

İşletme Ana Bilim Dalı

HALKA AÇILMA SÜRECİNİN FİRMA DEĞERLEMELERİ
VE
DEĞERLEME SÜRECİNE İLİŞKİN
KARŞILAŞTIRMALI BİR ARAŞTIRMA

Hazırlayan
Mustafa İlker ORMAN
140411117



T.C.
KARAMANOĞLU MEHMETBEY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

HALKA AÇILMA SÜRECİNİN FİRMA DEĞERLEMELERİ VE DEĞERLEME
SÜRECİNE İLİŞKİN KARŞILAŞTIRMALI BİR ARAŞTIRMA

Hazırlayan
Mustafa İlker ORMAN

İşletme Ana Bilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Mustafa MORTAŞ

KARAMAN – 2016

Bu tez, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Komisyonu tarafından 01-YL-16 no'lu proje ile desteklenmiştir.

**HALKA AÇILMA SÜRECİNİN FİRMA DEĞERLEMELERİ VE
DEĞERLEME SÜRECİNE İLİŞKİN KARŞILAŞTIRMALI BİR
ARAŞTIRMA**

Tezin Kabul Ediliş Tarihi:11.11.2016

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

Başkan: Prof. Dr. Osman ÇEVİK

Üye: Doç. Dr. Suphi ASLANOĞLU

Üye: Yrd. Doç. Dr. Mustafa MORTAŞ

İmzası

Bu tez, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun 27.10.2016 tarihli ve 2016/27-192 sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Enstitü Müdürü : Doç. Dr. İdris Nebi UYSAL



ÖNSÖZ

Bu çalışmanın bütün aşamalarında yoğun mesaisine rağmen değerli bilgi ve deneyimleriyle bana yol gösteren Sayın Danışman Hocam Yrd. Doç. Dr. Mustafa MORTAŞ'a teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca Yüksek Lisans öğrenimim boyunca değerli fikirlerini paylaşan ve yardımlarını esirgemeyen sevgili arkadaşlarım Harun ÖZMERDİVANLI ve Gökhan BÜYÜKGÖK'e, gösterdikleri sonsuz sabır için eşime ve aileme teşekkür ederim.

Mustafa İlker ORMAN

Karaman, 2016

ÖZET

. Halka arz sürecinin en önemli adımlarından biri firma değerinin doğruya en yakın şekilde tespit edilmesidir. Firma değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi olası yatırımcıların hisse senetlerine olan talebini artırarak halka arz işleminden beklenen getiriye olumlu yönde etkileyecektir. Halka arz işleminde şirketin değerinin belirlenmesi için birçok farklı yöntem kullanılmaktadır. Bu çalışmada firma değerlendirme yaklaşımları ayrıntılı bir şekilde incelenerek halka arz sürecinde firma değerinin doğru tespit edilmesi amaçlanmıştır. Ayrıca elde edilen sonuçlar BİST'teki verilerle karşılaştırılarak, hangi değerlendirme yaklaşımının piyasa değerine yakın sonuçlar verdiğini tespit etmek çalışmanın amacıdır.

Bu amaç doğrultusunda 31/12/2009 tarihinden sonra halka arz edilen BİST şehir endekslerine dâhil olan 8 firma analiz edilmiştir. Söz konusu firmaların 2009-2015 yılları arasındaki değerleri çeşitli değerlendirme yaklaşımlarına göre ölçülerek piyasa verileriyle karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak firma değerlendirme yaklaşımlarının birbirinden önemli ölçüde farklılıklar gösterdiği, firmanın gerçeğe en yakın değerinin tespit edilebilmesi için birden fazla yöntemin kullanılarak firma değerinin tespit edilmesinin daha yararlı olacağı ve halka arz işleminin firma değerini artırdığına veya azalttığına yönelik olarak bütün değerlendirme yaklaşımlarında birbirini destekleyen sonuçlara ulaşılamamıştır. Bu çalışma halka arz sürecinde şirket değerinin doğru bir şekilde ölçülebilmesi için önemlidir. Bu bağlamda çalışmanın firma değerlendirme ve halka arz konularında literatüre az da olsa katkı yapacağı düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Firma Değerleme, Halka Açılma Süreci, Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA), Piyasa Katma Değer Yöntemi (MVA), BIST Şehir Endeksi,

ABSTRACT

One of the most important steps in the public offering process is to determine the firm value nearest to the right value. Correctly identifying the firm value will increase the demand for potential investors' stocks and affect the expected positive impact on the public offering. A number of different methods are used to determine the value of the company in the public offering process. In this study, it is aimed to determine firm value correctly in the public offering process by examining firm valuation approaches in detail. Moreover, by comparing the results obtained with the data in the (Borsa İstanbul) BIST, it is aimed to try to determine which valuation approach gives the results close to the market value.

For this purpose, 8 firms included in the BIST city indexes that listed after 31.12.2009 were analyzed. The values of firms in 2009-2015 are measured by various valuation approaches and compared with market data. As a result, it is not possible to reach mutually supportive results in all appraisal approaches. In which the appraisal approaches of firms show significant differences from each other, that it is more useful to determine firm value by using more than one method in order to determine closest appraisal value of the company and that public offering process increases or decreases company value. This study is important in order to accurately measure company value in the public offering process. In this context, it is thought that this study will contribute to the literature in terms of the valuation of firms and its public offering process.

Keywords: Company Valuation, Public Offering Process, Economic Value Added Method, Market Value Added Method, BIST City Index.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
KISALTMALAR LİSTESİ.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

FİRMA DEĞERLEMESİ

1.1. Fiyat Değer ve Değerleme Kavramı.....	3
1.1.1. Firma Değerlemesi	3
1.1.2. Firma Değerlemesi Yapma Nedenleri	4
1.1.2.1. Birleşme ve Satın Alma.....	5
1.1.2.2. Portföy Yönetimi.....	6
1.1.2.3. Halka Arz	7
1.1.2.4. Özelleştirme	8
1.2. Şirket Değerlemede Kullanılan Değer Kavramları	9
1.2.1. Defter Değeri	9
1.2.2. Piyasa Değeri.....	10
1.2.3. Tasfiye Değeri	11
1.2.4. Yeniden İnşa Değeri	12
1.2.5. Emsal Değeri	12
1.2.6. Ekspertiz Değeri	12
1.2.7. Kapitulasyon Değeri	13
1.2.8. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	14
1.2.9. Hurda Değeri	14
1.3. Değerlemede Kullanılan Analizler.....	15
1.3.1. Temel Analiz	15
1.3.1.1. Ekonomik Analiz.....	16

1.3.1.2. Sektör Analizi.....	17
1.3.1.3. Firma Analizi.....	17
1.3.2. Teknik Analiz	18
1.3.2.1. Dow Teorisi.....	19
1.3.2.2. Mum grafik.....	21
1.3.2.3. Çizgi grafik (Line).....	22
1.3.2.4. Sıfır Çarpı Grafiği	23
1.3.2.5. Çubuk (Bar) Grafik	24
1.3.3. Modern Yaklaşım (Etkin Piyasa Kuramı)	26
1.3.3.1. Zayıf Formda Etkinlik.....	27
1.3.3.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik.....	28
1.3.3.3. Güçlü Formda Etkinlik.....	28
1.4. Şirket Değerlemesinde Kullanılan Değerleme Yaklaşımları	29
1.4.1. Net Aktif Değeri Yöntemi	29
1.4.2. Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı	30
1.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı	32
1.4.4. Fiyat/Nakit Akımı Oranı.....	33
1.4.5. Fiyat/Satış Oranı	34
1.4.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri	35
1.4.6.1. Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları (FCFF).....	36
1.4.6.2. Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları (FCFE)	38
1.4.7. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)	39
1.4.8. Piyasa Katma Değer Yöntemi (MVA)	41
1.4.9. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı Oranı Yöntemi (CFROI).....	42
1.4.10. Artık Kâr Yöntemi (EBO) (Normal Dışı Kâr Yöntemi).....	44
1.4.11. Ekonomik Kâr Modeli	46

II. BÖLÜM

HALKA ARZ VE HALKA AÇILMA SÜRECİ

2.1. Halka Açılmanın Kavramsal Çerçevesi	47
2.2. Halka Açılmanın Avantajları	48
2.3. Halka Açılmanın Dezavantajları	49
2.4. Halka Açılma Yöntemleri	50

2.4.1. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz.....	51
2.4.2. Mevcut Payların Halka Arzı	51
2.4.3. İki Yöntemin Bir Arada Kullanılması	52
2.5. Halka Açılmada Kullanılan Satış Yöntemleri.....	52
2.5.1. Talep Toplama Yöntemi.....	53
2.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama	54
2.5.1.2. Fiyat Aralığıyla Talep Toplama Yöntemi	55
2.5.1.3. Fiyat Teklifi Alma Yolu İle Talep Toplama.....	56
2.5.2. Borsa’da Satış Yöntemi	56
2.5.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi.....	57
2.6. Halka Arz Süreci	57
2.6.1. Şirket İçi Çalışma Grubu Oluşturulması ve Aracı Kuruluş Seçimi.....	58
2.6.2. Finansal Tabloların Hazırlanması ve Bağımsız Denetim Şirketi	58
2.6.3. Genel Kurul ve Esas Sözleşme Değişikliği	58
2.6.4. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi.....	59
2.6.5. SPK ve BİST’e Müracaat	59
2.6.6. Tanıtım Faaliyetleri	60
2.6.7. SPK ve BİST Uzmanlarınca İncelemeler Yapılması.....	61
2.6.8. Takas ve Saklama Bankası ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna Müracaat	61
2.6.9. Paylara İlişkin İzahnamenin Onaylanması	62
2.6.10. Hisse Senetlerinin Halka Arzı	62
2.6.11. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi ve Borsa’da İşlem Görme.....	63
2.7. Halka Açılmanın Maliyeti	63
2.7.1. Aracı Kuruluşlara Ödenen Ücretler	64
2.7.2. Sermaye Piyasası Kuruluna Ödenen Ücretler	65
2.7.3. Borsa İstanbul (BİST)’a Ödenen Ücretler	65
2.7.4. Merkezi Kayıt Kuruluşuna Ödenen Ücretler.....	65
2.7.5. Diğer Giderler.....	65
2.8. Halka Arza Aracılık Yöntemleri	66
2.8.1. En İyi Gayret Aracılığı	66
2.8.2. Aracılık Yüklenimi.....	67

III. BÖLÜM

BİST ŞEHİR ENDEKSLERİNE DÂHİL ŞİRKETLERİN DEĞERLEMELERİ

3.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi	69
3.2. Araştırmayla İlgili Literatür Taraması	72
3.3. Araştırmaya Konu Olan Döneme İlişkin Genel Ekonomik Durum ve BİST 100 Endeksi.....	74
3.4. Araştırmada Yer Alan Firma Bilgileri	76
3.4.1. Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	76
3.4.2. Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	76
3.4.3. Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş.	77
3.4.4. Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	78
3.4.5. İttifak Holding.....	78
3.4.6. Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	79
3.4.7. Tümosan Motor ve Traktör Sanayii A.Ş.	79
3.4.8. Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	80
3.5. Firma Değerlemeleri	80
3.5.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA) İle Firma Değerlemeleri.....	81
3.5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerlemesi	89
3.5.3. Piyasa Katma Değeri (MVA) İle Firma Değerlemeleri.....	103
3.5.4. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Değerleme.....	106
SONUÇ.....	118
KAYNAKÇA	121
EKLER.....	129

KISALTMALAR LİSTESİ

AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

BİST: Borsa İstanbul

CAPM: Capital Asset Pricing Model

CFROI: Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı Oranı

EBO: Artık Kâr Yöntemi

EFK: Esas Faaliyet Kârı

EVA: Ekonomik Katma Değer

F/K: Fiyat/Kazanç Oranı

F/NA: Fiyat/Nakit Akımı

FCFE: Özsermayeye Serbest Nakit Akımları

FCFF: Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları

FVÖK: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr

İNA: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

KAP: Kamuoyunu Aydınlatma Platformu

KİT: Kamu İktisadi Teşebbüsü

MKK: Merkezi Kayıt Kuruluşu

MVA: Piyasa Katma Değeri

NOPAT: Vergiden Sonraki Net Faaliyet Kârı

PD/DD: Piyasa Değeri/Defter Değeri

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

ÜFE: Üretici Fiyat Endeksi

TFRS-3: Türkiye Finansal Raporlama Standartları-3

WACC: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Değerlemeye Dâhil Edilen Şirketler Hakkında Bilgiler.....	70
Tablo 2: Değerleme Yapılan Şirketler, Değerleme Yapılan Yıllar Ve Uygulanan Yöntemler	71
Tablo 3: Uygulamada Yer Alan Şirketlerin Borçlanma Maliyeti Hesaplama Tablosu	82
Tablo 4: Devlet İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranları	82
Tablo 5: Özsermaye Maliyeti Hesaplama Tablosu	83
Tablo 6: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama Tablosu	84
Tablo 7: Aysel 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri.....	85
Tablo 8: Bantaş 2015-2014-2013-2012-2011-2010 Yılları İçin EVA Değerleri	85
Tablo 9: Berkosan 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri.....	86
Tablo 10: Bilici 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri	86
Tablo 11: İttifak 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri	87
Tablo 12: Temapol 2015-2014-2013-2012-2011-2010 Yılları İçin EVA Değerleri.....	87
Tablo 13: Utopya 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri	88
Tablo 14: Tümosan 2015-2014-2013-2012-2011-2010 Yılları İçin EVA Değerleri	88
Tablo 15: Aysel 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	91
Tablo 16: Aysel 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	92
Tablo 17: Bantaş 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	94
Tablo 18: Bantaş 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	94
Tablo 19: Berkosan 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	96
Tablo 20: Berkosan 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	96
Tablo 21: Te-mapol 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	98
Tablo 22: Te-mapol 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	98
Tablo 23: Tümosan 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	100
Tablo 24: Tümosan 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	100
Tablo 25: Utopya 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	102

Tablo 26: Utopya 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	102
Tablo 27: Aysel 2015-2014-2013-2012 Yılları MVA Değerleri.....	104
Tablo 28: Bilici Yatırım 2015-2014-2013-2012-2011 Yılları MVA Değerleri	104
Tablo 29: Bantaş 2015 Yılı MVA Değerleri	104
Tablo 30: Berkosan 2015-2014-2013-2012-2011 Yılları MVA Değerleri	104
Tablo 31: İttifak Holding 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları MVA Değerleri	104
Tablo 32: Tümosan 2015-2014-2013-2012 Yılları MVA Değerleri	105
Tablo 33: Temapol 2015-2014-2013 Yılları MVA Değerleri	105
Tablo 34: Utopya Turizm İnşaat A.Ş. 2015-2014-2013-2012-2011 Yılları MVA Değerleri	105
Tablo 35: Aysel Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme.....	106
Tablo 36: Bantaş Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme	107
Tablo 37: Berkosan Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme.....	107
Tablo 38: İttifak Holding Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme	107
Tablo 39: Bilici Yatırım Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme.....	108
Tablo 40: Temapol Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme.....	108
Tablo 41: Tümosan Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme	108
Tablo 42: Utopya Turizm Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme	109
Tablo 43: Aysel Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme	109
Tablo 44: Bantaş Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme	109
Tablo 45: Berkosan Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme	109
Tablo 46: Bilici Yatırım Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme	110
Tablo 47: İttifak Holding Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme	110
Tablo 48: Temapol Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme	111
Tablo 49: Tümosan Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme	111
Tablo 50: Utopya Turizm Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme.....	111
Tablo 51: Aysel 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	129
Tablo 52: Aysel 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	129

Tablo 53: Aysel 2013 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	130
Tablo 54: Aysel 2013 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Tablosu	130
Tablo 55: Aysel 2012 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	131
Tablo 56: Aysel 2012 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	131
Tablo 57: Aysel 2011 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	132
Tablo 58: Aysel 2011 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	132
Tablo 59: Aysel 2010 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	133
Tablo 60: Aysel 2010 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	133
Tablo 61: Aysel 2009 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	134
Tablo 62: Aysel 2009 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	134
Tablo 63: Bantaş 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	135
Tablo 64: Bantaş 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	135
Tablo 65: Bantaş 2013 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	136
Tablo 66: Bantaş 2013 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	136
Tablo 67: Bantaş 2012 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	137
Tablo 68: Bantaş 2012 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	137
Tablo 69: Bantaş 2011 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	138
Tablo 70: Bantaş 2011 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	138
Tablo 71: Berkosan 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	139
Tablo 72: Berkosan 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	139
Tablo 73: Berkosan 2013 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	140
Tablo 74: Berkosan 2013 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	140
Tablo 75: Berkosan 2012 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	141
Tablo 76: Berkosan 2012 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	141
Tablo 77: Berkosan 2011 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	142
Tablo 78: Berkosan 2011 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	142
Tablo 79: Berkosan 2010 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	143

Tablo 80: Berkosan 2010 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	143
Tablo 81: Berkosan 2009 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	144
Tablo 82: Berkosan 2009 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	144
Tablo 83: Temapol 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	145
Tablo 84: Temapol 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	145
Tablo 85: Temapol 2013 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	146
Tablo 86: Temapol 2013 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	146
Tablo 87: Temapol 2012 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	147
Tablo 88: Temapol 2012 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	147
Tablo 89: Temapol 2011 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	148
Tablo 90: Temapol 2011 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	148
Tablo 91: Temapol 2010 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	149
Tablo 92: Temapol 2010 Özrmayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	149
Tablo 93: Tümosan 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	150
Tablo 94: Tümosan 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	150
Tablo 95: Tümosan 2013 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	151
Tablo 96: Tümosan 2013 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	151
Tablo 97: Tümosan 2012 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	152
Tablo 98: Tümosan 2012 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	152
Tablo 99: Tümosan 2011 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	153
Tablo 100: Tümosan 2011 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	153
Tablo 101: Tümosan 2010 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	154
Tablo 102: Tümosan 2010 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	154
Tablo 103: Utopya 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	155
Tablo 104: Utopya 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	155
Tablo 105: Utopya 2013 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	156
Tablo 106: Utopya 2013 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	156

Tablo 107: Utopya 2012 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	157
Tablo 108: Utopya 2012 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	157
Tablo 109: Utopya 2011 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	158
Tablo 110: Utopya 2011 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	158
Tablo 111: Utopya 2010 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	159
Tablo 112: Utopya 2010 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	159
Tablo 113: Utopya 2009 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu.....	160
Tablo 114: Utopya 2009 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu	160

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Mum grafikler	21
Şekil 2: Mum grafik	22
Şekil 3: Çizgi grafik	23
Şekil 4: Sıfır çarpı grafiği.....	24
Şekil 5: Çubuk grafikler	25
Şekil 6: Çubuk grafik	26
Şekil 7: CFROI ve Nakit Akımları	43
Şekil 8: BİST 100 Endeksi 2009-2015 Dönemi.....	75

GİRİŞ

Şirketlerin halka arz işlemini başarılı bir şekilde gerçekleştirmeleri için firma değerinin doğru olarak tespit edilebilmesi en önemli aşamalardan biridir. Firma değerinin yüksek tespit edilmesi olası hisse senedi alıcılarının talebini düşürmekte, düşük olarak tespit edilmesi ise şirketin halka arz işleminden elde edeceği getiriyi azaltmaktadır.

Bu çalışmada, firma değerlendirme yaklaşımlarını detaylı olarak inceleyerek halka arz sürecinde firma değerinin doğru tespit edilmesine yardımcı olmaktır. Ayrıca çalışmada değerlendirme yaklaşımlarından elde edilen sonuçlar, BİST'teki güncel verilerle karşılaştırılarak, hangi değerlendirme yaklaşımının daha doğru sonuçlar verdiği tespit edilmeye çalışılmıştır.

Halka arz sürecinde firma değerlendirme yaklaşımlarını incelemeyi amaçlayan bu çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde fiyat, değer ve değerlendirme kavramları, değerlemede kullanılan analizler, uygulamada sıkça kullanılan değerlendirme yaklaşımları ele alınmıştır.

İkinci bölümde halka arz, halka açılma yöntemleri, Halka arzda kullanılan satış yöntemleri, halka arz süreci, halka açılmanın maliyeti ve halka açılmada aracılık yöntemleri ele alınmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmını oluşturan üçüncü bölümde BİST şehir endekslerine dâhil olan 8 şirket üzerinde 2009-2015 yılları arasındaki verileri alınarak firma değerlendirme yaklaşımları uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar yıllara göre piyasa değeriyle karşılaştırılarak gerçeğe en yakın değeri veren değerlendirme yaklaşımı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmada halka arz sürecinde firma değerlendirme yaklaşımları ele alınarak, firma değerinin gerçeğe en yakın olarak tespit edilmesi amaçlanmıştır. Çalışmanın en

büyük kısıtı değerkleme için kullanılan net bir yöntemin olmaması ve geleceğe yönelik bazı tahminlerin yapılmasıdır. Bu sebeple elde edilen sonuçlarının firmaların kesin değeri olarak alınmaması gerekmektedir.

