksek çıkması, firmanın faaliyetlerinde öz kaynaklarının yeterli bir düzeyde olmadığını ve firmanın büyük borçlanmalara gittiğini bize gösterir. Firmanın finansmanında borçlar, önemli bir kaynak oluşturuyor demektir.

Bu oranın çok düşük olması ise, firmada öz kaynakların verimli bir şekilde kullanılmadığı anlamına gelir. Bu durumdaki firmalarda büyük tutarlarda yabancı kaynaklara rastlanılmamaktadır; çünkü, firmanın kendi kaynakları bile tam olarak kullanılmadığına göre, borçlanması da düşünülemez.<sup>95</sup>

<sup>93</sup> Semih Bükler – Rıza Aşıkoglu – Güven Sevil, **Finansal Yönetim**, (İkinci Basım, Eskişehir, Sakarya Gazetecilik ve Matbaacılık, 1997), s.59-60.

<sup>94</sup> Sabri Bektöre - Ferruh Çömlekçi – Halim Sözbilir, **a.g.e.**, s.258.

<sup>95</sup> Sabri Bektöre - Ferruh Çömlekçi – Halim Sözbilir, **a.g.e.**, s.256-257.

### 3.5. Karlılık Oranları

Firmaların elindeki öz ve yabancı kaynakların, ne kadar verimli olduğunun ölçülmesinde kullanılan oranlar bu grupta toplanır. Firmaların ana ve yan faaliyetlerinde karlı çalışıp çalışmadığının belirlenebilmesi için bu oranlar kullanılır. Bu oranlar ile, firmanın geçmişine ilişkin kazanma gücü ve faaliyetlerindeki etkinlik derecesi de değerlendirilmiş olur.

Buna göre; firma yönetimi, içinde bulunduğu koşullar altında aldığı üretim, yatırım ve finans kararları ve belirli bir döneme ait faaliyetleri ile bu faaliyet sonuçlarından elde ettiği karları, firmaya yatırım yapmayı düşünenler için kararlarını gözden geçirmelerine yardımcı unsurlar olacaktır.

Karların, ilgili firmanın gelecekteki nakit akımları ve kazanma gücü hakkında yatırımcılara kanılarını değiştirmede katkısı olmalıdır. Yatırımcıların bir işletmenin gelecekteki nakit akımlarında meydana gelen değişmelerle ve olumlu nakit akımı meydana getirebilme yetenekleriyle ilgileri, onların karlar hakkındaki bilgiye özel bir önem vermelerini sağlayacaktır.<sup>96</sup>

Gelecek yıllara ait kar tahminleri ve buna bağlı olarak gelecekte beklenecek nakit akımlarının bugünkü değerlerinin belirlenebilmesi hazırlanacak proforma mali tablolar ile mümkün olabilmektedir. Geçmiş yılların verilerinden hesaplanan çeşitli oranlar firmanın geçmiş ve mevcut performansı hakkında fikir verebileceği gibi, bu oranların gelecekte de korunacağı varsayımı altında geleceğe yönelik proforma mali tablo tahminleri yapılabilir.<sup>97</sup>

Bir firmanın elde ettiği karın ölçülü, yeterli, doyurucu olup olmadığı konusunda değerlendirme yapılırken, (i) sermayenin kullanım alanlarından sağlayacağı gelir, (ii) genel ekonomik koşullardaki gelişmeler, ekonominin dönemsel olarak içinde bulunduğu evre, (iii) aynı endüstri kolundaki benzer firmaların kar oranları, (iv) firmanın kar hedefleri gibi etmenler göz önünde tutulmalıdır. Karın tutarından çok sayılan etmenler

<sup>96</sup> Gökhan Özer, a.g.e., s.46-47.

<sup>97</sup> Mehmet Bolak, a.g.e., s.157.

dikkate alınarak yapılacak bir değerlendirme daha anlamlıdır. Firmanın karı ilk bakışta düşük görülebilir; ancak kar oranı, aynı endüstri kolundaki diğer firmalardan daha yüksek ise, söz konusu firmanın karını görece olarak doyurucu (tatmin edici) diye tanımlamak gerekir. Yine bir firmanın karlılığının düşük oluşu, ekonominin dönemsel olarak durgunluk evresine girmesinin veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstri kolundaki olumsuz gelişmelerin sonucu olabilir.<sup>98</sup>

Bu gruba dahil olan konumuzla ilgili oranlara aşağıda kısaca değinilmiştir:

### 3.5.1. Kar ile Satışlar Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar

Bu oranlar, gelir tablosundaki kar kalemleri ile net satışlar arasındaki ilişkileri analiz eder. Söz konusu oranları sırasıyla incelemeye çalışalım:

#### 3.5.1.1. Brüt Satış Karı / Net Satışlar Oranı

Net satışların ne kadarlık kısmının brüt satış karı ( gayri safi kar ) olduğunu gösterir.

$$\text{Oran} = \frac{\text{Brüt Satış Karı}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

Firma için belirlenen oranın yeterli bir düzeyde olup olmadığının belirlenebilmesi için diğer firmaların sonuçları ile karşılaştırma yapılır. Genel olarak oranın yüksek olması veya yükselme eğiliminde görünmesi olumlu bir durum olarak yorumlanır. Çünkü, bu takdirde, faaliyet giderleri ile olağan ve olağandışı gider ve zararlar karşılandıktan sonra doyurucu bir oranda dönem karı kalacak demektir. Aksi halde dönem karı içinde ana faaliyetten elde edilecek karın payı küçülecek veya tamamen ortadan kalkabilecek ve hatta brüt satış karına rağmen dönem zararına geçilebilecektir.<sup>99</sup>

<sup>98</sup> Öztin Akgüç, 1998, a.g.e., s.62-63.

<sup>99</sup> Sabri Bektöre - Ferruh Çömlekçi – Halim Sözbilir, a.g.e., s.261.

Brüt satış karı oranının zaman içinde yükselme eğilimi göstermesi aşağıdaki nedenlerden doğabilir:<sup>100</sup>

- Maliyet sabit kaldığı halde satış fiyatlarının yükselmesi,
- Satış fiyatları yükselmediği halde maliyetlerin düşmesi,
- Satış fiyatlarının maliyetlerden daha hızlı artması,
- Maliyetlerdeki düşüşün satış fiyatlarındaki düşüşten daha hızlı olması,
- Firmanın satış hacmi bileşiminin değişmesi ile brüt kar oranları yüksek olan malların firmanın satış hacmi içindeki paylarının artması,
- Firmanın muhasebe uygulamalarında değişmeler (örneğin finansman giderlerinden ve yönetim giderlerinden üretilen malın maliyetine pay verilirken izleyen yıllarda bu uygulamanın ya da stok değerlendirme yönteminin değiştirilmesi).

### 3.5.1.2. Faaliyet Karı / Net Satışlar Oranı

Oran, faaliyet karının net satışlara bölünmesi ile bulunur.

$$\text{Oran} = \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

Firmanın ana faaliyetinden ne kadar kar elde ettiğini gösteren orandır. Oranın büyük olması firma için olumlu bir durumdur ve bu oranla ilgili olarak yapılacak yorumlarda firmanın geçmiş yıl değerleri ile sektördeki diğer firmaların Faaliyet Karı/Net Satışlar oranına bakmak gerekir.

Yıllar itibariyle bu oranın göstermiş olduğu değişiklikler ve bunların nedenleri incelenmelidir. Bu oran;

(i) Satış fiyatlarındaki değişiklik,

<sup>100</sup> Öztin Akgüç, 1998, a.g.e., s.70-71.



(ii) Satılan malın maliyeti, satış ve yönetim giderlerindeki değişiklik,

(iii) Satışların bileşimindeki değişiklik nedenleri ile yıllar itibariyle dalgalanmalar gösterebilir.

İncelenen oran, bir firmanın esas faaliyetinin karlılığı konusunda oldukça iyi bir ölçü olmakla beraber, bu oran değerlendirilirken firmanın yöneticileri tarafından kontrol edilemeyen dış etmenler göz önünde tutulmalıdır. Anılan oran firmaca kontrol edilemeyen dış faktörler nedeniyle düşük olabilir; bu durumda, firmanın faaliyetlerinin verimli bir şekilde yürütülmediği şeklinde kesin bir yargıya varılmamalıdır.<sup>101</sup>

Kimi firmalarda, finansman giderleri içerisinde üretilen mamul maliyetine pay verilmektedir. Bu firmalarda finansman giderlerinin bir bölümü, stokların maliyeti ve/veya satışların maliyetine ilave edildiğinden faaliyet karı düşük olabilir.

### 3.5.1.3. Olağan Kar / Net Satışlar Oranı

Oran, olağan karın net satışlara bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Oran} = \frac{\text{Olağan Kar}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

Firmanın olağan faaliyetleri sonucunda elde ettiği karın yeterli bir düzeyde olup olmadığını ölçmek amacıyla kullanılan bir orandır. Oran, olağan karın net satışlar içindeki yüzdellik payını gösterir.

<sup>101</sup> Öztin Akgüç, 1995, a.g.e., s.396-397.

### 3.5.1.4. Dönem Karı / Net Satışlar Oranı

Dönem karının net satışlara bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Oran} = \frac{\text{Dönem Karı}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

Oran, ne kadar yüksek çıkarsa o kadar iyidir. Ancak dönem karının olağan kardan en büyük payı almış olması çok önemlidir.<sup>102</sup>

### 3.5.1.5. Net Kar / Net Satışlar Oranı

Bu oran net karın net satışlar içindeki yüzde payını göstermektedir. Oranı şöyle gösterebiliriz:

$$\text{Oran} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

Oran, firma faaliyetlerinin net getirisi için kullanılan bir ölçüttür. Bu oranda firmanın ana faaliyetleri dışında kalan tüm faaliyet dışı gelir ve kar unsurları ile faaliyet dışı gider ve zarar unsurları göz önünde bulundurularak hesaba dahil edilir.

Ayrıca net kar hesaplanırken, kar üzerinden ödenen veya ödenecek vergiler indirilir.<sup>103</sup>

<sup>102</sup> Sabri Bektöre - Ferruh Çömlekçi – Halim Sözbilir, **a.g.e.**, s.262.

<sup>103</sup> Semih Büker – Rıza Aşıkoğlu – Güven Sevil, **a.g.e.**, s.65.

### 3.5.1.6. Faaliyet Giderleri / Net Satışlar Oranı

Faaliyet giderlerinin dönem karı içerisindeki yerini belirlemek amacıyla kullanılan orandır. Faaliyet giderlerinin net satışlara bölünmesi ile bulunur.

$$\text{Oran} = \frac{\text{Faaliyet Giderleri}}{\text{Net Satışlar}} \times 100$$

### 3.5.2. Kar ile Sermaye Arasındaki İlişkileri Gösteren Oranlar

Firmaların sahip olduğu öz ve yabancı kaynakların verimli bir biçimde kullanılıp kullanılmadığının belirlenmesinde kar ile sermaye unsurları arasındaki ilişkilerin incelenmesi gerekir. Yani firmanın öz ve yabancı kaynaklarıyla yaptığı yatırımlar ve bu yapılan yatırımların getirisinin hesaplanmasında kullanılan oranlardır. Bu grup içerisinde bulunan oranlar yatırım temeline dayandığı için bu gruba varlıkların karlılık oranları da denilmektedir. Bu grupta yer alan oranları sırasıyla incelemeye çalışalım:

#### 3.5.2.1. Net Kar / Öz Kaynak Oranı ( Özkaynakların Karlılığı Oranı )

Yapılan yatırımın amacı kar elde etmek olduğu için firmaya konulan sermaye ve karlılık arasındaki ilişkiye bakmak anlamlı olacaktır. Oranı formülle gösterirsek;

$$\text{Oran} = \frac{\text{Net Kar (Vergiden Sonraki Kar)}}{\text{Özkaynak}} \times 100$$

Oranın paydasında kullanılan özkaynaklar; firmanın ortalama öz kaynak değeri ya da dönem sonundaki özkaynak değeri olarak alınabilir. Eğer firmanın dönem başı ve dönem sonu özsermayesi arasında büyük oranda bir değişim söz konusu değil ise o

zaman paydada dönem başı, dönem sonu veya ortalama özkaynak değerlerinden herhangi birinin alınması sonucu çok fazla değiştirmeyecektir. Ancak büyüme ve gelişme gösteren firmalarda özsermaye olarak ortalama özsermayenin alınması yerinde olur.<sup>104</sup>

Net kar / öz kaynak oranı; firma sahip ve sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kar payını göstermektedir. İşletmenin yönetimindeki başarı derecesi ile karlılık durumunun analizinde, anılan oran, önemli bir göstergedir.<sup>105</sup>

Bu oranda yıllar içinde meydana gelen değişimler, öz sermayenin elde ettiği karın artma veya eksilme eğilimi gösterip göstermediğini ifade eder. Kurumlar vergisi ve gelir vergisinin yüksek olması, bu oranı düşürebilir. Bu nedenle yapılan analizde yanlış yoruma varmamak için, net karı vergiden önceki net kar olarak analize dahil etmelidir.<sup>106</sup>

### 3.5.2.2. Vergi ve Faiz Giderlerinden Önceki Karın Kaynaklar Toplamına Oranı ( Varlıkların Karlılığı )

Oran, toplam yabancı ve özkaynakların getirisini belirlemek amacıyla kullanılmaktadır. Toplam olarak ele alınan kaynakların ne derece karlılık sağladığının belirlenebilmesi için kullanılan oran, ekonomik rantabilite oranı diye de adlandırılabilir.

$$\text{Oran} = \frac{\text{Vergiden Önceki Kar} + \text{Faiz Giderleri}}{\text{Özkaynaklar} + \text{Yabancı Kaynaklar}} \times 100$$

Oran, firma için yatırılmış olan fonların getirisini ölçer ve firma yöneticilerinin bu fonlardan yararlanma başarılarını gösterir.

<sup>104</sup> Semih Bükler – Rıza Aşıkoğlu – Güven Sevil, a.g.e., s.61.

<sup>105</sup> Nalan Akdoğan – Nejat Tenker, a.g.e., s.637.

<sup>106</sup> Ertuğrul Çetiner, a.g.e., s.149.

Oran uygulanırken vergi ve faizlerden önceki değer alınmaktadır. Bunun nedeni kar üzerinden alınan vergide firmanın kontrol yetkisinin olmamasıdır. Bu yüzden firmanın karlılığının en iyi şekilde belirlenmesinde vergiden önceki değerine bakmak daha doğru olacaktır. Buna göre firmanın ekonomik rantabilitesinin belirlenmesinde vergiden önceki karın esas alınması sağlıklı bir tespit yapılmasını sağlayacaktır. Diğer yandan, yabancı kaynağın getirdiği yük, faiz gideri olmaktadır. Vergiden önceki karın içinde faiz giderleri bir indirim unsurudur. Dolayısıyla, toplam kaynakların getirisi ölçülürken, faiz giderlerinin de vergiden önceki tutarlara eklenmesi gerekmektedir.

Yabancı kaynaklardan yararlanma maliyetinin yüksek olmaması için, ekonomik rantabilitenin mali karlılık oranından yüksek olmaması gerekir.

### 3.5.2.3. Net Karın Toplam Varlıklara Oranı

Firmadaki varlıkların verimliliğini ölçen bir orandır.

$$\text{Varlıkların Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar (Net Aktif Toplamı)}} \times 100$$

Payda alınan net kar kalemi, vergiden sonraki net kar olabileceği gibi vergiden önceki dönem karı veya olağandışı gelir ve karlar ile olağandışı gider ve zararlardan önceki olağan kar kalemi olabilir.

Firmalar, çalışma sermayesini oluşturan kalemlere ve duran varlık kalemlerine yapmış oldukları yatırımlardan ne kadar kar elde ettiklerini belirleyebilmek için bu orandan yararlanırlar.

### 3.5.2.4. Zararlılık Oranı

Firma faaliyetlerinin zarara uğradığı dönemlerde, zararın öz kaynaklarla olan ilişkisinin ve özkaynaklardan ne kadar yitirildiğinin belirlenmesinde kullanılan orandır. Özkaynakların yitirilme derecesi şu formülle ortaya konur:

$$\text{Zararlılık Oranı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar (Net Aktif Toplamı)}} \times 100$$

Paydadaki özkaynaklar, dönem başındaki özkaynakları ifade etmektedir.

### 3.5.3. Diğer Karlılık Oranları

Firmaların karlılıklarının analizi yapıldığında, her bir gelir getiren varlık unsurunun verimliliği ayrı ayrı ölçülebilir. Böylece gelir getiren varlık türüne bağlı sermaye ile bu varlıktan sağlanacak gelirler analiz edilebilir. Bu amaçla kullanılacak oranlara örnek olarak şunları verebiliriz:<sup>107</sup>

- Menkul Kıymet Gelirleri / Menkul Kıymetler Oranı,
- İştirak ve Bağlı Ortaklıklardan Alınan Temettü / Bağlı Ortaklık ve İştirakler Toplamı Oranı,
- Alınan Faizler / Bankalar Devlet Tahvilleri Oranı,
- Faaliyet Karı / Faaliyetin Gerçekleştirilmesinde Kullanılan Varlıklar Oranı.

### 3.5.4. Ortaklara Yeterli Bir Kar Payı Sağlanıp Sağlanmadığının Saptanmasında Kullanılan Oranlar

Anonim şirketlerde firma sahip veya ortaklarına yeterli bir gelir sağlanıp sağlanmadığının belirlenebilmesi için, karlılık oranları yanında, hisse senetlerinin mali

<sup>107</sup> Nalan Akdoğan – Nejat Tenker, a.g.e., s.643.

değerlerinin analizi ve pay başına düşen kar paylarının bilinmesi de önemli bir durumdur. Pay sahipleri için önem taşıyan söz konusu oranları incelemekte yarar vardır:

### 3.5.4.1. Pay Başına Düşen Kar Oranı

Anonim şirketlerde, her bir hisse senedi başına düşen kar payını belirleyen orandır. Oranın imtiyazlı hisse senetleri ve adi hisse senetleri için ayrı ayrı hesaplanması gerekmektedir.

Adi hisse senedi sahiplerinin alacağı kar payının hesaplanabilmesi için, dağıtılacak kardan imtiyazlı hisse senedi sahiplerine ödenecek kar payları çıkarıldıktan sonra kalan tutarın belirlenmesi gerekir. Bu yüzden firmada her iki hisse senedi başına düşen kar payının ayrı ayrı hesaplanması zorunlu olmaktadır. Buna göre oranları şöyle gösterebiliriz:

$$\text{İmtiyazlı Hisse Senedi Başına Düşen Kar Payı} = \frac{\text{Dağıtılacak Kar}}{\text{İmtiyazlı Hisse Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Adi Hisse Senedi} = \frac{\text{Dağıtılacak Kar} - \text{İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine Ödenecek Kar Payı}}{\text{Adi Hisse Senedi Sayısı}}$$

### 3.5.4.2. Fiyat – Kazanç Oranı (Gelir – Fiyat Oranı)

Hisse senedi başına düşen kar payı ile hisse senedinin borsa fiyatı arasındaki ilişkiyi gösteren orandır. Bu orana, Hisse Senedi Rantabilitesi Oranı da denilmektedir.

Bu oran, firma tarafından ilan edilen hisse başına kazanç için, yatırımcının bir hisse senedine vermeyi kabul ettiği fiyatın oranını yansıtır.<sup>108</sup>

<sup>108</sup> Cengiz Erol, *Nakit Akımı Yaklaşım Yöntemiyle Kredi Değerlendirmesi*, (İkinci Basım, Ankara, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No:167, 1991), s.65.

Oranı şöyle gösterebiliriz:

$$\text{Fiyat – Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Başına Düşen Kar Payı}}{\text{Hisse Senedinin Borsa Fiyatı}}$$

Oran büyüdükçe pazarın firmayı iyimser bir yaklaşımla değerlediği, aksi halde ise pazarın kötümser olduğu anlaşılır.<sup>109</sup>

Genelde hızlı büyüyen yüksek kapasiteli firmaların Fiyat – Kazanç oranları yüksektir. Kapital kazancı (hisse senedi fiyat artışından sağlanan kazanç) eğilimli yatırımcılar bu tür hisse senetlerini tercih ederler. Oranın birebir eşit olması firmanın büyüme kapasitesinin azlığının göstergesi olarak kabul edilebilir. Bu tür firmalar genelde yüksek temettü ödemesinde bulunan, temettü beklentisi yüksek olan yatırımcılara yönelik firmalardır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta her iki durumda da firma iyidir veya kötüdür diye bir yorum getirilmemesi gerektiğidir.<sup>110</sup>

### 3.5.4.3. Hisse Senetlerinin Plasman Oranı

Hisse senedinin plasman oranı, dağıtılacak kar tutarının, ödenmiş sermayeye bölünmesi ile bulunur.

$$\text{Hisse Senedinin Plasman Oranı} = \frac{\text{Dağıtılacak Kar}}{\text{Ödenmiş Sermaye}}$$

Hisse senetlerinin borsa değerleri ile karşılaştırma yapılabilmesi için bu oranın bilinmesinde yarar vardır.

### 3.5.4.4. Hisse Senetlerinin Nazari Değer Oranı (Muhasebe Defter Değeri)

Oran, özkaynakların hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilir. Oranı şöyle gösterebiliriz:

<sup>109</sup> Atilla Gönenli, **Finansal Tablolar**, (İkinci Basım, İstanbul, Sermet Matbaası, 1979), s.366.

<sup>110</sup> Cengiz Erol, **a.g.e.**, s.65.



$$\text{Hisse Senedinin Nazari Değeri} = \frac{\text{Özkaynak}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

(Muhasebe Defter Değeri)

Burada özkaynaklar ile ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar, yeniden değerlendirme, değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlar kastedilmektedir. Firmanın özkaynakları; firma sermayesinden yüksekse defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda ise nominal değerden düşük olacaktır.

### 3.5.4.5. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Bu oran hisse senedinin borsa fiyatı ile hisse senedinin nazari (defter) değeri arasındaki ilişkiyi gösterir.

$$\text{PD/DD} = \frac{\text{Hisse Senedi Borsa Değeri}}{\text{Hisse Senedi Defter Değeri}}$$

Bu orandan elde edilen sonuca göre, aynı sektörde faaliyet gösteren firmalardan PD/DD oranı küçük olan firmanın menkul kıymetlerinin alınması yatırımcılar için uygun olacaktır. Bunun nedeni ise, hisse senedinin piyasa değerinin defter değerine yakın olması nedeniyle gelecekte beklenen fiyat artışı ihtimalinin yüksek olmasıdır.<sup>111</sup>

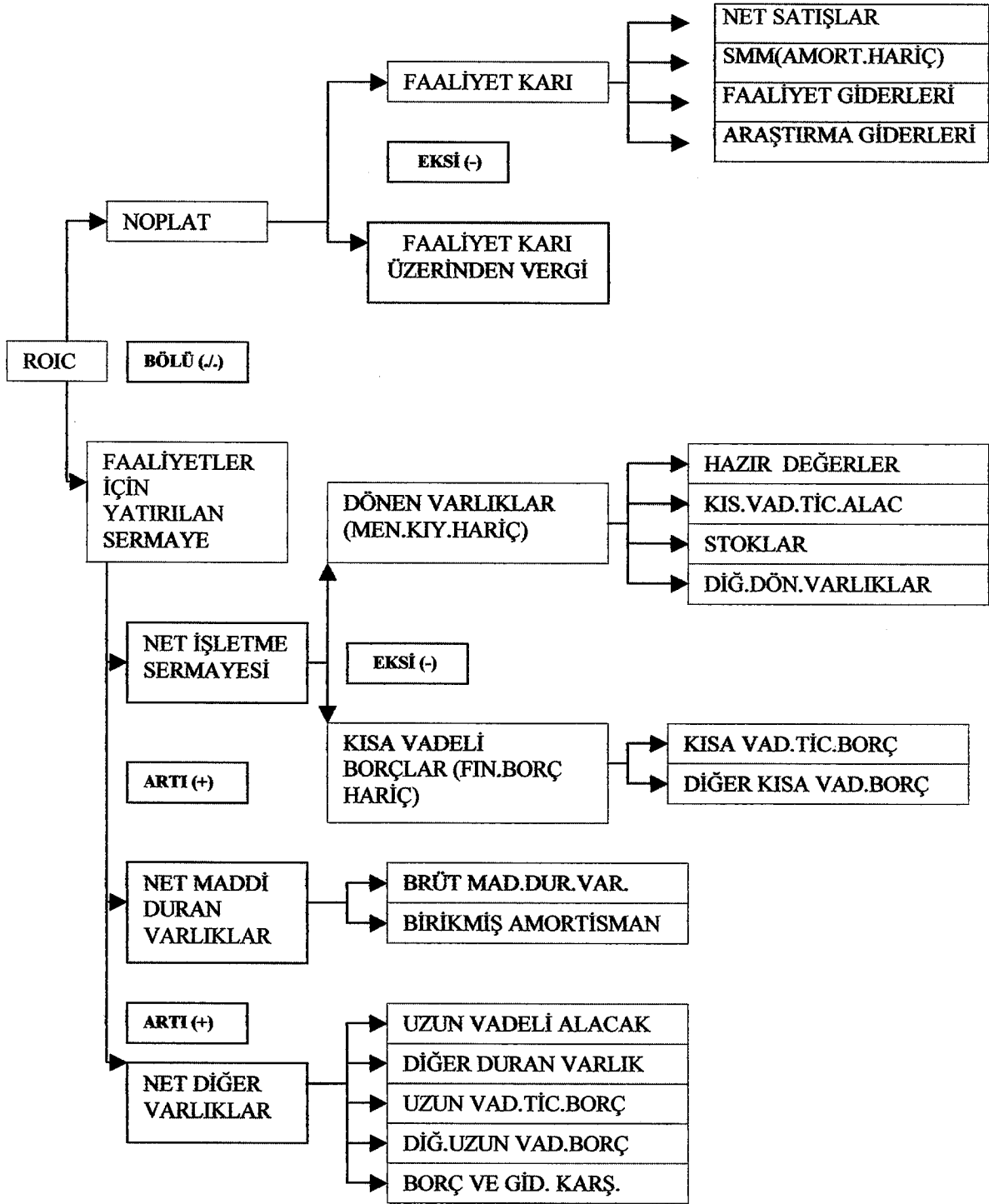
## 4. FİRMADA DEĞER YARATAN UNSURLAR VE FİNANSAL ORANLAR (DU PONT ANALİZİ) ARASINDAKİ İLİŞKİLER

Olumlu yönde bir firma değerinin yaratılabilmesi için, yatırılan sermayenin getirisinin (ROIC), ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (WACC) üzerinde olması gerektiğini daha önce de belirtmiştik. Yatırımlar değerlendirirken hataya düşülen en önemli nokta, borçlanma maliyetinin üzerinde bir getiri elde edildiğinde firma değerinin olumlu yönde etkileneceğini düşünmektir. Örnek olarak; borçlanma maliyeti %6, yatırımın getiri oranı %9 ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %11 ise, bu sonuç firma değerini olumsuz

<sup>111</sup> Semih Bükler, Rıza Aşıkoğlu, Güven Sevil, a.g.e., s.68.