Firma değerkleme konusu ile yapılan çalışmalar incelendiğinde BİST şehir endekslerine ve bölgesel olarak firma değerkleme çalışmalarının çok az olduğu görölmektedir. Buna bağılı olarak bu çalışmanın finans literatürüne ve ileride yapılacak olan çalışmalara katkıda bulunacağı düşünölmektedir.

I. BÖLÜM

FİRMA DEĞERLEMESİ

1.1. Fiyat Değer ve Değerleme Kavramı

Her finansal varlığın bir fiyatı olduğu gibi bir de değeri vardır. Finansal varlıkların fiyatı ve değeri birbiriyle ilişkili olmasına rağmen aralarında çok önemli farklar bulunmaktadır. Değer kavramı; kıymet, önem ölçüsü, paha, karşılık, görelî bedel, parasal bedel, fayda gibi ifadelerle tanımlanmaktadır (Ertuğrul, 2008:145). Farklı bir şekilde ifade etmek gerekirse; “bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınacak tutardır” (Ercan ve diğ., 2006:1). Fiyat ise, piyasada oluşan arz ve talep miktarına göre belirlenmektedir. Arz ve talep miktarındaki değişimler fiyatı değiştirmekte ancak ekonomideki belirsizlikler, alıcı ve satıcıların yeterli sayıda olmaması, tekel olma, siyasi ve ekonomik politikalar vb. sebeplerden dolayı finansal varlıkların değerini tam olarak yansıtmamaktadır (Yazıcı, aktaran Chambers 2009:7). Piyasada oluşan fiyatlar yukarıda sayılan sebeplerden dolayı varlıkların gerçek değerini tam olarak yansıtmadığı için değerlendirme faaliyetlerinin yapılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Bu bağlamda değerlendirme; işletmelerin elinde bulunan varlıkların değerinin para ile tahmin ve takdiri olarak tanımlanmaktadır (İvgen, 2003:25). Başka bir ifadeyle değerlendirme, varlıkların gerçek değerini tespit etmek için yapılan çalışmalardır.

Buna göre değerlendirme, bir malın fikrin veya hizmetin kendinden beklenen faydayı ne ölçüde sağlayacağını araştırmak, bir nesnenin ne ölçüde kıymetli olduğunu belirtmek amacıyla görüş bildirmektir (Chambers, 2009:7).

1.1.1. Firma Değerlemesi

Değerleme konusu finans dünyasında büyük bir çalışma alanı oluşturmuş ve ayrı bir konuma gelmiştir (Sumer ve Pernsteiner, 2004:194). Firma değerlendirme konusu

finans biliminin üzerinde en çok çalışma yapılan konularından biridir. Ancak firma değerlemenin sübjektif ve objektif yönlerinin bulunmasından dolayı standart bir değerlendirme yöntemi bulunmamaktadır. Modern finans teorisine göre firma ve hisse senedi değerlemeye ilişkin genel kabul gören tanım "bir finansal varlığın fiyatı, söz konusu varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının belirli bir iskonto oranıyla bugünkü değerine indirilmesi" olarak tanımlanmaktadır (İvgen, 2003:37).

Firma değerlemesi değerlendirme yapılan şirketin doğruya en yakın değerinin tespit edilmesidir. Firma değerlendirme; karlılık, risk ve işletme değeri çerçevesinde incelenmesi gereklidir. Çünkü bir işletmenin değeri o işletmenin gelecek dönemlerdeki gelir akışı ve risk durumuna bağlıdır (Alkan ve Demireli, 2007:28).

Bazı durumlarda firmalar doğru değerlendirilmesine rağmen yanlış fiyatlanmış olabilir. Firma doğru değerlendirilip doğru fiyatlandırılmış olmasına rağmen Borsa endeksinin düşme veya yükselme eğiliminde olması piyasa fiyatının arz fiyatının üstüne çıkması veya altına düşmesi düşük değerlendirildiği veya yüksek fiyatlandırıldığı anlamına gelmemektedir (Chambers, 2009:8). Firma değerlendirme faaliyetleri farklı yöntemlere göre yapılabilmekte ve yapılma nedenlerine göre farklılıklar göstermektedir. Bu yöntemlerden hangisinin kullanılacağı firma değerlemesinin yapılma sebebine göre önemlidir.

1.1.2. Firma Değerlemesi Yapma Nedenleri

Firmaların değerinin tespit edilmesinin birçok nedeni bulunmaktadır. Bunlar genel olarak: Şirket birleşme ve satın alma işlemleri, şirketlerin ilk defa halka arzı, özelleştirme ve portföy yönetimidir. Firma değerlendirme hangi nedenle yapılırsa yapılsın, değerlendirme çalışmalarının asıl hedefi firmanın doğruya en yakın değerinin tespit etmektir.

1.1.2.1. Birleşme ve Satın Alma

Günümüz ekonomisinde küreselleşmenin etkileriyle birlikte birleşme ve satın almalarda bir artış gözlenmektedir (Öztürk, 2009:24). Birleşme genel olarak iki veya daha fazla işletmenin tek bir işletme olarak daha etkin bir ekonomik teşebbüs oluşturmak amacıyla bir organizasyon altında toplanmasıdır (Akgüç, 1994:891). Şirket birleşmelerinde, birleşen şirketlerin hukuki varlıkları sona erer ve yeni bir çatı altında toplanır. Söz konusu şirketlerin borç ve alacakları da ana şirkete geçer.

Şirket birleşmeleri; Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS-3)'na göre edinilen varlıkların ve üstlenilen borçların bir işletme oluşturmasını gerektiren tanımlı olarak belirlenmektedir. Eğer edinilen varlıklar bir işletme değilse bu işlem TFRS-3'e göre varlık edinimi olarak muhasebeleştirilmektedir (İşletme Birleşmelerine İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı 2006).

TFRS-3'e göre bir işletme bütün birleşme işlemlerini satın alma yöntemini kullanarak muhasebeleştirilmektedir. Satın alma yönteminin uygulanabilmesi için;

(a) edinen işletmenin belirlenmesi;

(b) birleşme tarihinin belirlenmesi;

(c) edinilen tanımlanabilir varlıkların, üstlenilen tanımlanabilir borçların ve kontrol gücü olmayan payların (azınlık paylarının) finansal tablolara yansıtılması ve ölçülmesi; ve

(d) şerefiye veya pazarlıklı satın alma sonucunda oluşabilecek kazancın muhasebeleştirilmesi ve ölçülmesi ilkesini gerektirmektedir.

Satın alma işlemi ise birleşen şirketlerin bakış açısını yansıtmaktadır. Bir şirket diğer şirketin bütün varlıklarını satın alarak kontrol altına alabiliyorsa bu birleşme şekli satın alma olarak adlandırılmaktadır (Akgül ve diğerleri, aktaran Aytekin 2016: 85).

Şirketler birleşme ve satın alma kararı alırken sürdürülebilir büyüme sağlamak, rekabetçi yapı oluşturmak, yeni pazarlara açılmak, gerçek değerinin altında olan kötü yönetilen şirketleri alarak gerçek değerini ortaya çıkarmak vb. hedefler belirlemektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:204). Bir firmanın başka bir firmayı satın alma sebepleri genel olarak aşağıdaki gibidir; (Chambers, 2009:10).

- Aynı sektörde faaliyet gösteren bir firmayı alarak üretim kapasitesini artırma,
- Hammadde ihtiyacını karşılamak için tedarikçi firma satın alınarak hammadde pazarını kontrol altına almak,
- Pazarlama kanallarının ileri aşamasında bulunan firmalar satın alarak daha etkili olmak,
- Ürün çeşidini artırmak için yeni ürünler üreten firmaları satın almak.

Satın alınacak firmanın gerçek değerinin bilinmesi birleşme ve satın alma kararını önemli derecede etkilemektedir. Bu yüzden birleşme ve satın alma durumlarında firma değerlendirme hayati bir öneme sahiptir. Firmaların satın alınması için ortaya çıkacak katma değer, satın alma maliyetinden daha yüksek olması gereklidir (Ercan ve Diğ. 2006:10).

1.1.2.2. Portföy Yönetimi

Bir firmanın hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar hem firmanın oluşturduğu değer artışından, hem de elde ettiği kârdan pay almayı hedefler. Yatırımcıların bu hedeflerine ulaşabilmeleri için portföylerine alacakları hisse senetlerini değerlemeye ihtiyaç duymaktadırlar. Hisse senedi piyasalarında değerlendirme işlemi, portföye alınan hisse senetlerinin piyasada oluşan değeriyle karşılaştırılarak, elde tutulması, satın

alınması ve satılmasına karar vermek, hisse senedi fiyatına göre firmalar arası karşılaştırmalar yapılmaktadır (Fernandes ve Pablo, aktaran Chambers 2009:12).

Çeşitli yöntemler kullanılarak tespit edilen firma değeri piyasada oluşan değerle karşılaştırılmakta ve düşük değerenmiş hisse senetleri portföye dâhil edilmektedir. Hisse senetlerine yatırım yapan tasarruf sahipleri portföylerine aldıkları hisse senetlerini kısa süreli veya uzun süreli olarak ellerinde tutmaktadırlar. Hisse senetlerinin elde tutma süresine göre çeşitli değerlendirme yöntemlerini kullanmakta, hisse senetlerini uzun vadeli tutan yatırımcılar indirgenmiş nakit akımları yöntemini daha az kullanırken gelecekte oluşacak değere odaklanmaktadırlar (Ercan ve diğ., 2006:10).

1.1.2.3. Halka Arz

Halka arz, hisse senetlerinin çok sayıda ve önceden bilinmeyen yatırımcılara çağrı ve ilan yolu ile satışı olarak tanımlanmaktadır (Cihangir ve Kandil, 2009:166). Şirketlerin halka açılmaktaki temel amacı firmanın ihtiyaç duyduğu fon kaynağının temin edilmesidir. Fon kaynağı temini yanı sıra, şirketin piyasa değerinin yükselmesi, şirketin geniş kitlelerce tanınmasının sağlanması, sermayenin tabana yayılması, kurumsallaşma, şirket imajının güçlenmesi ve nitelikli insan gücüne ulaşma vb. konularda önemli fayda ve fırsatlar sağlamaktadır (Elmas, 2013:38).

Halka açılma, rekabetçi bir piyasanın oluşması, sermaye piyasasının gelişmesi, sermayenin tabana yayılması ve küçük hacimli fonların tekrar ekonomiye aktarılmasında son derece önemli bir faktördür.

Halka açılmada firmanın gerçek değerinin belirlenmesi halka arz işleminin başarısını direk olarak etkilediği için çok önemlidir. Halka arzda hisse senetlerini ihraç eden firma hisse senetlerini en yüksek fiyatlardan ihraç etmeyi, hisse senedi yatırımcıları ise olabildiği kadar düşük fiyattan almayı istemektedirler (Ercan ve diğ., 2006:11). Hisse

senetlerinin yüksek fiyatlanması yatırımcıların getirisini azaltırken, düşük fiyatlama şirketin gerçek değerinin sapmasına finansman ihtiyacının tam olarak karşılanamamasına neden olacaktır (Öztürk, 2009:25). Bu sebeple firma değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi halka arzın başarısını etkilemektedir. Değerlemede mümkün olduğunca çok yöntem kullanılarak değerlendirme işleminde yapılabilecek olası hatalar en aza indirilmeli ve gerçek değere ulaşılmaya çalışılmalıdır (Gökalp, 2014:125).

1.1.2.4. Özelleştirme

Verimlilik ve etkinlikten yoksun olduğu düşünülen kamu kuruluşlarının daha etkili ve verimli çalışabilmesi için özel sektöre devri gündeme gelmiş ve ilk özelleştirmeler 1980 sonrası ABD’de Reagen ve İngiltere’de Thatcher’ın özelleştirme politikaları ile başlamış ve küreselleşmenin etkileriyle birlikte 1990’li yıllardan sonra hız kazanmıştır (Öztürk, 2009:25).

Ülkemizde özelleştirme 1980’lerden itibaren başlamış, 2003 yılından itibaren hızlanarak, Türk Telekom, Tüpraş Rafinerileri, Erdemir Demir Çelik gibi büyük ölçekli kurum ve kuruluşların özelleştirildiği görülmektedir.

Özelleştirme, devletin asli görevleri olan adalet, güvenlik, sağlık ve eğitim vb. ile özel sektör tarafından yüklenilemeyecek yatırımlara ağırlık vererek ekonomideki faaliyetlerini en aza indirmek, rekabete dayalı piyasa ekonomisi oluşturmak, bütçe üzerindeki KİT finansman yükünü azaltmak, sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak, atıl tasarrufların ekonomiye kazandırılarak yatırımlara kanalize edilmesiyle mümkün olmaktadır (Gülbüz ve Ergincan, 2004:224).

Özelleştirme işlemlerinde özelleştirilecek kurumun değerinin doğru tespit edilmesi çok önemlidir. Özelleştirme işlemlerinde öncelikli konu, özelleştirilecek kurumun değerinin taraflarca doğru tespit edilmesidir. Başarılı ve spekülasyonlardan arındırılmış bir

özelleştirme işlemi ancak değerleme süreci sonunda doğru tespit edilmiş bir değer ile mümkün olmaktadır (Ercan ve diğ., 2006:10).

1.2. Şirket Değerlemede Kullanılan Değer Kavramları

Şirket değerleme çalışmalarıyla ilgili Literatür incelendiğinde genel olarak defter değeri, piyasa değeri, tasfiye değeri, yeniden yapma değeri, emsal değeri, ekspertiz değeri, kapitilizasyon değeri, işleyen teşebbüs değeri açıklanmış ve fiyat/kazanç oranı, (F/K) piyasa değeri/defter değeri, (PD/DD) indirgenmiş nakit akımları yöntemi, piyasa katma değer yöntemi, (MVA) ekonomik katma değer yöntemi, (EVA) değerleme yaklaşımlarının yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir.

1.2.1. Defter Değeri

Bir firmanın defter değeri özsermayesini ifade etmekte olup varlıkların toplamından yabancı kaynakların toplamının düşülmesiyle firmanın defter değerine ulaşılır.

$$\text{Defter Değeri} = \text{Varlıklar} - (\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar} + \text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar})$$

Defter değeri firmanın muhasebede kayıtlı olan değeridir. Tarihi veriler üzerine kurulduğu için cari döneme ilişkin bilgileri yansıtmamaktadır. Başka bir deyişle güncel dönem değeri ile defter değeri arasındaki ilişki zayıftır (Ertuğrul, 2008:148). Hisse senetlerinin defter değerine özkaynaklar toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle ulaşılır.

$$\text{Hisse Senedi Defter Değeri} = \text{Özkaynaklar} / \text{Hisse senedi sayısı}$$

Defter değeri bilançodaki tarihi veriler üzerinden hesaplanmaktadır bu yüzden cari verileri yansıtmaz ancak hisse senedi başına ne kadar varlık düştüğünü gösterir (Ercan

ve diğ, 2006:5). Defter değerinin firmanın cari dönem defter değerinin hesaplanabilmesi için finansal tabloların yayınlanması gereklidir (Ercan ve Ban, 2005:118).

Enflasyonun çok yüksek olduğu dönemlerde firmaların mali tabloları üzerinde tahrip edici etkileri vardır. Bu nedenle enflasyonun çok yüksek olduğu durumlarda defter değeri anlamlı sonuçlar vermemektedir (Sipahi ve diğ., 2011:3). Varlıklarının çoğu nakit ve menkul kıymetler olarak elde tutulan işletmelerde defter değeri daha anlamlı sonuçlar vermektedir (Şenel ve Yanık, aktaran Sipahi ve diğ. 2011:3).

Defter değeri aşağıdaki durumlarda daha anlamlı olmaktadır (Ertuğrul, 2008:148).

- Kazançları zamana göre çok dalgalanma gösteren, istikrarsız olan işletmelerde,
- Gelecekte elde edilecek nakit akımlarının tahmin edilememesi durumunda,
- Hisse senedinin piyasa değerinin çok düşük olduğu durumlarda
- Varlıklarının büyük bölümü para olarak tutulan banka gibi işletmelerde,
- Yeni kurulmuş işletmelerde daha anlamlı sonuçlar vermektedir.

1.2.2. Piyasa Değeri

Hisse senetlerinin piyasada arz ve talep miktarına göre oluşan fiyatına piyasa değeri denir. Firmanın piyasa değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

Firmanın piyasa değeri = *Mevcut hisse senedi sayısı x Firmanın hisse senedi piyasa fiyatı*

Firmanın piyasalarda oluşan değeri, firmanın başarısının veya başarısızlığının pazar tarafından fiyatlanmasıdır. Firmanın kârlılığı, büyüme potansiyeli, gelecekle ilgili yatırımlarının olması vb. sebepler firmanın piyasa değerine olumlu yansımakta, piyasa

fiyatını yükseltmektedir. Ancak zarar eden, gelecekte büyüme beklentisi olmayan şirketlerin piyasa değerine bu durum olumsuz yansımaktadır (Okka, 2009:882).

Ancak piyasa fiyatı varlıkların her zaman gerçek değeri yansıtmamakta, piyasa koşullarına ve ekonomik konjonktüre göre fiyatlarda dalgalanmalar meydana gelebilmektedir (İvgen, 2003:28).

1.2.3. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, firmanın tüm varlıklarının satıldıktan sonra elde edilen gelirden, firmanın tüm borçları ödendikten sonra kalan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan değerdir (Ataman ve Kibar, aktaran Sipahi ve diğ. 2011:118). Tasfiye işlemleri zorunlu tasfiye ve iradi tasfiye değeri olarak ikiye ayrılmaktadır.

Zorunlu tasfiye değeri daha düşüktür ve ayrıca tasfiye giderleri firma için önemli bir gider oluşturabilmektedir (Okka, 2009:887). İradi tasfiye; en iyi fiyata belli bir zaman dilimi içinde satılırken zorunlu tasfiye’de ise en çabuk şekilde bir seferde genelde açık artırma ile satışın yapılmasıdır. Tasfiye değeri aynı zamanda likitidasyon değeri olarak da bilinir ancak bu varlıkların aktif olarak alınıp satıldığı bir piyasa olmaması varlıkların değerinden daha ucuza satılmasına neden olabilmektedir.

$$\textbf{Tasfiye Değeri} = \textit{Şirketin Varlıklarının Değeri} - \textit{Şirketin Tüm Borçları}$$

Firmanın tüm borçları ödendikten sonra hisse başına düşen tasfiye değeri, ilgili hisse senedinin piyasa değeri için alt sınırı oluşturmaktadır. “Hisse senedinin piyasa değeri tasfiye değerinin altında olması, firmayı likitide etmek suretiyle kazanç sağlama fırsatı vereceği için ilgili firmanın hisse senedine olan talebi artıracaktır.” (Sarıkamış, aktaran Ercan ve diğ. 2006:5).

1.2.4. Yeniden İnşa Değeri

Tesisi yeniden inşa edebilmek için yapılacak harcamaların tümünü gösteren değer yeniden inşa değeridir. Fakat hesaplanan yeniden inşa değeri sadece bilgi mahiyetinde dikkate alınmaktadır. Tesisi yeniden kurmak için yapılacak olan harcamalar hesaplandıktan sonra bulunan tutardan geçmiş yıllara göre belirli bir yıpranma payı düşülür ve tesisin yeniden inşa değerine ulaşılır. Değerlemeye konu olan tesisin tüm özellikleriyle özdeş olması gerekmektedir (Okka, 2009:882).

Yenileme değerinde söz konusu varlık için kapasite veya verim açısından özdeşlik söz konusu iken, yeniden yapma değerinde fiziksel özelliklerin benzer olması söz konusudur (Gökalp, 2014:149).

1.2.5. Emsal Değeri

Emsal değeri, emsal varlıkların birbirleri ile karşılaştırılması esasına dayanmaktadır. Bu kapsamda varlığın değeri, piyasadaki emsallerinin değerine göre tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Bu yöntem ile firmanın benzer firmalar ile karşılaştırılması yapılarak, firmanın piyasada değerinden düşük veya yüksek değerlendirilip değerlendirilmediği analiz edilmektedir (Kulalı ve Bilir, 2013:197).

Şirketlerin değerlemesinde emsal değeri aynı sektörde faaliyet gösterip benzer yapıları olan, daha önce alım-satımı yapılmış şirketler için bir ölçüt belirlenmesiyle şirket değerlemesi yapılabilir (Gökalp, 2014:149). Emsal değer bir süreç halinde üretim yapan şirketler (un, çimento, yağ) için uygulanması daha kolaydır (Okka, 2009:883).

1.2.6. Ekspertiz Değeri

Ekspertiz değerinin belirlenmesi veya tanımı ise; ilgili uzmanlar tarafından varlıkların yaşları, kapasiteleri, teknolojileri, benzer varlıkların piyasa değeri gibi faktörler göz önüne alınarak belirlenen değeri olarak ifade edilmektedir. Şirketler açısından

ekspertiz değeri, bir şirketin sabit varlıklarının piyasa fiyatıyla elden çıkarılmasıyla elde edilecek değerdir. Ekspertiz değeri genelde firmanın sahip olduğu varlıkların satılması halinde kullanılan bir yöntem olup firmanın yönetim, ürün piyasa durumu vb. becerilerini dikkate almamaktadır (Atar, 2007:14).

Ekspertiz değeri yöntemi 4046 sayılı Özelleştirme Yasasında bir değerlendirme yöntemi olarak belirlenmiş olmasına rağmen değerlendirme yöntemlerinde kullanılan bir araçtır (Oymak, 2009: 44).

Genellikle işletmelerin aktifinde yer alan binaların ve arsaların ekspertiz yapılmasıyla, işletmelerin net aktif değeri hesaplanmaktadır. Ekspertiz raporunun olmadığı durumlarda ise emlak vergisinin hesaplanmasında kullanılan matrahlar dikkate alınabilir (Alkan ve Demireli, 2007:32).

1.2.7.Kapitülasyon Değeri

Şirketlerin işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri ile toplam hisse senedi sayısının çarpımıyla bulunan değer; piyasa kapitülasyon değeridir. Firmaların hisse senetleri piyasada işlem görmüyorsa küçük miktarlarda piyasaya arz edilerek borsada oluşan fiyatı tespit edilir ve şirketin tüm hisse senetlerinin sayısı ile çarpılarak şirketin değerine ulaşılmaktadır.

Şirketlerin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi mümkün değilse, şirketin yıllık kazancı sermaye maliyeti oranına bölünerek firmanın kapitülasyon değeri bulunur. Örneğin, yıllık kazancı 10 milyon TL. olan bir işletmenin %20 sermaye maliyetine göre piyasa kapitülasyon değeri; (www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.doc).

Piyasa Kapitülasyon Değeri = $(10 \cdot (1/0,2)) = (10 \cdot 5) = 50 \text{ milyon TL}$ olacaktır.

1.2.8. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri aktif halde çalışan firmanın tamamının devredilmesi durumunda hesaplanan değerdir. Bulunan bu değer firmanın maddi olmayan pazar payını, marka değeri ve entelektüel sermayesi gibi varlıklarının değerini de içermektedir (Ercan ve diğ. 2006:5). Firmanın kazanç gücüne göre oluşan bir değer olan işleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında, firmanın faaliyetlerini etkin bir şekilde sürdürmesi ve verimliliği önem taşımaktadır (Okka, 2009:883).

Faaliyetlerine devam eden bir şirketin değeri, sinerji etkisiyle parçaların değerinin toplamından daha fazla olacaktır. İşleyen teşebbüs değerinde firmanın potansiyel kazançları da dikkate alınır (Gökalp, 2014:150).

Bir işletmenin değerinin alt sınırı tasfiye değeriye, üst sınırı ise işleyen teşebbüs değeridir. İşleyen teşebbüs değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{İşleyen teşebbüs değeri} = \text{Net Aktif Toplamı} + \text{Şerefiye}$$

Formülde yer alan şerefiyenin tamamı aşağıdaki gibi özetlenebilir (Gökalp, 2014:150).

- Şirketin sosyal, psikolojik ve ekonomik faktörlerinin para cinsinden ifadesi,
- Gelecekte elde edilebilecek karların bugünkü değeri,
- Şirketin bir bütün olarak değerinin tek tek varlıkların değerinden yüksek olmasıdır.

1.2.9. Hurda Değeri

Firmanın varlıklarının satışı sonunda elde edilen değerdir. Varlıklar defter değerinin üzerinde bir bedelle satılması durumunda hurda değeri oluşmaktadır. Hurda değeri sermaye bütçelemesi kararlarında tahmin edilebiliyorsa bu değer yatırımın net bugünkü değerinde dikkate alınmaktadır (Ercan ve diğ., 2006:7).

1.3. Değerlemede Kullanılan Analizler

Değerleme çalışmaları yapılırken birçok analiz yöntemi kullanılmaktadır. Bunlar temel analiz, teknik analiz ve etkin pazar kuramı yaklaşımlarıdır. Temel analiz bilgilerin sistematik bir biçimde değerlendirilerek firmanın gerçek değerini tahmin etmeye çalışmaktadır. Temel analiz ekonomi analizi, endüstri analizi ve firma analizi olarak üç ayrı şekilde yapılmaktadır. Ekonomi analizinde makroekonomik veriler, endüstri analizinde firmanın faaliyet gösterdiği sektörün analizi işletme analizinde ise firmanın özellik arz eden durumlarının analizi yapılmaktadır. Teknik analiz hisse senetlerinin geçmişte gösterdiği fiyat hareketlerini yine tekrarlayacağı varsayımına dayanarak geçmişte gerçekleşen fiyatların incelenerek gelecek fiyatlarının tahmin edileceğini savunmaktadır (Karan, 2013:523).

Etkin Pazar kuramı olarak da adlandırılan modern yaklaşım teorisine göre piyasaların tam olarak etkin olduğu ve menkul kıymetlerin fiyatlarının tüm bilgileri yansıttığı varsayılmaktadır. Bu durumda menkul kıymetlerin fiyatlarının piyasaya aktarılan bilgilerle belirlendiğini savunmaktadır (Karan, 2013:277).

1.3.1. Temel Analiz

Menkul kıymetlerin değerinin hesaplanmasında temel analiz yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biridir. Temel analiz yönteminde küresel etkilerden başlayıp, makroekonomik faktörler, endüstri, firma ve her türlü bilginin hisse senedinin fiyatını nasıl etkileyeceğini tahmin etmeye çalışılır. Temel analiz, menkul değerlerle ilgili her türlü bilgiyi toplayıp bunların sistematik bir şekilde süzgeçten geçirilmesi ve bu bilgiler ışığında tahminlerin yapılmasıdır (Bozkurt, 1988:127).

Temel analiz firmanın kamuoyuna açıklanan bilgilerinden faydalanarak bu bilgileri sistematik bir şekilde analiz edip firmanın değerinin tahmin edilmesidir.

Firmaların genel ve özel bilgilerinin yorumlanarak firmanın gelecekte ve bugünkü durumunun ortaya koymasını sağlar ve firmanın değeri belirlenebilir.

Firmaların durumu sadece özel durumlardan etkilenmeyip başta ekonomi olmak üzere, makroekonomik gelişmelerden de etkilenmektedir. Bu nedenle firma ile ilgili bilgiler ekonomik ve sektörel gelişmelere dayandığından temel analiz ekonomik analiz, sektör analizi ve firma analizi olarak üç temel aşamadan oluşmaktadır (Karan, 2013:453).

Şirketlerin hisse senetlerinin değerini önemli derecede etkileyen faktörlerin başında şirketin içinde bulunduğu genel ekonomik durum ve şirketin faaliyet gösterdiği sektör gelmektedir (Gökalp, 2014:123).

Diğer taraftan, teknik analiz sürecinde ise; genel ekonomik analizden başlanmalıdır ancak firmanın kendi durumunun çok iyi olduğu istisnai durumlarda analiz, firmadan da başlayabilir fakat bu durumla nadir olarak karşılaşmaktadır (Karan, 2013:453).

1.3.1.1. Ekonomik Analiz

İyi bir ekonomik analiz için birçok veri ele alınarak sağlıklı bir şekilde tasnif edilmeli ve olaylar doğru bir şekilde değerlendirilmelidir. Bu tür değerlendirmelerde önce küresel ekonomiye ilişkin gelişmeler değerlendirilmeli, daha sonra ulusal ekonomiye ilişkin analizler yapılmalıdır. Küresel ekonominin performansını büyük ölçüde gelişmiş ülkeler belirlemektedir. Ulusal ekonomide ise yatırımlar, istihdam, enflasyon ve faiz hadleri, bütçe açığı, dış ticaret, parasal göstergeler başlıca ekonomik göstergelerdir (Karan, 2013:453).

Ekonomik analizler yapılırken ilk önce makroekonomik gelişmeler dikkate alınmaktadır. Ülke ekonomisinin canlı olması, genişleme ve talepteki artışlar üretimi, şirketlerin kapasite kullanım oranlarını ve karlılığını artıracaktır. Tam tersi durumun

olmasında ise şirketlerin kapasite kullanım oranları ve kârlılığı düşecek ve şirket değeri olumsuz etkilenecektir (Güler, 2010:15).

Şirketler ekonominin genel durumundan etkilenmekte ve bu etkinin sağlıklı bir şekilde tahlili ve öngörüler yatırımların yönünü belirlemektedir. Talebin arttığı genişleme dönemlerinde şirket kârları ve temettü miktarları artmakta, daralma dönemlerinde ise işletmelerin kârları azalabileceği için temettü miktarları azalmaktadır (Bozkurt, 1988:128).

1.3.1.2. Sektör Analizi

Sektör analizi, teknik analizin ikinci aşaması olup analiz edilmek istenen şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve içinde bulunulan ekonomik durumdan ne kadar etkilendiğine yönelik incelemelerde bulunur (Güler, 2010:15).

Ancak sektör analizi yapılırken çok büyük işletmelerin hangi sektörde faaliyet gösterdiğini tespit etmek sektör analizini zorlaştırmaktadır (Bozkurt, 1988:137). Sektör analizi yapılırken, aşağıda sayılan faktörler dikkate alınmalıdır (Gökalp, 2014: 124).

- Sektörün kârlılığı ve satışların büyüme potansiyeli,
- Sektörün büyüme potansiyeli,
- Sektörde yaşanan rekabet,
- Sektördeki teknolojik gelişmeler,
- Sektörün sermaye yapısı,
- Sektörü teşvik edici ve koruyucu yasal düzenlemeler,
- Sektörün ekonomik konjonktürden etkilenme durumu.

1.3.1.3. Firma Analizi

Temel analizin son aşaması olan firma analizi temel analizin en önemli kısmıdır. Ekonomik analiz ve sektör analizi yapıldıktan sonra firma analizi kısmına geçilir. Analizin bu aşamasında temel amaç firmanın nasıl bir performans göstereceğini tahmin

etmektedir. Firma analizi iki aşamada yapılmaktadır. Birinci aşamada, firmanın geçmişi ve bugünü ile ilgili bilgiler, faaliyet gösterdiği sektördeki yeri, şirketin pazardaki durumu vb. bilgiler yer almaktadır. İkinci aşamada ise; firmanın bilanço, gelir tablosu, satışların maliyeti tablosu, fon akım tablosu, nakit akım tablosu, özkaynak değişim tablosu incelenir (Karan, 2013:478).

1.3.2. Teknik Analiz

Teknik analiz, hisse senedi fiyatlarının geçmişteki fiyat hareketlerinin belirli analiz kurallarına göre yorumlayarak gelecekteki fiyat hareketlerinin tahmin edilebileceğini savunmaktadır (Erdinç, 1998:49). Başka bir deyişle teknik analizin temel varsayımı geçmişte oluşmuş fiyat ve işlem miktarlarının tekrarlayacağıdır.

Bu analizde dağıtılan kâr payı gelirlerinin şirket riskinin ve hisse senedi verim oranlarının, firma yönetiminin becerisi, genel ekonomik durum, kâr payı ödemeleri ve diğer veriler dikkate alınmayıp tek veri geçmişte oluşmuş fiyatlardır. Çünkü bu veriler geçmişte fiyatlara zaten yansımıştır. Buna göre teknik analizin temel varsayımları aşağıdaki gibi belirtilmiştir (Francis, aktaran Bolak 2001:204).

- Piyasada fiyat arz ve talebin etkisine göre belirlenmektedir,
- Arz ve talep, birçok faktör tarafından etkilenmektedir,
- Piyasada küçük dalgalanmalar hariç hisse senedi fiyatları uzun dönemler süren belirli trendler izlemektedirler,
- Trend eğilimini arz ve talepte meydana gelen kaymalar değiştirir,
- Bazı fiyat hareketleri tekrarlanma eğilimi göstermektedir.

Teknik analiz yaygın olarak kabul görmüş bir analiz tipi olmuştur. Ancak teknik analiz fiyatların kendini tekrarlayacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu kuralın her zaman çalışmadığı hatta çalışsa dahi temel verilerdeki değişikliklerin buna engel

olabileceği, teknik analize dayanarak herkesin aynı kuralı uygulaması sonucunda kuralın çalışmaması teknik analizin zayıf noktalarıdır. Ayrıca teknik analizde grafiklerin yorumlanması da büyük önem taşımaktadır (Karslı, 2004:494).

Temelde Dow teorisine dayanan teknik analiz, ilerde gerçekleşebilecek fiyat hareketlerini tahmin edebilmek için daha önce gerçekleşen fiyat- miktar, fiyat ortalama ve endekslerini gösteren grafikleri kullanmaktadır (Civan, 2010: 238).

Bu grafik türleri; mum grafik, çizgi grafik, sıfır-çarpı grafiği ve mum grafik olup, teknik analizin dayandığı dow teorisi ve bu grafik türleri aşağıda gösterilmiştir.

1.3.2.1. Dow Teorisi

Charles Dow'un Wall Street Journal gazetesinde 1900-1902 yılları arasında yayınlanan makalelerinden derlenerek ortaya çıkarılmıştır. Teknik analiz metodlarının en eskisi ve hakkında en çok araştırma yayını yapılmış olanıdır. Dow teorisi hisse senedi fiyatlarının genel trendler izlediğini ve bu trendlerin incelenmesiyle piyasanın gidişinin önceden tahmin edilebileceğini savunmaktadır. Dow teorisi aşağıda açıklanan 6 temel ilke üzerine kurulmuştur (Civan, 2010:243).

1- Ortalamalar her faktörü içerir

Birinci ilkeye göre; Bir hisse senedinin fiyatı o hisse ile ilgili bütün bilgileri yansıtmaktadır. Hisse senedi yatırımcıları duydukları bilgileri hemen başkalarıyla paylaşmakta ve haberin niteliğine göre hisse senedine olan arz ve talep değişerek, fiyatları etkilemektedir. Böylelikle bilinen bütün bilgiler fiyatlara yansımış olacaktır.

2- Piyasada üç temel trend vardır

İkinci ilkeye göre; Dow teorisine göre piyasalarda üç önemli trend vardır. Bu trendlerden birincisi ana trend olup bir yıl veya birkaç yıl sürebilecek düşen veya yükselen piyasa trendini gösteren harekettir. İkinci temel trend, ana trendlerde görülen

düzeltilmelerdir. Bu hareket sürekli yükselen piyasadaki düşüş veya sürekli düşen piyasadaki yükselme hareketleridir. Üçüncü temel trend ise 3 haftadan az süren kısa süreli hareketlerdir.

3-Ana trendler üç aşamadan oluşmaktadır

Üçüncü ilkeye göre; Piyasadaki fiyat hareketleri yükselen piyasa trendi ve alçalan piyasa trendi olarak iki yönlü değerlendirilir. 3-4 yıla kadar sürebilen yükseliş yönünde gerçekleşen ana trend olarak nitelendirilen hareket üç aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşama, fiyatların çok düşük düzeylerden yükselmeye geçtiği dönemdir. Bu dönemde yatırımcılar ekonominin toparlanacağı düşüncesiyle alıma geçerler. İkinci aşama fiyatların büyük ölçüde yükselmeyi sürdürdüğü dönemdir. Üçüncü dönem ise fiyatlar genel seviyesi aşıldığında ortaya çıkmaktadır.

Alçalan piyasa trendi de yükselen piyasa gibi üç aşamadan oluşmaktadır. Yükselen piyasanın son aşaması düşen piyasanın ilk aşamasıdır. İkinci aşama panik satışlarından dolayı fiyatların çok düştüğü aşama, üçüncü aşama ise fiyatların dip seviyesine indiği aşadır.

4- Piyasalardaki ortalamalar birbirini desteklemelidir

Dow teorisine göre piyasalar aynı sinyali vermediği sürece, önemli bir düşüş veya yükseliş trendi görülmemektedir.

5- İşlem hacmi trendle birlikte hareket etmelidir

Dow teorisi fiyat grafiklerinde oluşan hareketin işlem hacmiyle desteklenmesini onaylamaktadır. İşlem hacmi artarken fiyatlarda artmakta, işlem hacmi düşerken fiyatlarda düşmektedir.

6- Tersine dönüşün kesin sinyalleri alınmadığı sürece bir trendin sürdüğü kabul edilir

Fiyatlar genel trend hareketini sürdürme eğilimindedir. Yükseliş trendinin sona ermesi için oluşan yeni fiyatın eskisinden yüksek olması gereklidir. düşüş eğilimi gösterdiğini söylemek için de bu durumun tam tersi söz konusudur. Oluşan yeni fiyatın en az bir kere eski fiyatından daha düşük seviyeye gelmelidir.

1.3.2.2. Mum grafik

Mum grafikleri paritenin yönünü, açılış ve kapanış fiyatını en yüksek ve en düşük fiyat bilgilerini sağlar. Mum grafiklerde oluşan kutular açılış ve kapanış fiyatı arasındaki farkı göstermektedir. Şekil-1’de görüldüğü üzere; kutuların üst ve altındaki ince çubuklar ise en yüksek ve en düşük fiyatlara göre çizilir. Kutuların renkleri ise kapanış fiyatlarına göre oluşmaktadır.

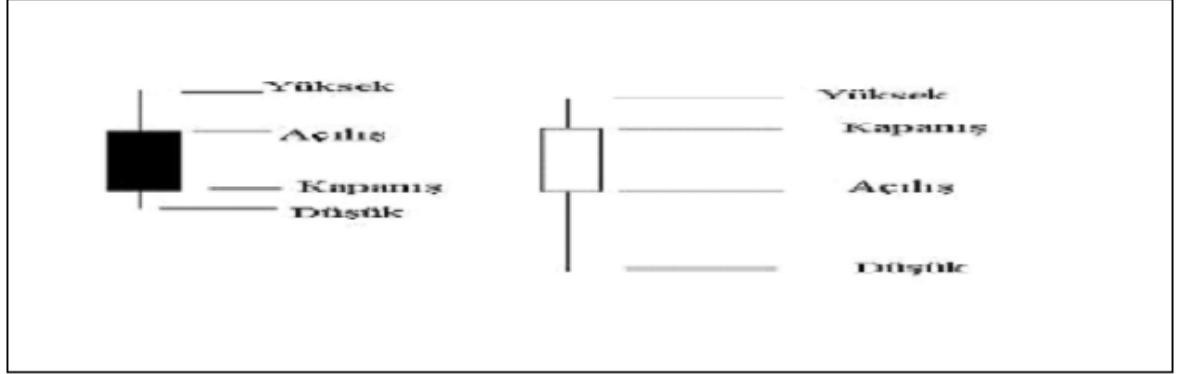
Şekil-1’de görüldüğü üzere; fiyat bir önceki açılış fiyatından daha yüksek bir fiyatla kapanır ise içi boş beyaz, kapanış fiyatı, açılış fiyatının altında kaldıysa içi dolu siyah mumlar ile gösterilir. Grafiğin içinin dolu olması satışların daha fazla ve fiyatlarda düşüş olduğu göstermektedir. Aşağıda mum grafiğin görünümü ile ilgili şekil yer almaktadır.



Şekil 1: Mum grafikler

Kaynak: <http://www.xtb.com.tr/egitim/baslangic/teknik-analiz>

Şekil-1’de yatay eksenle zaman dilimi, dikey eksenle ise fiyat aralıkları gösterilmektedir. Belli bir zaman dilimindeki hisse senetlerinin fiyatının artışı veya azalışını gösteren mum grafiklerde yükseliş miktarı içi boş mum grafik ile düşüş miktarı ise içi dolu mum grafik ile gösterilmiştir.



Şekil 2: Mum grafik

Kaynak: <http://www.ekodialog.com/Forex/forex-teknik-analizi-ve-grafikler.html>

Şekil-2’de gösterilen içi dolu olan mum grafik açılış fiyatının kapanış fiyatından daha düşük olduğu fiyatın düştüğünü, içi boş olan mum grafik ise kapanış fiyatının açılış fiyatından daha yüksek olduğunu başka bir ifadeyle hisse senedi fiyatının yükseldiğini göstermektedir. Mum grafiğin uzunluğu ise açılış fiyatıyla kapanış fiyatı arasındaki miktarın az veya çok olmasına göre uzunluğu değişmektedir. Fark çok ise mum daha uzun fark az ise mum daha kısa olmaktadır.

1.3.2.3. Çizgi grafik (Line)

Çizgi grafik hisse senedi fiyatlarının bir önceki güne bir doğru ile bağlanmasıyla bulunmaktadır. Çizgi grafik hisse senetlerinin fiyatlarına göre çizilir. Bu sebeple sadece fiyat verisini göstermektedir. Çizgi grafiğin görünümü, Şekil-3’te görülmektedir.