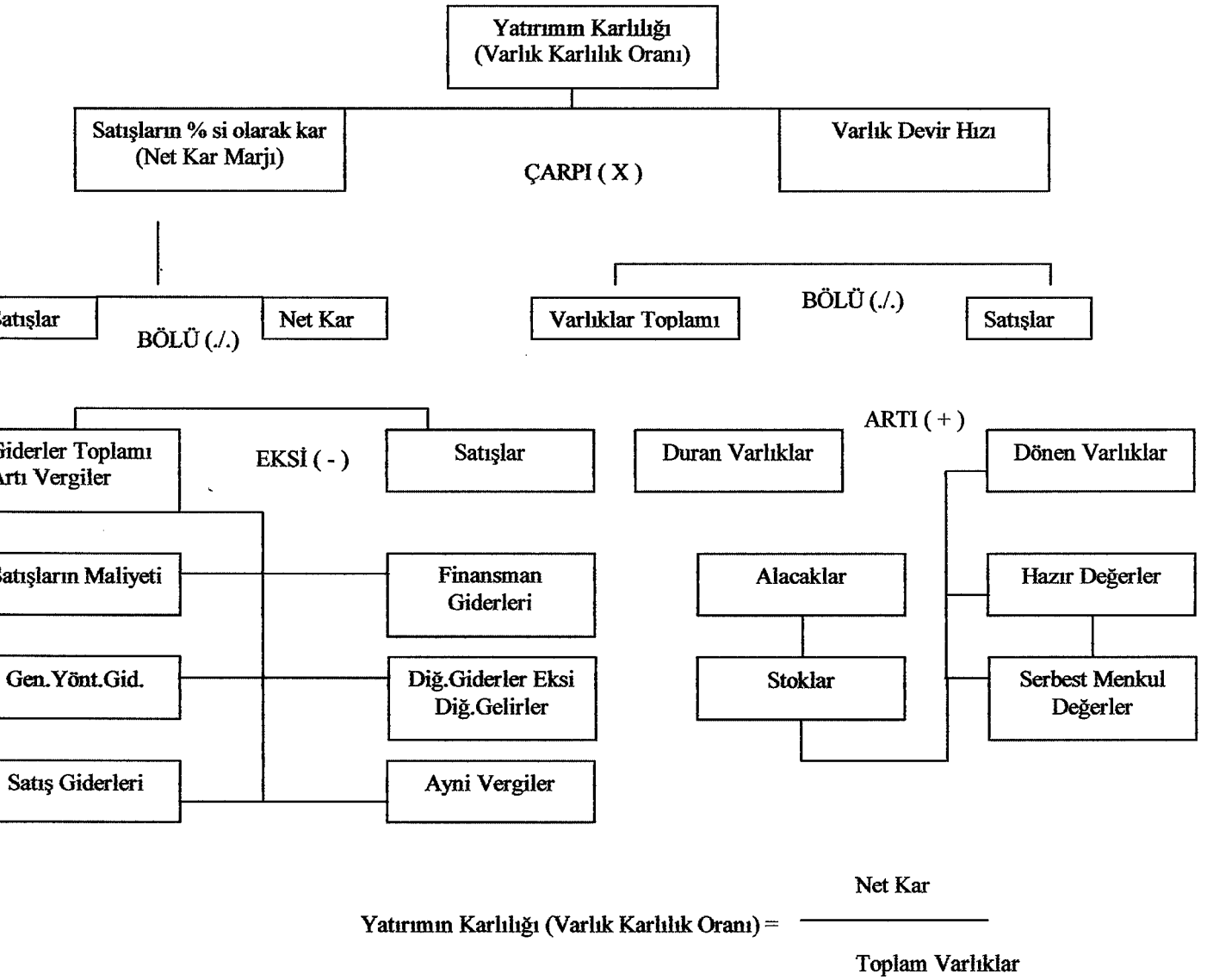
yönde etkileyecektir. Çünkü firma değerinde olumlu bir artıştan söz edebilmek için yatırılan sermaye getirisinin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden büyük olması gerekir.

ROIC'i ve Du Pont sistemini oluşturan unsurlar, Şekil 3 ve Şekil 4'te gösterilmiştir.



Şekil 3. ROIC = NOPLAT (Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergiler) / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye

Kaynak: Üreten - Ercan, 2000, s.21.



Şekil 4. Du Pont Mali Kontrol Sistemi

Kaynak: Akgüç, 1998, s.84.

Tabloda yer alan ROIC'i (Yatırılan Sermayenin Getirisi) etkileyen ana unsurların faaliyetlerden yaratılan kazanç ve yatırılan sermaye olduğunu görmekteyiz. Net faaliyet karı eksi düzeltilmiş vergilerin (NOPLAT) hesaplanmasında gelir tablosu kalemlerinden faydalanılırken, yatırılan sermaye hesaplanırken bilançodan faydalanılır.

ROIC'in hesaplanmasında yer alan kalemler (örnek olarak; satılan malın maliyetinde bulunan hammadde, yardımcı madde ve malzeme, işçilik, genel üretim giderleri gibi) firma değerine dolaylı yollardan da olsa etkileri olmaktadır. Firma değerini artırabilmek için yapılması gereken, faaliyetler için yatırılacak sermayenin mümkün olduğunca düşük tutulmasıdır. Bu tabloya göre firmanın değerini artıran unsurlar ile verimliliğini artıran unsurlar arasında benzerlikler vardır. Buradan çıkaracağımız sonuç, firma değeri ve verimlilik arasında çok kuvvetli bir bağın olduğudur.

Firmanın belirlenen oranları arasında da bir ilişki kurulması karlılığın etkinliğini belirlemede bir diğer unsur olacaktır. Buradaki amaç, firmaya ait karın oluşumunu hangi unsurların ne derece etkilediğini ortaya koymaktır.

Du Pont sistemi, aktif devir hızı ile satışlar üzerinden net kar marjını bir araya getirmekte ve bu oranlar arasındaki etkileşimin firma karlılığını ne ölçüde ve nasıl etkilediğini ortaya koymaktadır.<sup>112</sup>

$$\begin{aligned} \text{Toplam Varlıkların Karlılık Oranı} &= \frac{\text{Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}} * \frac{\text{Net Kar}}{\text{Satışlar}} \\ &= \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}} \end{aligned}$$

<sup>112</sup> Nurhan Aydın, **Finansal Yönetim**, (Eskişehir, Birlik Ofset, 1999), s.97.

Bu eşitlik toplam varlıkların karlılığının iki şeye bağlı olduğunu göstermektedir:

- Firmanın toplam satışlar üzerinden ne kadar kazandığına (net kar marjına),
- Her bir liralık varlıkla kaç liralık satış yapıldığına (varlıklardan faydalanma).<sup>113</sup>

Firmaların karlılığının artabilmesi için varlık devir hızının yükseltilmesi ya da satış karlılığının artırılması gerekmektedir. Eğer bu iki faktörden birinde meydana gelen artış diğerindeki azalışı karşılayabilme kapasitesine sahipse o zaman varlık karlılığında herhangi bir değişiklik olmayacaktır.

Oranlar arasındaki ilişkilerden yola çıkarak özsermaye karlılık oranı da aşağıdaki gibi gösterilir:

$$\begin{aligned} \text{ÖSK} &= \frac{\text{Net Kar}}{\text{Satışlar}} * \frac{\text{Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}} * \frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Öz Sermaye}} \\ &= \frac{\text{Net Kar}}{\text{Öz Sermaye}} \end{aligned}$$

Özsermaye karlılığının artırılabilmesi için satışların artırılması veya toplam varlık ve özsermayenin azaltılması gerekmektedir.<sup>114</sup>

Özsermayenin karlılığına etkide bulunan diğer bir etmen ise, finansal kaldıraçtır. Bunu analize dahil etmek istersek;

$$\frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Özsermaye}} = \frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Top.Varlık.-Borçlar}} = \frac{1}{1 - \frac{\text{Borçlar}}{\text{Top.Varlıklar}}}$$

<sup>113</sup> Nurhan Aydın, a.g.e, s.97.

<sup>114</sup> Semih Bükler, Rıza Aşkoğlu, Güven Sevil, a.g.e., s.69.

Özsermayenin karlılığı eşitliği yeniden yazıldığında;

$$\text{ÖSK} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Satışlar}} * \frac{\text{Satışlar}}{\text{Top.Varlıklar}} * \frac{1}{1 - \frac{\text{Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}}$$

Öz sermayenin karlılığı ile toplam varlıkların karlılığı bir arada şu şekilde gösterilebilir:

$$\text{ÖSK} = \text{NKTV} * \frac{1}{1 - \frac{\text{Borçlar}}{\text{Toplam Varlıklar}}}$$

Du Pont sisteminin üstün yönü; karlılık, varlık yönetimi ve finansal kaldıraç gibi üç ayrı ve önemli grubu ele almasıdır. Üç ayrı yönde, analizin önemli bölümlerini meydana getirmektedirler. Sistemin zayıf yönü ise; muhasebe verileri ile firmanın başarısı ve beklenen nakit akışlarının riski, zamanlanması ve büyüklüğü arasında doğrudan bir bağın kurulmasını sağlamamasıdır.

Bir sektördeki aktif toplamı içerisinde sabit değerlerin payı fazla ise, bu sektör içerisindeki karlılık oranı, üretilmekte olan mal veya hizmete karşı gelecekte oluşacak talepteki gelişmelere büyük ölçüde bağlı olacaktır. Bu durumun temel nedeni, talepteki dalgalanmalara göre sektör kolundaki yatırımları hızlı bir şekilde ayarlamak, aktifi azaltmak veya artırmak için esnekliğin sınırlı durumda olmasından ileri gelmektedir. Geleceğin neler getireceğinin bilinmemesi bu tip sektörlerin karlılığında belirsizliklere yol açmaktadır. Buna karşılık sabit değerlerin aktif toplamı içerisinde çok fazla yer almadığı sektörlerde, aktif içerisine yapılacak ilave ya da azaltma olanakları daha fazla olduğundan talebin gelecekteki belirsizliği sektörün karlılığını çok fazla etkilemeyecektir. Bu yüzden aktif devir hızı yavaş olan sektörlerde risk genellikle daha

yüksek olacağı için bu riskin karşılanmasını sağlayacak yüksek kar marjı ile çalışmak doğal bir durumdur ve teorik olarak da uygundur.<sup>115</sup>

ROIC ve Du Pont sistemlerini oluşturan unsurlara şekil üzerinde bakıldığında aslında iki sistemin de faaliyetlerden elde edilen kazançlardan, dolayısıyla firma karından ve bunları oluşturan alt unsurlardan meydana geldiği görülmektedir. Du Pont mali kontrol sistemi, satışlar üzerinden elde edilen net kar oranını ve varlıklar devir hızını ortaya koyup varlık devir hızı ve net kar marjının çarpımı sonucunda yatırımın, başka bir deyişle varlıkların karlılık oranına ulaşmaya çalışırken; ROIC ise, Net Faaliyet Karı ve faaliyetler için yatırılan sermaye belirlendikten sonra birbirlerine oranlanması sonucunda sermayenin getirisini tespit etmeye çalışmaktadır. Her iki sistemde de gelir tablosu ve bilanço kalemlerinden faydalanılır.

Firma değerinin artmasına yardımcı bir politika şekli; satışları arttıran ve maliyetleri düşüren, etkin bir maddi duran varlık ve işletme sermayesi yönetiminin firmada bulunmasıdır. Burada önem verilmesi gereken nokta, bu unsurların birbirleriyle olan etkileşimine dikkat etmektir. Bu etkileşimlerin sonuçlarının firma değerine nasıl yansıtılacağı tahmin edilebilmesi için de çeşitli olasılıklar bir araya getirilerek duyarlılık analizi yapmak uygun olacaktır. Yapılan uygulamalar sonucunda firma değerleri hesaplanarak en fazla hangi değişkenlerin firma değerine etkisi olumlu yönde etkisi olduğu belirlenmelidir. Her bir unsurun farklı firmalar üzerinde aynı etkiyi göstereceğini veya bu unsurların aynı firma için her zaman aynı etkide kalacağını düşünmek yanlış olur. Örnek olarak bir firmanın satış fiyatlarını artırması satışlar üzerinde olumsuz bir etki yaratmazken, başka bir firma için satış fiyatlarını düşürerek pazar payını yükseltmek firma değerini artıran bir unsur olacaktır. Firma değerini artırma amacı güden firmaların bu anlayışın bilincinde olması ve bunun bir kerelik uygulamalarla değil sürekli gözden geçirmelerle yeni politikaların oluşturulması gerektiğini bilmeleri gerekir.

<sup>115</sup> Nurhan Aydın, a.g.e., s.98-99.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERİNİN BELİRLENMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

#### 1. FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Günümüz dünyasında, hisse senetleri borsada işlem görsün ya da görmesin tüm firmalar açısından, hem firma ortakları hem bu firmalara yatırım yapmak isteyenler hem de bu firmaların kaynak taleplerini yanıtlayacak kreditorler gibi farklı ilgi grupları için firma değerlerinin tespiti oldukça önemli bir konudur.<sup>75</sup>

Firma değerlemesinde üç temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar, firmanın fiziki varlıklarını ve bunların yerine konulma maliyetlerini temel alan ve aktif temelli yaklaşım olarak da nitelenen maliyet yaklaşımı, firmanın kazanç potansiyelini temel alan gelir yaklaşımı ve piyasadaki karşılaştırılabilir firmalardan elde edilen verileri, değerlendirilen firmanın verileri ile karşılaştırılarak söz konusu firmanın değerini belirlemeyi amaçlayan piyasa yaklaşımıdır.<sup>76</sup>

##### 1.1. Maliyet Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler

Bu yaklaşım, değerlendirilen varlığın özelliklerinin aynı olduğu başka bir yeni varlığı elde etmenin maliyetinin ne olacağını belirleme ilkesine dayanmaktadır. Yaklaşımın gerçeğe uygun olabilmesi; hesaplanacak maliyetler ile değerlemesi yapılan varlığın piyasa değerinin eşit olması durumunda mümkündür. Maliyet yaklaşımı ile piyasa değerlerini ortaya koyabilmek için belirlenen maliyetlerden fiziki ve ekonomik aşınma etkenleri düşülür. Yöntemdeki en önemli eksiklik firmanın yönetimi, müşterileri, ürünleri gibi etkenlerin firmaya katacağı değerleri göz önünde bulundurmamasıdır.

<sup>75</sup> Yavuz Akbulak, "Örnek Uygulamalarla Şirket Değerlemesi", Vergi Dünyası Dergisi, Sayı:260, Nisan 2003, s.188.

<sup>76</sup> Murat Ertuğrul, *Entellektüel Sermayenin İşletme Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000), s.18.

### 1.1.1. Muhasebe veya Defter Değeri

Defter değeri, firmanın sahip olduğu finansal tablolarında yer alan net varlıkların toplam değerine denir. Net varlıklar ise firmanın toplam varlıklarından borçlarının çıkarılmasından sonra kalan tutarı ifade etmektedir. Bu durumdan çıkarılabilecek sonuca göre defter değeri, firmanın özsermayesi ile finanse etmiş olduğu toplam varlıkların değeridir.

Muhasebe ya da defter değeri yöntemi, bir firmanın net varlığına dayanarak ve firmaların doğası, tipi ve iş hacminin öngörülebilir gelecekte somut bir şekilde değişmeyeceğinin beklendiği durumlarda uygulanmakta ancak bu yöntem genellikle pazar payı, dağıtım ağı, insan kaynakları gibi unsurları göz ardı ettiğinden öncelikle firmanın borçları düşüldükten sonra kalan ve özkaynaklarına eşit olan net maddi varlığının tespitine olanak vermektedir.<sup>77</sup>

Defter değerinin üstün yönü, sahip olunmak istenen bilgiye çabuk ulaşılabilir olması ve yöntemin uygulanışının çok kolay olmasından ileri gelmektedir. Aynı sektör kolundaki firmalar ile karşılaştırma yapmak bu yöntemde mümkündür.

Ancak muhasebe ya da defter değeri yöntemi, üç nedenden dolayı birikimin değerini belirlemek açısından zayıf kalmaktadır. Bu nedenlerden birincisi, firmanın bilançosunda yer alan varlıkların değişik tarihlerde alınmış olmasına rağmen, genel fiyat düzeyindeki değişikliklerin bunlar üzerindeki etkisini çoğu kez göz ardı etmesidir. İkinci olarak gelecek merkezli olmak yerine geçmiş merkezli olmasıdır. Üçüncü neden ise, firmalararası muhasebe kayıtlarının karşılaştırılması önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. İki firma, aynı özelliklere sahip olmalarına rağmen hesaplama prosedürleri bakımından farklılık gösterebilirler.<sup>78</sup>

Bir firmanın güncel muhasebe ya da defter değerine karar vermek için iyi bir uzman şunlara bakar:<sup>79</sup>

<sup>77</sup> Yavuz Akbulak, **Ön.ver.**, s.188.

<sup>78</sup> Robert C. Radcliffe, **Investment**, (Third Edition, USA, 1990), s.483-484.

<sup>79</sup> Stuart R. Veale, **Stocks Bonds Options Futures Investments and Their Markets**, (USA, 1987), s.36.

- Firmanın muhasebe değeri artıyor mu azalıyor mu?
- Firmanın hisse senetleri rakiplerin hisse senetlerinden muhasebe değerleri açısından daha az mı yoksa daha fazla mı değer kazanmıştır?
- Firmanın aktif varlığı ve borçlarının değerlendirilmesindeki kesinlik derecesi,
- Firmanın herhangi bir gizli mal varlığı olup olmadığı.

Yöntem, basittir ve hesaplanması kolaydır. Burada hesaplanan değer genel olarak firmanın Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) oranının hesaplanması için kullanılır.

### 1.1.2. Yerine Koyma Değeri

Değerlemenin yapıldığı tarih itibariyle firmanın sahip olduğu bir varlığın bütün özelliklerinin aynı olduğu bir başka varlığı elde etmek için yapması gereken maliyeti ifade eder. Yani firmanın yeniden kurulabilmesi için bulunacak değeri göstermektedir.

Yöntem, firma değeri hesaplamalarında sıkça kullanılmamaktadır. Bu yöntemin temel düşüncesi, bir firmadaki fiziki varlıkların ayrı ayrı toplam değerleri firmanın toplam değerinden daha düşük olacaktır fikrine dayanmaktadır. Firmanın maddi olmayan tecrübe, firma ismi gibi varlıklarının yenileme değeri hesaplanmadığı için yöntem eksik kalmaktadır.<sup>80</sup>

Firmanın sahip olduğu varlıkların aynı özelliklere sahip olanlarını piyasada bulmak zor olduğundan o varlıklara benzeyen başka ekipmanların yerine koyma maliyetleri hesaplanmaya çalışılır. Yerine koyma değeri hesaplanırken değerlemecilerin hepsi aynı düşünceyi paylaşmasa da genel olarak tüketici fiyat endeksi kullanılır. Fakat fiyat endeksinin kullanıldığında varlığın yıpranma payı dikkate alınmamaktadır. Bundan başka tüketici fiyat endeksindeki artışa rağmen bazı varlıkların fiyatlarında önemli ölçüde düşüşler görülebilir. Yenileme değeri bu düşüşleri de yansıtmaz. Bu yüzden yenileme maliyeti hesaplanırken firmanın sahip olduğu her bir varlık için ayrı ayrı hesaplama yoluna gidilmelidir.

<sup>80</sup> Hafize Meder, *Firma Değeri ve Denizli'de İki Firma Üzerinde Bir Uygulama*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2000), s.79.

### 1.1.3. Likiditasyon (Tasfiye) Değeri

Yöntem, firmanın tamamen sona ereceği, yani tasfiye edileceği varsayımı altında, aktiflerin bütününe elden çıkarılması sonucu firma borçlarını ödenmesi sonrasında firmanın elinde kalacak rakamın ne olacağını belirlemesidir.

Bu açıklamada bahsedilen “sona erme” kavramı iki nedenden kaynaklanabilir;<sup>81</sup>

- firmanın kanun karşısında iflası ile oluşturulan tasfiye masasının uygulamaları ile tasfiyeye tabi tutulması ya da
- belirli bir süre ile kurulan bir firmanın süre sonunda kendi isteği (firma genel kurulunun isteği) ile firma faaliyetlerine son vererek kendini tasfiyeye tutması şeklinde gerçekleşebilir.

Firmaların tasfiye değeri, defter ya da kayıtlı değerinden çok farklı olabilmektedir. Bu farklılık özellikle maddi duran varlıkların ve stokların değer kazanmış olmasından, alacakların tahsilindeki sorunlardan, maddi olmayan duran varlıkların ve aktifleştirilmiş giderlerin tasfiye sırasında bir değer taşımamalarından veya kayıtlı değerlerine oranla çok düşük tasfiye değerine sahip olmalarından kaynaklanmaktadır.<sup>82</sup>

Tasfiye değerinin hesaplanmasında, varlıkların piyasadaki değerlerinin belirlenmesi sırasında güçlükler yaşanacaktır. Özellikle firmanın sahip olduğu yarı mamullerin, arsa, arazi gibi varlıklarının tasfiye aşamasında, her biri farklı kişiler saptanan değerler arasında çok büyük farklar oluşabilmektedir. Ayrıca farklı belirlenmiş değerler karşısında alıcı bulunmasında da güçlükler çıkacaktır. Tasfiye değerinin teorik olarak firmanın pazar değerinin alt sınırını oluşturduğunu söyleyebiliriz.<sup>83</sup>

Tasfiye değeri bulunurken firmanın artık devam etmeyeceği varsayımı altında, bütün varlıklarının tek tek elden çıkarılacağı düşünülür. Varlıkların ayrı ayrı satılması ise genellikle toplam satışa göre daha az firmanın lehine sonuçlanır ve daha az bir tutar elde

<sup>81</sup> Süreyya Matar, **Hisse Senedi Değerleme Modelleri ve Bu Modellerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Uygulanabilirliği**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 1997), s.13.

<sup>82</sup> Murat Ertuğrul, **a.g.e.**, s.20.

<sup>83</sup> Süreyya Matar, **a.g.e.**, s.13.

edilmesine neden olur. Tasfiye değeri, firma varlıklarının alım-satımlarının alt fiyat sınırını oluşturmaktadır.

Yöntem fazla kullanılmamasına rağmen firmanın pazar değerinin tasfiye değerinden düşük olması durumlarında önemli olmaktadır.

#### **1.1.4. Net Aktif Değeri**

Net aktif değeri, firmanın kullandığı toplam aktiflerinden borçlarının çıkarılması sonucu kalan değeri gösterir. Bu yöntem, firma değerinin öz varlıklar tarafından belirleneceği varsayımı altında işlemektedir. Bilançoda yer alan aktif değerlerin gerçek değerlerinde olduğu varsayılmakta yine sabit kıymetlerin de piyasa değerleri alınmaktadır.

Yöntem uygulanırken varlıkların defter değerleri ve piyasa değerleri alınır, bu değerden firma borçları düşürülür ve elde kalan tutar firmanın değeri olarak belirlenir.

Net aktif değeri yöntemini formül olarak şöyle gösterebiliriz:

$$\text{Firma Değeri} = \text{Aktif Toplamı (Dönen Varlıklar Defter Değeri + Duran Varlıklar Piyasa Değeri)} - \text{Yabancı Kaynaklar Toplamı}$$

Net aktif değeri yönteminde dönen varlıklar defter değeri ile, duran varlıklar ise piyasa değerleri ile değerlemeye tabi tutulur. Bunun nedeni, dönen varlıkların kısa vadeli bir yapıda olmalarının defter değerlerinin gerçek değerlerini yansıtacağı; buna karşılık firmaya uzun vadeli fayda sağlayan duran varlıkların defter değerlerinin bu zaman içinde gerçeği yansıtamayabileceklerinden piyasa değerlerinin alınmasının daha doğru olacağı düşüncesindedir. Firmanın değerini bulabilmek için duran varlıkların defter değerleri yeniden değerlendirilmeye tabi tutulmaktadır.

### Yöntemin Özellikleri:<sup>84</sup>

- Detay inceleme gerektirmesi nedeniyle uzun zaman alabilen ve maliyetli bir çalışma gerektirmektedir.
- Lisans, patent ve isim hakkı gibi unsurlar ile özel konumlarda bulunan gayrimenkuller ile finansal varlıkların fiyatlandırılmasında güçlükler çekilir.
- Bu değerlendirme modelinde, firmanın karlılık ölçümü ve yatırımcısına getiri boyutu inceleme dışında tutulması yöntemin eksik olduğu tarafı oluşturur.
- Yöntem, uygulamada, bireysel yatırımcılardan çok halka arz, şirket birleşmeleri, değiştirme, tasfiye ve özelleştirme çalışmalarında kullanılabilir.

### **1.2. Gelir Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler**

Bu grupta yer alan yöntemler, firmayı yatırım olarak görmekte ve buna bağlı olarak da gelecekte sağlanacak gelirleri tespit etmek gerektiğine inanmaktadırlar.

Bu yöntemler, firmanın gelecek yıllardaki gelir ve giderler arasındaki farkın (yani karların veya nakit akımlarının) belirli bir iskonto oranı ile bugünkü değerlerine indirgindikten sonra iskonto edilmiş yıllık tutarların toplamını alarak firmanın bugünkü değerini bulurlar.<sup>85</sup>

Bu gruptaki yöntemler; değerlemeyi yaparken gelir ve gider kalemlerini ayrıntılı olarak gösteren mali tablolardan yararlanırlar. Bu yöntemlere yardımcı en uygun tablolar ise gelir ve nakit akımları tablolarıdır.

Firmanın gelecekte elde edeceği gelirlerinin bugünkü değerinin bulunması temeline dayanan bu yöntemlerde bulunan değerlere, işleyen firma değeri denir. Aynı zamanda bulunan bu değer, yaşamı süren bir firmanın devredilmesi durumunda bulunacak değeri ifade etmektedir.

<sup>84</sup> Süreyya Matar, a.g.e., s.40.

<sup>85</sup> Metin Sağmanlı, *Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği*, (İstanbul, Yayılım Matbaası, 1996), s.41.

Firmanın işleyen firma değeri farklı yöntemlerle bulunabilir. Bunların en önemlileri ve en çok kullanılanları; kar, kazanç ve nakit akışları yöntemleridir. Bu üç yöntemin ortak özelliği, gelecekte sağlanacak gelirlerin belirli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi ve firma değerinin hesaplanmasıdır.<sup>86</sup>

Firmanın gelecekte sağlayacağı gelirleri belirlemek kolay değildir. Çünkü, zamanın uzun vadeli olması belirsizlik riskini arttıracak bu da firmanın performansını ölçmede zorluk çıkaracaktır.

Firmanın gelecekteki parasal akışları, firmanın içsel faktörlerinden etkilendiği gibi dışsal faktörlerden de önemli ölçüde etkilenir. İçsel faktörler arasında firmanın faaliyet konusu, geçmiş performansı, mevcut bilanço yapısı, büyüklüğü ve büyüme trendi, temettü politikası, yönetim yapısı ve benzerleri sayılabilir. Dışsal faktörler ise, dünya ve ülke genelindeki ekonomik, siyasi ve sosyal gelişmeler, firmanın faaliyet gösterdiği sektördeki gelişmeler, teknolojik değişim, para ve sermaye piyasasındaki gelişmeler, hükümet politikaları olarak ifade edilebilir.<sup>87</sup>

### 1.2.1. Gelecek Yıllar Karlarının Bugünkü Değeri Yöntemi

Yöntem, firmanın sahiplerine gelecek yıllarda sağlayacağı faydadan yola çıkarak gelir ve gider arasındaki olumlu farkı yani dönem net karını temel alır.

Değerlemeye tabi tutulan firmanın faydası; alıcı için yatırım olarak algılanacağı için satılması veya devredilmesi durumunda ortaya çıkacaktır. Firmanın değeri gelecek yıllarda sağlayacağı gelir ile ölçülmektedir. El değiştiren firma belki ilk yıllar için çok fazla bir gelir sağlayamayabilir. Bu geliri arttırıcı bazı ek yatırımların yapılması gerekebilir. Böyle durumlarda yapılan ek yatırım tutarı firmanın gelecek yıllarda sağlayacağı gelirden düşülür. Buradan sağlanacak ek fayda artı gelir biçiminde gözönünde bulundurulur.

<sup>86</sup> Hafize Meder, a.g.e., s.81.

<sup>87</sup> Hafize Meder, a.g.e., s.81-82.

Yöntemin amacı, benzer firmalar arasında sağlanacak getirilerin değeri için azami bir tutar belirleyebilmektir. Yöntemde belirlenmeye çalışılan yatırımcının ödeyebileceği ve kabul edilebileceği değeri, yani alıcının karar verme değerini ortaya koyabilmektir.

Gelecek yıllar itibariyle oluşacak karların belirli bir iskonto oranı ile peşin değerleri tespit edilerek toplamları alınır ve bulunan değer, firma değeri olarak kabul edilir.<sup>88</sup>

Yıllar içerisinde firmanın elde edeceği karlar değişebilir, o zaman her bir yıl için ayrı ayrı değerler bulunur ve buna göre firma değerleri tespit edilir.

### 1.2.1.1. İskonto Oranı

Firma değeri belirlenirken yıllar itibariyle kullanılacak karlılık değerleri ve bunları şimdiki değere indirgeyen iskonto oranının belirlenmesinde enflasyondan arındırılmış veriler kullanılır. Pay; geçmişe ait veriler baz alınarak hesaplanan geleceğe ait karı gösterirken, paydadaki iskonto oranı ise gelecekteki gelişme ve riskleri gözönünde bulundurarak tahmini şekilde belirlenen değeri yansıtır.

Belirsizlik ve risk arttıkça iskonto oranında da artış olacak buna karşılık gelecek yıllarda beklenen karlılık oranlarının bugünkü değeri düşecektir.

Bazı bilim adamlarına göre iskonto oranının değerinin ne olması gerektiği değerlemecinin takdirine bırakılmalı ve değerlemeci belirsizlik ortamına bakarak iskonto değerini tespit etmelidir.

Bazı bilim adamları ise istatistiki yöntemlerden yararlanılması gerektiğini savunurlar. Buna göre gelecek yıl karları belirlenirken karamsar, az karamsar ve ümitli olmak üzere değişik beklentiler için gerçekleşecek karları hesaplarlar ve bu beklentilere göre farklı iskonto oranları belirler.