Şekil 3: Çizgi grafik

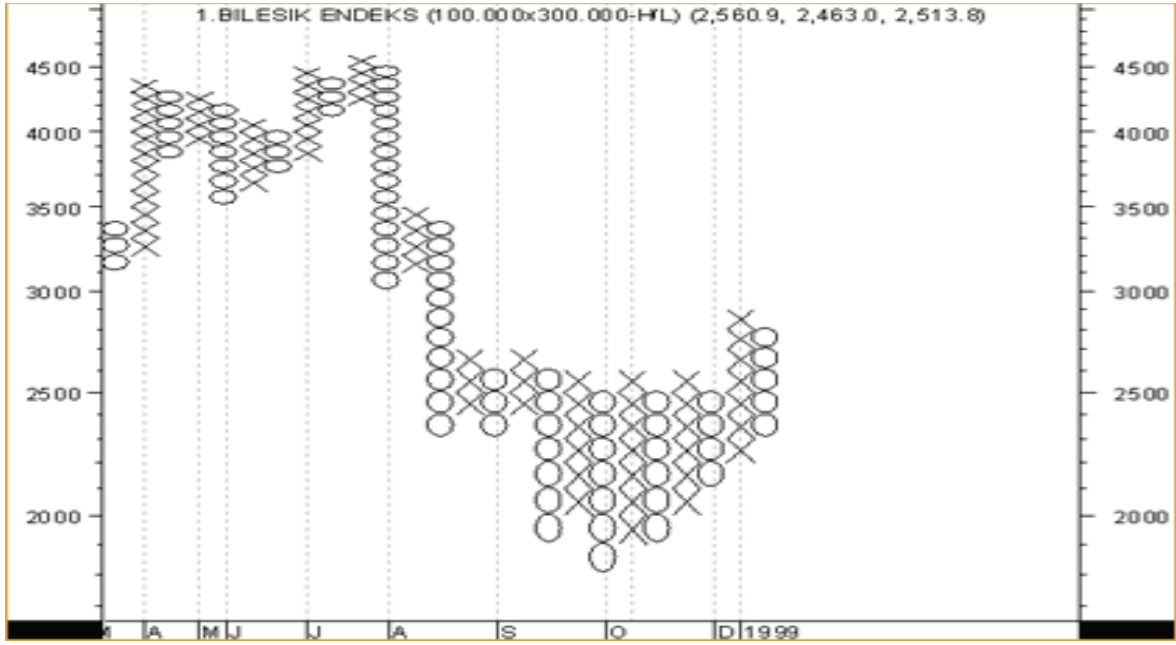
Kaynak: <http://www.forexfxtr.com/teknik-analiz-grafik-cesitleri/>

Şekil-3 te gösterilen çizgi grafikte yatay ekseninde zaman dilimi dikey ekseninde ise fiyat miktarı gösterilmektedir. Buna göre grafikteki veriler belli bir zaman dilimi içinde verilere göre (açılış, kapanış, ağırlıklı ortamala vb.) en yüksek ve en düşük miktarları göstermektedir. Çizgi grafik diğer yöntemlere göre daha basit anlaşılır olmasına rağmen sunduğu bilgiler açısından da oldukça basittir. Günlük açılış, kapanış veya ağırlıklı ortalama fiyatlarına göre çizilen grafiklerde her noktaya gelen veriler dışında herhangi bir veri içermemektedir. Çizgi grafiğin avantajlı yönü ise kolay algılanabilmesidir.

1.3.2.4. Sıfır Çarpı Grafiği

Fiyat artış veya azalış miktarlarına göre grafik üzerindeki kutular içinde "X" lerin artış, "0"ların azalmayı gösterdiği kabul edilerek sadece günlük fiyat hareketlerini ele alarak çizilen grafik türüdür. Bu grafik türünün diğer grafik türlerinden farklı tarafı ise, sürekli olmayıp grafik çizenin belirlediği şartların meydana geldiğinde grafiğin oluşturulmasıdır. Bu grafik türünde tek bir veri kullanılmaktadır. Hisse senedinin fiyatı arttıkça yukarıya doğru çarpılar konulmakta, fiyat düşüşe geçtiğinde ise takip eden hücreye

geçilip “0” konulmaktadır. Bu grafik sadece fiyat hareketlerini dikkate alıp, zaman kavramını dikkate almamaktadır (Karan, 2013:525). Şekil-4’teki sıfır çarpı grafiğinin görünümüyle ilgili örnek verilmiştir. Bu grafiğe göre, belli zaman dilimi içinde hisse senedinin fiyatlarının en düşük ve en yüksek seviyesiyle artış azalış miktarları gösterilmiştir.



Şekil 4: Sıfır çarpı grafiği

Kaynak: <https://www.ataonline.com.tr>

1.3.2.5. Çubuk (Bar) Grafik

Çubuk (Bar) grafiklerde yatay eksen zaman, dikey eksen fiyat yer almaktadır. Her bir zaman dönemindeki en düşük ve en yüksek fiyat verileri grafikte dikey bir çizgiyle birleştirmektedir. Açılış fiyatı bu çizginin soluna yatay küçük bir çizgi ile çizilir. Kapanış fiyatı da bu çizginin sağına yatay küçük bir çizgi ile çizilir. Çubuk grafikte altı adet bilgi mevcut olup bunlar; Açılış fiyatı, kapanış fiyatı, en yüksek fiyat, en düşük fiyat, yön ve volatilité’dir.

Bu bilgilerden grafik üzerinde gösterilen kapanış fiyatının gün içinde en düşük yere yakın olması hisse senedinin teknik zayıflığını satıcıların daha güçlü olduğunu, kapanış fiyatının en yüksek yere yakın olması ise alıcıların güçlü olduğunu göstermektedir (Karan, 2013:526). Volatilite belirli bir zaman dilimi içinde hisse senedi fiyatlarının ne derece değişken olduğunu gösterir istatistiki bir ölçüdür. Başka bir ifadeyle belirli ortalamalara göre çok yüksek düzeylerde pozitif ve negatif ayrışmalar anlamına gelmektedir (Karabıyık ve Anbar, 2007: 62).

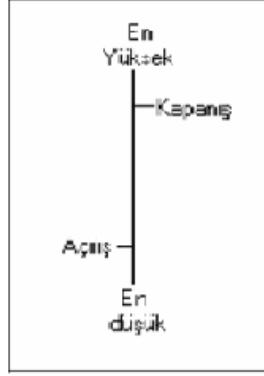
Şekil-5'te çubuk grafiğin görünümüne ilişkin örnek verilmiştir. Mum grafiklerinin çoğu bir araya gelerek belli bir zaman dilimi içindeki fiyatları göstermektedir.



Şekil 5: Çubuk grafikler

Kaynak: <https://www.ataonline.com.tr/>

Şekil-6’da görülen çubuk grafik örneğinde, hisse senedinin çubuk grafikte en yüksek, en düşük, açılış ve kapanış fiyatları görülmektedir. Bu grafikte hisse senedinin kapanış fiyatı açılış fiyatından daha yüksektir.



Şekil 6: Çubuk grafik

Kaynak: <https://www.ataonline.com.tr/>

1.3.3. Modern Yaklaşım (Etkin Piyasa Kuramı)

Etkin piyasalar hipotezi temel ve teknik analizi yaklaşımlarının geçersiz olduğunu savunmaktadır. Bu yaklaşıma göre; Fiyat değişimleri belli bir düzene bağlı değildir ve geçmişteki fiyat hareketleri gelecekte görülebilecek fiyat hareketlerini etkilememektedir. Başka bir deyişle fiyatların oluşumu tesadüfidir.

Etkin Piyasa kuramına göre hisse senetleri hakkındaki bilgiler bütün yatırımcılar tarafından bilinmektedir ve böylelikle yanlış fiyatlanmış hisse senedi bulunmamaktadır. Hisse senetleri hakkında piyasaya yeni bilgiler geldikçe yeni fiyatlar oluşmaktadır. Bu hipoteze göre piyasaların etkinliği ise piyasadaki bilgilerin fiyatlara ne derecede ve nasıl yansıdığıdır (Bolak, 2001:224). Eğer fiyatlar gelen bilgiler doğrultusunda değişiyorsa piyasa etkindir.

Etkin piyasalar hipotezi aşağıda belirtilen varsayımlara dayanmaktadır; (Civan, 2010:250).

- Menkul kıymetler piyasası etkindir,
- Piyasadaki tüm bilgiler yatırımcılar tarafından eşit derecede bilinmektedir,
- Yatırımcılar gelecekte fiyatlara etki edecek bilgileri rasyonel olarak değerlendirmektedir,
- Yatırımcılar kararlarını yerine getirirken hemen harekete geçmektedirler.

Etkin pazar kuramına göre piyasanın etkinliği üç ayrı düzeydedir. Bunlar; aşağıdaki gibi zayıf formda etkinlik, yarı kuvvetli formda etkinlik ve güçlü formda etkinlik olmak üzere ele alınmaktadır.

1.3.3.1. Zayıf Formda Etkinlik

Zayıf formda etkinlik teorisinin başlangıç noktası rekabet ve yatırımcıların herkesten önce yeni bilgilere ulaşma mücadelesidir. Cari fiyatların o anki bilgilere dayanmasından dolayı fiyatları önceden tahmin etmek mümkün olmayacaktır. Başka bir ifadeyle, o anda meydana gelen fiyat değişimleri geçmişteki fiyat verilerinden bağımsız oluşmaktadır (Karan, 2013:280).

Zayıf formda etkinlik teorisine göre, hisse senetlerinin geçmişe ilişkin tüm verilerinin cari fiyatların içinde olduğu, fiyat değişimlerinin o anki bilgilere dayandığı savunulmaktadır (Demireli ve diğ., 2010:55). Piyasalar zayıf formda etkin olduğunda teknik analiz yöntemlerinin geçerli olmamaktadır. Yatırımcıların geçmişte oluşan verilere dayanarak piyasanın ortalama getirisinden daha yüksek bir getiri elde edemeyeceği sonucu ortaya çıkmaktadır (Bolak, 2001:226). Buna göre hisse senedinin geçmişte gösterdiği fiyat ve diğer verilerini inceleyerek varlığın gelecekteki fiyatıyla ilgili bir tahminde bulunmak mümkün değildir. Piyasada oluşan fiyatlar geçmişte fiyatların oluşmasına neden olan bilgileri yansıtmaktadır ve alım satım kararları geçmişte oluşan fiyatlara göre verilir (Atan ve diğ., 2009:35).

Piyasanın zayıf formda etkin olması halinde geçmişte meydana gelen miktar ve fiyat verilerinden faydalanarak, basit bir “satın al ve tut” stratejisine göre daha fazla kâr elde edilemeyeceği kabul edilmektedir (Francis, aktaran Bolak 2001:226).

1.3.3.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik

Hisse senetlerinin fiyatları halka açıklanan tüm bilgileri yansıtacak şekilde oluşması durumunda piyasalar yarı güçlü formda etkindir. Hisse senetleriyle ilgili bilgiler halka açıklandığında hisse senetleri fiyatlarında açıklanan bilgiyi süratli bir şekilde açıklanan bilgiyi doğru değerlendiren bir ayarlama geliyorsa bu varsayım geçerli olmaktadır (Bolak, 2001:226). Bunun anlamı hisse senetlerinin piyasa fiyatı, gazete makaleleri, şirket öngörülleri ve raporlar yoluyla halka duyurulan herkesin ulaşabildiği mevcut bilgiyi tarafsız olarak anında yansıtmasıdır (Karan, 2011:283). Sonuç olarak, hisse senedi fiyatlarıyla ilgili olarak beklenmedik bir durumla karşı karşıya kalınmayacak ve dolayısıyla da hiç kimse aldığı pozisyon nedeniyle normalin üzerinde bir getiri elde edemeyecektir (Çevik ve Erdoğan, 2009:29).

Yarı güçlü formda etkinlik durumunda da teknik analiz geçerli değildir. Bunun nedeni piyasayı ve hisse senetlerinin fiyatını etkileyen tüm bilgiler kamuya açıklanmakta ve piyasalar bu bilgiler ışığında kendini çok çabuk ayarlayabilmektedir (Çevik ve Erdoğan, 2009:35). Yarı güçlü formda piyasa etkinliği, bilançolarla da ilgilidir. Çünkü bilanço bilgileri herkesin ulaşabileceği genellikle kamuya açık bilgilerdir ve hisse senedi değerlemesinde önemli rol oynamaktadır. Eğer bir piyasa yarı güçlü formda ise hiçbir hisse senedi getirisi normalüstü getiri sağlamayacaktır (Karan, 2011:283).

1.3.3.3. Güçlü Formda Etkinlik

Güçlü formda etkinliğin olduğu piyasalarda firma içi bilgilerinde varlıkların fiyatına yansımış olduğu durumdur. Sadece kamuya açık bilgiler varlıkların fiyatında etkili

değildir. Bilgiler bütün yatırımcılara açık olduğu için hiçbir yatırımcı normalin üstünde getiri elde edememektedir (Atan ve diğ., 2009:36). Güçlü formda piyasa etkinliğinde, piyasada kimsenin üstünlüğü olmadığı için en gelişmiş piyasa etkinliğidir. Örneğin içerden öğrenenlerin, elinde özel bilgi olanlar vb. durumlarda kimse aşırı getiri elde edememektedirler (Bayraktar, 2012:43). Güçlü formda piyasa etkinliğinde tüm bilgiler fiyatlara yansıtılmıştır.

1.4. Şirket Değerlemesinde Kullanılan Değerleme Yaklaşımları

Firmanın değerinin doğru olarak belirlenmesi halka arz sürecinde en önemli noktalardan biridir. Firma değerinin doğru olarak ölçülememesi halka arzın başarısını direk olarak etkilemektedir. Düşük değerlendirme şirketin elde etmesi olası gelirlerini azaltırken, yüksek değerlendirme ise olası yatırımcıların hisse senetlerine daha fazla ödemesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Şirketin değerinin doğru olarak tespit edilebilmesi için birçok yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler günümüz ekonomisinde yoğun olarak hissedilen küreselleşme ve teknolojik gelişmelere göre daha da gelişen yöntemlerdir. Bu yöntemler; net aktif değeri yöntemi, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri, fiyat/nakit oranı, fiyat/satış oranı, indirgenmiş nakit akımları yöntemleri, ekonomik katma değer yöntemi (EVA), piyasa katma değer yöntemi (MVA), yatırımın nakit akım karlılığı oranı yöntemi, (CFROI), artık kâr yöntemi (EBO) ve ekonomik kâr modeli'dir.

1.4.1. Net Aktif Değeri Yöntemi

Net aktif değeri, firmanın aktiflerinin piyasa koşullarına göre hesaplanan güncel değerinden, borçlarının piyasa değerinin çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır. Net aktif değeri, düzeltilmiş defter değeri yöntemi olarak da adlandırılmaktadır (Sipahi ve diğ., 2011:114). Net aktif değeri yöntemine göre elde edilen sonuç, özsermayenin gerçeğe uygun piyasa değeridir (Sipahi ve diğ., 2011:116). Başka bir ifadeyle firmanın

kaynaklarının kayıtlı değerlerinin güncel değerlere dönüştürülmesidir (Gökalp, 2014:145).

Net aktif değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\text{Net Aktif Değer} = (\text{Firmanın aktiflerinin piyasa değeri}) - (\text{Firmanın Borçlarının Piyasa Değeri})$$

Net aktif değeri yöntemine göre firma değerleme yönteminde şirketin varlıklarının ve borçlarının kayıtlı değerleri, güncel değerlere dönüştürüleceği için güncel değerleri hesaplanmasında kullanılan ÜFE, Stok devir hızı, yabancı para cinsinden varlıklar ve borçlar ile ekspertiz değeri yöntemleri aşağıda açıklanmıştır (Alkan ve Demireli, 2007:30).

ÜFE Oranları: Şirketin aktifinde yer alan tüm sabit kıymet değerleri aylık olarak yayınlanan ÜFE oranlarıyla yeniden değerlendirilir.

Stok Devir Hızı: Bir ayın üzerinde stok devir hızı olan hammadde, yarı mamul ve mamuller için ÜFE oranlarıyla yeniden değerlendirilerek bugünkü değeri dikkate alınır.

Yabancı Para Cinsinden Varlıklar ve Borçlar: Şirketin yabancı para cinsinden olan varlıkları T.C. Merkez Bankası tarafından belirlenen döviz alış kurları, borçları ise satış kurları ile değerlendirilir.

Ekspertiz Değeri: Şirketin varlıklarının piyasa değerine göre satılmasıyla bulunan değerdir.

1.4.2. Fiyat/Kazanç (F/K) Oranı

F/K Oranı işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net kârına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren orandır. Başka bir ifade ile yatırımcı hisse senedine yaptığı yatırım tutarını kaç yılda kazanacağını gösterir. F/K oranı firmanın net kârı ile hisse senetlerinin toplam değeri arasında ilişki kurup, şirketin vergi sonrası 1 TL'lik hisse başı kârına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduğunu

göstermektedir (Öztürk, 2009: 113). F/K oranı aşağıdaki formülde olduğu şekilde hesaplanır

$$\textbf{Fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{\text{Piyasa Kapitalizasyonu}}{\text{Toplam Net Kâr}}$$

veya

$$\textbf{Fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kâr (HBK)}}$$

$$\textbf{Firma Değeri} = \text{Seçilen Sektör veya Piyasa Ortalama F/K Oranı} \times \text{Firma Net Kârı}$$

Hisse fiyatı olarak, cari piyasa fiyatı veya yıllık ortalama fiyatları kullanılabilir. Toplam net kar olarak en son yılın kâr rakamları kullanılırsa cari F/K oranı, gelecek dönemler için beklenen kâr rakamları kullanılırsa ileri F/K oranı hesaplanmış olur (Öztürk, 2009:114).

Fiyat/kazanç yöntemine göre, hisse senedinin olması gereken fiyatı hesaplanırken önce hisse başına kâr (HBK) tahmin edilir ve daha sonra bu değeri hisse senedi piyasasında gerçekleşmiş fiyat/ hisse başına kâr oranıyla çarparak hisse senedinin olması gereken fiyatı hesaplanır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:173).

$$\textbf{Hisse Senedinin Fiyatı} = \text{Fiyat/Kazanç Oranı} \times \text{Hisse Başına Kâr}$$

F/K oranının öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Fiyat/kazanç oranı arttıkça öz sermaye maliyetinin düştüğü görülmektedir (Gallinger, George ve Jerry, aktaran Chambers 2009: 99).

$$\textbf{Öz sermaye maliyeti} = \frac{1}{\frac{\text{Fiyat}}{\text{Kazanç}}}$$

Hisse senedi sahiplerine kâr payı ödemek yerine, kârını tekrar yatırıma aktaran şirketlerin F/K oranları yüksek olur. Şirketlerin gelecek yıllarda büyüme beklentisinden

dolayı hissedarlar temettü almamalarına rağmen, hisse için yüksek fiyat ödemeye razı olurlar (Alkan ve Demirelli, 2007: 32).

F/K oranının risk ve büyüme gibi verileri yansıtması, mukayese yapmak için basit bir veri olması gibi sebeplerden dolayı yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biri olmuştur (Karan, 2013: 374). Ancak F/K oranının manüpile edilebilen net kârı dikkate alması, zarar eden şirketlerde kullanılamaması ve firmaya göre değişiklik gösterebilecek özel durumları dikkate almaması bu yöntemin bazı dezavantajlarıdır (İvgen, 2003:121).

1.4.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı firmaya yapılan yatırımların piyasa değerinin maliyetinin kaç katı olduğunu gösteren orandır. Hisse senetlerinin piyasa değerinin şirketin özkaynak değerine bölünmesi yoluyla hesaplanmaktadır (İvgen, 2003:127).

Piyasa Değeri/Defter Değeri, aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır

$$PD/DD = \frac{\text{Piyasa Kapitalasyonu}}{\text{Defter Değeri}} \text{ veya}$$

$$PD/DD = \frac{\text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başı Defter Değeri}}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Ödenmiş Sermaye} \times \text{Hisse Fiyatı}$$

$$\text{Defter Değeri} = \text{Özsermaye (Özkaynaklar)}.$$

$$\text{Hisse Başına Düşen Defter Değeri} = \text{Özsermaye} / \text{Ödenmiş Sermaye}$$

Firmanın özsermayesinin piyasa değerinin yüksek olması gelecekte firmanın kazanma gücünün ve nakit akımlarının yüksek olacağını beklentisinin olduğunu yansıtmaktadır. Firmanın özsermaye getirisi ne kadar yüksek olursa, Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı da o kadar yüksek olmaktadır (Ercan ve Diğ., 2006:62).

PD/DD oranının 1'in üstünde olması firmanın piyasa değerinin defter değerinin üzerinde olduğunu, piyasada defter değerine göre daha primli işlem gördüğünü göstermektedir. 1'den küçük olması durumunda ise şirketin ortaklarına değer artışı sağlamadığı; piyasada işlem gördüğü fiyatın, defter değerinden daha düşük olduğunu göstermektedir (Öztürk, 2009:116).

PD/DD oranının entelektüel sermaye ile de bağlantısı vardır. Piyasa değerinin defter değerini aşan kısmı, başka bir ifadeyle oranın 1'in üstünde kalan kısım firmanın entelektüel sermayesidir (Chambers, 2009:221).

Bu yöntem, zarar eden şirketler için de kullanılabilir. Şirketlerin aktif değerinin piyasaya değerine çok yakın olduğu finansal hizmet sektörü ve sabit duran varlıkları çok olan sektörlerde sıklıkla kullanılmaktadır (İvgen, 2003:128). Ayrıca firma bilançolarındaki kâr rakamlarının yüksek olduğu enflasyonist ortamlarda kullanılmaktadır (Okka, 2009:882).