---

<sup>88</sup> Metin Sağmanlı, a.g.e., s.44.



İskonto oranının belirlenmesinde en fazla tercih edilen yol sermaye maliyetinin kullanılmasıdır. Sermaye maliyetinin hesaplanmasında sermayenin tartılı ortalaması alınmaktadır. Bunun için ise, vergi sonrası borç maliyeti ile özsermaye maliyeti değerlendirilmelidir.

Diğer görüş ise, iskonto oranının tespiti için ülkedeki genel faiz oranlarından yola çıkılmalı ve uzun vadeli devlet tahvilleri faiz oranı veya özel firmaların ortalama tahvil faiz oranları baz olarak alınmalıdır.

### 1.2.1.2. Gelecek Yıl Karlarının Tahmini

Yöntemin en zor kısmıdır. Tahminin gerçekleşebilmesi için değerlendirilecek firmanın ilk önce geçmiş faaliyetlerinin ayrıntılı şekilde incelenmesi ve analiz edilmesi gerekmektedir. Bunu gerçekleştirebilmek ise geçmiş yıl gelir tablolarının incelenmesi ile mümkündür.

Değerlenen firma, bazı ek harcamalar yapılarak gelecekteki karlarını arttırabilir. Böylece gelecek yıl karları belirlenirken ek giderler ile bu giderlerin sağlayacağı ek gelirler hesaplamada dikkate alınır.

Tahmini gelecek yıl karları belirlenirken karların tamamının firma sahiplerine dağıtıldığı varsayımına göre hareket edilir.

Hesaplama yapılırken gelecek yıllarda kardan kesilecek vergiler de önemlidir. Brüt kardan vergiler düşülerek net karın bulunması gerekmektedir. Sermaye şirketlerinde, mali kar üzerinden kurumlar vergisi ile gelir vergisi stopajı düşülerek bulunan net kar, firma değerini bulmak için kullanılan net kardır. Değerlenen şirket bir şahıs şirketi ise firma sahibinin ve/veya ortaklarının ödenmesi gereken gelir vergisi, yine aynı şekilde brüt kardan düşülerek net kar bulunur ve yöntemde bu kar kullanılır.

Genellikle gelecek yıl karları, firmanın bugünkü ve geçmişteki karlarına göre değişim göstermekte ve onlara paralel olarak gelişmektedir. Firmanın bugünkü ve geçmişteki

karlılık durumu incelendiğinde, değişmeden devamlılık arzeden ve rutin olaylar doğrultusunda, tüm ekonomi ve firmanın bağlı bulunduğu sektörün gelecekteki durumu da dikkate alınarak gelecekte elde edeceği karı tahmin edilir. Hesaplama yapılırken, bir kerelik oluşmuş gelir ve giderler ile firmanın esas faaliyeti dışında oluşan gelir unsurları tahminler yapılırken dikkate alınmamalıdır.

Analist geçmişte meydana gelen ve düzenli bir şekilde devam eden durumları, son beş altı yılın karlarının aritmetik ortalamasını alarak tespitini yapar ve gelecek yıllara yansıtır. Normal şartlar altında uygulamada son beş yılın verilerinden faydalanmak yeterlidir.

Geçmiş yıl karları düzenlilik göstermiyorsa o zaman gelecek yıllar trendini belirleyebilmek için, geçmişteki üçer yıllık karların ortalamasını alarak işletilen oynak merdiven sisteminden yararlanılabilir.

Bu sistemin nasıl çalıştığını bir örnekle açıklayalım:

Geçmiş Yıllar	Kar	Üç Sene Ortalaması
Altıncı	500.000	
Beşinci	330.000	400.000
Dördüncü	370.000	300.000
Üçüncü	200.000	240.000
İkinci	150.000	210.000
Birinci	280.000	320.000
Şimdiki	530.000	
<b>Toplam</b>	<b>2.360.000</b>	

Aritmetik ortalaması alındığında geçmiş yıl karları;  
 $2.360.000 / 7 = 337.148$  Para Birimi olarak hesaplanacaktır.

Yukarıdaki tabloda ise son üç yılın ortalama karı 320.000 Para Birimi olarak tespit edilmiştir ve diğer aritmetik ortalama sonucunda bulunan 337.148 Para Birimine göre daha doğru bir değerdir.

Sonuç olarak gelecek yıl karlarının belirlenmesinde son birkaç senenin ortalaması alınarak ekonomik ve sektörel şartlar belirlenerek yıllara uyarlanması yapılır.

### **1.2.1.3. Gelecek Yıl Karlarının Bugünkü Değeri**

Tahmini gelecek yıl karlarına belirlenmiş iskonto oranı uygulanarak bugünkü değere ulaşılır. Bunların toplamları alınarak firma değeri tespit edilir.

En çok dikkat edilmesi gereken nokta firmanın ömrünün ne kadar olacağını ve kaç yıllık karın bugünkü değerinin bulunacağıdır.

Firma ömrü belirli yıllar şeklinde düşünülebileceği gibi yaşam süresinin sonsuza kadar devam edebileceği de varsayılabilir. Böyle bir durumda karların yıllar boyunca sabit kalacağı varsayılır.

### **1.2.2. Gelecek Yıllar Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri**

Bu metod firma değerini belirlerken gelecek yıllarda gerçekleşmesi beklenen nakit akımlarına belirli bir iskonto oranının uygulanması ile bugünkü değerine indirilmesi temeline dayanmaktadır.

Yöntem üç ayrı biçimde uygulanabilir. Bunlar;

1. Özkaynağa Ait Serbest Nakit Akımları (FCFE),
2. Firmaya Ait Serbest Nakit Akımları (FCFF),
3. Ekonomik Kar Modeli'dir.

### 1.2.2.1. Özkaynağa Ait Serbest Nakit Akımları (FCFE)

Bu yöntem, temettüler üzerinde iskonto uygulayarak firma değerini tespit etmeye alternatif olarak düşünülebilir. İki yönteminde aynı sonucu vermesi iki durumda mümkün olmaktadır. Bu durumlardan ilki, temettülerin FCFE'ye eşit olmasıdır. İkincisi ise FCFE'nin değeri temettülerden daha yüksektir. Böyle bir durumda aradaki farkın (FCFE - Temettü), net bugünkü değeri sıfır olan yatırımlarda değerlendirildiği anlamı çıkarılır. FCFE yöntemine göre önemli büyüklükte nakit akımına sahip olan firmaların az temettü dağıtma yolunu seçerek fonları kullanması durumunda borç-özkaynak dengesini bozacağından firma değerinde de düşüşler yaşanacaktır.

FCFE'nin temettüden daha küçük bir değerde olması durumunda ise firma, farkı giderebilmek için ya borçlanacak ya da hisse senedi ihraç edecektir. Hisse senedi ihraçta yatırımcılar açısından tercih edilmesi gereken en son seçenek olduğu için firma açısından olumsuz bir durum olarak değerlendirilecektir. Borçlanma yoluyla temettü dağıtmak ise, firmaya diğer finansal borçlarının yanında ek bir yükümlülük getirmesine ve firma değerinde düşüslere neden olacaktır. Bu yöntemin uygulanması kolay olmasına karşılık firma için değer yaratan unsurları ve bunların etkilerini açıkça ortaya koyamadığı için zayıf kalmaktadır.

### 1.2.2.2. Firmaya Ait Serbest Nakit Akımları (FCFF)

Firmaya ait toplam değer belirlenmesi esasına dayalı olan FCFF yöntemi, daha kapsamlı olmakta ve firmaya etki eden unsurların etkileşimlerini daha net bir biçimde ortaya koymaktadır. Bu yöntemde önce firmanın toplam değeri hesaplanmakta sonra finansal borçları ve diğer yükümlülüklerinin bugünkü değerleri düşülerek özkaynakların değerlerine ulaşılmaktadır. Uygulamamızda da bu yöntem tercih edilmiştir.

FCFF'de firmanın borç öncesi nakit akımları bulunduğu için borçların ana para ve faizlerini ayırmadan hesaplama yoluna gidilebilir. Ancak FCFE yönteminde borçlara ait olan bu ödemelerinde ayrıca hesaplanması gerekmektedir ve bu da oldukça zordur. Borcu fazla olan firmalar için FCFF en uygun yöntemdir. FCFE yönteminde borcu olan

firmalarda özkaynağa ait nakit akımları negatif çıkabilirken FCFF yönteminde böyle bir olasılıkla karşılaşılması pek mümkün değildir. Çünkü FCFF yönteminde değerlendirme borç öncesi yapılmaktadır.

FCFF firma değerine uygulanırken serbest nakit akımları WACC (Ağırlıklı Sermaye Maliyeti) ile indirgenir. FCFF yönteminde borçluluk ve faizlerden etkilenmediğini daha önce de söylemiştik burada borçluluktan etkilenen WACC'dır. WACC belirlenirken ağırlıklandırmaya esas olan belirli bir borç ve özkaynak tutarı bulunmaktadır. Uygulanacak yöntemde özkaynak ve borç tutarında önemli bir değişiklik olmaması ve firma değerinin gerçeğe yakın olabilmesi için borç ve özkaynak değerlerinin sağlıklı bir biçimde belirlenmiş olması gerekmektedir.

### 1.2.2.3. Ekonomik Kar Modeli

Firma değerinin tespiti için kullanılan diğer bir yöntem olan Ekonomik Kar Modeli, bir firmanın yatırılan sermaye tutarına her yıl boyunca yaratılan ekonomik karın bugünkü değerinin eklenmesi ile elde edilen değeri esas alan yöntemdir.

Bu yöntemin üstün yanı firmanın herhangi bir yıldaki performansının ölçülmesini sağlayabilmektedir. Firmanın mevcut olan nakit akımları ile tahmini nakit akımları arasında bir karşılaştırma yoluna giderek firmanın performansı hakkında sağlıklı bilgiye ulaşamaz. Bunun nedeni, serbest nakit akımlarının firmanın sabit ve işletme sermayesi yatırımlarından etkilenmesidir.

Ekonomik karın bir diğer hesaplama biçimini şu şekilde formüle edebiliriz:

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

Bu formülde maliyet, hem borçlara hem de WACC oranında yatırılan sermayenin tümüne uygulanmaktadır.

### 1.3. Piyasa Yaklaşımını Temel Alan Yöntemler (Fiyat Katsayıları İle Değerleme)

Piyasa yaklaşımının temelinde herhangi bir varlık veya işletmenin değerinin karşılaştırılabilir bir benzerinin elde edilme fiyatı ile belirlenebileceği varsayımı yatmaktadır.<sup>89</sup> Değerlemeyi katsayılar kullanarak yapmak çabuk ve kolaydır. Bu durum bu grupta yer alan değerlendirme yöntemlerine ilgiyi artırırken, diğer taraftan şüpheleri de artırmaktadır. Katsayılar ile değerlemede, firmaların günümüzdeki fiyatlarının seviyesinin ne olması gerektiği belirlenmeye çalışılmamaktadır. Burada yapılan benzer firmaların katsayılara göre belirlenmiş ortalama değerleri kullanılarak, sadece tahmini bir firma değeri bulunmaya çalışılmasıdır. Bu yüzden yöntemde dikkat edilmesi gereken, katsayı yönteminin ve karşılaştırma yapılacak firmaların seçiminin doğru yapılmasıdır.

Fiyat katsayıları ile değerlendirmede en önemli ve zor husus piyasa fiyatı ile birlikte hangi performans ölçüsünün (net kar, brüt kar, faaliyet karı, satışlar, defter değeri, sabit kıymet v.b.) kullanılacağıdır. Çünkü teoride hangisinin kullanılması gerektiği konusunda aydınlatıcı bir bilgi bulunmamaktadır. Bu durum, fiyat belirlenirken tek bir katsayı yerine birden fazla katsayıyı kullanmayı zorunlu hale getirmektedir. Fiyat katsayılarından birisi veya birkaçı bir sektör için en iyi sonucu verirken diğer bir sektör için tercih edilmeyebilir.<sup>90</sup>

Değerlemede kullanılan ve çalışmamızda değinilecek piyasa yaklaşımını temel alan yöntemlerden en önemlileri aşağıda verilmiştir:

- Fiyat / Kazanç Katsayısı (F/K)
- Fiyat / Defter Değeri Katsayısı (F/DD, PD/DD)
- Fiyat / Satış Katsayısı (F/S)
- Diğer Katsayılar ( Fiyat/Brüt Satış Karı, Fiyat/Esas Faaliyet Karı, Fiyat/Faaliyet Katsayıları, Fiyat/Nakit Akımları )

<sup>89</sup> Murat Ertuğrul, a.g.e., s.28.

<sup>90</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.122-123.

### 1.3.1. Fiyat/Kazanç Katsayıları

Firma değerlemesinde en çok kullanılan katsayıların başında Fiyat/Kazanç katsayıları gelmektedir. F/K katsayıları hesaplanmasının kolay olması ve borsa ile ilgili yayınlarda çok fazla yer alması nedeniyle yatırımcıların en iyi bildikleri katsayılardır. Fiyat/Kazanç oranları ülkeler arasında, firmalar arasında veya belirli bir zaman boyunca karşılaştırılabilir. Uluslararası yatırım kuruluşlarında bu oran borsada işlem gören senetlerin değerlerinin yüksek olup olmadığını tespit etmek için kullanılır.

Katsayılara göre hesaplamalar iki şekilde gerçekleştirilir. Birincisi, paydada geçmiş bir yıllık net karın bulunduğu F/K katsayısı, ikincisi ise paydada gelecek bir yılın veya dönem sonuna kadar tahmin edilen net karın bulunduğu tahmini F/K katsayısıdır. Fiyat ise, iki uygulama şeklinde de değerlemenin yapıldığı tarihte borsada geçerli olan değerdir.

F/K oranının hesaplanmasında geçmiş karlardan yararlanılarak yapılan işlem daha kolaydır. Bunun nedeni sektör içinde faaliyet gösteren diğer benzer firmaların ve fiyatı belirlenmeye çalışılan firmanın, geçmişe ait net kar tutarları elimizde mevcuttur. Tahmini F/K oranının belirlenmesinde ise değerlemecinin sektör ve firmalarla ilgili sahip olduğu bilgi önemlidir. Çünkü değerlemecinin yapması gereken firmanın bir yıl veya dönem sonuna kadar elde edeceği kardır.

F/K oranı aynı zamanda, piyasanın firmayı değerlendirilişini de yansıtmaktadır. Yükselen piyasalarda bu oran yüksek olurken, hızlı büyüme potansiyeli olan veya satın alma hedefi olabilecek firmalarda da bu oran diğer firmaların sektör ortalamasından yüksek olmaktadır.<sup>91</sup>

Fiyat/Kazanç oranı yöntemi,<sup>92</sup>

- hesaplama yöntemindeki basitliği,
- hemen hemen tüm firmalar üzerinde uygulanabilmesi,
- fiyat ile karlılık arasında ilişki kurabilmesi,

<sup>91</sup> Metin Sağmanlı, a.g.e., s.35.

<sup>92</sup> Süreyya Matar, a.g.e., s.21.

- özellikle aynı iş kolu üzerinde bulunan hisse senedi fiyatları arasında karşılaştırma yapma olanağı sağlaması, (hisse senetleri dışında getiri sağlayan tüm menkul, gayrimenkul ve iş kolları üzerinde fiyat (maliyet)/getiri ilişkisi için bu yöntem uygulanabilir.)

- firmanın; risk, büyüme v.b. gibi karakteristik özelliklerini temsil etmesi, nedeniyle yaygın olarak kullanılmaktadır.

Bu model, enflasyonun yoğun olarak yaşandığı ve belirsizliğin yüksek olduğu ülkelerde, uzun dönemde yapılacak analizlerin zor olması nedeniyle bir yıllık dönemde yapılacak analizler için tercih edilmektedir.

Yöntemin doğru bir şekilde uygulanmasına dikkat edilmelidir. Aksi takdirde yatırımcıların yanlış karar almasına neden olunabilir. Bu yöntem uygulanırken en çok karlılıktaki dalgalanmalar dikkate alınmalıdır. Firmanın bazı dönemlerde zarar etmesi ya da karlılığının küçülmesi gibi durumlar gözardı edilmemelidir.

Metodun bir dönemi değerlemesi, hisse senetlerinin gerçek değerinin hesaplanmasında hata oluşturabilir.

Model içerisinde hataya yol açabilecek diğer bir nokta da karşılaştırma yapılacak diğer firmaların farklı risk, maliyet, büyüme profilleri ve alt detayda uğraşı konularında farklılıklar olmasıdır.<sup>93</sup>

### **1.3.2. Fiyat/Defter Değeri Katsayısı (Piyasa Değeri/Defter Değeri)**

Defter değeri, firma bilançosundaki özkaynak tutarını ifade eder. Bu değerlendirme yöntemi pratik olmasına rağmen genellikle değerlemeciyi doğru sonuçlara ulaştırmaz. Çünkü, defter değeri tarihi maliyetleri gösterirken, piyasa değeri firmanın gelecekteki nakit akımlarını yansıtır. Firmanın yaşamı boyunca oluşacak olumlu veya olumsuz değişimler firma değerine hemen yansiyacak bununla birlikte defter değeriyle önemli derecede farklılıklar oluşacaktır. Farklılıkları gözardı ederek sadece bulunan katsayılardan

<sup>93</sup> Süreyya Matar, a.g.e., s.22.



hareket etmek yanlış yargılara varmaya neden olur. Ayrıca firmanın muhasebesi konusunda detaylı bilgiye sahip olmadan farklılıkları gidermeye çalışmak sonuçlardaki hatayı gideremeyecektir.

Bu yöntemin formülünü aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

$$\text{Piyasa/Defter Değeri Oranı} = \frac{\text{Hissenin Piyasa Değeri}}{\text{Hissenin Defter Değeri}}$$

Hissenin defter değerini bulmak için yapılması gereken, özkaynaklar toplamının çıkarılmış hisse senedi sayısına bölünmesidir. Bilançodan temin edilen defter değeri geçmişe yönelik maliyetleri göstermektedir. Daha basit bir anlatımla Piyasa/Defter Değeri oranı, firmaya yapılan yatırımların bugünkü değerleri ile maliyetleri arasında karşılaştırma yapmaya olanak sağlar. Bu oranın genelde 1'in üstünde olması tercih edilir. Oran 1'in altında ise, firmanın ortaklarına bir değer artışı sağlayamadığı ve değerinden kaybettiği çıkarımı yapılır.

Hisse senedi fiyatı bilinmediği durumlarda işlemin tersi yapılır. Yani bir hissenin defter değeri uygun bir piyasa defter değeri oranı ile çarpılır. Bu oran genellikle ya piyasa ortalamasına ya da benzer firma oranlarına yakın olur.

$$\text{Hissenin Piyasa Değeri} = \text{Defter Değeri} \times \text{Benzer Firma Oranı}$$

Hissenin piyasa değeri bulunduktan sonra çıkarılmış hisse senedi adedi ile çarpılarak firma değeri bulunmuş olur.

$$\text{Firma Değeri} = \text{Hissenin Piyasa Değeri} \times \text{Çıkarılmış Hisse Adedi}$$

Metodun eksik yönü, değerlemenin bilançoya bağımlı kalması ve firmanın devamlılığı ile gelecekte elde edeceği kazançları dikkate almamasıdır. Kullanılan oran firmanın özelliklerini yansıtmayabilmektedir. Bu nedenlerden ötürü firma değeri tespit edilirken sadece Piyasa Değeri/Defter Değeri oranından hareket edilmemesi özellikle karlılığı göz

önünde tutan diğer değerlendirme metodlarıyla da desteklenerek uygulamanın yapılmasında fayda vardır.

### 1.3.3. Fiyat/Satış Katsayısı

Değerlenecek firmanın hisse senedi fiyatının, hisse başına düşen satış tutarına bölünmesiyle bulunur. Fiyat/Satış katsayısı, aynı sektörde bulunan firmaların karşılaştırılmasında en çok tercih edilen yöntemlerden birisidir. Bu oranın temel varsayımı, aynı sektördeki firmaların brüt kar marjlarının ve işletme etkinliğinin genellikle benzer olduğudur. Bu yüzden büyüklük ölçüsü olarak formülde kullanılan satış tutarı, nispeten karın da büyüklüğünün ölçülmesi anlamına gelmektedir. Böylece firmaların muhasebe uygulamaları arasındaki farklılıklardan doğabilecek uyumsuzluklar da azami duruma getirilmektedir.

Bu katsayı kullanıldığında ortaya çıkan temel problem, benzer firmaların fiyatlarını satışlara göre sıralamasından kaynaklanmaktadır. Böyle bir sıralama, nakit akım tablosunda satışlardan sonra gelen, satılan malın maliyeti, araştırma pazarlama ve genel yönetim giderleri, işletme sermayesi ihtiyacındaki değişiklikler ve sabit sermaye yatırımları gibi diğer önemli bilgilerin hepsini ihmal etmekte ve sektördeki bütün firmalar için bu unsurların satışlar ile benzer ilişkiye sahip olduğunu varsaymaktadır. Eğer bir sektörde bütün firmalar aynı işletme etkinliğine sahipse ve sabit giderleri yoksa, o zaman Fiyat/Satış oranı bütün firmalar için eşit olmak zorundadır.<sup>94</sup>

Düşük F/S oranına dayanan portföy stratejilerini düşük F/K stratejilerine tercih edenler genellikle şu hususları ileri sürmektedirler;<sup>95</sup>

- Satışlar, kazançlara göre muhasebe uygulamalarından daha bağımsız ve istikrarlıdır. Kazançlara göre daha kolayca tahmin edilebilirler.
- Firma zarar ettiği zaman bile F/S oranı anlamlılığını korurken, F/K oranı negatif bir değer aldığından yorumlanması güçleşmektedir.
- Düşük F/K oranına dayanan stratejileri bilinçsizce uygulamak iki tür yatırım hatasına yol açmaktadır. (1) Geçici bir süre için yüksek F/K değerine sahip olan düşük kazançlı

<sup>94</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, *a.g.e.*, s.134.

<sup>95</sup> Mehmet Baha Karan, *a.g.e.*, s.361-362.

firmalar ihmal edilmektedir. Oysa bu firmalar çok kısa zaman içinde düşük F/K değerli olmaktadır. (2) Mevsimsel veya dönemsel değişkenlik gösteren hisse senetlerini satın almak zaman zaman sıkıntı yaratmaktadır. F/K oranları düşük olduğunda satın alınan hisse senetlerinin karları ekonominin büyüme devresinde olması nedeniyle yüksek olabilir ve bu senetler yüksek F/K oranına sahipken elden çıkarıldığında ekonomik trendin dipte olmasıyla karları çok az olabilmektedir.

#### 1.3.4. Diğer Katsayılar

Katsayılar ile değerlendirme yapılırken gelir tablosunda yer alan sadece satışlar ve net kar tutarı değil; brüt kar, esas faaliyet karı, faaliyet karı ve nakit akımları da değerlemede dikkate alınabilir.

Brüt satış karı esas alındığında, satışlardan satılan malın maliyeti düşülmekte ve böylece faaliyet giderleri, diğer faaliyet giderleri/gelirleri ve finansman giderleri hariç firmaların etkinlikleri karşılaştırılmaktadır.

Esas faaliyet karı dikkate alındığında firmaların araştırma ve geliştirme, pazarlama satış ve dağıtım ve genel yönetim giderleri konusundaki etkinlikleri de göz önüne alınır.

Faaliyet karında ise, firmaların diğer faaliyet gelir ve giderleri ile birlikte, finansman politikalarının bir sonucu olan finansman giderleri de analize dahil edilmekte, böylece olağanüstü gelir/gider ve vergi öncesi etkinlik ölçülmektedir.

Fiyat/Nakit Akımları katsayısı hesaplanırken, paydada genellikle firmanın işletme sermayesi ihtiyacını ve sabit yatırım harcamalarını da dikkate alan gerçek anlamda nakit akımları kullanılmamaktadır. Hesaplanmasındaki basitlik nedeniyle net kar ve amortisman tutarı nakit akımları olarak ifade edilmektedir. Ancak katsayıyı bu şekilde kullanırken firmanın ilgili dönemde ayırdığı ve satılan malın maliyeti, faaliyet giderleri ve çalışmayan kısım giderleri ve zararları içerisinde yer alan amortisman giderlerinin tutarının da tam olarak bilinmesi gerekir.<sup>96</sup>

<sup>96</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.136.

## 2. FİRMA DEĞERİ YÖNTEMLERİNİN ANALİZİ

Yatırımcılar herhangi bir firma için yapacakları yatırımdan beklentilerini belirlerken kullanacakları veri analiz teknikleri ve alacakları kararlar açısından ihtiyaç duyacakları bilginin türü ve bu bilgilerin elde edileceği kaynakların ne olması gerektiği konusuna büyük önem verirler.

Genel olarak bakıldığında; yatırımcılar ve yatırımcılara destek veren gruplar, anlama düzeyleri yüksek de düşük de olsa hisse senedi fiyatlarını belirlerken ve yatırımlar için karar alırken tarihi maliyetli değerleri temel olarak alırlar.<sup>97</sup>

Tablo 2. Bireysel Yatırımcıların Yıllık Raporlarda Yatırım Kararlarıyla Özellikle İlgili Buldukları Bilgi Kalemleri

Bilgi Türü	İlgili Olma (%)
Karlar(Bugünkü Karlar ve Karların Trendi)	35
Firmanın Geleceği İle İlgili Beklentiler	17
Kar Payı	10
Yöneticilerin Varlıkları, Ücreti, Yönetim Kurulu Değişiklikleri	7
Firmanın Sermayesi(Öz Sermaye, Uzun Vadeli Borçlanmalar)	7
Borçları Ödeme Gücü, Likidite	6
Bugünkü Satışlar (Beklentiler Hariç)	6
Firmanın Gelişmesi ve Genişlemesi	5
Yatırım Rehberleri (Hisse Başına Kar-F/K Oranı-Sermayenin Verimi)	5

Kaynak: Özer, 1996, s.36.

<sup>97</sup> Gökhan Özer, a.g.e., s.14,19-20.

Tablo 3. Kurumsal Yatırımcıların Yıllık Raporlarda Yatırım Kararlarıyla Özellikle İlgili Buldukları Bilgi Kalemleri

Bilgi Türü	İlgili Olma (%)
Karlar(Bugünkü Karlar ve Karların Trendi)	48
Sermaye Yapısı	40
Firmanın Geleceği İle İlgili Beklentiler	39
Borçları Ödeme Gücü, Likidite	27
Satışlar (Satış Beklentileri Hariç)	14
Kar Payı	5
Firmanın Gelişmesi ve Genişlemesi	5

Kaynak: Özer, 1996, s.37.

Hisse senedi fiyat araştırmaları yapılabilmesi için muhasebe rakamlarına dayalı olarak çıkarsamalarda bulunmak gerekmektedir. Bu şekilde bir model oluşturmadan doğrudan a-) hisse senetlerinden beklenen yararların olasılık dağılımına değer biçilemez, b-) hisse senetlerinin herhangi bir andaki fiyatları ile bağlantı kurulamaz.<sup>98</sup>

Hisse senedi piyasalarında fiyatın belirleyiciliğini hisse senedinden gelecek yıllarda beklenecek yararın bugünkü değeri oluşturmaktadır. Bir firmanın çıkarmış olduğu hisse senetleri için tam ve doğru olarak bir fiyat artışı ve kar payı oluşturmak gelecekteki belirsizlik faktörü nedeniyle mümkün olamamaktadır. Bu nedenle ilerisi için beklenecek yarar ancak tahmini yöntemlerle belirlenmeye çalışılmaktadır. Yatırımcının karar verebilmesi için tahmini bir yöntemle başvurarak değer biçmek zorunlu hale gelmiştir.