Firmaların varlıklarını en iyi şekilde kullanacakları varsayımı altında PD/DD oranından yararlanır bu yöntemin dezavantajları ise her firmanın kendine özgü bir yapısı olması nedeniyle varlıklarını aynı verimlilikte kullanamaması ve firmanın faaliyetlerinin devam etmekte olduğunu ve gelecekte nakit akımlarını dikkate almamasıdır (Chambers, 2009:222).

1.4.4. Fiyat/Nakit Akımı Oranı

Firmaların uyguladıkları farklı muhasebe teknikleri sebebiyle firma geliri yerine nakit akımlarının kullanılmasının daha sağlıklı sonuçlar vereceği düşünülmektedir (Chambers, 2009:224). Fiyat/Nakit Akımı (F/NA) oranı yönteminde, bir şirkete değerlendirme işlemi yapılırken hisse senetlerinin piyasada oluşan fiyatı ile nakit akımları arasında ilişki kurularak hesaplanan verilerle benzer firmaların değeri tahmin edilmektedir. Benzer

firmaların hisse senedi fiyatı ile nakit akımları oranı tespit edilerek, değer tespiti yapılacak firmanın nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu firma değeri bulunacaktır. Uygulamada nakit akımı olarak; net kar ile amortisman toplamı alınmaktadır (Damadoran, aktaran Chambers 2009:224). Bir şirketin değerini hesaplarken başka şirketlerin verilerinden yararlanmaktadır. Değerleme yapılacak firmanın nakit akımı ile benzer şirketlerin Fiyat/Nakit Akım (F/NA) Oranının çarpılmasıyla firma değeri bulunmaktadır.

Fiyat/Nakit Akım Oranı (F/NA) aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır;

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

Diğer bir ifadeyle

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

$$\text{Firma Değeri} = \text{Fiyat/Nakit Akımı} \times \text{Firmanın Nakit Akımı}$$

1.4.5. Fiyat/Satış Oranı

Fiyat/satış oranı firmanın satış miktarıyla özkaynakları arasında ilişki kurmaktadır (İvgen, 2003:126). Başka bir ifadeyle işletmenin piyasa değerinin işletmenin satışlarının kaç katı olduğunu gösteren orandır (Taner ve Akkaya, 2003:3).

Fiyat bazlı değerlendirme yöntemlerinde; hisse senetlerinin piyasada işlem gördüğü fiyatlardan değerlendirme yapılmaktadır. Piyasa fiyatları ise genel ekonomik durum, sektörde yaşanan rekabet ve firmanın kârlılık, likitide, yönetim becerisi, rekabet koşulları vb. birçok faktörden etkilenmektedir. Değerleme işleminde ise bu etkileri dikkate alarak değerlendirme yapmanın yolu hisse senedinin piyasa değerinin dikkate alınmasıdır (Erken, aktaran Karatepe ve Çelik 2007:61).

Nakit kalemi gelirin bir parçası olmamasından dolayı Fiyat/Satışlar oranı kaldıraç oranı yüksek olan şirketlerde daha yüksek olacağından yanlış kararlar alınmasına

yol açacaktır. Bu sebeplerden dolayı Firma Değeri/Satışlar oranı daha sağlıklı bir orandır (Ercan ve diğ., 2006:69).

Firma Değeri/Satış ve Fiyat/Satış oranları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır

Fiyat/Satış Oranı=Özsermayenin Piyasa Değeri/Satışlar

Toplam Firma Değeri/Satışlar Oranı = (Borcun Piyasa Değeri + Özsermayenin Piyasa Değeri-Nakit/Satışlar

Bu yöntemin en önemli avantajı, negatif olmayan, firmaların uyguladıkları farklı muhasebe tekniklerinden etkilenmeyen ve negatif olmayan satış rakamlarını dikkate almasıdır (İvgen, 2003:134).

1.4.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemleri

Bir hisse senedinin aşırı değerlenmiş ya da fiyatının düşük olduğunun bilinmesi için gerçek değerinin bilinmesi gereklidir. Hisse senetlerinin değeri gelecekte sağlayacağı nakit girişinin belirli bir iskonto değeri üzerinden bugünkü değerine eşittir (Okka, 2009:303). İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre varlığın ortaya koyduğu nakit akımları, nakit akımlarının zamanlaması, ve nakit akımlarıyla ilişkilendirilen risk derecesinden oluşan üç değişkenin fonksiyonu olup aşağıdaki genel formül ile ifade edilmektedir (Sipahi ve diğ., 2011:76).

$$\text{Bugünkü Değer} = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

N= Varlığın ömrünü

CF_t= t dönemindeki nakit akımını

r = T tahmini nakit akımlarının riskini ifade etmektedir.

Bu yöntemle göre, firmanın değeri gelecekte elde etmesi beklenen nakit akımlarının belli bir iskonto oranına göre bu güne indirgenerek firma değerini yansıttığını savunmaktadır (Chambers, 2009:234). Dolayısıyla nakit akımları daha kolay tahmin

edilebilen ve düzenli olan firmalar, nakit akışları düzensiz olan firmalardan daha değerlidir (Hatipoğlu ve Yener, 2013:10).

İndirgenmiş Nakit Akımlarına göre firma değerlemesinde temel mantık, firmanın değerini; sonsuza kadar beklenen nakit akımlarının bugünkü değerinin oluşturduğudur. Bu yöntemin temelinde paranın zaman değeri olup İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi firmanın piyasa değerini en iyi açıklayan yöntem olduğu düşünülmektedir (Ercan ve Ban, 2005:340).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre firmanın sermaye yapısı, yaratıcılık gücü, kurumsal yönetimi, marka değeri ve entelektüel sermayesi gibi firmanın değerini etkileyen unsurlarını dolaylı olarak dikkate alarak beklenen nakit akımlarının tahmini değerlerini hesaplamaktadır (Ercan ve Diğ. 2006:27).

İndirgenmiş Nakit Akımlarıyla yapılan firma değerlemelerinin temelinde iki yöntem vardır. Bunlar Firmaya ait Serbest Nakit Akımları ile Özsermayeye olan Serbest Nakit Akımları'dır (Ünlü, 2008:112).

1.4.6.1. Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları (FCFF)

Firmaya olan serbest nakit akımları yönteminin temel felsefesi, önce bir firmanın bir bütün olarak değerlendirilmesi ve daha sonra şirket üzerindeki bütün hak sahiplerine yapılan nakit çıkışlarının değeri düşülerek özsermaye değerinin bulunmasıdır (Chambers, 2009:246). Firma değeri olarak hesaplanan tutar borç sahiplerine olan nakit akımlarını da içermektedir (Ercan ve diğ., 2006:29). Başka bir ifadeyle firmanın faaliyetlerinden elde ettiği nakit akımlarıyla ve sermaye harcamaları arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır (Öztürk, 2009:100).

Firmaya Serbest Nakit Akımları modelinde firma bir bütün olarak ele alınıp, firmanın özsermayesine ve uzun vadeli borçlarına olan nakit akımları tahmin edilmekte ve

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile bugünkü değeri hesaplanıp bulunan değerden firmanın uzun vadeli borçlarının bugünkü değeri çıkarılarak özkaynakların olması gereken değeri bulunmaktadır.

Firmaya olan serbest nakit akımları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır

$$\text{Firmaya Serbest Nakit Akımları (FCFF)} = FVÖK (1-T) + \text{Amortismanlar} - \text{Sermaye Harcamaları} - \text{İşletme Sermayesindeki Fark}$$

Bu formülde

FVÖK : Faiz ve Vergi Öncesi Kâr

T : Vergiler

Bu yaklaşımın temelinde şirketin esas faaliyet kârı yer almaktadır. FVÖK'ten ödenecek kurumlar vergisi ve şirketin gelecekte ihtiyaç duyabileceği sermaye harcamaları düşüldükten sonra, amortismanların eklenmesiyle bulunmaktadır (Öztürk, 2009:101).

Bu yaklaşıma göre FCFF'nin hesaplanması için değerlendirilecek şirketin işletme sermayesindeki farkında hesaplanması gerekmektedir. Net işletme sermayesi hesaplanırken geçmiş dönemlerin verilerinden faydalanarak gelecek dönemlere uygulanacak şekilde tahmin edilmekte ve bir önceki yıldan çıkarılarak aradaki fark hesaplamalara dâhil edilmektedir (Güler, 2010:45).

Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre ise firmanın değeri; firmanın gelecekte elde etmesi beklenen serbest nakit akımlarının bugünkü değerine indirgenerek hesaplanan şimdiki değeridir. Bu değer aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır (Öztürk, 2009:100).

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

FCFF_t = t yılında beklenen FCFF

WACC= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Şirket belirli bir büyüme döneminden sonra sonsuz süre ile sabit oranda büyüyorsa şirket değeri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır (Öztürk, 2009:101).

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{st}-g_n)} \times \frac{1}{(1+WACC_{hg})^n}$$

$FCFF_t$ = t yılında beklenen FCFF

WACC= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

S_t = Sabit büyüme hızı

H_g = yüksek büyüme hızı

1.4.6.2. Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları (FCFE)

Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları yaklaşımı, firmanın borç, faiz ve anapara gibi finansal yükümlülüklerini yerine getirip, gelecek dönemlerde hedeflenen büyümeyi sağlamak için yapacağı harcamalardan sonra kalan nakit akımları olarak tanımlanmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:132). Bu yöntemde hesaplanmak istenen temel mali tablolar üzerinden şirketin gelecek yıllarda ortaklarına dağıtabileceği nakit akımlarını tespit etmektir. Hesaplama yapılırken değerlendirme dönemi içinde özsermaye sahiplerine sağlanacak nakit akımları özsermaye maliyeti kullanılarak bugünkü değerine indirgenmektedir (Chambers, 2009:249).

Hesaplanan toplam özsermayeye serbest nakit akımlarının iskonto edilmiş tutarı firmanın toplam hisse senedi sayısına bölünerek hisse senetlerinin gerçek değeri hesaplanmaktadır. Hesaplanan değerle borsada oluşan değer karşılaştırılıp hisse senedinin fazla değerlendirildiği veya düşük değerlendirildiği sonucuna ulaşılmaktadır (Ercan ve diğ., 2006:36).

Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları yöntemine göre, şirketin ödemesi gereken borçlarına ilgili giderler yapıldıktan sonra, şirketin faaliyetlerini ve gelecekte

planlanan büyümenin sağlanabilmesi için ihtiyaç duyulan varlık alımları için gerekli harcamaların yapıldıktan sonra kalan nakit olarak tanımlanmaktadır. Özsermayeye Serbest Nakit Akımları aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Güler, 2010:47).

Özsermayeye Serbest Nakit Akımları (FCFE) = Net Kar + Amortismanlar – Sermaye Harcamaları – İşletme Sermayesindeki Değişim – Anapara Geri Ödemeleri + Yeni Borçlar

$$\text{Yukardaki formüle göre firma değeri} = \frac{FCFE}{(r-g)}$$

r: Özsermaye maliyeti

g: Büyüme oranı

Bu yöntem sigorta şirketleri, banka ve diğer finansal hizmet veren kuruluşların değerlemesinde kullanılmaktadır (Ercan ve Diğ. 2006:35).

1.4.7. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

Artık kâr kavramı üzerine kurulu bir değerlendirme yöntemi olan EVA (Economic Value Added), 1980’li yılların başında Joel Stren ve Bennet Stewart tarafından geliştirilmiştir. EVA yöntemi 1993 yılından itibaren yoğun ilgi görmeye başlamış ve günümüzde de yoğun ilgi gören finansal değerlendirme yöntemlerinden biri olmuştur (<http://iktisat.wordpress.com>).

İşletmelerin kâr edebilmesi için kullandığı sermayenin maliyetinden daha fazla kâr elde etmesi gerekir. Aksi halde bu işletmelerin değer kaybettiği anlamına gelmektedir. İşletmelerin ekonomik kâr yaratma yeteneğini ölçmeye yarayan finansal bir gösterge olan EVA sermayenin maliyetini aşan kazançtır ki bu pay sahiplerinin servetinde gerçek artışı gösteren bir ölçüttür (Gürbüz ve Ergincan, 2004:245). Başka bir ifadeyle yatırımlardan elde edilen kazancın, sermaye maliyetini aşan kısmını hesaplayarak işletmelerin yatırımdan kâr elde edip etmediğini ölçmektedir (Ercan ve Ban, aktaran Akyüz 2013:343). EVA,

işletmelerin vergi sonrası net kârından, cari faiz oranları üzerinden hesaplanacak sermaye maliyetinin çıkarılmasıyla hesaplanmaktadır (Ercan ve diğ., 2006:81).

Geleneksel muhasebe kârı borçlanmadan kaynaklı faiz maliyetlerinin dikkate almakta ancak özsermaye maliyetini dikkate almamaktadır. EVA yöntemini geleneksel muhasebe kârından ayıran en önemli nokta ise; özsermaye maliyetini de dikkate almasıdır. Bir işletme bazı durumlarda zarar etmesine rağmen özsermaye maliyetinin dikkate alınmamasından dolayı kâr elde etmiş gibi vergi ödemektedir (Sipahi, Yanık ve Aytürk, 2011:129). EVA, firma değerlendirme hesaplamalarına özsermaye maliyetini de katmakla firma karının diğer giderler ile birlikte kullanılan sermayenin maliyetini de ne ölçüde karşıladığını ya da aştığını ölçmektedir (Chambers, 2009:29).

Bir işletmenin yarattığı ekonomik katma değeri artırmak için yapması gerekenler aşağıda belirtilmiştir (Topal, 2008:254).

- Vergi sonraki faaliyet kârındaki artışın sermaye maliyetindeki artıştan daha fazla olan yatırımlar yapmak,
- Toplam sermaye maliyetinin minimize edildiği bir sermaye yapısı oluşturmak,
- İşletmelerin değer yaratması yatırımcıların koymuş oldukları sermayenin değerinin artmasına ve dolayısıyla servetlerinin artması anlamına gelmektedir.
- Maliyetlerini ve vergilerini azaltmak,

Firmanın kazancının sermaye maliyetini karşılayıp karşılamadığını ölçen EVA yöntemi sermaye maliyetini de dikkate aldığından diğer ölçüm sistemlerinden ayrılmaktadır (Bayraktaroğlu ve Ünlü, 2009:291). Genel olarak EVA aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır; (Öztürk, 2009:166).

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC$$

NOPAT= Vergiden Sonraki Net Faaliyet Kârı - (Net Operating Profit After Tax)

WACC= Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

IC= Yatırılan Sermaye

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak hangi oranın alınacağı EVA'nın hesaplanmasında önem arz etmektedir. Buna göre formülde kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti şu şekilde ifade edilebilir (Topal, 2008:254).

AOSM= (Borçların Oranı x Borçların Vergi Sonrası Maliyeti) + (Özsermayenin Oranı x Özsermayenin Maliyeti)

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında CAPM (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır. Modelin genel ifadesi: (Ceylan ve Korkmaz, aktaran Akyüz 2013:345).

$$k_e = k_{rf} + \beta(k_m - k_{rf})$$

k_e = Özsermayenin maliyeti

k_{rf} = Risksiz getiri oranı

k_m = Pazarın beklenen getirisi ifade etmektedir.

1.4.8. Piyasa Katma Değer Yöntemi (MVA)

İşletmelerin ortaya çıkardığı değeri ölçmek için kullanılan geleneksel muhasebe temelli değerlendirme ölçütlerinin manipülasyonlara açık olması ve firmaların değeri tam olarak ölçmekte yetersiz kalması gibi sebeplerle yeni değerlendirme yöntemleri arayışına gidilmiştir (Topal 2008:250). Ekonomik kârlılıkla yakından ilişkili olan MVA işletmenin sahip olduğu kaynakların üstüne bir değer ilave edilip edilmediğini ve yatırılan sermayenin ne ölçüde verimli kullanıldığını ölçmektedir (Akyüz, 2013:350). Hissedarların sermayelerinin ne kadar arttığı veya ne kadar azaldığı sorusuna cevap bulmak için bakılmasının gerekliliği savunulan Piyasa Katma Değeri (MVA) hissedarların şirkete

yaptıkları yatırımlara işletmenin ne kadar değer kazandırdığını veya ne kadar değer kaybettiğini gösteren bir ölçüdür.

MVA uzun vadeli bir performans ölçütü olup işletmenin sahip olduğu kaynaklarıyla (yabancı kaynaklar + özsermaye) ne kadar değer ortaya çıkardığını ölçmektedir (Ertuğrul, 2009:30). Firmanın MVA değerinin düşük çıkması sermayesinin geçmişte iyi kullanılmadığını göstermektedir (Akyüz, 2013:350).

MVA değerinin yüksek çıkması firmanın kaynaklarının üstünde bir değer ortaya çıkardığını, sahip olduğu kaynaklarının iyi kullanıldığını göstermektedir. Başka bir deyişle, firmaların piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farkın artması yatırımcıların servetinin değerinin artması ve firma kaynaklarının etkin olarak kullanıldığını göstermektedir (Ünlü ve Saygın, 2014:143).

MVA genel olarak firmanın piyasa değeriyle firmanın sermayesi arasındaki fark olarak bilinmektedir. Halka açık ve hisse senedinin fiyatı bilinen şirketlere uygulanabilmektedir (Bayraktaroğlu ve Ünlü, 2009: 294). MVA aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Gapenski, aktaran Yılğör 2005:229).

MVA= Piyasa Kapitalizasyon Değeri (Piyasa Değeri)- Yatırılan Sermaye

Piyasa Kapitalizasyonu: Özkaynakların bugünkü değeri

Yatırılan sermaye : Özkaynak ve borçların defter değeri

Formülüyle hesaplanmaktadır.

1.4.9. Yatırımın Nakit Akım Kârlılığı Oranı Yöntemi (CFROI)

Yatırımın Nakit Akım Karlılığı Oranı (CFROI) Chicago kaynaklı danışmanlık şirketi olan HOLT Value Associates tarafından geliştirilmiştir. CFROI, bir piyasa değeri yada yatırımcı getirisi ölçütü değildir ve parasal bir kavramı ifade etmemektedir.

Yatırımın nakit akım kârlılığı (CFROI), yatırımlardan elde edilen getirinin ödenecek vergiler ve enflasyondan arındırdıktan sonra yatırımcılar tarafından yapılan brüt nakit yatırımlarla karşılaştırmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:320). Bu oran, yatırımdan elde edilen nakit akışları ve paranın zaman değerini dikkate alarak yatırımın iç verim oranını ölçmektedir (Sipahi ve diğ., 2011:137). Başka bir ifadeyle, yatırımın projesinin net nakit girişlerini projenin maliyetine eşitleyen minimum getiri oranıdır.

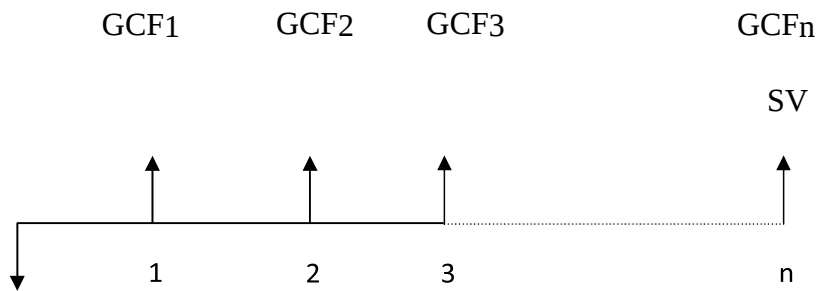
Yatırımın nakit akım karlılığını hesaplayabilmek için aşağıda belirtilen bilgilere ihtiyaç duyulmaktadır (Damadoran, aktaran Sipahi ve diğ., 2011:138).

Brüt yatırım: Yatırımın başlangıcında, duran varlıkların defter değeri üzerine amortismanlarının eklenmesi ve enflasyona göre tekrar düzenlenerek hesaplanmasıdır.

Brüt nakit akımları: Vergi sonrası faaliyet karına nakit çıkışı olmayan giderlerin eklenmesiyle hesaplanır.

Varlıkların beklenen ömrü: Yatırım yapılan varlıkların ekonomik olarak kâr elde etme süreleridir.

Hurda değeri: Varlıkların ekonomik ömürleri sonundaki değerinin bugüne indirgenmiş değeridir.



Şekil 7: CFROI ve Nakit Akımları

Kaynak: (Öztürk, 2009:174) Şirket Değerlemesinin Esasları

Yukardaki şekilde

n: Varlıkların ömrü

GI: Brüt yatırım

GCF_(1,2,3...n): Yıldaki Brüt nakit akımları

SV: Hurda Değeri'ni ifade etmektedir.

CFROI yönteminin firma değerlemesinde kullanılabilmesi için, sabit büyüme dönemindeki şirket için şirkete olan serbest nakit akımları yöntemleriyle ilişkilendirilmesi gereklidir (Sipahi ve diğ., 2011:138).

Bu ilişki aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanabilmektedir.