Geleceğe yönelik tahminlerde bulunmak belirsizlik ortamının yoğun olduğu ekonomilerde riski de beraberinde getirmektedir. Hangi analiz yöntemi uygulanmış olursa olsun yatırım kararları verilirken geleceğin belirsizliğini göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında yatırım kararları alınacak her bir firma için farklı derecelerde risk de kaçınılmaz olacaktır. Ekonomik hayattaki gelişmeler, tüketici zevk ve tercihlerindeki değişmeler, iş uyuşmazlıkları, rekabet gibi faktörler nedeniyle geleceğe yönelik yapılacak tahminlerde kesin olarak doğru ve net bir sonuç çıkarmak mümkün olamamaktadır. Gelecekle ilgili olarak koşulların değişmesi,

<sup>98</sup> Gökhan Özer, a.g.e., s.38.

nakit girişlerinin beklenenden farklılık göstermesi olasılığını doğurur. Söz konusu değişiklik olasılığı yatırımın riskini oluşturmaktadır. Her yatırım kararı için geleceğe ait tahminler yapılmaya çalışılır. Bu tahminlerin gerçekleşme ve gerçekleşmeme olasılıklarının belirlenmesi sonucunda bir dağılım elde edilir. Bu dağılım, yapılması düşünülen firma yatırımı için olasılık dağılımını oluşturur. Riskin ölçülmesi için ise, çeşitli istatistik yöntemleri kullanılmalıdır.<sup>99</sup>

Gelir yaklaşımını esas alan değerlendirme yöntemleri; satış hacmi ve büyümesi, faaliyetlerle ilgili giderler, firma sermayesi, sabit yatırım tutarı ve sermaye maliyeti gibi bir çok faktörün yıllar itibarıyla tahminini gerektirmektedir. Bu tahminlerin açıkça ortaya konulmasını ve birbiriyle çelişmemesini sağlamak gerekir. Tahminlerde ortaya çıkabilecek hata, firma değerinde değişikliklere yol açacağından analistin konuya hakim, firmanın bulunduğu endüstri koluna ve ekonomiye ait bilgilere tam olarak sahip olması gerekmektedir.

Fiyat katsayılarını temel alan değerlendirme yöntemleri, ülkemizde en çok tercih edilen yöntemlerdir. Bu yöntemler çok fazla ayrıntı ve faktör gerektirmemesi ve hesaplanmasının kolay olması açısından tercih edilmektedir. Ancak bu yöntemlerin dezavantajı birçok soruya açık ve net bir biçimde cevap verememesidir.

Firma değerlemesi yapıldığında genel olarak hem gelir yaklaşımı hem de fiyat katsayıları birlikte hesaplanmaktadır. Gelir yaklaşımı yönteminin, tahmin yapmayı gerektirse de firma değerlerinin belirlenmesinde daha gerçekçi ve sağlıklı bir hesaplama tekniği olduğu görülmüştür.

Türkiye'deki uygulamalarda ise, fiyat katsayıları yöntemi tercih edildiği için halka arzlarda fiyat tespitlerinin gerçekçi bir şekilde yapıldığına dair şüpheler artmaktadır.

Firma değerlemesinde fiyat katsayılarının kullanılmasında üzerinde durulması gereken bir konu da, sektör içerisindeki firmalar arasında katsayıların farklılaşmasıdır. Bu farklılaşmanın nedenleri analizde ortaya konulmalıdır. Bu farklılaşmanın nedeni

<sup>99</sup> Ali Ceylan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, (Dördüncü Baskı, Bursa, Ekin Kitabevi, 1995), s.235.

genellikle iştirakler ve gayrimenkuller gibi firmaların gizli varlıklarından kaynaklanmakla birlikte, uygulanan muhasebe politikalarından da ileri gelmektedir.

Firma değerlemesi yapılırken, gelir yaklaşımını temel alan değerleme metodları uygulanırken firma değerini etkileyen unsurların birbirleriyle etkileşimlerine de dikkat edilmelidir. Bunun için farklı senaryolar üretilerek bu unsurların birbirleriyle etkileşimleri analiz edilmeli bunun sonucu olarak da firma değerine olan etkiler tespit edilmelidir. Bu etkileşimler aynı sektördeki her firma için farklı olabilmektedir. Ayrıca bugün analiz edilen firma için geçerli olan etkileşimler daha sonraki yıllarda geçerliliğini yitirebilir. Bu yüzden firma değerini oluşturan unsurların birbirleriyle etkileşimlerinin sürekli olarak gözden geçirilmesi ve gerekli düzenlemelerin yapılmasında fayda vardır. Aksi halde yapılacak analizlerin gerçek değerinden uzaklaşılmasına ve firma değerini doğru biçimde gösterememesine neden olunacaktır.<sup>100</sup>

Yatırım yapmayı düşünen bireysel ve kurumsal yatırımcıların; teknolojik gelişmeleri ve küreselleşmeyi göz önünde tutan, finans ve yönetim konusunda deneyimli danışman firmalarla ile çalışmalarında fayda vardır.

---

<sup>100</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e., s.160-161.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN GÖLTAŞ ÇİMENTO A.Ş. ÜZERİNDE UYGULANMASI

#### 1. 2002 YILI TÜRKİYE EKONOMİSİNE VE TÜRKİYE'DE ÇİMENTO SEKTÖRÜNE GENEL BAKIŞ

##### 1.1. 2002 Yılı Türkiye Ekonomisine Genel Bakış

Kriz yılı olan 2001'in ardından 2002 derlenip toparlanma yılı oldu. Ekonomi yeniden büyümeye geçerken, uygulanan ekonomik programın kararlı şekilde sürdürülmesiyle ekonomide bir çok alanda düzelmeye süreci başladı. Ancak programın sosyal ayağının zayıflığı sık sık gündeme getirilirken, işsizlik ve gelir dağılımındaki adaletsizlik eleştirilerin başını çekti. 2002 yılında ekonomi-borsa alanında Türkiye'nin izlediği seyir aşağıda verilmiştir.

#### OCAK

**1 OCAK:** Euro'lu günler başladı.

**2 OCAK:** Türkiye'nin nüfusu, 67 milyon 844 bin 903 kişi olarak açıklandı. Borsa yeni yıla 13.782 puandan, Dolar 1.450.000TL.-'dan, Euro da 1.300.000TL.-'dan başladı.

**3 OCAK:** DİE, 2001 yılı enflasyonunu TEFİE'de yüzde 88.6, TÜFE'de ise yüzde 68.5 olarak açıkladı.

**15 OCAK:** Moody's, Türkiye'nin kredi notunu değiştirmeden, genel görünümünü negatiften durağana çevirdi.

**29 OCAK:** Standard and Poors, Türkiye'nin ülke borç görünümünü durağandan pozitive



çevirdi.

## **SUBAT**

**1 ŞUBAT:** Dolar, Şubat ayına 1.325.000 TL.-'dan, Euro 1.143.000TL.-'dan, Borsa da 13.375 puandan başladı.

**4 ŞUBAT:** IMF, 2002-2004 dönemini kapsayacak yeni stand-by anlaşmasını onayladı.

**5 ŞUBAT:** Fitch, Türkiye'nin TL cinsinden notunu yükseltirken, uzun vadeli döviz notunu teyit etti, ülke görünümünü de negatiften durağana çevirdi.

**8 ŞUBAT:** Yaklaşık 9.100.000.000 Dolar tutarındaki IMF kredisi Merkez Bankası hesaplarına girdi.

## **MART**

**1 MART:** Mart ayına, Dolar 1.400.000, Euro 1.215.000 TL.-'dan, Borsa da 11.470 puandan başladı.

**5 MART:** IMF 1. gözden geçirme için Türkiye'ye geldi. Japon JCR, Türkiye'nin kredi notunu teyit ederken görünümünü negatiften durağana çevirdi.

## **NİSAN**

**1 NİSAN:** Dolar Nisan ayına 1.347.000TL.-'dan, Euro 1.178.000TL.-'dan, İMKB de 11.621 puandan başladı.

**16 NİSAN:** IMF'ye verilen niyet mektubu açıklandı. IMF ve Dünya Bankası, toplam 2.300.000.000 Dolarlık kredi dilimini serbest bıraktı.

**30 NİSAN:** Dünya ekonomik rekabet sıralamasında 2001 yılında 44. sırada bulunan

Türkiye, 46. sıraya geriledi.

## **MAYIS**

**15 MAYIS:** IMF heyeti Türkiye'de temaslarına başladı.

**17 MAYIS:** Dolar, 1.460.000TL.-'sını gördü. Borsa ise 10.609 puana geriledi.

## **HAZİRAN**

**17 HAZİRAN:** Dolar 1.600.000TL.-'sını geçti, Borsa 9.230'a kadar geriledi.

**27 HAZİRAN:** IMF, Türkiye için öngörülen yaklaşık 1.015.000.000 Dolar'lık yeni kredi dilimini serbest bıraktı.

**30 HAZİRAN:** Büyüme hızı, yılın birinci üç aylık döneminde % 0.7 oldu.

## **TEMMUZ**

**2 TEMMUZ:** Fitch, Türkiye'nin 'B' olan notunu teyit etti. Dolar 1.620.000TL.-'yi gördü.

**8 TEMMUZ:** Gün içinde 1.700.000TL.-'yi gören Dolar, günü 1.670.000TL.-'dan kapatırken, Borsa da 8.912 puana düştü.

**9 TEMMUZ:** SP, Türkiye'nin notunu durağandan negatife çevirdi.

**11 TEMMUZ:** Piyasalar Kemal Derviş'in istifa haberleriyle heyecanlanırken, Dolar 1.710.000 TL.-'ya çıktı. Merkez Bankası'nın müdahalesi ve Derviş'in istifasını geri almasıyla piyasalar normale döndü.

**12 TEMMUZ:** Japon JCR, Türkiye'nin kredi notunu teyit ederken ekonomik

görünümünü durağandan negatife düşürdü.

## **AĞUSTOS**

**2 AĞUSTOS:** AB yasalarının Meclis'e gelmesi piyasalarda bahar havası estirdi. Dolar 1.650.000 TL.-'ya inerken, Borsa 10.781 puana çıktı.

**7 AĞUSTOS:** IMF 1.100.000.000 Dolar'lık kredi dilimini onayladı.

**8 AĞUSTOS:** 150 trilyon liralık ek bütçe Meclis'ten geçti.

## **EYLÜL**

**10 EYLÜL:** Hükümetin dağılma olasılığı dövize yükseliş, Borsa'ya da düşüş olarak yansdı.

**26 EYLÜL:** 1.600.000.000 Dolar'lık IMF kredisinin seçim sonrasına kalabileceği yönündeki haberler, Borsa'yı 9 binin altına düşürdü.

## **EKİM**

**1 EKİM:** IMF, dördüncü gözden geçirme kapsamındaki 1.600.000.000 Dolar'lık krediyi, ön koşulların yerine getirilmesine bağladı.

**3 EKİM:** Borsa 8.893 puana geriledi.

## **KASIM**

**1 KASIM:** Dolar 1.700.000 TL.-'yi aştı.

**7 KASIM:** Standard and Poors, Türkiye'nin ekonomik görünümünü negatiften durağana çevirdi. Borsa 13.000'nin üzerine çıktı.

**18 KASIM:** Dolar 1.585.000 TL.-'sına indi, İMKB 14.000'ni aştı.

## **ARALIK**

**2 ARALIK:** Bono ihalesinde bileşik faiz, yüzde 49.3 ile yılın en düşük seviyelerine inerken, dolar 1.530.000TL.- ile Haziran seviyesini gördü. Merkez Bankası alım yaparak müdahale etti.

**13 ARALIK:** Kopenhag Zirvesi'nden, Türkiye için Aralık 2004 tarihinde, şartları yerine getirmesi kaydıyla, en kısa sürede müzakerelere başlama kararı çıktı.

**30 ARALIK:** Irak tedirginliği dolayısıyla piyasalar 3 Kasım seçimleri öncesindeki rakamlara döndü.<sup>142</sup>

DİE verilerine göre, 2002 yılında hem Gayri Safi Milli Hasıla hem de Gayri Safi Yurtiçi Hasıla artış hızı %7,8 olarak gerçekleşti. Yılın dördüncü çeyreğinde ise, Gayri Safi Milli Hasıla gelişme hızı %11,5; Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'da ise %11,4 olarak gerçekleşti.

2002 yılında kişi başına düşen milli gelir 2.584 Dolar olarak gerçekleşti. Kişi başına milli gelir dolar bazında %21,7 artış göstererek 2.160 Dolar'dan 2.584 Dolar'a çıktı.

Sektörler itibariyle bakıldığında ise en hızlı artış %23 ile ithalat vergisinde gözlenirken, ticaret sektörü %10,7 ve sanayi üretimi %9,4 artış gösterdi. En fazla daralma yaşanan sektörlerin başında %7,1 ile mali kuruluşlar gelirken, inşaat sektöründeki daralma %4,9 ile üst üste ikinci kez gerilemiş oldu.

Türkiye, 2002 yılının son çeyreğinde %11,5 büyüme hızıyla gelişmekte olan ülkeler arasında en hızlı büyüyen oldu. Dünyanın en hızlı büyüyen ülkesi Çin bile yılın son çeyreğinde %8,1 büyüme kaydetti. Son çeyrekte Güney Kore %6,8; Tayland %6,1; Hindistan-Filipinler %5,8 büyüdü.<sup>143</sup>

<sup>142</sup> www.aksam.com

<sup>143</sup> www.ntvmsnbc.com

2002, Türkiye için büyüme yılı olduysa da bu büyüme büyük ölçüde dış talepten kaynaklandı. İç talebin, daha doğrusu içerideki alım gücünün beli kırılınca sanayi dışı yöneldi. İhraç ürünlerinde fiyat kırılarak 34 milyar Dolar ihracat rekoruna ulaşıldı. Üretim olmasına rağmen ücretlerin düşük, istihdamda ciddi artış olmadan bir çark dönüşü, düşük kar marjlarına dayanan bir büyümeyi ortaya çıkardı.

Ekonomi büyüdü ama bu büyüme refaha yansımada. Bu durum, aile harcamalarında da açıkça görülmüştür. 2000'in ilk 9 ayında, 1987 yılında 62 trilyon TL'lik harcama yapmışken 2001 krizinde harcamalar 57 trilyon TL'ye düşmüştür. 2002'de ise yine 57 trilyon TL dolaylarında kalmıştır. Yani büyüme, gelire ve iç harcamaya dönmemiştir. 2002 yılı, Türkiye'ye yoksullaştıran bir ihracat büyümesi getirmiştir.<sup>144</sup>

## 1.2. Türkiye'deki Çimento Sektörüne Genel Bakış

Türk Çimento Sektörü, 1998 yılına kadar başarılı bir büyüme sergilemiştir. 1998'den sonra gelen her yıl, Türkiye ekonomisini dolayısı ile çimento sektörünü olumsuz etkilemiştir.

1999 yılında yaşanan iki büyük deprem çimento sektöründe büyük bir durgunluk yaratılmıştır. 2000 yılında deprem bölgelerinde yapılması beklenen projeler, Yapı Denetim Şirketleri'nin oluşturulması amacıyla 10 Temmuz 2000'e kadar bekletilmiştir. İnşaat faaliyetlerinin yoğun olduğu ve çimento satışlarının en yüksek seviyelere ulaştığı bu aylarda yapı izinlerinin durdurulması sektörü olumsuz etkilemiştir.

2001 yılının 19 Şubat günü yaşanan büyük ekonomik kriz çimento sektörünü de derinden etkilemiştir. Buna karşın, 2001 yılı Türk çimento sektörünün ihracatında bir patlama yılı olmuştur.

2002 yılı ise genel olarak; yurt içinde talep yetersizliği, artan enerji ve diğer girdi maliyetlerine, kızıyan fiyat rekabetlerine; ihracatta ise dünya fiyatlarındaki düşüşe,

---

<sup>144</sup> Mustafa Sönmez, Eko Yazarlar, www.ntvmsnbc.com

döviz kurlarındaki istikrarsız iniş çıkışlara sahne olmuştur. Bütün bu olumsuzluklara rağmen, Türkiye'nin çimento ve klinker ihracatı önceki yıllara göre artmıştır.

Türkiye'de çimento tüketimi 2001 yılında 25 milyon ton iken, 2002 yılında %12 oranında bir artış ile 28 milyon ton olduğu tahmin edilmektedir.

2002 yılında çimento üretiminin 33,3 milyon ton, klinker üretiminin ise 31,7 milyon ton olduğu tahmin edilmektedir. 2001 yılına göre çimento ve klinker üretimi tahminen %11 oranında artmıştır.

2002 yılında çimento ihracatının 5,6 milyon ton, klinker ihracatının 4 milyon ton olduğu tahmin edilmektedir. 2001 yılına göre çimento ihracatı tahminen %8 oranında, klinker ihracatı ise tahminen %18 oranında artmıştır.<sup>145</sup>

## **2. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş. (GÖLTAŞ) FİRMASINA İLİŞKİN BİLGİLER**

### **1.2. Firmanın Kuruluşuna Ait Bilgiler**

Göлтаş; Türkiye'de 600.000 ton/yıl kapasiteli özel sektör çimento fabrikası olarak 09.02.1969 yılında, 60.000.000 TL.- sermaye ve 2000 ortak iştiraki ile halka açık bir anonim şirket olarak Isparta'da kurulmuştur.

Firmanın kuruluş amacı Isparta, Burdur, Antalya, Konya ve Denizli bölgesi için çimento üretmek ve bu bölgelerde pazarlama ve dağıtımını yapmaktır. Dolayısıyla firmanın ana faaliyet konusunu; çimento, klinker ve hazır beton üreterek yurt içi ve yurt dışı piyasada satışa sunmak oluşturmaktadır.

Firma, yatırımların tamamlanması ile 12.04.1973 yılında faaliyete geçmiştir.

---

<sup>145</sup> Göлтаş 2002 Faaliyet Raporu

## 2.2. Firmanın Sermayesi ve Ortakları

Firmanın kayıtlı sermayesi, 20.000.000.000.000 TL.- ve ödenmiş sermayesi, 7.200.000.000.000 TL.-'dir.

Şirketin 31.03.2003 tarihi itibariyle başlıca ortakları ve sermaye payları aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 4. GÖLTAŞ A.Ş. ORTAKLAR VE SERMAYE PAYLARI  
(31.03.2003 Tarihi İtibariyle)  
Kaynak; imkb.gov.tr

Ortağın Adı, Soyadı / Unvanı	Sermaye Payı ( Mil.TL.-)	Sermaye Oranı (%)
GÖL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	1.984.000	27,56
ŞEVKET DEMİREL	222.769	3,09
ORHAN KUTLU	4.895	0,07
ISPARTA BELEDİYESİ	137.214	1,90
ISPARTA İL ÖZEL İDARE MÜD.	70.950	0,99
ISPARTA TİC.VE SAN. ODASI	26.460	0,37
TAHMİNİ 2000 ORTAK	4.753.712	66,02
<b>GENEL TOPLAM</b>	<b>7.200.000</b>	<b>100,00</b>

## 2.3. Firmanın Organizasyonu, Yönetimi ve İşgücü Potansiyeli

Firmanın organizasyonu;

Genel Müdür; fabrikanın genel kanun ve yönetmelikler çerçevesinde firma ana tüzüğü ve yönetim kurulu idari meclisin aldığı kararlar doğrultusunda firmanın sevk ve idaresi ile görevlidir.

Hukuk müşavirleri; fabrikanın hukuk işleriyle sözleşmeli avukatları ilgilenir.

İşletme Müdürlüğü; genel müdürün emirleri doğrultusunda ünitelerin sevk ve idaresini sağlar.

Bakım Őefliđi; ŐiŐletmenin ŐiŐ akıŐını aksatmaması için gerekli olan bakımları yapmakla sorumludur.

Kalite Kontrol ve Güvence Őefliđi; üretilen çimentonun istenilen standartlara uygunluğunu saptamak için çalıŐır.

Mali İŐler Müdürlüğü; diğer bölümlerin kendi programlarına yaptıkları girişlerin tamamlanıp tamamlanmadığını kontrol ederek, bunların muhasebe programına aktarılmasını koordine ve kontrol eder.

Finansman Müdürlüğü; firma içinde nakit/ek ve bankalar ile ilgili tüm işlemlerin koordinasyonu ve kontrolünden sorumludur.

Ticaret Őefliđi; yeni müşteriler ve piyasalar oluşturmak, piyasayı ve rekabet koŐullarını takip ederek mevcut satış stratejilerini değiştirmek, yeni satış stratejileri oluşturmak görevleri arasındadır.

Yatırım Planlama ve Kontrol Müdürlüğü; uygulanan projelerin imalat ve montaja uygulanışının kontrolünü sağlar, yatırım planlamasını gerçekleştirir.

**Bilgi Sistemleri Őefliđi;**

- Şirketin ihtiyaç duyduğu uygulama yazılımlarını geliŐtirmek, satın almak, entegre etmek,
- Şirket içinde kullanılan bilgi işlem yazılımının ve donanımının hatasız ve sürekli bir Şekilde kullanılır durumda olmalarını sağlamak,
- Yazılım ve donanım ile ilgili sorunlarda direkt müdahale etmek görevleri arasındadır.

İnsan Kaynakları Őefliđi; Göltaş imento'nun hedefleri doğrultusunda diğer birimlerle koordinasyon içinde insan kaynakları programını yürütür.



Firmada; bir başkan, beş yönetim kurulu üyesinden ibaret yönetim kurulu, iki denetçiden ibaret denetim kurulu bulunmaktadır. Bunlar genel kurullarda yapılan seçimlerde 3' er seneliğine seçilerek görevlendirilmektedirler.

2002 yılı sonu itibariyle çalışanların mevcudu; 67 aylık ücretli, 79 saat/ücretli olmak üzere toplam 146 kişidir. Ayrıca 5 değişik müteahhitte 277 kişi çalışmaktadır. Firmada Çıraklık ve Mesleki Eğitim Kanunu kapsamında 5 adet meslek lisesi öğrencisi uygulamalı eğitim görmektedir.

## **2.4. Firmanın Teknik Özellikleri**

### **2.4.1. Üretilen Ürünlerin Tanımı**

Üretilen ürünleri iki bölümde incelemek mümkündür:

Birincisi, kesintisiz sürekli üretim; kırma, öğütme, pişirme işlemleri yapılarak klinker denilen pişmiş yarı mamul üretimidir.

İkincisi, talebe göre üretim; piyasanın talebine göre klinkerin, alçı ile öğütülüp arz edilmesidir. Piyasanın talebi sonucu üretim denildiğinde, ürün cinsine ve nakil şekline göre üretim yapıldığı anlaşılmalıdır. Bu ürün çimentodur.

### **2.4.2. Firmanın Kuruluş Yeri**

Uygun yer seçimi için yapılan etüd çalışmaları sonucunda fabrika, Isparta-İstanbul karayolu üzerinde; 1000 dekar düz, 2000 dekar yamaç araziye sahiptir. Düz arazide üretim için gerekli olan tesisler mevcut olup yamaç arazide ise hammadde temini için gerekli olan ocaklar bulunmaktadır.

### 2.4.3. Yapılan Üretimin Aşamaları

Çimento yapımı için gerekli olan ilk aşama hammadde eldesidir. Kullanılan malzemeler kalker, marn, demir cevheri, alçı taşı ve trastır. Kalker ve marn fabrikanın 1-2 km. uzağındaki devletten kiraladığı ocaklardan müteahhitlerce fabrikaya getirilir. Demir cevheri ve alçı taşı ise İzmir, Eskişehir ve Bandırma'daki fabrikalardan getirilir.

Fabrikanın ocaklarında galeri usulü patlatma yapılmaktadır. Elde edilen kalker, kil veya marn ocaklardan kamyonlara yüklenip kırıcılara getirilir.

Konkasörde (kırıcı) kırılmış olan malzeme bantlar vasıtasıyla stokhole taşınır. Gezer vinçlerle bunkerlere doldurulur. Çelik palet ve hasler kantarlardan geçerek plastik bantlarla farin (hammadde) değirmenine sevk edilerek öğütülür. Değirmenden çıkan malzeme içinde iri halde olanları ayırıcı vasıtasıyla çekilir ve değirmene geri döner. Ufak yapıda olanları ise homojenasyon silolarına gönderilir. Daha sonra stok silosuna sevk edilir. Havalı bantlarla silolardan alınan malzeme bunkerlere aktarılır. Kantarda tartıldıktan sonra dopol (ön ısıtıcı) sistemine gönderilir. Isı alıp vericiden geçen malzeme pişirmek üzere fırına yüksek ucundan verilir. Döner fırına aynı zamanda ısıtmak amacıyla kömür de verilmektedir. Döner fırın silindirik şeklinde olup %3 oranında meyilli olarak monte edilmiş, içi ateşe dayanıklı tuğlalarla örülmüştür. Fırında 1400-1450 derece pişirilen farin döner fırından **klinker** olarak çıkar. Klinker soğutucuya dökülür. Soğutmadan çıkan klinkerin irileri konkasörde kırılır. Kırılan klinker kovalı elevatörlerle taşınarak klinker stokholüne dökülmektedir.

Klinker, kurutulmuş tras, alçı taşı belli oranlarda (üretilecek çimentonun cinsine göre) stokholden alınarak, çelik ve lastik bantlarla çimento değirmeninin girişinden değirmene verilir. Değirmende öğütülen malzeme silolarda depolanır. Silolardan alınan çimento 50'şer kilo olarak torbalanır ve kamyonlara yüklenir. Ayrıca silolardan dökme çimento da verilmektedir.

#### 2.4.4. Firmanın Üretim Kapasitesi

2001 yılı klinker üretim kapasitesi I.Hat 720.000 ton/yıl, II.Hat 600.000 ton/yıl olmak üzere 1.320.000 ton/yıl'dır.

II.Hat klinker kapasite artışı 2002 yılı içinde tamamlanış ve toplam kapasite 2.100.000 ton/yıl olmuştur.

Çimento öğütme kapasitesi, I. ve II. Değirmen 617.000 ton/yıl, III. Değirmen 528.000 ton/yıl, IV. Değirmen 1.1.61.600 ton/yıl olmak üzere toplam 2.923.600 ton/yıl'dır.

#### 2.4.5. Firmanın Kalite Kontrol Uygulaması

Toplam 500 m<sup>2</sup> kapalı alanda iki kat olarak yerleşen yeni Kalite Kontrol Laboratuvarı; fizik, beton, yaş analiz laboratuvarı ve X-Ray laboratuvarından oluşmaktadır. Yeni cihaz ve aletlerle desteklenen fizik ve kimya laboratuvarından sonra beton laboratuvarı da yenilenmiştir.

Nisan 2004'den itibaren Türk Çimento Standartları'ndan, Avrupa Çimento Standartları'na geçilecektir. Bu yüzden TS ile başlayan standartların yerine CEM ile başlayan yeni standartlar kullanılacaktır. Sadece üretilmekte olan TS 10157 SDÇ 32,5 sülfata dayanıklı çimento, özel tip çimento olarak kalacaktır.

Standartların değişmesinden dolayı çimento-beton laboratuvarındaki harç karıştırıcı, şok cihazı, Blain cihazı ve beton kalıpları yenilenmiştir. Ayrıca bilgisayar kontrollü, otomatik Vicat cihazı (çimentoların priz başlangıcı ve bitişinin tespitini yapmak için) alınmıştır.

Böylece Kalite Kontrol Laboratuvarı, çağm gerektirdiği tüm donanımlara sahip olarak *Önce Kalite* sloganına uygun çalışma ile bölgenin en hızlı, en gelişmiş, en güvenilir laboratuvarı olma özelliğini korumaktadır.

Fabrikada Ağustos 2001'den itibaren Kalite Güvence Bölümü oluşturularak ISO 9001:2000 Kalite Yönetim Sistemini kurma çalışmalarına başlanmıştır. Ocak 2002 sonuna kadar süren bu çalışmalar tamamlanarak SGS International Certification Services (ICS)'den ISO 9001:2000 belgesi alınmıştır.

2002 yılı Nisan ayından itibaren başta Avrupa Topluluğu üyelerine olmak üzere ihraç yapabilmek için CE marka işareti alma zorunluluğu doğmuştur. Bu nedenle fabrikada CE belgelendirme çalışmalarına başlanılmış; Nisan 2002'de Almanya LGA Materials Testing Institute'den CE marka işareti alınmıştır.