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

FCFF: Serbest Nakit Akımı

k_c: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

g_n: Sabit büyüme oranını ifade etmektedir.

Yatırımın nakit akım karlılığı bakımından yukarda yer alan eşitlik aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir (Damadoran, aktaran Sipahi ve diğ. 2011:139).

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

CFROI: Yatırımın nakit akım karlılığını,

GI : Brüt yatırımı,

DA : Amortisman ve itfa paylarını,

t : Vergi oranı

CX : Sabit sermaye harcamalarını

WC : Net işletme sermayesindeki değişimi

İfade etmektedir.

1.4.10. Artık Kâr Yöntemi (EBO) (Normal Dışı Kâr Yöntemi)

Artık Kâr (RI), Edwards-Ben- Ohlson (EBO) ve Normal Dışı Kâr birbiriyle aynı anlamda kullanılan modellerdir. RI modeli, Temmettö İskontolama Yöntemi (DDM)'nden türetilmiş olup özsermaye maliyetini araştırmaktadır. Bu modele göre şirketin özsermaye değeri; defter değeri ve gelecekte beklenen artık kârların bugünkü

değerinin fonksiyonudur ve bu sebeple hem aktif bazlı hemde nakit akımları modelinin karışımıdır (Öztürk, 2009:159).

Artık kâr, bir şirketin belli bir zaman dilimi içinde ortaya koyduğu değeri temsil etmektedir. Artık kâr metodları ekonomik kârı ölçerken sadece muhasebe giderlerini değil aynı zamanda sermaye maliyetini de göz önüne almaktadır. RI modeline göre, bir şirketin hisse fiyatı P_0 (0 zamanındaki özsermayesinin değeri) 0 zamanındaki defter değeri (BV_0) ve bundan sonraki dönemden sonsuza kadar olan artık kârların bugünkü değerine indirilerek toplanmasıdır (Xiaoqun ve Lee, aktaran Öztürk 2009:160).

Artık kâr (RI) modeline göre, şirketin özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$(\text{Özsermaye Değeri})_0 = BV_0 + \sum \frac{RI_t}{(1+r_e)^t}$$

Bu formülde

BV_0 : 0 zamanında defter değeri

r_e : Özsermaye maliyeti

RI_t : Artık Kâr

Gelir tablosunda sadece borçlanmanın maliyeti olan faiz giderleri yer aldığından gerçek değerlere ulaşmak için özsermayenin maliyetinde kârdan düşülmesi gereklidir. Ancak bu şekilde artık kâra ulaşılmaktadır (Öztürk, 2009:160).

Artık Kâr aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$RI_t = NI_t - (r_e \times BV_{t-1})$$

NI_t : t zamanındaki net kâr

BV_{t-1} : t-1 zamanındaki defter değeri

r_e : Özsermaye maliyeti

1.4.11. Ekonomik Kâr Modeli

Ekonomik Kâr Modeli, değere dayalı yönetim anlayışının (Value Based Management -VBM) gelişmesiyle firmaların ortaya çıkardığı katma değeri ölçmek için günümüzde yaygın olarak kullanım alanı bulmuştur (Ercan ve Ban, 2005:351).

Ekonomik Kâr (EP) modeli, şirketin ortaya koyduğu katma değeri ölçmektedir. Bu yöntemle göre firmanın değer kazanması için artık değer üretmesi gereklidir (Yavuzarslan, 2007:33). Ekonomik kâr modeli, yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) ile sermaye maliyeti arasındaki farkın sermaye toplamı ile çarpılmasına eşittir (Öztürk, 2009:170).

Ekonomik Kâr Modeli aşağıdaki gibi formüle edilmektedir.

$$\text{Ekonomik Kâr} = IC \times (ROIC - WACC)$$

IC = Yatırılan sermaye (Invested Capital)

ROIC = Yatırılan Sermayenin Getirisi

WACC = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Bu yöntemle göre bir firmanın değeri yatırılan sermaye ile gelecekte elde etmesi beklenen ekonomik kârların toplamına eşittir.

Ekonomik kar yöntemine göre firma değerinin hesaplanması aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Öztürk, 2009:171).

Şirket Değeri = Yatırılan sermaye+ Gelecekte Beklenen Ekonomik Kârların Bugünkü Değeri

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Yatırılan Sermaye} + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EK_t}{(1 + WACC)^t}$$

II. BÖLÜM

HALKA ARZ VE HALKA AÇILMA SÜRECİ

2.1. Halka Açılmanın Kavramsal Çerçevesi

Halka arz geniş bir kavram olup sadece payların değil, tüm sermaye piyasası araçlarının (tahvil, varant, kira sertifikası v.s.) satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade etmektedir. En genel anlamıyla halka arz, şirketlerin sermayesine halkın katılmasına olanak verecek düzenlemelerin yapılmasıdır (Akbulak, aktaran Gökalp 2014:48). 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3'üncü maddesinin (f) bendine göre halka arz: *“sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı”* ifade etmektedir.

Halka arz, halka kapalı bir şirket tarafından ilk kez yapılıyorsa bu halka açılma, daha önceden paylarını halka arz etmiş şirketlerin paylarını tekrar halka arz etmeleri ise ikinci halka arz olarak ifade edilmektedir. İkincil halka arz genelde şirketin ihtiyaç duyduğu fonları karşılamak için yapılmaktadır. İkincil halka arzda hisse senetleri borsada belirlenen piyasa fiyatıyla satışa sunulmaktadır (Brigham ve Ehrhardt, aktaran Demetoğlu 2016: 4).

Ortak sayısı 500'ü aşan şirketler halka arz edilmiş sayılmakta ve sermaye piyasası mevzuatına tabii olmaktadır. Halka arz edilmiş sayılan ve payları borsada işlem görmeyen şirketler halka açık statüsü kazandıktan sonra en geç iki yıl içinde Borsa'da işlem görmek için Borsa'ya başvuru yapmak zorundadır. Başvuru yapılmaması durumunda Kurul şirketin borsa'da işlem görmesi veya halka açık statüsünden çıkarılması için şirketin kararı aranmaksızın gerekli kararları alma yetkisine sahiptir (6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 2012).

2.2. Halka Açılmanın Avantajları

Halka arz işleminin şirketlere sağladığı bazı avantajlar aşağıdaki gibi açıklanmaktadır (www.borsaistanbul.com).

Finansman sağlama: Halka arz işleminin en büyük avantajı, şirketlere finansman kaynağı sağlamasıdır. Halka arz yöntemiyle elde edilen kaynakların belli bir süre sonunda ödenmesi gerekmediği için şirketler için oldukça avantajlı bir kaynak sağlamaktadır. Bu kaynaklar yeni yatırımlara, iş hacmini büyütmek için yapılan harcamalara yönlendirilmektedir.

Likidite: Halka arz edilen hisse senetlerinin borsa’da oluşan fiyata göre, alınıp satılması paylara likidite sağlamakta ve şirkete önemli bir imkân sunmaktadır. Piyasada şirketin hisse senetlerinin fiyatının belli olması birleşme, satın alma veya ikincil arz işlemlerinde şirket değerinin piyasa değerine göre hesaplanmasını sağlamaktadır.

Şirketin tanıtımı: Halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin alınması ve halka arz işleminin başarılı olabilmesi için şirketin bilgilerinin şeffaflık ve kamuyu aydınlatma platformu çerçevesinde yatırımcılara ulaştırılması şirketin tanınmasında önemli avantajlar sağlamaktadır.

Kurumsallaşma: Ülkemizdeki faaliyet gösteren şirketlerin çoğunluğunun özelliği aile şirketi niteliğinde olmalarıdır. Bu durum genellikle, şirketin ömrünün kurucusunun ya da yönetimde söz sahibi olan aile bireylerinin ömürleri ile sınırlı olmasına sebep olmaktadır. Şirketlerin paylarını halka arz etmeleri ve Borsada işlem görmeye başlamaları SPK ve Borsa İstanbul’un incelemelerini içeren bir süreç dahilinde gerçekleştiğinden ortaklarını ve kamuyu düzenli olarak bilgilendirmekte, SPK ve Borsa İstanbul’un sürekli denetimine tabi olmaları daha hızlı bir şekilde kurumsallaşmasını sağlamaktadır

İkincil halka arz: Şirketler ilk kez halka arz işlemi gerçekleştikten sonra ortaya çıkabilecek kaynak ihtiyaçlarını, hisse senetlerinin borsada oluşan fiyatlarına göre İkincil halka arz işlemi ile karşılama imkânına sahip olmaktadır.

Kredibilite: Halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin Borsada işlem görmesi, bankacılık ve sermaye piyasası nezdindeki kredibilitelerini artırmakta ve daha ucuz ve kolay kredi bulma imkânına sahip olmalarını sağlamaktadır.

Şirketlerin paylarının halka arz edilmesi ve borsada işlem görmesi firmalara önemli fırsatlar ve faydalar sağlamasına rağmen halka arz işleminin şirketlere yüklediği bazı sorumluluklar ve yasal yükümlülükler vardır. Bu dezavantajlar aşağıdaki açıklanmaktadır.

2.3. Halka Açılmanın Dezavantajları

Halka arz işlemi şirketler için önemli avantajlar sağlamasına rağmen finansal bilgilerin ve mali tabloların mevzuat gereği halkla paylaşılacak zorunda olması, kâr dağıtım zorunluluğu, halka açılma maliyetinin yüksek ve prosedürü'nün uzun olması, şirket ortaklarının yönetim ve denetim yetkilerinin kısıtlanmasını istememeleri, tabii olunan vergi mevzuatının değişmesi Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatına tabii olma, Sermaye Piyasası Kurulu kararlarına uyma vb. bazı dezavantajları aşağıda gösterilmiştir (Draho, aktaran Elmas 2013:41).

Gizliliğin kaybı: Halka açık şirketler, yasal yükümlülükler ve olası yatırımcıların şirketin hisse senedine olan talebini artırmak için normal şartlarda kamuoyuna açıklamayacakları bilgileri kamuoyunu aydınlatma gereği paylaşmak zorunda kalmaktadırlar (Hotamış, 2007:6).

Kar dağıtım zorunluluğu: Halka arz edilmiş şirketler ilerde elde edecekleri kârın bir kısmını hissedarlarına dağıtmak zorundadır. Halka arz edilen şirketler halka arz

işlemi gerçekleştikten sonra Sermaye Piyasası Kurulu Mevzuatına tabii olmakta ve kurulun denetimi altına girmektedir. Payları halka arz edilen şirketler Kurulun getirdiği yükümlülükleri yerine getirmek ve kar dağıtım zorunluluğunu da uygulamakla yükümlüdür (Khan, aktaran Bostan 2015:10).

Kontrol Kaybı: İlk kez halka arz edilmiş şirketlere yeni katılacak ortakların yönetim ve denetime katılması sebebiyle mevcut ortaklarının bazı yetkileri kısıtlanmış olacaktır. Ayrıca hisse senetlerinin şirket yönetiminde söz sahibi olmak isteyen grupların elinde toplanması sebebiyle yönetimdeki gücün kaybolmasına sebep olma ihtimali vardır (Özboyacı, 2010:22).

Hisse senedi fiyatlarının gerçek değerini yansıtmaması: Halka arz edilen şirket küçük bir şirket olması ve hisse senetlerinin borsa’da alım-satım işlemi olmaması durumunda şirketin hisse senetleri likit olmayacak ve gerçek değerinin altında fiyatlanma ihtimali ortaya çıkmaktadır (Altın, 2010:9).

2.4. Halka Açılma Yöntemleri

Halka arza karar veren şirketler üç farklı yöntemle halka arzı gerçekleştirebilmektedir. Bu yöntemler; Sermaye artırımını yoluyla halka arz, mevcut payların halka arzı ve her iki yöntemin bir arada kullanıldığı yöntemlerdir. Halka arz yöntemi yatırımcılar ve halka arz edilen şirket için önemlidir. Halka arz işleminde uygulanan yöntem, şirketin değerlendirme fiyatını ve yatırımcının hisse senetlerine olan talebini ve dolayısıyla halka arzın başarısını etkileyeceğinden önem arz etmektedir (Gökalp, 2014:97). Halka açılmaya karar vermiş şirketlerin halka arz işleminde kullanacağı yöntemler aşağıda açıklanmıştır.

2.4.1. Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz

Halka açık olmayan şirketler ortaklarının yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak sermaye artırımı yoluyla hisse senetlerini halka arz edebilmektedirler. Bu yöntemin kullanılması durumunda halka arz edilecek şirketin sermayelerinin tamamının ödenmesi zorunludur. Şirketler halka arz işleminden önce Sermaye Piyasası Kuruluna başvuru yapıp onayını almak zorundadır. Şirketler bunu yapmadan önce aşağıdaki işlemlerin yapılması gereklidir (Ünal, 2005:88).

- Yönetim kurulu, şirket esas sözleşmesinin Sermaye Piyasası Kanununa uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri içeren madde tadil tasarılarını hazırlayarak gerekli belgelerle birlikte Sermaye Piyasası Kuruluna onay almak için başvurur,
- Şirket genel kurulunca sermaye artırılması ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin karar alınır.

Sermaye artırımı yoluyla halka arz işleminin yapılması durumunda hisse senetlerinin satışından elde edilen hasılat doğrudan şirkete aittir. Şirket bu satış tutarını kendi belirlediği finansman planlaması çerçevesinde kullanabilme imkânına sahiptir (www.yatirimyapiyorum.gov.tr).

2.4.2. Mevcut Payların Halka Arzı

Mevcut payların halka arz edilmesi yönteminde önceden ihraç edilmiş paylara sahip olan gerçek veya tüzel kişilerin sahip oldukları paylar halka arz edilmektedir. Mevcut ortakların payları halka arz olduğundan herhangi bir sermaye artırımı gerçekleşmemektedir. Bu yöntemde elde edilen kaynağa mevcut ortakların payları arz olduğundan şirkete doğrudan kaynak girişi olmamaktadır. Mevcut ortakların payları halka arz olduğundan şirket halka açık statüsüne geçmektedir (www.gucludanismanlik.com).

Mevcut payların satışı yoluyla halka arzında ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması ve şirketin esas sözleşmesinin mevzuata uygun olması amacıyla yapılacak değişikliklerde SPK'dan onay alınması gereklidir. Esas sözleşme değişikliğine ilişkin SPK onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekmektedir (www.borsaistanbul.com).

2.4.3. İki Yöntemin Bir Arada Kullanılması

Şirketler halka arz edilirken iki yöntemi bir arada kullanabilmektedir. Bu durumda hem şirket hem de ortaklar halka arz işleminden kaynak sağlamaktadır (Gökalp, 2014:99). Bu yöntemin halka arz işleminde kullanılabilmesi için yapılması gereken işlemler hakkında herhangi bir düzenleme bulunmamakla birlikte bu yöntem halka arz işlemlerinde çok kullanılan bir yöntem değildir. Ancak bu yöntemin kullanılması da mümkündür (Özboyacı, 2010:11).

Halka arz edilen şirketler Sermaye Piyasası Mevzuatına tabii olmaktadır. Bu sebeple halka arz edilen şirketler bu süreç içinde bütün işlemlerini sermaye piyasası mevzuatına uygun şekilde yapmak zorundadır. Sermaye piyasası mevzuatına göre halka arz edilen hisse senetlerinin satış işlemleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı tebliğinde (II-5.2) düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre halka arzda kullanılan satış yöntemleri aşağıda gösterilmiştir.

2.5. Halka Açılmada Kullanılan Satış Yöntemleri

İlk Halka Arz işleminde hisse senetlerinin satış işlemleri Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliğinin (II-5.2) 13'üncü maddesinde düzenlenmiştir. Bu tebliğe göre kullanılacak yöntemler; talep toplama yoluyla satış, talep toplamaksızın satış ve borsada satış yöntemleridir. Bu yöntemlerden hangisinin kullanılacağı ve satış süresinin

başlangıç ve bitiş tarihi halka arz izahnamesi ve sirkülerde ilan edilmektedir. Halka arz edilen şirketler bu tebliğdeki satış yöntemlerine uymak zorundadırlar.

Halka arz sürecinin başarılı bir şekilde yürütülmesi ve sonuçlanması için satışı gerçekleştirilen payların, fiyat ve miktar olarak en iyi noktada satışının gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir. Bu başarıyı yakalamak için uygulanacak satış yöntemi önemli rol oynamaktadır. Satış yönteminin seçiminde halka arz edilecek miktarın büyüklüğü birinci derecede etkilemektedir. Şirketin tanınmışlığı, saygınlığı, piyasadaki durumu vb. konularda satış yönteminin belirlenmesinde etkili olmaktadır (Tanör, aktaran Demetoğlu 2016:18).

2.5.1. Talep Toplama Yöntemi

Sermaye Piyasası Araçları Satışı Tebliğinin 14'üncü maddesine göre Talep toplama yoluyla satış yöntemi, yatırımcıların halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin, yatırımcılarının taleplerinin toplanarak daha önceden belirlenmiş olan usul ve esaslar çerçevesinde karşılanan kısmına ilişkin satışını ifade etmektedir. Yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına ilişkin talepleri toplandıktan sonra izahnamede belirlenen usul ve esaslara göre satış işlemleri gerçekleştirilmektedir.

Ancak yatırım aracına ilişkin talep toplanması o talebin muhakkak karşılanacağı anlamına gelmemektedir. Toplanan talepler halka arz edilen sermaye piyasası aracı tutarından daha az ise bütün talepler karşılanır. Ancak talebin fazla olması durumunda ise dağıtım aşağıda belirtilen esaslar çerçevesinde yapılmaktadır (Sermaye Piyasası Araçları Satışı Tebliği 2013).

- Belirli bir yatırımcı grubu için ayrılan kısım varsa bu kısım hariç tutularak satışa sunulan toplam tutar talep eden yatırımcı sayısına bölünür ve bulunan tutar ve altında kalan alım talepleri karşılanır.

- Kalan tutar talebi tamamen karşılanamayan yatırımcı sayısına bölünerek aynı şekilde dağıtılır. Dağıtım satışa sunulan sermaye piyasası aracının tamamı dağıtılıncaya kadar devam eder.

Satış işlemi sadece talepte bulunanlar arasında yapılmaktadır. Yatırımcıların halka arz edilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin taleplerini izahnamede aksi belirtilmediği sürece izahnamede bir değişiklik olmasa dahi talep toplama süresi içinde geri çekme hakkına sahiptirler (Sermaye Piyasası Araçları Satışı Tebliği 2013).

Talep toplama yöntemi; satış işlemi gerçekleştirilen menkul kıymetleri almak isteyen bütün yatırımcıların alım yönündeki iradelerinin belirli kurallara göre alınmasıdır (Tanör, aktaran Uşaklı 2010:160).

Talep toplama yöntemine göre daha önce belirlenmiş fiyattan, arz edilebilecek hisse senedi miktarı belireme imkânı sunmaktadır. Halka arz edilecek hisse senedi miktarından daha fazla talep toplanmasının en önemli nedeni reklam ve tanıtım faaliyetlerin yoğun olarak yapılmasıdır (<http://www.ekodialog.com/>).

2.5.1.1. Sabit Fiyatla Talep Toplama

Sermaye Piyasası Araçları Satışı Tebliği'ne göre sabit fiyatla talep toplama yöntemine göre sermaye piyasası araçlarının halka arz fiyatı belirlenir ve bu fiyatla yatırımcılardan teklif toplanır. Sabit fiyatla talep toplama işlemi, izahnamenin ilanından sonra en az üç en fazla beş iş günü geçtikten sonra başlar ve talep süresi en az iki iş günü olarak belirlenir. Yatırımcılar talep ettikleri hisse senetlerinin tamamı veya bir kısmı için belirlenen süre içinde ön ödeme yaparlar. Yatırımcılar talep ettikleri hisse senetleri için bir alt limit koyabilirler. Talep toplama işlemini bittikten sonra dağıtım işlemine geçilir. Talepler halka arz edilen sermaye piyasası aracının tutarından az olması halinde hepsi

karşılır. Ancak talebin fazla olması halinde yukarda belirtilen esaslar dahilinde dağıtım yapılmaktadır (Ünal, 2005:244).

Halka arzda belirlenen sabit fiyat halka arz işlemini gerçekleştiren aracı kurumun hisse senedi değeri raporunda belirlenmektedir (Gökalp, 2014:99). Yatırımcıların fiyatta bir seçim şansları yoktur (Karşlı, 2004:444). Sabit fiyatla talep toplama yöntemi uygulamada en çok kullanılan yöntemdir. İşletmeler sabit fiyatla talep toplama yönteminde belirli bir fiyattan arz edilebilecek hisse senedi miktarını belirleyebilmektedir (Bostan, 2015:21). Yaygın olarak kullanılmasının en önemli diğer sebebi ise maliyetinin diğer yöntemlere göre düşük olmasıdır (Daştan, 2008:27).

2.5.1.2. Fiyat Aralığıyla Talep Toplama Yöntemi

Fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde satışı gerçekleştirilecek olan hisse senetleriyle ilgili bir taban ve tavan fiyatı belirlenir ve bu fiyat aralığında yatırımcıların talepleri toplanır. yatırımcıların talepleri en yüksek fiyattan başlanarak sıralama yapılmakta ve en çok hisse senedinin satışının gerçekleşeceği fiyat satış fiyatı olarak belirlenmektedir (Amanıanganeh, 2012:37). Fiyat aralığı ile talep toplama yönteminde belirlenen tavan fiyat, taban fiyatın %20'sini aşmayacak şekilde belirlenir. Bu yöntemle talep toplama işlemlerinin, belirlenen fiyat aralığı içinde kalmak kaydıyla farklı oran yada fiyat adımlarından gerçekleştirilebilmektedir (Sermaye Piyasası Araçları Satışı Tebliği (II-5.2). Fiyat aralığıyla talep toplama yönteminde; halka arzı gerçekleştirilen hisse senetlerinin fiyatlarının sadece şirket ve aracı kuruluş tarafından değil, olası yatırımcılarında hangi fiyattan almak istediklerini de hisse senedi fiyatlarına yansıttığı için daha gerçek fiyatlara ulaşılması daha olası olmaktadır (Daştan, 2008:26).

2.5.1.3 Fiyat Teklifi Alma Yolu İle Talep Toplama

Fiyat teklifi olarak talep toplama yönteminde alt limit belirlenir ve bu alt limiti aşan fiyat teklifleri kabul edilir. Fiyat teklifini sunan yatırımcı bunun karşılığı olan tutarı aracı kurumun hesabına depozito olarak yatırır (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009:73). Böylece bir çeşit müzayede mekanizması oluşturulmuş olmaktadır (Karlı, 2004:444). Talep toplama genelgenin ilanından itibaren en az 3 en fazla 5 iş günü geçtikten sonra başlar ve en az 2 iş günü olarak belirlenir (Gökalp, 2014:101).

Toplanan teklifler en yüksek fiyattan başlanarak en düşük fiyata doğru sıralanarak, fiyata göre talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat satış fiyatı olarak belirlenir. Hisse senetlerinin dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler değerlendirilir (Ünal, 2005:248).

Benveniste ve Spindt (1988, 1989) ile Spatt ve Srivastava tarafından (1991) yapılan sabit fiyatla talep toplama ve fiyat aralığı yöntemiyle talep toplama yöntemlerinin etkinliğini karşılaştıran çalışmalarda halka arz edilen şirketlerin hisse senetlerinin değeri hakkında yatırımcıların daha fazla bilgi toplama imkanlarının olduğu fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminin hisse senetlerinin gerçek fiyatlarına ulaşmada daha etkin olduğu vurgulanmaktadır (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009:69).

2.5.2. Borsa’da Satış Yöntemi

Halka arz işlemi ilk defa yapılan hisse senetlerinin Borsa’da satılması BİST’in ilgili yönetmelikleri çerçevesinde yapılmaktadır. Bu yöntem için en az 20 iş günü öncesinden gerekli belgelerle birlikte başvuru yapılması ve başvurunun Borsa yönetim kurulunca kabul edilmesiyle yapılabilmektedir (Ünal, 2005:250). Borsa’da satış yöntemi önceden belirlenen aracı kuruluş vasıtasıyla öncelikle birincil piyasada gerçekleştirilir. Bu

hisse senetlerini alan yatırımcılar tekrar satmak için ikincil piyasalarda işlem görmesini beklemek zorundadırlar. SPK'ya kayıt esnasında seçilen fiyat halka arz fiyatı olarak belirlenmektedir (Küçükkocaoğlu ve Alagöz, 2009:74).

Borsada satış yönteminin diğer yöntemlerden önemli üstünlüğü satışı gerçekleştirilen hisse senetlerinin aynı anda geniş kitlelere ulaşabilmesidir. Hisse senetlerinin daha fazla yatırımcıya ulaşması borsada oluşan fiyatın gerçeğe en yakın fiyat olmasını sağlayacaktır. Ancak hisse senetlerine talebin az olması durumunda manipülasyonlara açık hale gelmesi bu yöntemin dezavantajlarıdır (Yücel, aktaran Daştan 2008:26).

2.5.3. Talep Toplamaksızın Satış Yöntemi

Talep toplamaksızın satış yönteminde aracı kurum veya bizzat satışı yapan tarafından belirli bir fiyat tespit edilerek yatırımcılardan talep toplamaksızın halka arz yoluyla satışa sunulmasıdır. Bu yöntemi diğer yöntemleri kullanma zorunluluğu olmayan ihraççılar kullanabilmektedirler (Gökalp, 2014:101).

Halka arz edilen hisse senetlerinin satışında talep toplama yönteminin kullanılıp yeterli talep oluşmaması durumunda, talep dışı kalan hisse senetleri için de talep toplamaksızın satış yöntemi kullanılabilir (Uşaklı, 2010:169).

2.6. Halka Arz Süreci

Halka arz sürecindeki en zor aşama şirketlerin halka arz kararı vermeleridir. Halka arz kararı alındıktan sonra diğer adımlar daha kolaydır. Şirketlerin hisse senetlerinin SPK kaydına alınması ve Borsa'da işlem görmesi belli bir süreç ve şirketlerin belirli koşulları yerine getirmesi gerekmektedir. İlgili şirket istenen gerekli şartları taşıması durumunda kurul kaydına alınmakta ve borsada sağladığı şartlara göre ilgili pazarda işlem görmektedir. Bu süreç ve şartlar aşağıdaki gibidir (www.borsaistanbul.com).

2.6.1. Şirket İçi Çalışma Grubu Oluşturulması ve Aracı Kuruluş Seçimi

Şirketler halka arz işlemini gerçekleştirmeden önce yapması gereken bir takım ön hazırlık süreci mevcuttur. Halka arz süreci içinde yapılacak işlerin belirlenmesi ve bir plan dahilinde yürütülmesi için şirket içi bir ekip oluşturulması ve Sermaye Piyasası Kurulunca yetkilendirilmiş bir aracı kuruluşla aracılık sözleşmesi imzalaması gereklidir. Halka arzın büyüklüğüne göre sözleşme birden fazla aracı kuruluşun bulunduğu bir konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilebilmektedir. Bu sözleşme ile aracı kuruluş veya konsorsiyum olması durumunda aracı kuruluşların, ihraççı şirketin sorumlulukları, hakları, halka arz yöntemi, aracılık yüklenimi ve diğer konular yer almaktadır (Altın, 2010:53).

2.6.2. Finansal Tabloların Hazırlanması ve Bağımsız Denetim Şirketi

Halka arz işlemi için başvuran şirket SPK tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız denetim şirketiyle denetim sözleşmesi yapmalı ve finansal tablolarının bağımsız denetimden geçerek ilgili sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlaması gereklidir. Bu denetim türüne özel denetim denilmektedir.

Özel denetim, SPK tarafından esasları daha önceden belirlenmiş olan denetim standartlarında belirlenmiş ilkelere uygun olmasını ve finansal tabloların gerçeği yansıtır güvenirliğini göstermesi açısından önem taşımaktadır (Gökalp, 2014:113).

2.6.3. Genel Kurul ve Esas Sözleşme Değişikliği

Mevcut paylarını halka arz etmeye karar veren şirketin yönetim kurulu esas sözleşmesinde Borsa'da işlem görecektir payların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı, ortakların haklarını kullanmayı engelleyici hükümlerin esas sözleşmeden çıkarılması ve esas sözleşmenin diğer hükümlerinin sermaye piyasasına uygun olması gereklidir. Esas sözleşmedeki değişiklikler için hazırlanan tasarıya SPK'dan uygun görüşü alındıktan sonra yapılan değişiklikleri şirket genel kurulunun onaylaması gerekmektedir (www.spk.gov.tr).

Sermaye artırımını yoluyla halka arz yönteminde, esas sözleşmenin Sermaye Piyasası Kanununa ve Kurul düzenlemelerine uygun hale getirilmesi için yapılan düzenlemeleri içeren tasarı ve gerekli belgelerle birlikte kurula başvurularak onay alınması gerekmektedir. Sermaye artırımını kararı; kayıtlı sermaye sisteminde bulunan şirketlerde yönetim kurulu tarafından alınırken, esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerde Kurulun onayından sonra genel kurulda alınmaktadır (Güler, 2010:86).

2.6.4. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi

Halka arz işlemi; şirketlere ikincil halka arz imkânına sahip olma, şirketin tanınırlığının artması, piyasa değerinin hesaplanmasının kolay olması, uzun vadeli ve düşük maliyetli fon bulma gibi önemli avantajlar sağlamaktadır. Şirketlerin bu avantajlara tam anlamıyla ulaşabilmesi için halka arz edilen hisse senetlerinin halka arz fiyatının doğruya en yakın olarak tespit edilmesiyle mümkün olmaktadır (Küçükaraba, 2012:21).

Hisse senetlerinin halka arz fiyatının yüksek belirlenmesi durumunda yatırımcıların olası kazançlarını azaltacağı için istenilen talep oluşmayacak, düşük belirlenmesi durumunda ise şirketin halka arz faaliyetinden elde edeceği potansiyel gelirleri azalacaktır. Dolayısıyla halka arz işleminin başarılı bir şekilde yürütülüp sonuçlandırılması için fiyatın doğruya en yakın şekilde belirlenmesi çok önemlidir (Çalı, 2015:30).

2.6.5. SPK ve BİST'e Müracaat

Şirket halka arz izahnamesinin onayı için SPK'ya, ihraç edilecek payların ilgili pazarda işlem görebilmesi için Borsa İstanbul'a başvuru yapması gerekmektedir. Başvuruların eş zamanlı olarak yapılması sürecin kısılmasını sağlamaktadır. Kurul, İzahname ve İhraç Belgesi Tebliğinin (II-5.1) 19'uncu. maddesine göre izahnamenin kurula sunulmasından itibaren 10 iş günü içinde karara bağlayıp ilgilere bildirmektedir.

İlk kez halka arzlarda ise bu süre 20 iş günüdür. İzahname ile kurula verilen bilgi ve belgelerin eksik olması veya ek bilgi ve belgeye ihtiyaç duyulması halinde başvuru tarihinden itibaren 15 iş günü içinde başvuru sahibi bilgilendirilerek 20 iş günü içinde eksiklikleri gidermesi istenilir. Yukarıda adı geçen tebliğe göre, izahnamenin kurul tarafından yeterli şekilde incelenemeye imkân sağlamayacak eksik hazırlanmış olduğu sonucuna varılması, kurul tarafından istenilen bilgi ve belgelerin kurula iletilmemesi veya eksik iletilmesi durumunda kurul başvuruyu işlem den kaldırılmaktadır (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği 2013).

2.6.6. Tanıtım Faaliyetleri

Tanıtım faaliyetlerinde mümkün olduğunca fazla yatırımcıya ulaşmak için özen gösterilmesi gereklidir. Şirketin faaliyetlerine, şirket yetkililerinin beyanlarına yer verilebilir. İzahname ve İhraç belgesi tebliğinin 27'nci maddesine göre halka arz edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarına ilişkin yapılacak tanıtım ve reklamlarda yer alan bilgiler yanlış, yanıltıcı, dayanağı olmayan, abartılı veya eksik olmaması gerekmektedir. ihraççının ve/veya halka arz edenin içinde bulunduğu duruma, ilgili sermaye piyasası aracına, varsa garantöre ilişkin olarak yatırımcıların yanlış fikirler edinmelerine yol açmamalı ve izahnamede yer verilen bilgilerle tutarlı olmalıdır.

Tanıtım ve reklamlarda halka arz fiyatına yer verilmesi durumunda, satışa sunulacak sermaye piyasası aracına ilişkin halka arz fiyatının belirlenmesinde Kurulun ya da borsanın herhangi bir takdir yetkisinin ya da onayının bulunmadığı açıkça vurgulanması gereklidir (İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği 2013).

İzahname yayınlanmadan önce yapılan tanıtım ve reklam faaliyetleri, ihraççı şirketin sadece faaliyet konusu ürettiği mal yada hizmet hakkında olması zorunludur. Bu

durumda yapılan tanıtım faaliyetlerinde yatırım kararlarının izahnamenin onaylanmasından sonra alınması gerektiği uyarısının verilmesi gerekmektedir (Bostan, 2015:28).

2.6.7. SPK ve BİST Uzmanlarınca İncelemeler Yapılması

BİST ve SPK uzmanlarınca şirketin halka arz başvurusundaki eksik bilgi ve belgeler tamamlandıktan sonra şirketin genel merkezi ve üretim tesislerinde yerinde incelemelerde bulunurlar. Şirketin faaliyet gösterdiği sektöre göre farklılıklar olsa da SPK ve BİST uzmanları temelde Kalitatif ve Kantitatif incelemelerde bulunmaktadır (Bostan, 2015:29).

Kalitatif İncelemeler: Bu incelemeler şirketin finansal olmayan bilgilerinin incelenmesidir. Yürüttüğü faaliyetler, hammadde temini, üretim prosesi, yatırımları, yönetim ve çalışanların durumu, anlaşmalar, hukuki sorunlar, sahip olunan markalar, anılması gerekli izinler, sahip olunan gayrimenkuller vb. konularda incelemelerde bulunulur.

Kantitatif İncelemeler: Şirketin finansal durumunun anlaşılması için statik ve dinamik mali analiz ve önemli rasyolara yönelik yapılan incelemelerdir. Şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları incelenmekte, defterler ve dipnotlar incelenmekte şirketin finansal olarak halka arz için uygun olup, olmadığına karar verilmektedir.

2.6.8. Takas ve Saklama Bankası ve Merkezi Kayıt Kuruluşuna Müracaat

Merkezi Kayıt Kuruluşu, (MKK) Türkiye’de menkul kıymetlerin takası, saklanması ve uluslararası standartlara uygun olarak numaralandırılması için görevlendirilmiş bir sektör bankasıdır. Halka arz sürecinde Borsa İstanbul’da işlem görececek menkul kıymetlerin Takasbank uluslararası geçerliliği olan ISIN kodu almak zorundadır.

Merkezi Kayıt Kuruluşu SPK tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçlarını hak sahibi bazında kayıt altına almaktadır. Halka arzdan pay alan yatırımcıların MKK kuruluşu neznindeki hesaplarına aktarılabilmesi için şirketin MKK'na üye olması gerekmektedir (www.borsaistanbul.com).

Ayrıca şeffaflık ilkesi gereği şirketin finansal tablolarını ve özel durum açıklamalarını yayınlatabilmesi için MKK'ya Kamuoyunu Aydınlatma Platformu (KAP) üyeliği için de başvuruda bulunması gereklidir (www.borsaistanbul.com).

2.6.9. Paylara İlişkin İzahnamenin Onaylanması

Halka arz izahnamesinin kurulca belirlenen standartlara göre eksiksiz ve izahnamedeki bilgilerin tutarlı ve anlaşılabilir olduğunun tespiti halinde Kurul izahnamenin onayına karar verir. Kurul, ilave bilgilerin izahnamede yer almasını isterse istenilen ilave bilgiler izahnamede yer alması gereklidir. SPK kamunun aydınlatılması çerçevesinde halka arz izahnamesini inceler ve yapılan incelemeler sonucunda hazırlanan rapor ve Borsanın görüşü doğrultusunda şirketin hisse senetleri kurul kaydına alınır ve halka arz izahnamesi onaylanır (Gökalp, 2014:106).

Ancak izahnamenin onaylanması halka arz edilen payların Kurulun garantisi altında olduğunu veya halka arzın kalitesini göstermemektedir. Yatırım kararı alırken, payların risk ve getirisinin, şirketin finansal durumunun ve mali durumunun, faaliyet yapısının, faaliyet gösterdiği sektörün, yatırım yapacak kişilerce değerlendirilip, analiz edilmesi ve izahnamenin bir bütün olarak incelenmesi gerekmektedir (www.spk.gov.tr).

2.6.10. Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Halka arz edilecek hisse senetlerinin sermaye piyasası kurulu kaydına alınmasından sonra, kurul tarafından onaylanmış izahname ortaklık tarafından teslim alındıktan sonra on beş iş günü içinde ortaklığın kayıtlı bulunduğu Ticaret Siciline tescil ve

Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan ettirilir. İlan ve tescilden sonra 15 iş günü içinde izahname ve sirküler basın yayın yoluyla duyurularak tasarruf sahiplerine hisse senetleri alımı için davette bulunulur (Gökalp, 2014:106).

Ayrıca payları ilk defa halka arz edilecek şirketlerin izahname ve sirküleri KAP ve şirketin internet sitesinde de yayımlanır. Halka arz işlemi daha önce ilan edilen izahname ve satış duyurunda belirtilen yerde Sermaye Piyasası Araçları Satışı Tebliğine göre esasları belirlenen satış yöntemleri ile yapılır (www.borsaistanbul.com).

2.6.11. Satış Sonuçlarının Bildirilmesi ve Borsa’da İşlem Görme

Payların satış işlemi tamamlandıktan sonra, halka arza ilişkin satış sonuçları SPK ve Borsa’ya iletilmektedir. Şirketin hisse senetlerini satın alan yatırımcı sayısı, kimlik bilgileri ve halka arz edilen payların nominal değerinin %5’inden fazlasını alan yatırımcılar ve içsel bilgiye ulaşabilecek kişilerin yaptıkları alımları dağıtım listesinin kesinleştiği günü takip eden iş günü kurulun özel durumları kamuya açıklaması çerçevesinde KAP’ta açıklamak zorundadır. (<http://www.borsaistanbul.com>).

Borsa Yönetim Kurulunun kararından sonra halka arz sonuçları, halka arz izahnamesi ve borsa tarafından ilan edilmesi gerekli görülen diğer bilgiler Borsa Günlük Bülteninde ilan edilir (Gökalp, 2014:106).

2.7. Halka Açılmanın Maliyeti

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nın Seri: VII No:128.1 Pay Tebliğininin 32’nci maddesinin 1’inci fıkrasına göre *“Payların halka arzı ile ilgili olarak danışmanlık, aracılık, bağımsız denetim, reklam, ödenmesi gereken yasal ücretler gibi gider kalemlerine ilişkin kesin veya tahmini maliyetlere ilişkin bilgi, halka arz öncesinde her bir maliyet unsuru bazında ortaklık tarafından Kurula gönderilir.”* ifadesi yer almaktadır.

Buna göre payların ilk defa halka arzı sermaye artırımını yoluyla yapılması durumunda, yukardaki maddede yer alan giderler ortaklık tarafından karşılanmaktadır. Ortakların mevcut paylarının satışı yöntemiyle gerçekleşmesi durumunda ise aracılık ve danışmanlık giderleri, borsa tarafından alınacak ilk kotasyon giderleri ve halka arz edilecek payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark üzerinden alınacak kurul ücreti halka paylarını arz edenlerden alınmaktadır.

Halka arzın hem sermaye artırımını ve mevcut payların satışı ile yapılması durumunda ise aracılık ve danışmanlık giderleri, borsa tarafından alınacak ilk kotasyon ücretleri ile halka arz edilecek payların nominal değeri ile ihraç değeri arasındaki fark üzerinden alınacak Kurul ücreti, halka arz edilen payların birbirine olan oranına göre ortaklık ve halka arz edenler tarafından karşılanmaktadır. Bu durumda, ortaklığın sermayesinin tamamının nominal değerinin üzerinden alınan Kurul ücreti ile diğer masraflar ortaklık tarafından karşılanmaktadır.

Ortaklıkların paylarının ilk defa halka arz edilmesinde, şirket tarafından karşılanması gereken halka arz maliyetlerinde azalmaya yol açması şartıyla, halka arz maliyetlerinin dağılımının farklı bir şekilde gerçekleştirilmesi yapılabilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu gerekli gördüğü durumlarda ise halka arz maliyetlerinin dağılımını farklı bir şekilde yapılmasını zorunlu tutabilir (Pay Tebliği 2013).

Halka arz işlemlerinin başlıca giderleri aracı kuruluşlara ödenen ücretler, Sermaye Piyasası Kuruluna ödenen ücretler, Borsa İstanbul (BİST)’a ödenen ücretler, Merkezi Kayıt Kuruluşuna ödene ücretler ve diğer giderlerden oluşmaktadır.

2.7.1. Aracı Kuruluşlara Ödenen Ücretler

Aracı kuruluşlara ödenecek ücret halka arzın büyüklüğüne ve verilen aracılık hizmeti türüne göre değişen oranlarda, halka arzın toplam tutarı üzerinden ihraççı ile aracı

kuruluşun arasında yapılan aracılık sözleşmesi ile belirlenmektedir. Son yıllarda aracı kuruluşların çoğunun halka arz fiyatı üzerinden % 7 oranında bir komisyon almaktadır (Altın, 2010:29).

2.7.2. Sermaye Piyasası Kuruluna Ödenen Ücretler

Sermaye Piyasası Kuruluna ödenen ücretler, satışı yapılacak olan payların nominal değerinden az olmamak şartıyla ihraç değerinin binde ikisi (%0,2) oranında uygulanmaktadır. Hesaplanan tutar halka arz izahnamesinin onaylanmasından sonra Kurul adına açılan hesaba ihraççı tarafından yatırılmaktadır (www.borsaistanbul.com).