#### **2.4.6. Firmanın Sahip Olduğu Ekipman ve Makineler**

##### **i. Ana Üretim Üniteleri**

- **İki adet Döner Fırın**
  1. Hat 2,200 Ton/Gün klinker
  2. Hat 1,800 Ton/Gün klinker
- **Üç adet Hammadde Kırıcısı**
  1. Hammadde Kırıcısı 400 Ton/Saat
  2. Hammadde kırıcısı 450 Ton/Saat

Bir adet tras kırıcısı 150 Ton/Saat
- **Üç adet Farin Değirmeni**
  1. Farin Değirmeni yatay bilyalı 170 Ton/Saat
  2. Farin Değirmeni dikey valsli 120 Ton/Saat
  3. Farin Değirmeni dikey valsli 200 Ton/Saat
- **Bir adet Kömür Kırıcı 100 Ton/Saat**
- **İki adet Kömür Değirmeni**
  1. Hat Kömür Değirmeni dikey valsli 16 Ton/Saat
  2. Hat Kömür Değirmeni yatay bilyalı 18 Ton/Saat

- **Dört adet Çimento Değirmeni**
  - 1 nolu ön ezicili bilyalı seperatörlü 90 Ton/Saat
  - 2 nolu ön ezicili bilyalı seperatörlü 90 Ton/Saat
  - 3 nolu bilyalı seperatörlü 70 Ton/Saat
  - 4 nolu bilyalı seperatörlü 160 Ton/Saat
- **Tras Kurutma iki adet Trommel 200 Ton/Saat**
- **Paketleme Ünitesi**
  - 4 adet 2,500 Tonluk Silo
  - 1 adet 10,000 Tonluk Silo
  - 6 adet Rotatif Kantar 600 Ton/Saat
  - 4 adet Dökme Çimento Hattı 400 Ton/Saat

## **ii. Hazır Beton Tesisleri**

### **Isparta Hazır Beton Tesisleri**

- 1 adet çeneli kırıcı 80 ton/saat
- 1 adet Göker Beton Santrali 70 m<sup>3</sup>/saat
- 1 adet yıkama eleme tesisi – Nace yıkama eleme 300 ton/saat -
- 3 adet mobil pompa
- 12 adet transmikser

### **Antalya Hazır Beton Tesisi**

- 2 adet Vuruşkanlar Beton Santrali 90 x 2 = 180 m<sup>3</sup>/saat
- 4 adet mobil pompa
- 24 adet transmikser
- 1 adet sabit yer pompası

### **Alanya Hazır Beton Tesisi**

- 1 adet Vuruşkanlar Beton Santrali 90 m<sup>3</sup>/saat
- 2 adet mobil pompa
- 10 adet transmikser
- Alara Çayı kumocağı bir adet Giriş yıkama - eleme – kırma tesisi 300 ton/saat

### **2.4.7. Üretimde Kullanılan Ham ve Yardımcı Maddeler ve Bunların Temin Edildiği Yerler**

#### **Hammaddeler**

- Kalker (Kireç Taşı) *(Fabrikanın 3 km. uzaklığındaki kendilerine ait kalker ocaklarından temin edilmektedir.)*
- Marn *(Göлтаş Çimento A.Ş.'nin ihtiyacı olan marn, fabrika sahasının kuzeybatısında yer alan yaklaşık 3 km mesafedeki marn ocaklarından sağlanmaktadır.)*
- Demir Cevheri *(Demir cevheri, açık ocak olarak işletilmekte ve fabrikaya kamyonlar ile nakledilmektedir.)*
- Boksit *(Boksit cevheri açık ocak olarak işletilmekte ve fabrikamıza kamyonlar ile nakledilmektedir.)*

#### **Yarı Mamuller**

- Farin *(Farin; kalker, marn, demir cevherinin belirli oranlarda karıştırılıp öğütülmesinden elde edilen yarımamül üründür.)*
- Klinker *(Klinker; gayet ince öğütülmüş büyük bir kısmını kalsiyum oksit (CaO), silisyum dioksit (SiO<sub>2</sub>) ve az miktarda alüminyum oksit (Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>) ile demir oksitin (Fe<sub>2</sub>O<sub>3</sub>) teşkil ettiği hammaddelerin homojen bir karışımının en az sinterleşmeye kadar pişirilmesi neticesinde elde edilen yarı mamul bir maddedir.)*

### Çimento Üretimine Yardımcı Maddeler ve Katkılar

- Alçı Taşı (*Fabrikanın ihtiyacı olan alçıtaşı; açık ocak olarak işletilmekte olan Denizli-Kaklık mevkiinden alınarak kamyonlar ile firmaya nakledilmektedir.*)
- Tras (*Fabrikanın tras ihtiyacı, yaklaşık 25 km'deki Dereboğazi'ndeki kendi ocaklarından sağlanmaktadır.*)

#### **2.4.8. Firmanın Devam Etmekte Olan ve Yapmayı Düşündüğü Yatırım Programları**

Modernizasyon - Darboğaz giderme yatırımları için 530.000.000.000 TL.- karşılığı ithal makine teçhizat, 163.000.000.000 TL.- yerli makine teçhizat, 636.000.000.000 TL.- montaj ve diğer yatırım harcaması yapılmıştır. Toplam harcama 1.330.000.000.000 TL.- olmuştur.

İdame Yatırımları: Saha betonları ve taşıyıcı kolonlar yaptırılmıştır. Bunun için 50.200.000.000 TL.- karşılığında inşaat harcaması yapılmıştır.

Ayrıca firma vizyonunun güncel ve geleceğe yönelik gereksinimlerini karşılamakla yükümlü işlevselliğe sahip, yenilikleri destekleyecek **mySAP.com** Kurumsal Kaynak Planlaması yatırımı için 390.300.000.000 TL.- harcama yapılmıştır.

İdame yatırımları için 440.500.000.000 TL.- harcama yapılmıştır.

Bu yıl toplam yatırım harcamaları:

- 1.240.000.000.000 TL.- karşılığı inşaat, montaj ve yerli makine teçhizat harcaması ve
- 529.900.000.000 TL.- karşılığı ithal makine teçhizat harcaması olarak gerçekleşmiştir.

Toplam harcama 1.770.000.000.000 TL.- olmuştur.

### Firmanın Kısa Dönem Hedefleri

- Müşteri memnuniyetini ön plana alarak, ürün ve hizmet kalitesini en üst seviyede tutarak ulusal ve uluslararası standartlara uygun ürünler üretmektir.
- Tüm çalışanların katılımı ve eğitimin devamlı artırarak ürünü güvence altına almak.
- Çevreye saygılı firma imajını vermek

### Firmanın Orta Dönem Hedefleri

II.Döner fırın kapasitesini %100 artırımını gerçekleştirerek bölgenin ve ihracat taleplerinin ürün ihtiyacını anında karşılamak.

### Firmanın Uzun Dönem Hedefleri

Çalışanların eğitim kalitesini yükseltmek, teknolojinin tüm imkanlarından faydalanan, tamamen otomasyona geçmiş, ürün çeşitliliğini artırmış firma haline gelmek.

## **3. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.'NE FİRMA DEĞERLEME YÖNTEMLERİNİN UYGULANMASI**

### **3.1. Göltaş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ne İlişkin Finansal Oranların Yorumlanması**

Örnek firmamızda cari oranın 2001 yılında 1,82; 2002 yılında ise 1,32 olduğunu görmekteyiz. Genel bir fikir olarak cari oranın 2 olması tercih edilmektedir. Bu nedenle firmamızda cari oranın 2001 yılında daha iyi bir durumdayken 2002 yılında daha azalmış olması kısa vadeli borç ödeme gücünde azalma yaşandığını akla getirmektedir. Ancak bu durum firmamız için bir tehlike oluşturmayacak boyuttadır. Çünkü cari orana göre daha hassas bir ölçü olan asit-test oranına baktığımızda; oranın 2001 yılında 1,27 ve 2002 yılında 1,12 olduğunu ve firmanın kısa vadeli borçlarını öderken yeterli nakde ve varlıklarını nakde çevirebilmek için yeterli süreye sahip olduğunu görmekteyiz. Bu



açından bakıldığında cari oranın düşüş nedenini firmanın kısa vadeli borçlarındaki artışa bağlayabiliriz. 2001 yılında 0,13 olan nakit oranına göre firmanın elindeki hazır değerlerin kısa vadeli borçlarını karşılayacak düzeyde olmadığını ancak 2002 yılına gelindiğinde oranın 0,39'a yükselmiş olmasının da firmanın borç ödeme gücü açısından lehine bir gelişme olduğunu söyleyebiliriz. Ancak bu oranın genel kabul görmüş 0,20'lik sınırı aşmış olması firmanın sahip olduğu nakdi, değerlendiremediği ve atıl duruma düşürdüğünün de göstergesi olmaktadır. Firmanın nakit fazlasını atıl durumdan kurtarmak amacıyla değerlendirmeye gitmesi firma için yeni bir gelir kaynağı oluşturacaktır.

Firma, %30'luk payla yabancı kaynaklarla; %70'lik oranla da özkaynaklarla finanse edilmiştir. Bu dağılımın firma için olumlu bir durum olduğunu ve firmanın uzun dönemli borç ve faizlerini ödemede herhangi bir güçlükle karşılaşmayacağını ayrıca firmaya kredi verenler üzerinde de olumlu bir etki yaratacağını gösterir. Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam kaynaklar içerisindeki yerinin 2001 yılında %20 iken 2002 yılında %27'ye yükselmesi firma açısından olumsuz değerlendirilmemelidir. Çünkü ülkemizdeki ekonomik koşullar göz önünde bulundurulduğunda ticaret bankalarının kısa süreli kredi verme eğilimlerinde bulunmaları, uzun süreli kredi veren finansman kuruluşlarının gelişmemiş olması, enflasyon gibi etkenlerden dolayı firmalar, dışarıdan sağlanacak finansmanlar konusunda daha çok kısa süreli yabancı kaynak kullanma yoluna gitmeye başlamışlardır. Maddi duran varlıkların özkaynaklara oranı 2001 yılında 0,59; 2002 yılında 0,45 oranlarında olması her iki yılda da firmanın sahip olduğu maddi duran varlıkların tamamının özsermayesiyle finanse ettiğini göstermektedir.

Stok devir hızlarında yıllara göre artış gözlenmesi stokların daha etkin bir biçimde yönetildiğinin göstergesidir. Bu durum belirli bir iş hacmine ulaşmak konusunda finansmana duyulan gereksinimi azaltır. Alacakların devir hızının 2001 yılında 6,54 oranındayken 2002 yılında 9,38'e yükselmiş olması firmanın alacaklarını zamanında tahsil etme yeteneğinin artmış olduğunu ve kredili satışlardansa peşin satışlarının daha fazla olduğunu bize gösterir. Toplam aktifler devir hızı oranı genel kabul görmüş oranlar baz alındığında düşük seviyededir. Bu durum firmada atıl kaynaklar bulunduğunun işareti olarak kabul edilebilir. Aktif toplamına göre yapılan satışlar düşük

seviyede kalmaktadır. Bunun da firmada varlık kullanımlarının yeterli bir düzeyde olmadığını ve firma için risk oluşturabileceğini söyleyebiliriz.

Göлтаş Çimento; 2001 yılında 45.155 Milyon TL.- , 2002 yılında ise 70.588 Milyon TL.- ciro elde etmiştir. Firma 2.923.600 ton kapasiteye sahip olmasına rağmen diğer çimento fabrikalarının rekabeti sebebiyle ancak 1.030.967 ton iç piyasada satışları vardır. Brüt satış karı oranının yüksek olması, firmanın faaliyet giderleri ile diğer giderlerini karşılayabilecek ve firma sahip ve sahiplerine kar sağlayacak nitelikte olduğunu gösterir. Faaliyet karlılığına ilişkin orana baktığımızda oranın, %15'den %27'ye çıkmış olması firmanın esas faaliyetinden olan karlılığının arttığını göstermektedir. Olağan faaliyetleri içerisinde elde edilen karın da 2002 yılında arttığını görmekteyiz. Faaliyet giderlerinin net satışlar oranı içerisindeki payı küçülmüş buna karşılık karın özkaynaklar ve varlıklar içerisindeki payı 2002 yılında artmıştır.

### **3.2. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. İçin Uygulanan Fiyat Katsayıları Yönteminde İzlenen Aşamalar<sup>146</sup>**

Firmanın fiyat katsayılarının hesaplanabilmesi için iki temel veriye ihtiyaç vardır. Bunlardan biri, firmanın hisse senedi fiyatı diğeri ise firmaların bilanço ve gelir tablolarıdır. Fiyat katsayılarına göre belirlenecek firma değeri, geçmiş için yapılabileceği gibi geleceğe yönelik tahminlerde bulunabilmek için de kullanılabilir. Gelecekteki değeri tahmin etmek için bazı tahmini değerlerin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu değerler firmanın gelecekte elde etmesi muhtemel karlılık ve satış miktarlarıdır. Ek 1. Tablo 3'de firmanın 2002 yılı gelir tablosuna ilişkin kalemler değerleri ile verilmiştir. Ek 1. Tablo 4'de gelir tablosunda 2003 yılında oluşabilecek değer değişiklikleri için öngörülerde bulunulmuştur. Ek 1. Tablo 5'te öngörü oranlarının gelir tablosu kalemlerine uygulanması sonucunda 2003 yılı için tahmini gelir tablosu oluşturularak firmanın tahmini satış ve karlılık rakamlarına ulaşılmıştır.

Ek 1. Tablo 7'de Piyasa Değeri/Defter Değeri katsayısını bulabilmek için hisse senedinin piyasa değeri ile hisse senedi adedi çarpılmış ve hisse senetlerinin toplam

<sup>146</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e.

piyasa değerleri ortaya konulmuştur. Firmanın özkaynaklarının defter değeri hisse senedi adedine bölününce hisse başı defter değeri; toplam piyasa değeri ile defter değeri de birbirine bölündüğünde Piyasa Değeri/Defter Değeri katsayısı belirlenmiştir. Hisse başı defter değeri ile Piyasa Değeri/Defter Değeri katsayısı çarpıldığında ise firma değerine ulaşılmıştır.

Ek 1. Tablo 9'da ise Fiyat/Kazanç katsayıları belirlenmeye çalışılmıştır. Bunun için firmanın elde ettiği net karı hisse senedi sayısına bölerek hisse başı net kara ulaşılr. Hisse senedi piyasa fiyatı, hisse başı net kara bölünerek Fiyat/Kazanç katsayısı belirlenir. 2003 yılı tahmini Fiyat/Kazanç katsayısını bulabilmek için firmanın 2003 yılı tahmini net karı 2002 yılı toplam hisse senedi sayısına bölünür ve tahmini hisse başına net kar belirlenir. 2002 yılı hisse senedi piyasa fiyatı bulunan tahmini hisse başına net kara bölünür ve tahmini kara göre Fiyat/Kazanç katsayısına ulaşılr. Hisse başına net kar ile bulunan Fiyat/Kazanç katsayıları çarpılarak hisse fiyatı belirlenir. Hisse fiyatları ile hisse senedi adeti çarpıldığında ise firma değerine ulaşılr.

Fiyat/Satış katsayısını belirleyebilmek için firmanın net satışları hisse senedi adedine bölünerek hisse başı net satış değerine ulaşılr. Hisse senedi piyasa fiyatı hisse başı net satış değerine bölünerek Fiyat/Satış katsayısı belirlenir. Yine 2003 yılı için tahmini firma değerini belirleyebilmek için firmanın 2003 yılı tahmini net satışları hisse senedi adedine bölünür ve tahmini hisse başı net satış değerine ulaşılr, hisse senedi piyasa değeri bulunan bu değere bölündüğünde tahmini Fiyat/Satış katsayısı belirlenmiş olur. Hisse başı net satış ile Fiyat/Satış katsayıları çarpıldıktan sonra elde edilen rakam ile hisse senedi adedi çarpıldığında firma değerine yıllar bazında ulaşılr.

### **3.3. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. İçin Uygulanan Nakit Akımları Yönteminde İzlenen Aşamalar<sup>147</sup>**

Firma değerlemede sağlıklı sonuçlara ulaşılmak isteniyorsa firmanın geçmiş yıllarına ilişkin göstermiş olduğu performansların ölçülmesi gerekmektedir. Böylece gelecek yıllarda firmanın faaliyetleriyle ilgili tahminlerde bulunurken ve firma değeri tespit

<sup>147</sup> Aykan Üreten – Metin Kamil Ercan, a.g.e.

edilirken fikir sahibi olmalarına ve analizlerde doğru değerlemeler yapılmasına olanak sağlar.

Firmanın geçmişine ilişkin performans analizi yapılırken öncelikle bilanço ve gelir tablolarının Türk Lirası cinsinden hazırlanması uygun olacaktır. Göлтаş A.Ş.'nin 1998, 1999, 2000, 2001 ve 2002 yıllarına ait bilanço ve gelir tabloları alınmış ve TL cinsinden faaliyet değerleri Ek 2. Tablo 1 ve Ek 2. Tablo 2'de gösterilmiştir. Sonraki Ek 2. Tablo 3 ve Ek 2. Tablo 4'de ise Toptan Eşya Fiyat Endeksi'ne göre yapılan düzenlemeler sonucunda elde edilen değerlere yer verilmiştir. Tefe'nin kullanılmasındaki amaç, enflasyonun finansal kalemler üzerindeki olumsuz etkisini giderebilmek içindir.

Tefe'ye göre yapılmış olan düzeltmelerle ilgili olarak kullanılan katsayılar şöyledir:

YILLAR	1998	1999	2000	2001	2002
KATSAYILAR	5,332	3,273	2,467	1,308	1,000

Ek 2. Tablo 5 ve Ek 2. Tablo 6'da ise Tefe'ye göre düzeltilmiş bilanço ve gelir tablosundaki değerler Dolar'a çevrilerek gösterilmiştir. Tefe oranlarına göre düzeltilmiş olan finansal tablolar 31.12.2002 tarihindeki kur baz alınarak (1 USD = 1.634.501 TL) Dolar cinsinden değerleri bulunmuştur. Değerlerin Dolar bazında gösterilmesinin nedeni ise, Tefe'ye uyarlanmış değerleri enflasyon ortamından en az etkilenecek bir para birimine dönüştürmek böylece firmanın gelecek için tahmin edilecek değerinin gerçeğe yakın olması sonucuna ulaşabilmek içindir. Sonraki Ek 2. Tablo 7 ve Ek 2. Tablo 8'de ise, bilanço ve gelir tablolarındaki ana başlıklar gösterilmiştir. Burada firmanın ana kalemlerinin büyüklüklerinin daha net bir biçimde görülmesi sağlanmaya çalışılmıştır.

Firmanın geçmişine ait performansların analizi yapılırken firma içi unsurların göz önünde tutulması gerekir. Bu unsurların en önemlisi ise, Yatırılan Sermayenin Getirisi Oranı'dır. Önceki açıklamalarımızda belirttiğimiz gibi bir firma değerinin yaratılması için Yatırılan Sermayenin Getiri Oranı'nın (ROIC) Ortalama Sermaye Maliyeti

(WACC)'dan büyük olması gerekir. Sermaye maliyetinin üzerinde elde edilen getiri, nakit akımlarına yansımaktadır ve bunun sonucunda da firma değerinin belirlenmesini sağlamaktadır.

Net Faaliyet Karı (NOPLAT)'ın hesaplanabilmesi için esas faaliyet karının ve bu kar üzerinden hesaplanan vergi, Ek 2. Tablo 9'da bulunmuştur.

NOPLAT'ın hesaplanması, öncelikle firmada hiç borç kullanılmıyormuş gibi esas faaliyet karının hesaplanması ile başlar. Esas faaliyet karı, firmanın gelirleri ve giderlerinin büyük bir kısmını kapsarken gelir tablosunda diğer faaliyetlerle ilgili gelirler, giderler, finansman giderleri ve olağanüstü gelir ve giderleri dışı tutar. Ayrıca esas faaliyet karı hesaplanırken sabit kıymetlerin amortismanları düşülmüştür.

Esas faaliyet karı hesaplanırken firmanın borcu olmadığı kabul ediliyordu, yine Ek 2. Tablo 9'da esas faaliyet karı üzerinden vergi hesaplanırken de firmanın hiçbir borcu, menkul kıymeti ve faaliyet dışı gider ve geliri olmadığı takdirde firmanın ödeyeceği verginin miktarını belirlemek amacıyla düzenlenmiştir. Faiz gelirleri, giderleri ve faaliyet dışı kalemlere uygulanan özel bir vergi oranı uygulanmıyorsa o zaman Kurumlar Vergisi oranı kullanılır.

NOPLAT'ın doğruluğunu kontrol edebilmek için net kar değerinden başlanıp olağandışı gelir ve giderlerin etkileri göz önünde bulundurularak ve verginin de etkisi dikkate alınarak NOPLAT değerine tekrar ulaşılır. Bu uygulamaya göre 2002 NOPLAT değerleri her iki hesaplama için de 8.235 Bin US\$'dir.

Esas faaliyetler için yatırılan sermaye, yatırılan sermayenin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Esas faaliyetler için yatırılan sermaye; net işletme sermayesi (ihtiyaç fazlası nakit, menkul kıymetler ve kısa vadeli finansal borçlar hariç), net maddi duran varlıklar ve net diğer varlıklar (faaliyetlerle ilgili diğer varlıklar – diğer borçlar)'dan oluşmaktadır. Faaliyetlerle ilgili olan sermayeye menkul kıymetler, maddi olmayan duran varlıklar ve faaliyet dışı yatırımlar (örneğin finansal duran varlıklar) eklenince yatırılan sermayenin toplam tutarına ulaşılmaktadır. Toplam yatırılan sermaye tutarına

öz kaynaklar ve faiz yükü taşıyan borçların toplamı alınarak da ulaşılabilir. Yapılan iki işlemin sonuçları aynı olacaktır. Uygulamamızda 2002 yılı toplam yatırılan sermaye tutarı her iki metotta da 33.117 Bin US\$'dir.

Yatırılan sermaye tutarına ulaşılırken bulunan net işletme sermayesi; dönen varlıklardan (menkul kıymetler hariç), faiz yükü taşımayan kısa vadeli borçlar çıkarılarak bulunur. Menkul kıymetlerin hesaplamada gözönünde bulundurulmamasının nedeni, firmanın yapmayı düşündüğü bir yatırım için elinde nakit veya menkul kıymet bulundurabilir bu durum firmanın esas faaliyetleri için hesaplanan net işletme sermayesi ile ilişkilendirilemez. Faiz yükü taşımayan kısa vadeli borçların düşülmesinin nedeni ise, NOPLAT ile uyum sağlanabilmesi içindir. Çünkü NOPLAT hesaplanırken bu tür borçlar için katlanılan bir finansman gideri varsa zaten düşülmektedir. Kısa ve uzun vadeli borçlar yatırılan sermayeden düşülmemektedir; çünkü NOPLAT hesaplanırken bu borçlarla ilgili finansman giderleri de düşülmemektedir.

Yatırılan sermaye tablosunda bulunan net maddi duran varlıklar, firmanın bilançosunda bulunan yani defter değerinin esas alındığı tutardır.

Yatırılan sermayenin hesaplanmasında faaliyetlerle ilgili olan diğer varlıklar ve finansal yük taşımayan diğer borçlar net değerleriyle alınmaktadır. Bilançonun aktif ve pasifindeki bu değerlerin hesaba dahil edilebilmesi için NOPLAT'ın hesaplanmasında yer alıp almadığına dikkat etmek gerekir.

Toplam yatırılan sermaye hesaplanırken; menkul kıymetler, finansal duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklar gibi kalemler ayrıca gösterilmektedir.

Bilançonun pasifinde hesaplanan toplam yatırılan sermaye miktarının aktif tarafındaki değere eşit olması gerekmektedir. Pasif tarafından hesaplanan tutar özkaynaklar ve finansal borçlar toplamından oluşmaktadır. Özkaynaklar hesabını oluşturan tüm kalemler burada dikkate alınır. Yine finansal borçlar da hem uzun vadeli hem de kısa vadeli finansal borçların toplamını ifade etmektedir.

Yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) Ek 2. Tablo 14’de hesaplanırken yatırılan sermaye tutarı olarak genellikle dönem başı değeri dikkate alınmaktadır. Ancak istenirse dönem başı ve dönem sonu ortalamaları da alınarak hesaba dahil edilebilir. Burada önemli olan nokta, ROIC’in hesaplanmasında faaliyetler için yatırılan sermayenin içerisinde yer alan bir varlığın gelir ve gideri NOPLAT hesaplanırken de dikkate alınmış olmasıdır.

ROIC = NOPLAT/Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye formülünün geçerli olabilmesi için pay ve paydanın birbirleriyle uyumlu olması gerekmektedir.

Ek 2. Tablo 15’de firmanın gelecekteki performansına ait tahminlerde bulunmaktadır. Burada firmanın içinde bulunduğu sektördeki özellikler, firmanın bulunduğu sektördeki yeri, rakiplerine göre avantaj ve dezavantajları gözönünde bulundurularak tahmini değerler belirlenmeye çalışılır.

Bilanço ve gelir tablosu tahmini değerleri Ek 2. Tablo 17 ve Ek 2. Tablo 18’de belirlenmeye çalışılmıştır. Buradaki amaç, firmanın nakit akımları tablosunun tahmininin daha sağlıklı ve gerçeğe yakın bir şekilde ortaya konulmasının sağlanabilmesidir. İskonto edilen nakit akımları yaklaşımına göre firmanın gelecekte ek bir kapasite yaratmadan şu andaki durumunu koruyacağı varsayımı altında hareket edilmektedir. Yani firma değeri, firmanın bugünkü kapasitesi ve varlık durumuna göre tespit edilmektedir. Gelecekte yapılacak yatırımların bugünden gözönünde bulundurulma olanağı olmadığı için yapmış olduğumuz uygulamada öngörülen sabit sermaye yatırımları firmanın mevcut kapasitesinin devamı için yapması gereken yatırım harcamaları olmaktadır.

Tahmini tablolar hazırlanırken yapılan hesaplamalar aşağıdaki gibidir;

*Tahmini Bilançolar (BinUS\$) EK 2. Tablo 17.* :

***Aktif (Varlıklar):***

*Hazır Değerler* = 2003 Yılı Tahmini Net Satış Tutarı \* %1

$$= 47.491 * \%1 = 475$$

*Menkul Kıymetler*; kaynakların (pasifin) fazla olması durumunda aradaki fark menkul kıymetlere dahil edilmektedir. 2004 yılından itibaren kaynaklar fazla vermektedir.

*Kısa Vadeli Ticari Alacaklar*;  $47.491 * \%11 = 5.224$

*Stoklar*;  $47.491 * \%7 = 3.324$

*Diğer Dönen Varlıklar*;  $47.491 * \%6 = 2.849$

*Net Maddi Duran Varlıklar*;  $47.491 * \%30 = 14.247$

*Birikmiş Amortismanlar*; 2002 Yılı Brüt Maddi Duran Varlıklar \* (Amortisman Oranı – Aktiften Çıkan Maddi Duran Varlık Oranı) + 2002 Yılı Birikmiş Amortisman  
 $= 40.607 * (\%6 - \%4) + 26.694 = 27.506$

*Finansal Duran Varlıklar*; 14.087 değerinin sabit kalacağı öngörülmüştür.

*Maddi Olmayan Duran Varlıklar*; 2002 Yılı MODV – Tükenme Payı  
 $= 151 - 5 = 146$

*Diğer Duran Varlıklar*; 9 değerinin sabit kalacağı öngörülmüştür.

#### ***Pasif (Kaynaklar):***

*Kısa Vadeli Finansal Borçlar*; varlıkların (aktifin) kaynaklardan (pasiften) fazla vermesi durumunda aradaki fark, kısa vadeli finansal borçlara kaydedilmiştir. 2003 yılında ortaya çıkan 1.181 değerindeki açık kısa vadeli finansal borçlarla finanse edilmiştir.

*Kısa Vadeli Ticari Borçlar*;  $47.491 * \%10 = 4.749$

*Diğer Kısa Vadeli Borçlar*;  $47.491 * \%4 = 1.900$

*Ödenmiş Sermaye*; 2002 yılı tutarı alınmıştır. (4.405)

*Yeniden Değerleme Değer Artışı*; 2002 yılı tutarı alınmıştır (12.846)

*Yedekler*; Yedekler Tablosundan alınmıştır (Ek 2. Tablo 19.)

Dönem Başı Yedek Tutarı = 9.457

Net Kar (2002) = 9.467

Temettü (Net Kar \* %50) = -4.730

Dönem Sonu Yedek Tutarı = 14.187

#### ***Tahmini Gelir Tabloları (BinUS\$) EK 2. TABLO 18.***

*Net Satışlar*; 2002 Yılı Net Satışlar \* 1,10

$43.174 * 1,10 = 47.471$



*Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç);*  $47.471 * \%55 = 26.120$

*Faaliyet Giderleri;*  $47.471 * \%11 = 5.224$

*Amortisman Giderleri; 2002 Yılı Brüt Maddi Duran Varlıklar \* %6*

$$40.607 * \%6 = 2.436$$

*Maddi Olmayan Duran Varlık Amortismanı;* her yıl için 5'dir.

*Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelirler;*  $2.177 * \%3 = 65$

*Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri; Kısa Vadeli Finansal Borçlar \* Faiz Oranı*

$$2.103 * \%9 = 189$$

*Kurumlar Vergisi; Dönem Karı \* %30*

$$13.516 * \%30 = 4.056$$

*Faaliyet Karı Üzerinden Vergi; Kurumlar Vergisi + Vergi Koruması*

$$4.056 + 57 = 4.113$$

*Vergi Koruması (Kısa Vadeli Borç); Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri \* Vergi Oranı*

$$189 * \%30 = 57$$

(Vergi Sonrası KVB Giderleri;  $189 - 57 = 132$ )

*Tahmini Yatırılan Sermaye(Bin US\$) EK 2. TABLO 23.* \_\_\_\_\_ ;

*Diğer Varlıklar – Diğer Borçlar;*  $9 - 1.094 = -1.085$

*Diğer Özkaynaklar; Emisyon Primi + Yeniden Değerleme Değer Artışı + Yedekler*

$$0 + 12.846 + 14.187 = 27.033$$

*Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar;*  $0 + 1.181 = 1.181$

*Tahmini Net Nakit Akımı (Bin US\$) EK 2. TABLO 24.* \_\_\_\_\_ ;

Net İşletme Sermayesindeki Artış;  $5.224 - 6.051 = -827$

Sabit Sermaye Yatırımı; (Net MDV2003 – Net MDV2002) + Amortisman2003

$$( 14.247 - 13.913 ) + 2.436 = 2.770$$

**Devam Eden Değerin Tespiti EK 2. TABLO 28.** ;

**İndirgenmiş Nakit Akımı Yaklaşımı** ;

$$\begin{aligned} \text{Devam Eden Değer; } & [\text{NOPLAT 2007} * (1-g(\text{büyüme}) / \text{ROIC})] / (\text{WACC} - g) \\ & [14.486 * (1 - 0,100 / 0,150)] / (0,150 - 0,100) \\ & = 96.573 \end{aligned}$$

**Ekonomik Kar Yaklaşımı** ;

$$\begin{aligned} & = (\text{Ekonomik Kar} / \text{WACC}) + [(\text{NOPLAT 2007} * (g / \text{ROIC}) * (\text{ROIC} - \text{WACC}) / \\ & (\text{WACC} * (\text{WACC} - g))] \\ & = (10.761 / 0,150) + [(14.486 * (0,100 / 0,150) * (0,150 - 0,150) / (0,150 * (0,150 \\ & - 0,100))] \\ & = 71.740 \end{aligned}$$

Ekonomik karın devam eden değerine yatırılan sermaye tutarı eklendiğinde İndirgenmiş Nakit Akımı yaklaşımındaki değerine ulaşılmalıdır aksi durumda hesaplamalarda hata yapılmış demektir.

$$\begin{aligned} \text{DED} & = \text{Ekonomik Karın DED} + \text{Yatırılan Sermaye (2006)} \\ & = 74.740 + 24.833 = 96.573 \end{aligned}$$

**Tahmini Fiyatın Belirlenmesi** ;

Faaliyetlerin Değeri	= 89.120
Menkul Kıymetler	= 0
<b>Firmanın Değeri</b>	<b>= 89.120</b>
Finansal Borçlar	= - 2.103
Vergi Sonrası Kıd. Tazmi.	= - 766
Özkaynakların Değeri	= 86.251

Firma değerinden borçlar düşüldükten sonra özkaynakların değeri; 69.988.000 US\$'dir.

Özkaynakların değeri; 1 US\$ = 1.700.000.- TL kur üzerinden TL'ye çevrildiğinde 146.626.700.000.000.- TL olmaktadır.

Firmanın değerlendirme tarihi itibariyle sermayesi 7.200.000.000.000.-TL olup, hisse senedi adedi 1.440.000.000'dir. Firmanın özkaynaklarının değeri hisse senedi sayısına bölüldüğünde, hisse senedinin fiyatı bu koşullara göre; 101.824.- TL olmaktadır.

Hisse Senedi Fiyatı =  $146.626.700.000.000 / 1.440.000.000 = 101.824$  TL/Adet

Bu tutara iştiraklerin defter değeri dahil edildiğinde ise hisse senedi fiyatı; 118.455.- TL değerini vermektedir.

## SONUÇ

Faaliyeti devam eden her firmanın çeşitli nedenlerden dolayı değerinin tespit edilmesi gerekebilir. Değer tespiti; firmaların mali yapılarının düzeltilmesi, yeni yatırımların finansmanı, firmaların büyüme durumlarının ortaya çıkarılması, kar dağıtım oranlarının düzenlenmesi, özelleştirme gibi konulara açıklık getirebilmek, firmanın bugün ve gelecekteki durumu hakkında tahminlerde bulunabilmek amacıyla gerçekleştirilir.

Firma değerinin ortaya çıkışında bazı faktörler rol oynamaktadır. Temel analizinde esasını oluşturan bu faktörler; ekonomik, endüstriyel ve firma ile ilgili faktörlerdir. Ekonomik faktörler, ulusal ve uluslararası olarak ele alınmalıdır. Doğru olarak tahlil edilecek ekonomik faktörler, geleceğe yönelik tahminlerde değerlemenin yönünü belirler. Ekonominin genel durumu ve gelişimi hakkında edinilecek bilgiler; hükümet kararları, Merkez Bankası politikaları, enflasyon beklentileri, faiz oranları, döviz kurları gibi göstergelerle birleştirilerek değerlendirme yöntemleri tespit edilir.

Ekonomik faktörlerin tespit ve tahlilinden sonra bu tahmin ve tespitlerden hareket edilerek uygun endüstrileri seçme aşamasına geçilebilir. Firmanın içinde bulunduğu endüstrinin niteliği firma değerinin belirlenmesinde esas alınan temel analiz için gerekli bir başka faktördür. Özellikle karlılık oranlarına bakıldığında konjonktürel dalgalanmalardan etkilenmeden büyümesine devam eden (Büyüyen Endüstriler) ya da konjonktürel dalgalanmalar paralelinde istikrar dönemlerinde az karlı veya zararlı (Devresel Endüstriler) veya ekonomide dalgalanmalardan en az etkilenen ekonominin hem canlı hem de durgun olduğu dönemlerde yaklaşık aynı düzeyde kar sağlayan (Kendini Koruyan Endüstriler) arasında yer almak firma değerinin tespitinde önem arz etmektedir.

Ekonomik ve endüstriyel faktörlerin analizinden sonra sıra firma ile ilgili faktörlerin incelenmesine gelir. Analizin bu bölümü, firma değerinin belirlenmesinde en önemli ve dikkat isteyen kısmı oluşturmaktadır. Piyasada bulunan firmalarla ilgili çok fazla bilgi, rapor, haber ve finansal tablo vardır. Bu verilerin doğru bir biçimde incelenip yorumlanması gerekmektedir. Bugüne ve geleceğe ait getirilerin değerlerinin saptanabilmesi için firma ile ilgili faktörlerin açıkça ortaya konmasında fayda vardır.

Firma değerinin belirlenmesinde etkili olan ve değer yaratan unsurları ise, firma içi ve firma dışı unsurlar olarak iki bölüm içinde ele almak gerekir.

Firma değerini etkileyen firma içi unsurlar; satışlar, faaliyet kar marjı, net işletme sermayesi, net maddi duran varlıklar ve net maddi diğer varlıklar olarak gruplanabilir. Firma değerini etkileyen firma dışı unsurlar ise; genellikle birleşme, satın alma, ve satma iŐlemlerinden oluşmaktadır.

Firma analizi yapılırken, değer yaratan firma içi ve firma dışı unsurların, birbirleriyle olan etkileşimleri incelenmelidir. Bu unsurların firma tarafından bir plan dahilinde devamlı olarak ele alınması ve ciddiyle takip edilmesi firma baŐarisında etkin rol oynayacaktır.

Firma değerlemesi yapılırken yararlanılan en önemli iki temel tablo; gelir tablosu ve bilançodur. Bu iki tablo kullanılarak birbirine benzeyen ve aynı sektör kolunda yer alan firmalar arasında karşılaştırmalar yapılabilir.

Firmanın gelecek yıllara ilişkin getirilerine ait tahminlerde bulunabilmek için öncelikle geçmiş yıllara ilişkin verileri incelenip değerlendirilmelidir. Finansal oranlar, değerleme ile ilgili olarak ihtiyaç duyulan bu verilerin sağlayacağı bilgilerin mali tablolardaki değişiklikler göz önünde bulundurulacak bir veya birkaç dönemi de kapsayacak Şekilde incelenmelerine olanak verir. İnceleme sonucunda bu bilgiler iŐıęında firmanın içinde bulunduğu ekonomik durum, sektördeki yeri ve firmanın genel durumuna göre değerlendirme yapılmasını sağlar.

Hisse senetleri borsada işlem görsün ya da görmesin tüm firmalar açısından; firma ortakları, yatırımcılar ve kreditörler gibi farklı gruplar için firma değerlerinin tespiti önemli bir konudur. Firma değerleme yöntemleri içerisinde üç temel yaklaşım vardır. Bunlar, firmanın fiziki varlıklarını ve bunların yerine konulma maliyetlerini temel alan ve aktif temelli yaklaşım olarak da nitelenen maliyet yaklaşımı, firmanın kazanç potansiyelini temel alan gelir yaklaşımı ve piyasadaki karşılaştırılabilir firmalardan elde

edilecek verilerin, değeri firmanın verileri ile karşılaştırmak suretiyle söz konusu firmanın değerini belirlemeyi amaçlayan piyasa yaklaşımıdır.

Piyasa yaklaşımı (fiyat katsayılarını esas alan değerlendirme yaklaşımı), firma değerlendirme yöntemleri arasında en çok tercih edilen yöntem şeklidir. Ancak yöntem uygulanırken, firma değerini etkileyecek birçok faktör gözardı edilmekte ve bu nedenle eksik kalmaktadır. Buna karşılık yöntemin uygulanması oldukça kolaydır. Ancak birçok sorunun cevapsız kalması ve sektörde karşılaştırmanın birebir yapılabileceği firmaların bulunmasındaki zorluk nedeniyle çok da avantajlı bir yöntem olarak kabul edilmemektedir.

Gelir yaklaşımını esas alan değerlendirme yöntemi ise, satış potansiyeli, büyüme durumu, sermaye maliyeti, gibi faktörleri gözönünde bulundurduğundan daha gerçekçi bir yaklaşım olmaktadır. Uygulamanın temeli firmanın gelecekte beklenen değerinin bugüne indirgenmiş değeri olduğundan analizi yapan kişinin konuya hakim, firmanın ve sektörün durumu hakkında tam anlamıyla bilgi sahibi olması gerekmektedir.

Isparta Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. için yapılan uygulamada, piyasa yaklaşımı (fiyat katsayıları) yönteminde firmanın Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat/Kazanç ve Fiyat/Satış katsayıları dikkate alınmıştır. Gelişmiş ülkelerde de sıkça başvurulan bu yöntem, ülkemizde de uygulama alanı bulmasına karşın firmanın gerçek değerine ulaşmak açısından değerlendirildiğinde gerçeği yansıtmamaktadır. Bu nedenle sadece katsayılara bakılarak değerlendirme yapılması sağlıklı bir sonuç vermeyecektir.

Uygulamamızda 2003 yılına ait katsayılar, öngörü oranları hesaplanıp tahmini bir gelir tablosu oluşturulduktan sonra belirlenmiştir. Uygulamayı gerçekleştirirken firmanın geçmiş satışları ve karlılığı analiz edilerek gelecekte olması muhtemel verilere ulaşılmıştır. Bu sonuçlara ulaşabilmek için gelir tablosu ve bilançoda yer alan kalemlerin yanında firmanın finansal oranlarından da faydalanılarak öngörülerde bulunulmuş ve tahmini bir gelir tablosu hazırlanmıştır. Buna karşılık piyasa yaklaşımına göre yapılan analizlerde sadece firmanın karlılığı ve satışları üzerinden karşılaştırmalar yapılması analizde eksikliklere yol açmaktadır.

Gelir yaklaşımını esas alan yöntem ise; firmanın büyümesi, satışları, sermayesi v.b. unsurları gözönünde bulundurarak bunların yıllar itibariyle tahmin edilmesini ve birbiriyle çelişmeyecek gerçeğe yakın sonuçlara ulaşılmasını amaçlamaktadır. Yine bu yöntemde kullanılacak öngörü oranları için finansal oranların vereceği fikirler önemli olmaktadır.

Finansal borçlarının yüksek, bir başka deyişle satışların düşük olduğu buna karşılık maliyetlerin arttığı dönemlerde firmaların değeri düşük olacaktır. Firmalar borçlarını ödemediği güçlüklerle karşılaşmışta piyasa, bu riski firma değerine olumsuz bir biçimde yansıtacaktır. Bu ve buna benzer durumların tespitinde finansal oranların, firma ve bağlı bulunduğu endüstri kolu için değerlendirilip gözönünde bulundurulması doğru bir yol olacaktır.

Firmanın sahip olduğu bir yaşam seyri olduğuna göre ana ve yan faaliyetlerini sürdürürken zaman zaman performans değişikliklerine maruz kalması ve bu sonuçların firma değerine yansması kaçınılmaz olacaktır. Bu nedenle firmanın sadece belirli bir dönemine ait verilerinden yola çıkılarak değerlendirme yapılması yanlış olacaktır. Firmanın performansında meydana gelecek değişiklikler sürekli gözden geçirilerek yapılan öngörülerin yenilenmesinin gerektiği durumlarda yeniden değer tespit edilmesi daha doğru olacaktır.

Fiyat katsayılarına göre yapılan değerlendirmeler için özellikle dikkat edilmesi gereken nokta, belirli bir sektördeki firmaların katsayıları arasında oldukça büyük farkların olabileceğidir. Bu durum firmaların muhasebe politikalarından, iştirakler ve gayrimenkulleri gibi gizli varlıklarından kaynaklanabilir. Yapılacak analizde bu tip farklar söz konusu olduğunda bunun nedenleri araştırılmalıdır.

Uygulamamızda fiyat katsayıları yöntemi ile gelir yaklaşımı yöntemleri için bulunan firma değerlerinin bizi birbirlerinden farklı sonuçlara ulaştırdığını görmekteyiz. Firma ile ilgili birçok unsuru gözönünde tutan ve gerçeğe daha yakın sonuçlar elde edilmesini sağlayan gelir yaklaşımı firma değerinin tespitinde özellikle ülkemiz koşulları açısından daha doğru sonuçlar vermektedir.

Fiyat katsayıları yöntemi ise, firmanın değerlendirilmesinde ikincil olarak kullanılabilir ve gelir yaklaşımını destekleyici bilgilere sahip olabilmek için yararlanılabilecek bir yöntem olabilir. Aynı zamanda bu yöntemle değerlendirilmek istenen firmanın belirli bir tarihte piyasadaki değeri saptanabilir ve buradan elde edilecek fikir ile bu firmanın gelecekte sağlayacağı gelirlerin bugünkü değerinin tespit edilip edilmemesine karar verilebilir. Bütün bu işlemlerin yapılmasında finansal oranların sağladığı verilerin ışığında öngörülerde bulunmak ve bu tahminlere göre firma değerini tespit etmek en doğru yol olacaktır.



## TABLOLAR LİSTESİ – EKLER

### EK 1

Tablo 1. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Göлтаş) Mali Oranlar Tablosu .....	147
Tablo 2. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Ortaklara Kar Dağıtım Oranları Tablosu .....	148
Tablo 3. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) 2002 Yılı Gelir Tablosu .....	149
Tablo 4. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) 2003 Yılına İlişkin Öngörü Oranları.....	150
Tablo 5. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş)2003 Yılı Tahmini Gelir Tablosu.....	151
Tablo 6. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Satış ve Kar Tutarları Tablosu.....	151
Tablo 7. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Piyasa Değeri/Defter Değeri Katsayısı Tablosu.....	151
Tablo 8. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Piyasa Değeri/Defter Değeri Katsayısına Göre Firma Değeri Tablosu.....	151
Tablo 9. Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Fiyat/Kazanç Katsayısı Tablosu.....	152
Tablo 10.Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Fiyat/Kazanç Katsayısına Göre Firma Değeri Tablosu.....	152
Tablo 11.Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Fiyat/Satış Katsayısı Tablosu.....	153
Tablo 12.Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Göлтаş) Fiyat/Satış Katsayısına Göre Firma Değeri Tablosu.....	153

**EK 2**

<b>Tablo 1. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıllar</b>	
<b>Bilançoları</b> .....	154
<b>Tablo 2. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıllar</b>	
<b>Gelir Tabloları</b> .....	1545
<b>Tablo 3. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tefe'ye</b>	
<b>Endekslenmiş Bilançolar</b> .....	156
<b>Tablo 4. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tefe'ye</b>	
<b>Endekslenmiş Gelir Tabloları</b> .....	157
<b>Tablo 5. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Bilanço (USD)</b> .....	158
<b>Tablo 6. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu (USD)</b> .....	159
<b>Tablo 7. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıl</b>	
<b>Bilançoları</b> .....	160
<b>Tablo 8. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıl</b>	
<b>Gelir Tabloları</b> .....	161
<b>Tablo 9. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Faaliyet Karı</b>	
<b>Üzerinden Vergi ve Net Faaliyet Karı</b> .....	162
<b>Tablo 10. Geçmiş Yıllar Net Faaliyet Karı</b> .....	162
<b>Tablo 11. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıllar</b>	
<b>Yatırılan Sermaye Tablosu</b> .....	163
<b>Tablo 12. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıllar</b>	
<b>Temel Performans Oranları Tablosu</b> .....	164
<b>Tablo 13. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıllar</b>	
<b>Diğer Oranlar Tablosu</b> .....	165
<b>Tablo 14. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Geçmiş Yıllar</b>	
<b>Ekonomik Kar Tablosu</b> .....	165
<b>Tablo 15. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gelecek Yıllar</b>	
<b>Faaliyetlerle İlgili Öngörüler</b> .....	166
<b>Tablo 16. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Diğer Öngörüler</b> .....	166
<b>Tablo 17. Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tahmini</b>	
<b>Bilançolar</b> .....	167

<b>Tablo 18.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tahmini</b>	
Gelir Tabloları .....	168
<b>Tablo 19.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Yedekler .....</b>	168
<b>Tablo 20.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Faaliyet</b>	
Karı Üzerinden Vergi .....	168
<b>Tablo 21.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tahmini</b>	
Net Faaliyet Karı .....	169
<b>Tablo 22.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tahmini</b>	
Net Faaliyet Karı .....	169
<b>Tablo 23.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tahmini</b>	
Yatırılan Sermaye .....	169
<b>Tablo 24.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tahmini</b>	
Net Nakit Akımı .....	170
<b>Tablo 25.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Öngörülen</b>	
Temel Performans Oranları .....	171
<b>Tablo 26.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Diğer Öngörü</b>	
Oranları .....	172
<b>Tablo 27.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Öngörülen</b>	
Ekonomik Kar .....	172
<b>Tablo 28.Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. %10 Satış</b>	
Büyüme Hızına Göre Firma Değeri.....	173

**EK 1. TABLO 1. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) MALİ ORANLAR TABLOSU**

MALİ ORANLAR	2002	2001
<b>LİKİDİTE DURUMUNU İNCELEYEN ORANLAR</b>		
A- CARİ ORAN	1,32	1,82
B- ASİT TEST ORANI	1,12	1,27
C- NAKİT ORANI	0,39	0,13
<b>MALİ BÜNYE ORANLARI</b>		
A- TOPLAM BORÇ / TOPLAM AKTİF ORANI	0,30	0,30
B- ÖZKAYNAK / TOPLAM AKTİF ORANI	0,70	0,70
C- KISA VAD.YAB.KAY. / TOP.KAYNAKLARA ORANI	0,28	0,20
D- MADDİ DURAN VARLIKLAR / ÖZKAYNAKLAR ORANI	0,45	0,59
<b>FAALİYET ORANLARI</b>		
A- STOK DEVİR HIZI ORANI	8,33	6,54
B- ALACAKLARIN DEVİR HIZI ORANI	9,38	6,64
C- TOPLAM AKTİFLER DEVİR HIZI ORANI	0,97	1,03
D- ÖZSERMAYE DEVİR HIZI ORANI	1,74	1,58
<b>KARLILIK ORANLARI</b>		
A- BRÜT SATIŞ KARI / NET SATIŞLAR ORANI	0,38	0,35
B- FAALİYET KARI / NET SATIŞLAR ORANI	0,27	0,15
C- OLAĞAN KAR / NET SATIŞLAR ORANI	0,28	0,07
D- DÖNEM KARI / NET SATIŞLAR ORANI	0,30	0,09
E- NET KAR / NET SATIŞLAR ORANI	0,19	0,03
F- FAALİYET GİDERLERİ / NET SATIŞLAR ORANI	0,11	0,20
G- NET KAR / ÖZKAYNAK ORANI	0,28	0,05
H- VERGİ VE FAİZ GİD.ÖNCEKİ KARIN KAYNAKLAR TOP.ORANI	0,30	0,16
I- NET KARIN TOPLAM VARLIKLARA ORANI	0,19	0,04

**EK 1.TABLO 2. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) ORTAKLARA KAR DAĞITIM ORANLARI TABLOSU**

<b>Ortaklara Kar Dağıtımında Kullanılan Oranların Adı</b>	<b>Miktar</b>
Pay Başına Düşen Kar Oranı	%83,2
Fiyat-Kazanç Oranı	%75
Hisse Senetlerinin Plasman Oranı	%91
Hisse Senetlerinin Nazari Değeri	35.204
Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı	%16

**EK 1. TABLO 3. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) 2002 YILI GELİR TABLOSU (MİLYON TL)**

	<b>2002</b>
Brüt Satışlar	<b>70.588.181</b>
Yurtiçi Satışlar	58.059.534
Yurtdışı Satışlar	12.442.247
Diğer Satışlar	86.400
Satışlardan İndirimler (-)	-20.415
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>70.567.766</b>
Satışların Maliyeti (-)	-43.615.466
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZAR.)</b>	<b>26.952.300</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-7.685.342
<b>ESAS FAALİ.KARI(ZAR.)</b>	<b>19.266.958</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kâr.	3.513.638
Diğ.Faaliyetlerden Gider.ve Zar. (-)	-1.647.070
Finansman Giderleri (-)	-615.112
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-615.112
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>20.518.414</b>
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	1.843.439
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	-1.464.888
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>20.896.965</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yüküm.(-)	-6.821.051
<b>NET DÖNEM KARI</b>	<b>14.075.914</b>

**EK 1. TABLO 4. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) 2003 YILINA İLİŞKİN ÖNGÖRÜ ORANLARI**

	<b>2003</b>
<b>Faaliyetler</b>	
Net Satışlardaki Büyüme	0,1
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar(AmortHariç)	0,55
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	0,11
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV	0,06
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi Oranı	0,3
Kısa Vadeli Borçların Faiz Oranı	0,9

**EK 1. TABLO 5. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) 2003 YILI TAHMİNİ GELİR TABLOSU (MİLYON TL)**

	<b>2003</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>77.624.543</b>
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	-42.693.499
Faaliyet Giderleri	-8.538.670
Amortisman Giderleri	-3.982.292
<b>Esas Faaliyet Kârı (Zararı)</b>	<b>22.410.082</b>
Maddi Olmayan Duran Varlık Amortismanı	-5
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelir.(Faiz+Temet)	-
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	-3.093.193
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-
<b>Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>19.316.884</b>
Olağandışı Gelir ve Kârlar	-
Olağandışı Gider ve Zararlar	-
<b>Dönem Kârı (Zararı)</b>	<b>19.316.884</b>
Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.	6.723.025
<b>Net Kâr</b>	<b>12.593.859</b>

**EK 1. TABLO 6. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) SATIŞ VE KAR TUTARLARI (MİLYON TL) TABLOSU**

	<b>2003 (Tahmini)</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Yıllık Net Satışlar	77.624.543	70.588.174	45.155.970
Yıllık Brüt Satış Karı	34.931.044	26.952.293	15.623.003
Yıllık Esas Faal. Karı	22.410.082	19.266.952	6.650.895
Yıllık Faaliyet Karı	19.316.884	20.380.605	3.098.801
Yıllık Net Kar	12.593.859	14.075.906	1.609.160

**EK 1. TABLO 7. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) PİYASA DEĞERİ/DEFTER DEĞERİ KATSAYISI TABLOSU**

	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Piyasa Fiyatı	5.578	4.725
Hisse Senedi Adedi (000)	1.440.000	720.000
Piyasa Değeri (000)	8.032.320.000	3.402.000.000
Defter Değeri(000)	50.693.331.000	30.636.495.000
Hisse Başı Defter Değeri	35.203	42.551
Piyasa Değeri/Defter Değeri	<b>0,16</b>	<b>0,11</b>

**EK 1. TABLO 8. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) PİYASA DEĞERİ/DEFTER DEĞERİ KATSAYISINA GÖRE FİRMA  
DEĞERİ TABLOSU**

	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Hisse Defter Değeri	35.203	42.551
Hisse Fiyatı	5.632	4.681
Hisse Adedi	1.440.000.000	720.000.000
Firma Değeri	<b>8.110.080.000.000</b>	<b>3.370.320.000.000</b>



**EK 1. TABLO 9. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) FİYAT/KAZANÇ KATSAYISI TABLOSU**

	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Piyasa Fiyatı (TL.-)	5.578	4.725
Hisse Senedi Adedi (000)	1.440.000	720.000
Net Kar (000 TL.-)	14.075.906.000	1.609.160.000
Hisse Başı Net Kar	9.775	2.235
F/K Katsayısı	<b>0,57</b>	<b>2,11</b>
Net Kar (2003 Tahmini) (000 TL.-)	12.593.859.000	
Hisse Başına Net Kar (Tahmini)	8.746	
F/K Katsayısı (Tahmini Kara Göre)	<b>0,64</b>	

**EK 1. TABLO 10. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) FİYAT/KAZANÇ KATSAYISINA GÖRE FİRMA DEĞERİ  
TABLOSU**

	<b>2003 (Tahmini)</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Hisse Başına Kar	8.746	9.775	2.235
Hisse Fiyatı	5.597	5.572	4.716
Hisse Adedi	1.440.000.000	1.440.000.000	720.000.000
Firma Değeri	<b>8.059.680.000.000</b>	<b>8.023.680.000.000</b>	<b>3.395.520.000.000</b>

**EK 1. TABLO 11. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) FİYAT/SATIŞ KATSAYISI TABLOSU**

	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Piyasa Fiyatı (TL.-)	5.578	4.725
Hisse Senedi Adedi (000)	1.440.000	720.000
Net Satışlar (000 TL.-)	70.588.174.000	45.155.970.000
Hisse Başı Net Satış	49.020	62.717
F/Satış Katsayısı	<b>0,11</b>	<b>0,07</b>
Net Satışlar(2003 Tahmini)(000 TL.-)	77.624.543.000	
Hisse Başına Net Satış(Tahmini)	53.906	
F/Satış Katsayısı (Tahmini Satış)	<b>0,10</b>	

**EK 1. TABLO 12. GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET  
A.Ş.(GÖLTAŞ) FİYAT/SATIŞ KATSAYISINA GÖRE FİRMA DEĞERİ TABLOSU**

	<b>2003 (Tahmini)</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>
Hisse Fiyatı	5.391	5.392	4.390
Hisse Adedi	1.440.000.000	1.440.000.000	720.000.000
Firma Değeri	<b>7.763.040.000.000</b>	<b>7.764.480.000.000</b>	<b>3.160.800.000.000</b>

**EK 2. TABLO 1. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
GEÇMİŞ YILLAR BİLANÇOLARI (Milyon TL)**

<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>6.846.766</b>	<b>7.453.628</b>	<b>13.578.063</b>	<b>16.160.262</b>	<b>26.828.226</b>
Hazır Değerler	236.285	69.791	1.195.265	1.164.739	7.909.416
Menkul Kıymetler	537.788	198.313	0	133.707	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	3.150.163	3.619.062	6.568.800	7.016.766	8.037.430
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	275.838	46.227	330.461	6.694	173.045
Stoklar	2.618.967	2.859.182	3.824.479	5.197.917	5.268.977
Diğer Dönen Varlıklar	27.725	661.053	1.659.058	2.640.439	5.439.358
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>9.363.325</b>	<b>16.399.854</b>	<b>24.481.105</b>	<b>27.746.675</b>	<b>46.028.773</b>
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	397	340	2.007.060	533	523
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	2.962.018	5.038.180	8.390.397	9.674.999	23.025.363
Maddi Duran Varlıklar	6.358.323	11.337.807	14.015.941	18.023.363	22.740.910
Araziler ve Arsalar	0	144.105	247.915	247.908	197.920
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düz.	3.411.034	6.108.175	9.451.425	14.306.950	21.401.833
Makine-Tesis ve Cihazlar	8.635.159	12.673.082	19.264.400	26.577.790	34.819.497
Diğer Maddi Duran Varlıklar	1.101.200	1.890.264	3.626.416	5.777.487	7.703.648
Birikmiş Amortismanlar (-)	-8.013.478	-13.862.992	-21.955.376	-32.756.728	-43.630.620
Yapılmakta Olan Yatırımlar	989.640	4.327.662	3.296.109	3.660.600	2.104.126
Verilen Siparis Avansları	234.768	57.511	85.052	209.356	144.506
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.199	15.409	25.426	17.348	246.564
Diğer Duran Varlıklar	22.388	8.118	42.281	30.432	15.413
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>16.210.091</b>	<b>23.853.482</b>	<b>38.059.168</b>	<b>43.906.937</b>	<b>72.856.999</b>
<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	<b>2.574.319</b>	<b>5.087.593</b>	<b>7.451.305</b>	<b>8.888.909</b>	<b>20.374.889</b>
Finansal Borçlar	21.205	1.673.591	1.350.013	199.293	3.436.882
Ticari Borçlar	1.034.669	2.029.294	3.288.894	4.995.790	7.228.532
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	165.516	296.789	269.734	1.026.986	1.638.440
Alınan Sipariş Avansları	451.498	43.375	669.125	226.083	1.161.558
Borç ve Gider Karşılıkları	901.431	1.044.544	1.873.539	2.440.757	6.909.477
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	<b>310.516</b>	<b>550.916</b>	<b>4.231.360</b>	<b>4.381.538</b>	<b>1.788.782</b>
Finansal Borçlar	0	0	1.350.006	2.893.026	0
Ticari Borçlar	632	18.450	631	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0	2.006.663	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	309.884	532.466	874.060	1.488.512	1.788.782
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>13.325.256</b>	<b>18.214.973</b>	<b>26.376.503</b>	<b>30.636.490</b>	<b>50.693.328</b>
Sermaye	3.600.001	3.600.002	3.600.002	3.599.997	7.199.993
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0	0	0	0
Emisyon Primi	262.763	262.764	262.761	262.764	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	3.514.241	6.325.298	11.686.097	17.205.734	20.997.387
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	3.297.166	5.961.758	9.764.359	15.271.143	19.632.743
İştiraklerde Y.D.D.A.	217.075	363.540	467.259	467.255	562.513
Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0	1.454.479	1.467.336	802.131
Yedekler	2.721.662	4.411.963	7.372.070	7.958.833	8.420.034
<b>Net Dönem Kârı</b>	<b>3.226.589</b>	<b>3.614.946</b>	<b>3.455.573</b>	<b>1.609.162</b>	<b>14.075.914</b>
Dönem Zararı (-)					
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)					
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>16.210.091</b>	<b>23.853.482</b>	<b>38.059.168</b>	<b>43.906.937</b>	<b>72.856.999</b>

**EK 2. TABLO 2. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
GEÇMİŞ YIL GELİR TABLOLARI (Milyon TL)**

GELİR TABLOSU	1998	1999	2000	2001	2002
Brüt Satışlar	15.033.654	17.714.756	25.827.624	45.155.963	70.588.181
Yurtiçi Satışlar	14.902.756	16.771.053	24.008.989	35.128.989	58.059.534
Yurtdışı Satışlar	126.871	931.383	1.813.886	9.890.458	12.442.247
Diğer Satışlar	4.027	12.320	4.749	136.516	86.400
Satışlardan İndirimler (-)	0	0	-13.361	-46.412	-20.415
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>15.033.654</b>	<b>17.714.756</b>	<b>25.814.263</b>	<b>45.109.551</b>	<b>70.567.766</b>
Satışların Maliyeti (-)	-9.709.446	-10.831.374	-16.436.209	-29.486.550	-43.615.466
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZAR.)</b>	<b>5.324.208</b>	<b>6.883.382</b>	<b>9.378.054</b>	<b>15.623.001</b>	<b>26.952.300</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-1.571.518	-2.871.215	-2.935.888	-8.972.101	-7.685.342
<b>ESAS FAALİ.KARI(ZAR.)</b>	<b>3.752.690</b>	<b>4.012.167</b>	<b>6.442.166</b>	<b>6.650.900</b>	<b>19.266.958</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kâr.	1.296.537	1.184.597	1.428.710	3.346.921	3.513.638
Diğ.Faaliyetlerden Gider.ve Zar. (-)	-171.404	-132.680	-229.757	-3.667.671	-1.647.070
Finansman Giderleri (-)	-67.032	-426.953	-709.485	-3.228.229	-615.112
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-67.032	-426.953	-574.964	-1.465.249	-615.112
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	-134.521	-1.762.980	0
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>4.810.791</b>	<b>4.637.131</b>	<b>6.931.634</b>	<b>3.101.921</b>	<b>20.518.414</b>
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	134.986	254.829	610.736	2.355.650	1.843.439
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	-634.484	-339.506	-2.333.873	-1.435.623	-1.464.888
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>4.311.293</b>	<b>4.552.454</b>	<b>5.208.497</b>	<b>4.021.948</b>	<b>20.896.965</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yüküm.(-)	-1.084.704	-937.508	-1.752.924	-2.412.786	-6.821.051
<b>NET DÖNEM KARI</b>	<b>3.226.589</b>	<b>3.614.946</b>	<b>3.455.573</b>	<b>1.609.162</b>	<b>14.075.914</b>

**EK 2. TABLO 3. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
TEFE'YE ENDEKSLENMİŞ BİLANÇOLAR (Milyon TL)**

TEFE ENDEKS KATSAYISI	5,332	3,273	2,467	1,308	1,000
<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>36.506.272</b>	<b>24.394.979</b>	<b>33.499.797</b>	<b>21.144.087</b>	<b>26.828.226</b>
Hazır Değerler	1.259.848	228.419	2.948.958	1.523.945	7.909.416
Menkul Kıymetler	2.867.432	649.059	0	174.942	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	16.796.354	11.844.828	16.206.543	9.180.737	8.037.430
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.470.741	151.296	815.313	8.758	173.045
Stoklar	13.964.070	9.357.817	9.435.755	6.800.955	5.268.977
Diğer Dönen Varlıklar	147.827	2.163.560	4.093.228	3.454.750	5.439.358
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>49.924.313</b>	<b>53.675.082</b>	<b>60.399.782</b>	<b>36.303.750</b>	<b>46.028.773</b>
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	2.117	1.113	4.951.818	697	523
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	15.793.184	16.489.459	20.700.787	12.658.769	23.025.363
Maddi Duran Varlıklar	33.901.942	37.107.509	34.580.130	23.581.768	22.740.910
Araziler ve Arsalar	0	471.641	611.656	324.363	197.920
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düz.	18.187.292	19.991.446	23.318.556	18.719.213	21.401.833
Makine-Tesis ve Cihazlar	46.041.804	41.477.730	47.529.128	34.774.380	34.819.497
Diğer Maddi Duran Varlıklar	5.871.488	6.186.645	8.947.094	7.559.264	7.703.648
Birikmiş Amortismanlar (-)	-42.727.063	-45.372.187	-54.168.304	-42.858.903	-43.630.620
Yapılmakta Olan Yatırımlar	5.276.662	14.164.005	8.132.160	4.789.529	2.104.126
Verilen Siparis Avansları	1.251.759	188.228	209.840	273.921	144.506
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	107.699	50.432	62.731	22.698	246.564
Diğer Duran Varlıklar	119.371	26.569	104.316	39.817	15.413
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>86.430.584</b>	<b>78.070.061</b>	<b>93.899.579</b>	<b>57.447.836</b>	<b>72.856.999</b>
<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	<b>13.726.011</b>	<b>16.651.183</b>	<b>18.383.860</b>	<b>11.630.249</b>	<b>20.374.889</b>
Finansal Borçlar	113.063	5.477.496	3.330.752	260.755	3.436.882
Ticari Borçlar	5.516.752	6.641.676	8.114.359	6.536.492	7.228.532
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	882.515	971.361	665.488	1.343.708	1.638.440
Alınan Sipariş Avansları	2.407.342	141.962	1.650.865	295.807	1.161.558
Borç ve Gider Karşılıkları	4.806.340	3.418.688	4.622.395	3.193.486	6.909.477
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	<b>1.655.640</b>	<b>1.803.093</b>	<b>10.439.611</b>	<b>5.732.804</b>	<b>1.788.782</b>
Finansal Borçlar	0	0	3.330.735	3.785.235	0
Ticari Borçlar	3.370	60.385	1.557	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0	4.950.839	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	1.652.270	1.742.708	2.156.481	1.947.569	1.788.782
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>71.048.932</b>	<b>59.615.785</b>	<b>65.076.108</b>	<b>40.084.784</b>	<b>50.693.328</b>
Sermaye	19.194.845	11.782.447	8.881.925	4.710.236	7.199.993
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0	0	0	0
Emisyon Primi	1.401.026	860.000	648.284	343.800	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	18.737.582	20.702.068	28.831.939	22.511.982	20.997.387
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	17.580.159	19.512.238	24.090.627	19.980.764	19.632.743
İştiraklerde Y.D.D.A.	1.157.422	1.189.830	1.152.821	611.356	562.513
Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0	3.588.491	1.919.862	802.131
Yedekler	14.511.630	14.439.914	18.188.371	10.413.337	8.420.034
<b>Net Dönem Kârı</b>	<b>17.203.850</b>	<b>11.831.357</b>	<b>8.525.590</b>	<b>2.105.428</b>	<b>14.075.914</b>
Dönem Zararı (-)	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	0	0	0	0	0
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>86.430.584</b>	<b>78.070.061</b>	<b>93.899.579</b>	<b>57.447.836</b>	<b>72.856.999</b>

**EK 2. TABLO 4. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
TEFE'YE ENDEKSLENMİŞ GELİR TABLOLARI (Milyon TL)**

<b>TEFE ENDEKS KATSAYISI</b>	<b>5,332</b>	<b>3,273</b>	<b>2,467</b>	<b>1,308</b>	<b>1,000</b>
	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>BRÜT SATIŞLAR</b>	80.157.940	57.978.625	63.721.914	59.082.062	70.588.181
Yurtiçi Satışlar	79.460.005	54.889.979	59.234.978	45.962.769	58.059.534
Yurtdışı Satışlar	676.463	3.048.323	4.475.220	12.940.675	12.442.247
Diğer Satışlar	21.472	40.322	11.717	178.618	86.400
Satışlardan İndirimler (-)	0	0	-32.964	-60.725	-20.415
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>80.157.940</b>	<b>57.978.625</b>	<b>63.688.950</b>	<b>59.021.337</b>	<b>70.567.766</b>
Satışların Maliyeti (-)	-51.769.795	-35.450.004	-40.551.415	-38.580.202	-43.615.466
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZAR.)</b>	<b>28.388.145</b>	<b>22.528.621</b>	<b>23.137.535</b>	<b>20.441.135</b>	<b>26.952.300</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-8.379.177	-9.397.200	-7.243.423	-11.739.097	-7.685.342
<b>ES.FAALİYET KARI (ZAR.)</b>	<b>20.008.968</b>	<b>13.131.421</b>	<b>15.894.112</b>	<b>8.702.038</b>	<b>19.266.958</b>
Diğ.Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar	6.913.006	3.877.068	3.524.913	4.379.111	3.513.638
Diğ.FaaliyetlerdenGid.ve Zarar.(-)	-913.909	-434.248	-566.856	-4.798.781	-1.647.070
Finansman Giderleri (-)	-357.408	-1.397.374	-1.750.441	-4.223.815	-615.112
Kısa Vad. Borçlanma Gid. (-)	-357.408	-1.397.374	-1.418.551	-1.917.132	-615.112
Uzun Vad. Borçlanma Gid. (-)	0	0	-331.890	-2.306.683	0
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>25.650.657</b>	<b>15.176.866</b>	<b>17.101.727</b>	<b>4.058.553</b>	<b>20.518.414</b>
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	719.732	834.030	1.506.808	3.082.132	1.843.439
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	-3.383.005	-1.111.169	-5.758.131	-1.878.369	-1.464.888
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>22.987.383</b>	<b>14.899.727</b>	<b>12.850.404</b>	<b>5.262.317</b>	<b>20.896.965</b>
Öd.Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-5.783.533	-3.068.370	-4.324.814	-3.156.889	-6.821.051
<b>NET DÖNEM KARI</b>	<b>17.203.850</b>	<b>11.831.357</b>	<b>8.525.590</b>	<b>2.105.428</b>	<b>14.075.914</b>

**EK 2. TABLO 5. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**  
**BİLANÇO (BİN USD) \$1.000 = 1.634.501.000**

<b>AKTİF (VARLIKLAR)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>22.335</b>	<b>14.925</b>	<b>20.495</b>	<b>12.936</b>	<b>16.414</b>
Hazır Değerler	771	140	1.804	932	4.839
Menkul Kıymetler	1.754	397	0	107	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	10.276	7.247	9.915	5.617	4.917
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	900	93	499	5	106
Stoklar	8.543	5.725	5.773	4.161	3.224
Diğer Dönen Varlıklar	90	1.324	2.504	2.114	3.328
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>30.544</b>	<b>32.839</b>	<b>36.953</b>	<b>22.211</b>	<b>28.161</b>
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	1	1	3.030	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0	0	0	0
Finansal Duran Varlıklar	9.662	10.088	12.665	7.745	14.087
Maddi Duran Varlıklar	20.741	22.703	21.156	14.428	13.913
Araziler ve Arsalar	0	289	374	198	121
Binalar - Yeraltı ve Yerüstü Düz.	11.127	12.231	14.266	11.453	13.094
Makine-Tesis ve Cihazlar	28.169	25.376	29.079	21.275	21.303
Diğer Maddi Duran Varlıklar	3.592	3.785	5.474	4.625	4.713
Birikmiş Amortismanlar (-)	-26.141	-27.759	-33.141	-26.221	-26.694
Yapılmakta Olan Yatırımlar	3.228	8.666	4.975	2.930	1.287
Verilen Siparis Avansları	766	115	128	168	88
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	66	31	38	14	151
Diğer Duran Varlıklar	73	16	64	24	9
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	<b>52.879</b>	<b>47.764</b>	<b>57.449</b>	<b>35.147</b>	<b>44.574</b>

<b>PASİF (KAYNAKLAR)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<b>KISA VADELİ BORÇLAR</b>	<b>8.398</b>	<b>10.187</b>	<b>11.247</b>	<b>7.115</b>	<b>12.466</b>
Finansal Borçlar	69	3.351	2.038	160	2.103
Ticari Borçlar	3.375	4.063	4.964	3.999	4.422
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	540	594	407	822	1.002
Alınan Sipariş Avansları	1.473	87	1.010	181	711
Borç ve Gider Karşılıkları	2.941	2.092	2.828	1.954	4.227
<b>UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	<b>1.013</b>	<b>1.103</b>	<b>6.387</b>	<b>3.507</b>	<b>1.094</b>
Finansal Borçlar	0	0	2.038	2.316	0
Ticari Borçlar	2	37	1	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0
Alınan Sipariş Avansları	0	0	3.029	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	1.011	1.066	1.319	1.192	1.094
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>43.468</b>	<b>36.473</b>	<b>39.814</b>	<b>24.524</b>	<b>31.015</b>
Sermaye	11.744	7.209	5.434	2.882	4.405
Sermaye Taahhütleri (-)	0	0	0	0	0
Emisyon Primi	857	526	397	210	0
Yeniden Değerleme Değer Artışı	11.464	12.666	17.640	13.773	12.846
Duran Varlıklarda Y.D.D.A.	10.756	11.938	14.739	12.224	12.011
İştiraklerde Y.D.D.A.	708	728	705	374	344
Borsada Oluşan Değer Artışı	0	0	2.195	1.175	491
Yedekler	8.878	8.834	11.128	6.371	5.151
<b>Net Dönem Kârı</b>	<b>10.525</b>	<b>7.239</b>	<b>5.216</b>	<b>1.288</b>	<b>8.612</b>
Dönem Zararı (-)	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	0	0	0	0	0
<b>PASİF TOPLAMI</b>	<b>52.879</b>	<b>47.764</b>	<b>57.449</b>	<b>35.147</b>	<b>44.574</b>

**EK 2. TABLO 6. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
GELİR TABLOSU (BİN USD) \$1.000 = 1.634.501.000**

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>BRÜT SATIŞLAR</b>	<b>49.041</b>	<b>35.472</b>	<b>38.986</b>	<b>36.147</b>	<b>43.186</b>
Yurtiçi Satışlar	48.614	33.582	36.240	28.120	35.521
Yurtdışı Satışlar	414	1.865	2.738	7.917	7.612
Diğer Satışlar	13	25	7	109	53
Satışlardan İndirimler (-)	0	0	-20	-37	-12
<b>NET SATIŞLAR</b>	<b>49.041</b>	<b>35.472</b>	<b>38.965</b>	<b>36.110</b>	<b>43.174</b>
Satışların Maliyeti (-)	-31.673	-21.689	-24.810	-23.604	-26.684
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)</b>	<b>17.368</b>	<b>13.783</b>	<b>14.156</b>	<b>12.506</b>	<b>16.490</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-5.126	-5.749	-4.432	-7.182	-4.702
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>12.242</b>	<b>8.034</b>	<b>9.724</b>	<b>5.324</b>	<b>11.788</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Kârlar	4.229	2.372	2.157	2.679	2.150
Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-559	-266	-347	-2.936	-1.008
Finansman Giderleri (-)	-219	-855	-1.071	-2.584	-376
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-219	-855	-868	-1.173	-376
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0	-203	-1.411	0
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>15.693</b>	<b>9.285</b>	<b>10.463</b>	<b>2.483</b>	<b>12.553</b>
Olağanüstü Gelir ve Kârlar	440	510	922	1.886	1.128
Olağanüstü Gider ve Zararlar (-)	-2.070	-680	-3.523	-1.149	-896
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>14.064</b>	<b>9.116</b>	<b>7.862</b>	<b>3.220</b>	<b>12.785</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-3.538	-1.877	-2.646	-1.931	-4.173
<b>NET DÖNEM KARI</b>	<b>10.525</b>	<b>7.239</b>	<b>5.216</b>	<b>1.288</b>	<b>8.612</b>



EK 2. TABLO 7. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. GEÇMİŞ YIL BİLANÇOLARI (1.000 \$)

VARLIKLAR	1998	1999	2000	2001	2002
Hazır Değerler	771	140	1.804	932	4.839
Menkul Kıymetler	1.754	397	0	107	0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	10.276	7.247	9.915	5.617	4.917
Stoklar	8.543	5.725	5.773	4.161	3.224
Diğer Dönen Varlıklar	990	1.416	3.003	2.119	3.434
<b>TOP. DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>22.335</b>	<b>14.925</b>	<b>20.495</b>	<b>12.936</b>	<b>16.414</b>
Brüt Maddi Duran Varlıklar	46.882	50.462	54.297	40.649	40.607
B.Amortismanlar	-26.141	-27.759	-33.141	-26.221	-26.694
<b>Net Maddi Duran Varlıklar</b>	<b>20.741</b>	<b>22.703</b>	<b>21.156</b>	<b>14.428</b>	<b>13.913</b>
Uzun Vadeli Alacaklar	1	1	3.030	0	0
Finansal Duran Varlıklar	9.662	10.088	12.665	7.745	14.087
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	66	31	38	14	151
Diğer Duran Varlıklar	73	16	64	24	9
<b>TOP. DURAN VARLIKLAR</b>	<b>30.544</b>	<b>32.839</b>	<b>36.953</b>	<b>22.211</b>	<b>28.161</b>
<b>TOP.VARLIKLAR (AKTİF)</b>	<b>52.879</b>	<b>47.764</b>	<b>57.448</b>	<b>35.147</b>	<b>44.574</b>

BORÇLAR VE ÖZKAYNAKLAR					
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	69	3.351	2.038	160	2.103
K.Vadeli Ticari Borçlar	3.375	4.063	4.964	3.999	4.422
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2.013	681	1.417	1.003	1.713
Borç ve Gider Karşılıkları	2.941	2.092	2.828	1.954	4.227
<b>TOP.KISA VADELİ BORÇLAR</b>	<b>8.398</b>	<b>10.187</b>	<b>11.247</b>	<b>7.115</b>	<b>12.466</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	2.038	2.316	0
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	2	37	3.030	0	0
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0
Borç ve Gider Karşılıkları	1.011	1.066	1.319	1.192	1.094
<b>TOP.UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	<b>1.013</b>	<b>1.103</b>	<b>6.387</b>	<b>3.507</b>	<b>1.094</b>
Ödenmiş Sermaye	11.744	7.209	5.434	2.882	4.405
Emisyon Primi	857	526	397	210	0
Y.D.Değer Artışı	11.464	12.666	17.640	13.773	12.846
Yedekler	8.878	8.834	11.128	6.371	5.151
N.Dönem Karı (Zararı)	10.525	7.239	5.216	1.288	8.612
G.Yıl Karları (Zararları)	0	0	0	0	0
<b>TOP. ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>43.468</b>	<b>36.473</b>	<b>39.814</b>	<b>24.524</b>	<b>31.015</b>
<b>TOP.BORÇ.VE ÖZKAYNAK.</b>	<b>52.879</b>	<b>47.764</b>	<b>57.448</b>	<b>35.147</b>	<b>44.574</b>

**EK 2. TABLO 8. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. GEÇMİŞ YIL GELİR TABLOLARI (1.000 \$)**

	1998	1999	2000	2001	2002
Net Satışlar	49.041	35.472	38.965	36.110	43.174
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	- 27.688	- 17.399	- 20.194	- 20.149	- 23.233
Faaliyet Giderleri	- 5.126	- 5.749	- 4.432	- 7.182	- 4.702
Amortisman Giderleri	- 3.985	- 4.289	- 4.615	- 3.455	- 3.452
<b>Esas Faaliyet Kârı (Zararı)</b>	<b>12.242</b>	<b>8.034</b>	<b>9.724</b>	<b>5.324</b>	<b>11.788</b>
Maddi Olmayan Duran Varlık Amortismanı	-	-	-	-	-
Diğ.Faal.den Olağ. Gelirler (Faiz+Temettü)	4.229	2.372	2.157	2.679	2.150
Diğer Faaliyetlerden Olağan Giderler	- 559	- 266	- 347	- 2.936	- 1.008
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	- 219	- 855	- 868	- 1.173	- 376
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-	-	- 203	- 1.411	-
<b>Faaliyet Kârı (Zararı)</b>	<b>15.693</b>	<b>9.285</b>	<b>10.463</b>	<b>2.483</b>	<b>12.553</b>
Olağandışı Gelir ve Kârlar	440	510	922	1.886	1.128
Olağandışı Gider ve Zararlar	- 2.070	- 680	- 3.523	- 1.149	- 896
<b>Dönem Kârı (Zararı)</b>	<b>14.064</b>	<b>9.116</b>	<b>7.862</b>	<b>3.220</b>	<b>12.785</b>
Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.	- 3.538	- 1.877	- 2.646	- 1.931	- 4.173
<b>Net Kâr</b>	<b>10.525</b>	<b>7.239</b>	<b>5.216</b>	<b>1.288</b>	<b>8.612</b>

**EK 2. TABLO 9. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. FAALİYET KARI ÜZERİNDEN VERGİ VE NET FAALİYET KARI (1.000 \$)**

	1998	1999	2000	2001	2002
Kurumlar Vergisi	3.538	1.877	2.646	1.931	4.173
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (KVB)	77	299	304	411	132
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (UVB)	-	-	71	494	-
Faiz Gelirinin Vergisi	- 1.480	- 830	- 755	- 938	- 752
Faaliyet Dışı Gelirin Vergisi					
<b>Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi</b>	<b>2.135</b>	<b>1.346</b>	<b>2.266</b>	<b>1.898</b>	<b>3.553</b>
<b>NET FAALİYET KARI</b>					
Net Satışlar	49.041	35.472	38.965	36.110	43.174
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	- 27.688	- 17.399	- 20.194	- 20.149	- 23.233
Faaliyet Giderleri	- 5.126	- 5.749	- 4.432	- 7.182	- 4.702
Amortisman Giderleri	- 3.985	- 4.289	- 4.615	- 3.455	- 3.452
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>12.242</b>	<b>8.034</b>	<b>9.724</b>	<b>5.324</b>	<b>11.788</b>
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	- 2.135	- 1.346	- 2.266	- 1.898	- 3.553
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>10.107</b>	<b>6.688</b>	<b>7.458</b>	<b>3.426</b>	<b>8.235</b>

**EK 2. TABLO 10. GEÇMİŞ YILLAR NET FAALİYET KARI ( 1.000 \$ )**

NET FAALİYET KARI	1998	1999	2000	2001	2002
Net Kâr	10.525	7.239	5.216	1.288	8.612
MODV Amortismanı (+)	-	-	-	-	-
Olağandışı Gelir ve Kârlar (-)	- 440	- 510	- 922	- 1.886	- 1.128
Olağandışı Gider ve Zararlar (+)	2.070	680	3.523	1.149	896
<b>Düzeltilmiş Net Kâr</b>	<b>12.155</b>	<b>7.408</b>	<b>7.817</b>	<b>552</b>	<b>8.380</b>
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)(+)	142	556	564	762	245
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)(+)	-	-	132	917	-
<b>Yatırımcılara Kalan Toplam Gelir</b>	<b>12.297</b>	<b>7.964</b>	<b>8.513</b>	<b>2.231</b>	<b>8.625</b>
Vergi Sonrası Diğer Faal. Gelir (Faiz+Temettü)(-)	- 2.749	- 1.542	- 1.402	- 1.741	- 1.397
Diğer Faaliyetlerden Olağan Giderler(+)	559	266	347	2.936	1.008
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>10.107</b>	<b>6.688</b>	<b>7.458</b>	<b>3.426</b>	<b>8.235</b>

**EK 2. TABLO 11. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. GEÇMİŞ YILLAR YATIRILAN SERMAYE TABLOSU (1.000 \$)**

	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	20.580	14.528	20.495	12.829	16.414
K. Vad.Borçlar (Finans.Borç Hariç)	8.329	6.836	9.210	6.956	10.363
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>12.252</b>	<b>7.692</b>	<b>11.286</b>	<b>5.873</b>	<b>6.051</b>
Net Maddi Duran Varlıklar	20.741	22.703	21.156	14.428	13.913
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	- 939-	- 1.086-	- 1.256-	- 1.167-	- 1.085-
<b>Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>	<b>32.055</b>	<b>29.308</b>	<b>31.186</b>	<b>19.134</b>	<b>18.879</b>
Menkul Kıymetler	1.754	397	-	107	-
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	66	31	38	14	151
Finansal Duran Varlıklar	9.662	10.088	12.665	7.745	14.087
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>43.537</b>	<b>39.825</b>	<b>43.890</b>	<b>27.000</b>	<b>33.117</b>
Ödenmiş Sermaye	11.744	7.209	5.434	2.882	4.405
Diğer Özkaynaklar	31.725	29.265	34.380	21.642	26.610
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>43.468</b>	<b>36.473</b>	<b>39.814</b>	<b>24.524</b>	<b>31.015</b>
Kısa ve Uzun Vad. Finans. Borçlar	69	3.351	4.076	2.475	2.103
<b>Toplam Finansman Kaynakları</b>	<b>43.537</b>	<b>39.825</b>	<b>43.890</b>	<b>27.000</b>	<b>33.117</b>

**EK 2. TABLO 12. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. GEÇMİŞ YILLAR TEMEL PERFORMANS ORANLARI TABLOSU**

	1999	2000	2001	2002
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi</b>				
SMM+FG / Net Satışlar	-65,3%	-63,2%	-75,7%	-64,7%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	12,1%	11,8%	9,6%	8,0%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	22,6%	25,0%	14,7%	27,3%
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	58,5%	58,3%	58,6%	33,4%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	34,5%	19,7%	31,3%	13,6%
Net Diğer Varlıklar / Net Satışlar				
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye	110,7%	133,0%	115,8%	225,6%
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	25,1%	33,2%	17,1%	61,6%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi + Fonlar)	16,8%	23,3%	35,7%	30,1%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	20,9%	25,4%	11,0%	43,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	20,8%	25,4%	11,0%	43,0%
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)</b>				
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	61,2%	56,3%	49,3%	32,8%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	28,1%	24,4%	23,8%	13,8%
Net Diğer Varlıklar / Net Satışlar				
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	115,6%	128,8%	143,5%	227,2%
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	26,2%	32,1%	21,2%	62,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	21,8%	24,7%	13,6%	43,3%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	21,8%	24,6%	13,6%	43,1%
<b>Büyüme Oranları</b>				
Net Satışların Büyüme Oranı	-27,7%	9,8%	-7,3%	19,6%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-34,4%	21,0%	-45,2%	121,4%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	-33,8%	11,5%	-54,1%	140,4%
Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-8,6%	6,4%	-38,6%	-1,3%
<b>Özkaynak Getirisi</b>				
Ortalama Özkaynak Getirisi	18,1%	13,7%	4,0%	31,0%

**EK 2. TABLO 13. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. GEÇMİŞ YILLAR DİĞER ORANLAR TABLOSU**

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Faaliyetler</b>					
Net Satışlardaki Büyüme		-27,7%	9,8%	-7,3%	19,6%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	56,5%	49,1%	51,8%	55,8%	53,8%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	10,5%	16,2%	11,4%	19,9%	10,9%
<b>Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj</b>	<b>33,1%</b>	<b>34,7%</b>	<b>36,8%</b>	<b>24,3%</b>	<b>35,3%</b>
Amortismanlar/Net Satışlar	8,1%	12,1%	11,8%	9,6%	8,0%
<b>Faaliyet Marjı</b>	<b>25,0%</b>	<b>22,6%</b>	<b>25,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>27,3%</b>
<b>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</b>					
Nakit İhtiyacı	1,6%	0,4%	4,6%	2,6%	11,2%
Ticari Alacaklar	21,0%	20,4%	25,4%	15,6%	11,4%
Stoklar	17,4%	16,1%	14,8%	11,5%	7,5%
Diğer Dönen Varlıklar	2,0%	4,0%	7,7%	5,9%	8,0%
Ticari Borçlar	6,9%	11,5%	12,7%	11,1%	10,2%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4,1%	1,9%	3,6%	2,8%	4,0%
<b>Net İşletme Sermayesi Marjı</b>	<b>31,0%</b>	<b>27,6%</b>	<b>36,2%</b>	<b>21,7%</b>	<b>23,8%</b>
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>					
Brüt Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	95,6%	142,3%	139,3%	112,6%	94,1%
Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	42,3%	64,0%	54,3%	40,0%	32,2%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV		9,1%	9,1%	6,4%	8,5%

**EK 2. TABLO 14. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. GEÇMİŞ YILLAR EKONOMİK KAR (1.000 \$) TABLOSU**

	1999	2000	2001	2002
Yatırılan Sermayenin Getirisi	20,9%	25,4%	11,0%	43,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>Net Getiri Oranı</b>	<b>5,9%</b>	<b>10,4%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>28,0%</b>
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	32.055	29.308	31.186	19.134
Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)	<b>1.879</b>	<b>3.062</b>	- 1.252	<b>5.365</b>
Net İşletme Kârı	6.688	7.458	3.426	8.235
Sermaye Maliyeti	- 4.808	- 4.396	- 4.678	- 2.870
<b>Ekonomik Kâr</b>	<b>1.879</b>	<b>3.062</b>	- 1.252	<b>5.365</b>

**EK 2. TABLO 15. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. GELECEK YILLAR FAALİYETLERLE İLGİLİ ÖNGÖRÜLER**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Faaliyetler</b>					
Net Satışlardaki Büyüme	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
<b>Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj</b>	<b>0,34</b>	<b>0,34</b>	<b>0,34</b>	<b>0,34</b>	<b>0,34</b>
<b>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</b>					
Nakit İhtiyacı	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Menkul Kıymetler	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Stoklar	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Diğer Dönen Varlıklar	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Ticari Borçlar	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
<b>Net İşletme Sermayesi Marjı</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>					
Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Eskime Tutarı/Geçen Yıl MDV	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04

**EK 2. TABLO 16. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. DİĞER ÖNGÖRÜLER**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Vergiler</b>					
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi Oranı	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Faiz ve Kâr Dağıtım Oranı</b>					
Menkul Kıymetlerin Faiz Getirisi	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kısa Vadeli Borçların Faiz Oranı	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Mevcut Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	0	0	0	0	0
Yeni Uzun Vadeli Borçların Faiz Oranı	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
<b>Kâr Dağıtım Oranı</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>

EK 2. TABLO 17. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş.TAHMİNİ BİLANÇOLAR ( 1.000 \$ )

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>VARLIKLAR</b>					
Hazır Değerler	475	522	575	632	695
Menkul Kıymetler		2.177	5.975	10.230	14.992
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	5.224	5.746	6.321	6.953	7.649
Stoklar	3.324	3.657	4.023	4.425	4.867
Diğer Dönen Varlıklar	2.849	3.134	3.448	3.793	4.172
<b>TOP. DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>11.873</b>	<b>15.237</b>	<b>20.341</b>	<b>26.033</b>	<b>32.375</b>
Brüt Maddi Duran Varlıklar	41.753	44.013	46.460	49.113	51.992
B.Amortismanlar	- 27.506	- 28.341	- 29.221	- 30.150	- 31.132
<b>Net Maddi Duran Varlıklar</b>	<b>14.247</b>	<b>15.672</b>	<b>17.239</b>	<b>18.963</b>	<b>20.860</b>
Uzun Vadeli Alacaklar	-	-	-	-	-
Finansal Duran Varlıklar	14.087	14.087	14.087	14.087	14.087
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	146	141	136	131	126
Diğer Duran Varlıklar	9	9	9	9	9
<b>TOP. DURAN VARLIKLAR</b>	<b>28.490</b>	<b>29.909</b>	<b>31.472</b>	<b>33.191</b>	<b>35.082</b>
<b>TOP.VARLIKLAR (AKTİF)</b>	<b>40.363</b>	<b>45.147</b>	<b>51.813</b>	<b>59.223</b>	<b>67.457</b>

<b>BORÇLAR VE ÖZKAYNAKLAR</b>					
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.181	-	-	-	-
K.Vadeli Ticari Borçlar	4.749	5.224	5.746	6.321	6.953
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1.900	2.090	2.299	2.528	2.781
Borç ve Gider Karşılıkları	-	-	-	-	-
<b>TOP.KISA VADELİ BORÇLAR</b>	<b>7.830</b>	<b>7.314</b>	<b>8.045</b>	<b>8.850</b>	<b>9.734</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	-	-	-	-	-
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	-	-	-	-	-
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	-	-	-	-	-
Borç ve Gider Karşılıkları	1.094	1.094	1.094	1.094	1.094
<b>TOP.UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	<b>1.094</b>	<b>1.094</b>	<b>1.094</b>	<b>1.094</b>	<b>1.094</b>
Ödenmiş Sermaye	4.405	4.405	4.405	4.405	4.405
Emisyon Primi	-	-	-	-	-
Y.D.Değer Artışı	12.846	12.846	12.846	12.846	12.846
Yedekler	14.187	19.487	25.422	32.028	39.376
<b>TOP. ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>31.439</b>	<b>36.739</b>	<b>42.673</b>	<b>49.280</b>	<b>56.628</b>
<b>TOP.BORÇLAR VE ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>40.363</b>	<b>45.147</b>	<b>51.813</b>	<b>59.224</b>	<b>67.456</b>



**EK 2. TABLO 18. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. TAHMİNİ GELİR TABLOLARI ( 1.000 \$ )**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Net Satışlar</b>	<b>47.491</b>	<b>52.240</b>	<b>57.464</b>	<b>63.211</b>	<b>69.532</b>
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	- 26.120-	- 28.732-	- 31.605-	- 34.766-	- 38.243-
Faaliyet Giderleri	- 5.224-	- 5.746-	- 6.321-	- 6.953-	- 7.649-
Amortisman Giderleri	- 2.436-	- 2.505-	- 2.641-	- 2.788-	- 2.947-
<b>Esas Faaliyet Kârı (Zararı)</b>	<b>13.711</b>	<b>15.257</b>	<b>16.897</b>	<b>18.704</b>	<b>20.694</b>
Maddi Olmayan Duran Varlık Amortismanı	- 5-	- 5-	- 5-	- 5-	- 5-
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelirler (Faiz+Temettü)	-	-	65	179	307
Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri	- 189-	- 106-	-	-	-
Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri	-	-	-	-	-
<b>Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>13.516</b>	<b>15.145</b>	<b>16.957</b>	<b>18.878</b>	<b>20.996</b>
Olağandışı Gelir ve Kârlar	-	-	-	-	-
Olağandışı Gider ve Zararlar	-	-	-	-	-
<b>Dönem Kârı (Zararı)</b>	<b>13.516</b>	<b>15.145</b>	<b>16.957</b>	<b>18.878</b>	<b>20.996</b>
Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.	- 4.056-	- 4.545-	- 5.089-	- 5.665-	- 6.300-
<b>Net Kâr</b>	<b>9.460</b>	<b>10.600</b>	<b>11.869</b>	<b>13.213</b>	<b>14.696</b>

**EK 2. TABLO 19. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. YEDEKLER (1.000 \$)**

	2003	2004	2005	2006	2007
Dönem Başı Yedek Tutarı	9.457	14.187	19.487	25.422	32.028
Net Kâr	9.460	10.600	11.869	13.213	14.696
Dağıtılan Temettü	-4.730	-5.300	-5.934	-6.607	-7.348
<b>Dönem Sonu Yedek Tutarı</b>	<b>14.187</b>	<b>19.487</b>	<b>25.422</b>	<b>32.028</b>	<b>39.376</b>

**EK 2. TABLO 20. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. FAALİYET KARI ÜZERİNDEN VERGİ TABLOSU (1.000 \$)**

	2003	2004	2005	2006	2007
Kurumlar Vergisi	4.056	4.545	5.089	5.665	6.300
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (KVB)	57	32	-	-	-
Finansman Giderlerindeki Vergi Koruması (UVB)	-	-	-	-	-
Faiz Gelirinin Vergisi	-	-	20	54	92
Olağandışı Gelir ve Kârların Vergisi	-	-	-	-	-
Olağandışı Gider ve Zararların Vergi Koruması	-	-	-	-	-
<b>Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi</b>	<b>4.113</b>	<b>4.577</b>	<b>5.069</b>	<b>5.611</b>	<b>6.208</b>

EK 2. TABLO 21. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. TAHMİNİ NET FAALİYET KARI ( 1.000 \$ )

NET FAALİYET KARI	2003	2004	2005	2006	2007
Net Satışlar	47.491	52.240	57.464	63.211	69.532
Satışların Maliyeti (Amortisman Hariç)	- 26.120	- 28.732	- 31.605	- 34.766	- 38.243
Faaliyet Giderleri	- 5.224	- 5.746	- 6.321	- 6.953	- 7.649
Amortisman Giderleri	- 2.436	- 2.505	- 2.641	- 2.788	- 2.947
<b>Faaliyet Kârı</b>	<b>13.711</b>	<b>15.257</b>	<b>16.897</b>	<b>18.704</b>	<b>20.694</b>
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	- 4.113	- 4.577	- 5.069	- 5.611	- 6.208
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>9.597</b>	<b>10.680</b>	<b>11.828</b>	<b>13.093</b>	<b>14.486</b>

EK 2. TABLO 22. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. TAHMİNİ NET FAALİYET KARI ( 1.000 \$ )

NET FAALİYET KARI	2003	2004	2005	2006	2007
Net Kâr	9.460	10.600	11.869	13.213	14.696
MODV Amortismanı (+)	5	5	5	5	5
<b>Düzeltilmiş Net Kâr</b>	<b>9.465</b>	<b>10.605</b>	<b>11.874</b>	<b>13.218</b>	<b>14.701</b>
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)(+)	132	74	-	-	-
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)(+)	-	-	-	-	-
<b>Yatırımcılara Kalan Toplam Gelir</b>	<b>9.597</b>	<b>10.680</b>	<b>11.874</b>	<b>13.218</b>	<b>14.701</b>
Vergi Sonrası Faiz Geliri(-)	-	-	46	125	215
Vergi Sonrası Olağan Dışı Gelir ve Kârlar(-)	-	-	-	-	-
Vergi Sonrası Olağan Dışı Gider ve Zararlar(+)	-	-	-	-	-
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>9.597</b>	<b>10.680</b>	<b>11.828</b>	<b>13.093</b>	<b>14.486</b>

EK 2. TABLO 23. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. TAHMİNİ YATIRILAN SERMAYE ( 1.000 \$ )

	2003	2004	2005	2006	2007
Dönen Varlıklar (Menkul Kıymetler Hariç)	11.873	13.060	14.366	15.803	17.383
Kısa Vadeli Borçlar (Finansal Borç Hariç)	6.649	7.314	8.045	8.850	9.734
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>5.224</b>	<b>5.746</b>	<b>6.321</b>	<b>6.953</b>	<b>7.649</b>
Net Maddi Duran Varlıklar	14.247	15.672	17.239	18.963	20.860
Diğer Varlıklar - Diğer Borçlar	- 1.085	- 1.085	- 1.085	- 1.085	- 1.085
<b>Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye</b>	<b>18.386</b>	<b>20.334</b>	<b>22.475</b>	<b>24.832</b>	<b>27.423</b>
Menkul Kıymetler	-	2.177	5.975	10.230	14.992
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	146	141	136	131	126
Finansal Duran Varlıklar	14.087	14.087	14.087	14.087	14.087
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>32.619</b>	<b>36.739</b>	<b>42.673</b>	<b>49.279</b>	<b>56.628</b>
Ödenmiş Sermaye	4.405	4.405	4.405	4.405	4.405
Diğer Özkaynaklar	27.034	32.334	38.268	44.875	52.223
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>31.439</b>	<b>36.739</b>	<b>42.673</b>	<b>49.280</b>	<b>56.628</b>
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1.181	-	-	-	-
<b>Toplam Yatırılan Sermaye</b>	<b>32.620</b>	<b>36.739</b>	<b>42.673</b>	<b>49.280</b>	<b>56.628</b>

EK 2. TABLO 24. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. TAHMİNİ NET NAKİT AKIMI ( 1.000 \$ )

	2003	2004	2005	2006	2007
Faaliyet Kârı	13.711	15.257	16.897	18.704	20.694
Faaliyet Kârı Üzerinden Vergi	- 4.113	- 4.577	- 5.069	- 5.611	- 6.208
<b>Net Faaliyet Kârı (NOPLAT)</b>	<b>9.597</b>	<b>10.680</b>	<b>11.828</b>	<b>13.093</b>	<b>14.486</b>
Amortismanlar	2.436	2.505	2.641	2.788	2.947
<b>Brüt Nakit Akımı</b>	<b>12.034</b>	<b>13.185</b>	<b>14.469</b>	<b>15.880</b>	<b>17.433</b>
İşletme Sermayesindeki Artış	- 827	522	575	632	695
Sabit Sermaye Yatırımı	2.771	3.930	4.208	4.512	4.843
Diğer Varlıklardaki Artış	- 0	-	-	-	-
Finansal Duran Varlıklardaki Artış	-	-	-	-	-
<b>Brüt Yatırım</b>	<b>1.944</b>	<b>4.452</b>	<b>4.783</b>	<b>5.144</b>	<b>5.538</b>
<b>MODVY Öncesi Net Nakit Akımı</b>	<b>10.090</b>	<b>8.732</b>	<b>9.686</b>	<b>10.737</b>	<b>11.894</b>
Maddi Olmayan Duran Varlık Yatırımı	-	-	-	-	-
<b>Net Nakit Akımı</b>	<b>10.090</b>	<b>8.732</b>	<b>9.686</b>	<b>10.737</b>	<b>11.894</b>
Faaliyet Dışı Nakit Akımı	-	-	-	-	-
<b>Yatırımcılara Kalan Nakit</b>	<b>10.090</b>	<b>8.732</b>	<b>9.686</b>	<b>10.737</b>	<b>11.894</b>
<b>Nakit Akımının Kaynağı</b>					
Vergi Sonrası Faiz Geliri	0	0	-46	-125	-216
Menkul Kıymetlerdeki Artış/(Azalış)	0	2.177	3.798	4.255	4.762
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (KVB)	132	74	0	0	0
Vergi Sonrası Finansman Giderleri (UVB)	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	922	1.181	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlardaki Azalış/(Artış)	0	0	0	0	0
Temettü	4.730	5.300	5.934	6.607	7.348
Temettü (2002)	4.306				
<b>Toplam Nakit Akımı</b>	<b>10.090</b>	<b>8.732</b>	<b>9.687</b>	<b>10.737</b>	<b>11.894</b>

**EK 2. TABLO 25. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. ÖNGÖRÜLEN TEMEL PERFORMANS ORANLARI**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi</b>					
SMM+FG / Net Satışlar	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%	66,0%
Amortisman Giderleri / Net Satışlar	5,1%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%
Faaliyet Kârı / Net Satışlar	28,9%	29,2%	29,4%	29,6%	29,8%
Net Maddi Duran Varlıklar (İlk Yıl 2002) / Net Satışlar	29,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
Net İşletme Sermayesi (İlk Yıl 2002) / Net Satışlar	12,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Net Satışlar / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye (İlk Yıl 2002)	251,6%	284,1%	282,6%	281,2%	280,0%
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi (İlk Yıl 2002)	72,6%	83,0%	83,1%	83,2%	83,3%
Vergi Oranı (Kurumlar Vergisi, Fonlar vb.)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (İlk Yıl 2002)	50,8%	58,1%	58,2%	58,3%	58,3%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	50,4%	57,6%	57,8%	57,9%	58,0%
<b>Yatırılan Sermayenin Getirisi (Ortalama)</b>					
Net Maddi Duran Varlıklar / Net Satışlar	29,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	11,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Net Satışlar / Yatırılan Sermaye	254,9%	269,8%	268,5%	267,2%	266,1%
Vergi Öncesi Yatırılan Sermayenin Getirisi	73,6%	78,8%	78,9%	79,1%	79,2%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi	51,5%	55,2%	55,3%	55,4%	55,4%
Vergi Sonrası Yatırılan Sermayenin Getirisi (MODV Dahil)	51,1%	54,8%	54,9%	55,0%	55,2%
<b>Büyüme Oranları</b>					
Net Satışların Büyüme Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Brüt Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	16,3%	11,3%	10,8%	10,7%	10,6%
Net Faaliyet Kârı Büyüme Oranı	16,5%	11,3%	10,8%	10,7%	10,6%
Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye Büyüme Oranı	-2,6%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%
<b>Özkaynak Getirisi</b>					
Ortalama Özkaynak Getirisi	30,3%	31,1%	29,9%	28,7%	27,8%

EK 2. TABLO 26. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. DİĞER ÖNGÖRÜ ORANLARI

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Faaliyetler</b>					
Net Satışlardaki Büyüme	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Satılan Malın Maliyeti/Net Satışlar (Amort.Hariç)	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
<b>Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Marj</b>	<b>34,0%</b>	<b>34,0%</b>	<b>34,0%</b>	<b>34,0%</b>	<b>34,0%</b>
Amortismanlar/Net Satışlar	5,1%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%
<b>Faaliyet Marjı</b>	<b>28,9%</b>	<b>29,2%</b>	<b>29,4%</b>	<b>29,6%</b>	<b>29,8%</b>
<b>İşletme Sermayesi/Net Satışlar</b>					
Nakit İhtiyacı	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Ticari Alacaklar	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Stoklar	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Diğer Dönen Varlıklar	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Ticari Borçlar	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Net İşletme Sermayesi Marjı</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>
<b>Maddi Duran Varlıklar</b>					
Brüt Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	87,9%	84,3%	80,9%	77,7%	74,8%
Net Maddi Duran Varlıklar/Net Satışlar	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Amortismanlar/Geçen Yıl MDV	0,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

EK 2. TABLO 27. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş. ÖNGÖRÜLEN EKONOMİK KAR ( 1.000 \$ )

	2003	2004	2005	2006	2007
Yatırılan Sermayenin Getirisi	50,8%	58,1%	58,2%	58,3%	58,3%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>Net Getiri Oranı</b>	<b>35,8%</b>	<b>43,1%</b>	<b>43,2%</b>	<b>43,3%</b>	<b>43,3%</b>
Yatırılan Sermaye (Dönem Başı)	18.879	18.386	20.334	22.475	24.832
<b>Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)</b>	<b>6.766</b>	<b>7.922</b>	<b>8.778</b>	<b>9.722</b>	<b>10.761</b>
Net İşletme Kârı	9.597	10.680	11.828	13.093	14.486
Sermaye Maliyeti	- 2.832	- 2.758	- 3.050	- 3.371	- 3.725
<b>Ekonomik Kâr (MODVY Öncesi)</b>	<b>6.766</b>	<b>7.922</b>	<b>8.778</b>	<b>9.722</b>	<b>10.761</b>

**EK 2. TABLO 28. GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO A.Ş %10 SATIŞ BÜYÜME HIZINA GÖRE FİRMA DEĞERİ**

**DEVAM EDEN DEĞER ( 1.000 \$ )**

NOPLAT	14.486
WACC	0,150
ROIC	0,150
BÜYÜME	0,100
<b>DED</b>	<b>96.573</b>

**FCFF YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ (1000 \$)**

	SERBEST	İSKONTO	1 / İSKONTO	NET BUGÜNKÜ
YILLAR	NAKİT AKIMI	FAKTÖRÜ	FAKTÖRÜ	DEĞER
2003	10.090	1,15000	0,8696	8.774
2004	8.732	1,32250	0,7561	6.603
2005	9.686	1,52088	0,6575	6.369
2006	10.737	1,74901	0,5718	6.139
<b>DED</b>	<b>96.573</b>	<b>1,74901</b>	<b>0,5718</b>	<b>55.220</b>
<b>Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>83.105</b>
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0724
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>89.120</b>

**DEVAM EDEN DEĞER ( 1.000 \$ )**

NOPLAT	14.486
WACC	0,150
ROIC	0,150
BÜYÜME	0,100
<b>Ekonomik Kar</b>	<b>10.761</b>
<b>Ekonomik Karın DED'i</b>	<b>71.740</b>
<b>Yatırılan Sermaye</b>	<b>24.833</b>
<b>DED</b>	<b>96.573</b>

**EKONOMİK KAR YÖNTEMİNE GÖRE FİRMANIN FAALİYETLERİNİN DEĞERİ (1000 \$)**

YILLAR	EKONOMİK KAR	İSKONTO FAKTÖRÜ	1 / İSKONTO FAKTÖRÜ	NET BUGÜNKÜ DEĞER
2003	6.766	1,15000	0,8696	5884
2004	7.922	1,32250	0,7561	5990
2005	8.778	1,52088	0,6575	5772
2006	9.722	1,74901	0,5718	5559
<b>DED</b>	<b>71.740</b>	<b>1,74901</b>	<b>0,5718</b>	<b>41021</b>
<b>Ekonomik Karın Bugünkü Değeri</b>				<b>64.225</b>
<b>Yatırılan Sermaye(2002 sonu)</b>				<b>18.879</b>
<b>Düzeltilme Öncesi Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>83.104</b>
Yıl Ortası Düzeltme Faktörü				1,0724
<b>Faaliyetlerin Değeri</b>				<b>89.119</b>

**FİRMA ÖZKAYNAKLARININ  
DEĞERİ (1.000\$)**

<b>Faaliyetlerin Değeri</b>	89.120			
Menkul Kıymetler	0			
<b>Firmanın Değeri</b>	89.120			
Finansal Borçlar	-2.103			
Vergi Sonrası Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü	-766			
<b>Özkaynakların Değeri</b>	86.251			
Hisse Senedi Sayısı	1.440.000.000	Adet	1.700.000	USD/TL.
<b>Hisse Senedinin Fiyatı</b>	101.824	TL/Adet	86.251.0000	USD/TL.
			146.626.700.000.000	TL
<b>İştirakler (Defter Değeri )</b>	14.087			
<b>Özkaynakların Değeri + İştirakler</b>	100.338		100.338.000	USD
Hisse Senedi Sayısı	1.440.000.000	Adet	170.574.600.000.000	TL
<b>Hisse Senedinin Fiyatı</b>	118.455	TL/Adet		



## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- Akdoğan, Nalan. **Enflasyon Muhasebesi**. Ankara: Kalite Matbaası, 1980.
- Akdoğan, Nalan ve Nejat Tenker. **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**. Yedinci Basım. Ankara: Gazi Kitabevi, 2001.
- Akgüç, Öztin. **Finansal Yönetim**. Yedinci Basım. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 1998.
- \_\_\_\_\_. **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**. Altıncı Basım. İstanbul: Arayış Yayıncılık, 2000.
- Aydın, Nurhan. **Finansal Yönetim**. Eskişehir: Birlik Ofset, 1999.
- Bektöre, Sabri., Ferruh Çömlekçi ve Halim Sözbilir. **Mali Tablolar Analizi**. Eskişehir: Birlik Ofset Yayıncılık, 2002.
- Bolak, Mehmet. **Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**. İkinci Basım. İstanbul: Beta Basım, 1994.
- Büker Semih., Rıza Aşkoğlu ve Güven Sevil. **Finansal Yönetim**. İkinci Basım. Eskişehir: Sakarya Gazetecilik ve Matbaacılık, 1997.
- Ceylan, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. Dördüncü Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi, 1995.
- Copeland, Tom., Tim Koller, Jack Murrin. **Valuation Measuring And Managing The Value Of Companies**. Third Edition, USA, 2000.
- Çetiner, Ertuğrul. **İşletmelerde Mali Analiz**. Üçüncü Basım. Ankara: Tutubay Yayınları, 1996.
- Erol, Cengiz. **Nakit Akımı Yaklaşım Yöntemiyle Kredi Değerlendirmesi**. İkinci Basım. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayın No:167, 1991.
- Erolgaç, Yılmaz. **Hisse Senetleri ve Tahviller**. İstanbul: Yükselen Matbaacılık, 1976.
- Gönenli, Atilla. **Finansal Tablolar**. İkinci Basım. İstanbul: Sermet Matbaası, 1979.
- Güvemli, Oktay., Nurgül R. Chambers, Mustafa İme. **Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi, Değerlendirilmesi ve İzlenmesi**. Altıncı Basım. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 1997.
- Helfert, Erich A. **Techniques of Financial Analysis**. Ninth Edition. USA, 1997.
- Higgins, Robert C. **Analysis For Financial Management**. Sixth Edition. Singapore, 2001.
- Karan, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**. Ankara: Gazi Kitabevi, 2001.
- Karaşin, A. Gültekin. **Sermaye Piyasası Analizleri**. Ankara: Beyda Ofset, 1986.

- Karlık, Rıdvan. **Türkiye Ekonomisi**. Altıncı Basım. İstanbul: Beta Basım Yayım, 1999.
- \_\_\_\_\_. **Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları**. İstanbul: Taştan Matbaası, 1983.
- Lalik, Ömer. **İşletmelerde Firma Değerinin Muhasebe Açısından İncelenmesi**. Ankara: A.İ.T.İ.A. Yayın No 80, 1975.
- Öney, Ayhan. **İktisadi ve Ticari Terimler Sözlüğü**. 3.Baskı. Ankara: Turhan Kitapevi, 1978.
- Özer, Gökhan. **Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler**. Ankara: Pelin Ofset, 1996.
- Radcliffe, Robert C. **Investment**. Third Edition. USA, 1990.
- Reilly, Frank K veKeith C. Brown. **Investment Analysis & Portfolio Management**. Fifth Edition. USA, 1997.
- Sağmanlı, Metin. **Şirket Değerleme ve Bir Uygulama Örneği**. İstanbul: Yayılım Matbaası, 1996.
- Tandoğan, Burhanettin. **Finansal Tablolar Analizi ve Finansman Yöntemlerinin Değerlendirilmesi**. İkinci Basım. Ankara: Vakıf Sistem Pazarlama Yazılım, 2002.
- Üreten, Aykan ve Metin Kamil Ercan. **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**. Ankara: Gazi Kitabevi, 2000.
- Veale, Stuart R. **Stocks Bonds Options Futures Investments and Their Markets**. USA,1987.
- Yazıcı, Kuddusi. **Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri**. Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayın ve Temsil Dairesi Başkanlığı, 1997.

## MAKALELER

- Akbulak, Yavuz. “Örnek Uygulamalarla Şirket Değerlemesi”. **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:260, s.188, Nisan 2003.
- Berberoğlu, Necat., Sadık Arslan ve Muharrem Afşar. “Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi”. **Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, C:10, S:1-2, s.10, 1992.
- Kutlu, Erol “Küreselleşme ve Etkileri”. **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt: 14, Sayı: 1-2:1068-146, s.366, 1998.

## TEZLER

Ertuğrul, Murat. “Entellektüel Sermayenin İşletme Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama”  
Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,  
2000.

Matar, Süreyya. “Hisse Senedi Değerleme Modelleri ve Bu Modellerin İstanbul Menkul  
Kıymetler Borsası’na Uygulanabilirliği”. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,  
Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 1997.

Meder, Hafize. “Firma Değeri ve Denizli’de İki Firma Üzerinde Bir Uygulama”  
Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler  
Enstitüsü, 2000.

## **KANUNLAR**

Vergi Usul Kanunu

Türk Ticaret Kanunu

Kurumlar Vergisi Kanunu

Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği

## **YÖNERGELER**

Dördüncü Yönerge

Yedinci Yönerge

Sekizinci Yönerge

## **İNTERNET**

[www.aksam.com](http://www.aksam.com)

[www.idari.cu.edu.tr](http://www.idari.cu.edu.tr)

[www.ntvmsnbc.com](http://www.ntvmsnbc.com)

Sönmez, Mustafa. **Eko Yazarlar**, [www.ntvmsnbc.com](http://www.ntvmsnbc.com)

[imkb.gov.tr](http://imkb.gov.tr)

## **RAPORLAR**

Göлтаş 2002 Faaliyet Raporu