2.7.3. Borsa İstanbul (BİST)'a Ödenen Ücretler

Payların ilk kez kayda alınmasında Borsa İstanbul tarafından herhangi bir ücret alınmamaktadır. Borsa'da işlem görmek için yapılacak başvurularda ve diğer işlemlerde alınacak ücretler aşağıda belirtilmiştir (www.borsaistanbul.com).

İşlem görme başvuru ücreti: Pay piyasası (GİP ve borsa yatırım fonları hariç)

işlem görme başvurusu için 10.500 TL

GİP İşlem görme başvurusu için : 2.600 TL

Pazar veya Piyasa geçiş ücreti için: 7900 TL Olarak uygulanmaktadır.

2.7.4. Merkezi Kayıt Kuruluşuna Ödenen Ücretler

Halka açılan şirketler çıkarılmış/ödenmiş sermayesinin binde biri (%0,1 2.000 TL'den az, 50.000 TL'den çok olmamak kaydıyla) oranında Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'ye üyelik aidatı yatırmaktadırlar. Şirketin daha önceden üyeliği mevcutsa tekrar üyelik aidatı alınmamaktadır (www.borsaistanbul.com).

2.7.5. Diğer Giderler

Bağımsız denetim kuruluşlarına ödenen ücretler, yurtiçinde ve yurtdışında yapılan tanıtım, reklam vb. giderler halka arz işlemlerinin diğer maliyetleridir.

2.8. Halka Arza Aracılık Yöntemleri

Şirketlerin hisse senetlerini halka arz edebilmesi için SPK tarafından yetkilendirilmiş bir aracı kuruluşla aracılık sözleşmesi yapması gerekmektedir. Bu sözleşmeye underwriting'de denilmektedir. Söz konusu sözleşme ile aracı kurumların ve şirketlerin hak ve sorumlulukları, aracılık yüklenimi olup olmayacağı, aracılık yüklenimi olursa ne şekilde olacağı, halka arz yöntemi ve diğer konulara yer verilmektedir (www.borsaistanbul.com).

Halka arz edilen menkul kıymetlerin değeri çok yüksek tutarlarda olursa tek aracı kurumun menkul kıymetleri ihracı güçleşeceği için bir veya birden fazla aracı kuruluşla ihraç gerçekleştirilebilir. Birden fazla aracı kuruluş tarafından halka arz işlemi gerçekleştirilmesi durumunda ise bir aracı kurumun liderliğinde oluşturulan konsorsiyuma satış konsorsiyumu denilmektedir (Bostan, 2015:18).

Aracı kuruluşlar halka arz işlemini gerçekleştirmek için aşağıda belirtilen en iyi gayret aracılığı ve aracılık yüklenimi satış yöntemlerinden birini kullanmaktadırlar (Altan ve Hotamış, 2008:2).

2.8.1. En İyi Gayret Aracılığı

Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğe göre En iyi gayret aracılığı: *“ihraç edilecek sermaye piyasası araçlarının, izahnamede belirtilen satış süresi içinde, satışa sunulmasının, satılamayan kısmın ise satışı yapana iade edilmesini veya bunların daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılması”* şeklinde ifade etmektedir. Bu yönetime göre aracı kuruluş satılamayan menkul değerler için herhangi bir taahhüde girmemekte, sadece satış, danışmanlık vb. hizmetleri sunmaktadır. Ancak Seri: VIII-128.1'nolu Pay Tebliği'nin 5'inci maddesinin b bendine göre Halka arz işlemi gerçekleştirilen payların halka arz fiyatı baz alınarak hesaplanacak

piyasa değerinin; 20 milyon TL'nin altında olması durumunda satılamayan payların tamamı için, 20 milyon TL ile 40 milyon TL arasında olması durumunda ise satılamayan paylar için 20 milyon TL'ye kadar hepsine, aşan kısmı için yarısı için yüklenimde bulunma zorunluluğu vardır. Halka arz edilen payların piyasa değerinin 40 milyon TL'yi aşması durumunda ise herhangi bir yüklenim zorunluluğu bulunmamaktadır (www.borsaistanbul.com).

En iyi gayret aracılığı; Türkiye'de en çok tercih edilen aracılık yöntemidir. Bunun sebebi firmaların halka arz edilen paylarını en yüksek fiyattan satmak istemesi ve yüksek fiyattan halka arz işleminde payların satılmama riskini aracılık şirketlerinin üstlenmek istememesidir (Akbulak, aktaran Demetoğlu 2016;30). Yeterli ölçüde tanınmayan şirketler hisse senetlerinin pazarlama riskini üstlenecek ve taahhütte bulunacak aracı kurum bulmakta zorlanmaktadırlar. Bu yüzden En iyi gayret aracılığı sözleşmesiyle halka arz işlemini gerçekleştirmektedirler (Ünal, 2005:60).

2.8.2. Aracılık Yüklenimi

Aracılık yükleniminde aracı kurum halka arz işlemiyle elde edilecek hasılatı garanti etmekte, düşük talep riskini üzerine almaktadır (Küçükkocaoğlu ve Alagoz, 2009:77). Bu tür aracılık yükleniminde aracı kuruluş tarafından hisse senetlerinin satılamayan kısmının aracı kuruluş tarafından alma garantisi vardır. İhraç edilen menkul kıymetlerin satılmama riskini aracı kuruluş üstlenmektedir (Koç, aktaran Çavuşoğlu 2008:44).

Aracılık Yüklenimi; bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, kısmen bakiyeyi yüklenim, kısmen tümünü yüklenim olarak dörde ayrılmaktadır (Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Madde 51). İlgili tebliğe göre yüklenim türleri aşağıda açıklanmıştır;

Bakiyeyi Yüklenim: Halka arz yoluyla satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının satılması ve satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınması yöntemidir.

Tümünü Yüklenim: İhraç edilen sermaye piyasası araçlarının bedelinin, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasını ifade etmektedir.

Kısmen Tümünü Yüklenim: Halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının bir kısmının satışa başlamadan önce bedelinin tam ve nakden ödenerek ihraç edilmesidir.

Kısmen Bakiyeyi Yüklenim: Sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışa sunulmasını ve satılamayan kısmın bir bölümünün bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasını ifade etmektedir.

III. BÖLÜM

BİST ŞEHİR ENDEKSLERİNE DÂHİL ŞİRKETLERİN DEĞERLEMELERİ

BİST şehir endeksleri, BİST-100 Endeksinin 31 Aralık 2008 günü kapanış değeri olan 26.864,07 değerini baz değer olarak 16 Şubat 2009 tarihinden bu yana gerçek zamanlı olarak hesaplanmaya başlanmıştır. BİST şehir endeksleri hesaplanarak, ana üretim ya da faaliyet merkezi aynı şehirde olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının izlenilmesi amaçlanmaktadır. Şehir endeksleri ile hem ildeki şirketlerin paylarının performansının yansıtılması amaçlanmakta, hem de bu endeksler üzerine çıkarılacak borsa yatırım fonları sayesinde yatırımcıların tek bir menkul kıymet ile istedikleri şehre yatırım yapabilmeleri beklenmektedir (www.borsaistanbul.com).

3.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi

Araştırmanın Amacı

Şehir endeksleri, şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının belirli bir bölge veya şehre indirgenerek ölçülmektedir. Böylelikle o bölgenin veya şehrin finansal açıdan performansının değerlendirilebilmesi sağlanmaktadır. Günümüzde önemi giderek artan bölgesel kalkınma planları kapsamında şehir endeksleri daha önem kazanmaktadır (Bayramoğlu ve Pekkaya, 2010:200).

Bu çalışmada; BİST Adana, Konya, Denizli, Antalya, Balıkesir, Tekirdağ ve Kayseri şehir endekslerine dâhil olup 2009 yılından sonra halka arz edilen şirketlerin, halka arz öncesi ve sonrasındaki değerleri uygulamada sıkça başvurulmuş Nakit Akımları Yöntemi (İNA), Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA), Piyasa Katma Değer Yöntemi (MVA), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) yöntemlerine göre hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlar BİST'te oluşan verilerle

karşılaştırarak değerlendirme yaklaşımlarından hangisinin firmanın piyasa değerine en yakın değerleri verdiği tespit edilmeye çalışılmıştır.

Araştırmanın Yöntemi

Çalışmanın uygulama kısmına dâhil edilen şirketlerin mali tablolarına ve diğer bilgilerine Kamuoyunu Aydınlatma Platformu, halka arz izahnameleri ve faaliyet raporlarından, Borsa İstanbul internet sitesinden alınmıştır. BİST şehir endekslerine dâhil olup 31/12/2009 tarihinden önce halka arz edilen şirketlerin ilgili dönemlerdeki mali tablolarına ve diğer bilgilerine ulaşamadığından dâhil edilmemiştir. Uygulamada yer alan şirketler hakkında bilgiler Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Değerlemeye Dâhil Edilen Şirketler Hakkında Bilgiler

Şirket Adı	BİST Kodu	Halka Arz/İşlem Tarihi	Bulunduğu Endeks
Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	ACSEL	06.07.2012	BİST Denizli
Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BNTAS	18.05.2015	BİST Balıkesir
Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BLCYT	17.05.2011	BİST Adana
Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş.	BRKSN	04.02.2011	BİST Tekirdağ
Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	TMPOL	16.12.2013	BİST Kayseri
Tümosan Traktör ve Sanayi A.Ş.	TMSN	05.12.2012	BİST Konya
İttifak Holding	ITTFH	31.12.2009	BİST Konya
Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.	UTPYA	04.02.2011	BİST Antalya

Uygulamaya dâhil edilen şirketlerin 2009 yılından önceki verilerine ulaşamaması ve şirketlerin halka arz edildiği tarihlerin değişik olması sebebiyle şirketlerin hepsine bütün değerlendirme yöntemleri uygulanamamıştır.

Uygulama kısmına dâhil edilen şirketlere uygulanan değerlendirme yöntemi ve uygulandığı yıllar Tablo 2’de belirtilmiştir.

Tablo 2: Değerleme Yapılan Şirketler, Değerleme Yapılan Yıllar Ve Uygulanan Yöntemler

Şirketler	Uygulanan Değerleme Yöntemi	Uygulama Yapılan Yıllar
ACSEL	EVA	2009-2015
	MVA	2012-2015
	İNA (FSNA-ÖSNA)	2009-2015
	PD/DD	2009-2015
	F/K	2009-2015
BNTAS	EVA	2011-2015
	MVA	2015
	İNA	2011-2015
	PD/DD	2014-2015
	F/K	2014-2015
BLCYT	EVA	2009-2015
	MVA	2011-2015
	İNA (FSNA-ÖSNA)	
	PD/DD	2009-2015
	F/K	2009-2015
BRKSN	EVA	2009-2015
	MVA	2011-2015
	İNA (FSNA-ÖSNA)	2009-2015
	PD/DD	2009-2015
	F/K	2009-2015
TMPOL	EVA	2010-2015
	MVA	2013-2015
	İNA (FSNA-ÖSNA)	2010-2015
	PD/DD	2010-2015
	F/K	2010-2015
TMSN	EVA	2010-2015
	MVA	2012-2015
	İNA (FSNA-ÖSNA)	2010-2015
	PD/DD	2009-2015
	F/K	2009-2015
İTTFH	EVA	2009-2015
	MVA	2009-2015
	İNA (FSNA-ÖSNA)	
	PD/DD	2009-2015
	F/K	2009-2015
UTPYA	EVA	2009-2015
	MVA	2011-2015
	İNA (FSNA-ÖSNA)	2009-2015
	PD/DD	2009-2015
	F/K	2009-2015

Bir önceki sayfada yer alan yıllara ve uygulanan değerlendirme yaklaşımlarının gösterildiği Tablo-1’de Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve İttifak Holding

şirketlerinin bünyesinde bulunan diğer şirketlerin mali tablolarına ulaşamaması sebebiyle İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi uygulanmamıştır. Uygulamaya dâhil şirketler hakkında genel bilgiler “Araştırmada Yer Alan Firma Bilgileri” başlığı altında gösterilmiştir.

3.2. Araştırmayla İlgili Literatür Taraması

Akyüz (2013), İMKB 100 endeksinde yer alan seramik şirketlerine 2005-2010 dönemleri için Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Piyasa Katma Değer (MVA) değerleri hesaplanmış ve uygulamada yer alan şirketlerin tüm dönemlerde EVA ve MVA üretmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Altan ve Karahan (2016), Enerji, gıda, teknoloji ve ulaştırma sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar için değerlendirme yöntemlerinden hangisinin hangi sektörde piyasa fiyatına daha yakın sonuçlar verdiğini tespit etmeye yönelik çalışmanın sonucunda, EVA’nın enerji, teknoloji ve ulaştırma sektörlerinde piyasa değerine en yakın sonucu verdiği, FCFF’ nin ise gıda sektöründe piyasa değerinin tespit edilmesinde daha uygun sonuçlar verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Atar (2007), İMKB’de işlem gören dört sportif şirket için Fiyat/Kazanç, Fiyat/Satışlar, Fiyat/NAD, Fiyat/Defter Değeri, Fiyat/ FVÖK, CAPM Varlık Değerleme Modeli, WACC Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, Temettü ve İndirgenmiş Nakit Akımları değerlendirme yöntemleri uygulanmıştır. Çalışma sonucunda tüm sektörlerin hatta şirketlerin kendi finansal yapılarına ait bir değerlendirme yöntemi bulunması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Bal (2009), Çalışmasında, Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları ve Özkaynağa Serbest Nakit Akımı Yöntemlerinin proje değerlemesinde kullanılması durumunda her iki yönteminde farklı sonuçlar verdiğini tespit etmiştir.

Gezer (2007), İMKB’de işlem gören Bolu Çimento ve Göltaş A.Ş.’ne İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemini uygulamış; Ekonomik Katma Değer Yöntemi ile Piyasa Katma Değer Yöntemi arasındaki ilişkinin doğruluğu araştırılmıştır. Sonuç olarak piyasa katma değer ile ekonomik katma değerın pozitif bir ilişkiye sahip olduğu, hisse senedi fiyatlarında ve şirketin piyasa değerindeki değişimi açıklamada EVA’nın daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hatipoğlu ve Yener (2013), Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımlarının Türkiye’de enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketler için uygulanabilir sonuçlar verip vermediğinin tespitine yönelik yapılan çalışmada, Firmaya Olan Serbest Nakit Akımlarının daha uygulanabilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karakoca (2011), Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren Ford Otomotiv’in değeri İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi, Net Defter Değeri Yöntemi, Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanı ile Piyasa Değeri/Satışlar çarpanı yöntemi kullanılmıştır. Sonuç olarak Net Defter Değeri yöntemi şirketin en düşük değerini verirken, İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi firmanın en yüksek değerini verdiği tespit etmiştir.

Kulalı ve Bilir (2013), Göreceli değerlendirme yaklaşımlarının aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların karşılaştırmasının yapılabilmesi için yeterli sayıda olması durumunda sağlıklı sonuçlar verdiği, risklerinin ve nakit akımlarının benzer olması durumunda firmaların karşılaştırmasının daha sağlıklı sonuçlar verdiği tespit etmiştir.

Oymak (2009), Bankacılık sektöründe faaliyet göstermekte olan bir bankaya İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi uygulanmış ve sonuçların güvenilir olup olmadığını ortaya koymayı amaçlayan araştırmada nakit akımlarının istikrar kazanmış ekonomilerde

faaliyet gösteren bankalarda daha güvenilir ve anlamlı sonuçlar verdiği sonucuna ulaşmıştır.

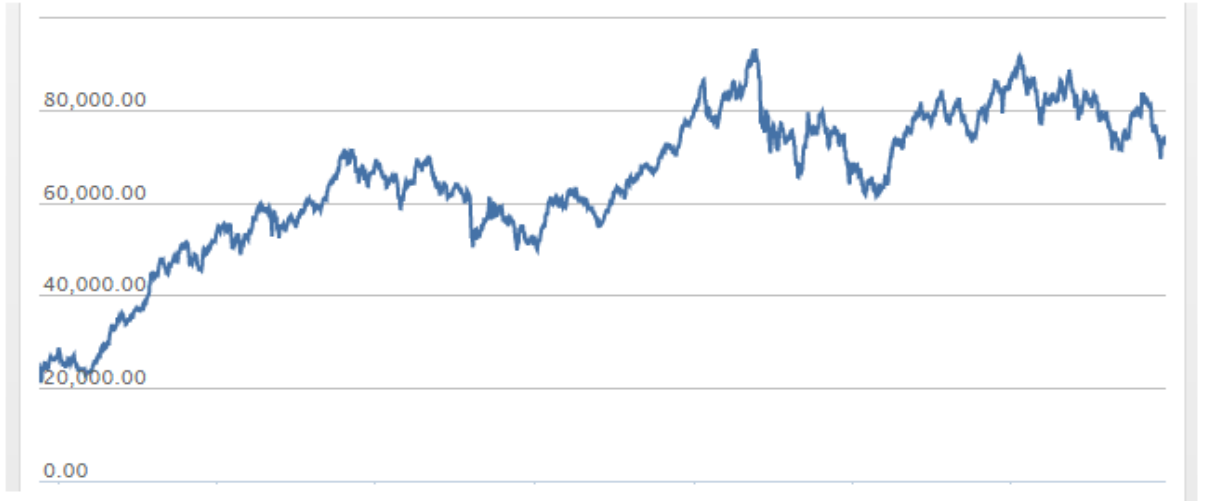
Taner ve Akkaya (2003), Bankacılık, perakendecilik ve cam üretim sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelere; net varlık yöntemi, iskontolu net nakit akımı yöntemi ve piyasa çarpanları yöntemleri uygulanmıştır. Sonuç olarak kullanılan yöntemlerin birbirlerine mutlak bir üstünlüğünün olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ünlü (2008), İMKB’de işlem gören Ereğli Demir Çelik’in özelleştirme öncesi ve sonrası değeri Ekonomik Katma Değer Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak hesaplamıştır. Değerleme yapılırken birden fazla yöntemin kullanılarak değerlendirme hatalarının en aza indirilmesi ve kullanılacak yöntemlerin seçiminde genel ekonomik durumun, firmanın ve sektörün özelliklerinin dikkate alınmasının gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

3.3. Araştırmaya Konu Olan Döneme İlişkin Genel Ekonomik Durum ve BİST 100 Endeksi

Menkul Kıymet Borsaları makroekonomik gelişmelerden, siyasi durumdan, küresel ekonomik konjonktürden hızlı bir biçimde etkilenen, bu gelişmelere bağlı olarak dalgalanmalar gösteren finans piyasasıdır. Borsalarda görülen bu dalgalanmalar firmaların piyasa değerini de etkilemektedir. Bu sebeple borsalarda görülen dalgalanmaların firma değerinin piyasa değeri hesaplanırken dikkate alınması gerekmektedir.

Araştırmaya konu olan 2009-2015 dönemine ilişkin BİST 100 endeksinde meydana gelen dalgalanmalar Şekil-8’de yer almaktadır.



Şekil 8: BİST 100 Endeksi 2009-2015 Dönemi

Kaynak: www.mynet.com.

Şekil-8’de görülen BİST 100 endeksi ilgili dönemde genel olarak artış gösterse de yıllar itibariyle önemli dalgalanmalar göstermiştir. Bu dalgalanmalar şirketlerin piyasa değerine yansımaktadır. Endeksin yüksek olduğu dönemlerde hisse senetlerinin fiyatı yükselmekte, tersi durumda ise hisse senedi fiyatları düşmekte dolayısıyla şirketlerin piyasa değerleri olumsuz olarak etkilenmektedir.

Küresel ekonomide yaşanan gelişmelerden ülkemizde etkilenmekte olup, 2008 yılında görülen küresel malî kriz nedeniyle birçok ülke ekonomisinin daralma gösterdiği bir dönemde Türkiye ekonomisi 2008 yılındaki ekonomik yavaşlamanın ve 2009 yılındaki küçülmenin ardından 2010 ve 2011 yıllarında sırasıyla % 9,2 ve % 8,5, 2010-2014 yılları arasında %5,4, 2015 yılında ise %4 büyüme oranı yakalanmıştır (www.mfa.gov.tr).

İstikrarlı ekonomilerde, değerlendirme çalışmaları için geleceğe yönelik varsayımlar daha kolay yapılmakta, dalgalanmalar daha az görülmekte ve tahmini rakamlar daha gerçekçi olmaktadır. Bu sebeple, küresel ekonominin, makroekonomik gelişmelerin, firmanın faaliyet gösterdiği sektörün analiz edilerek değerlendirme çalışmalarının yapılması gerekmektedir.

3.4. Araştırmada Yer Alan Firma Bilgileri

Araştırmaya konu olan firmalar Tablo 1’de gösterilmiştir. Firmalar BİST Şehir Endeksinde işlem gören firmalardan oluşmakta olup aşağıda bu firmalar ile ilgili genel bilgilere yer verilmiştir. Firmalar ile ilgili genel bilgiler firmaların faaliyet raporlarından, halka arz izahnamelerinden, internet sitelerinden ve finansal raporlarından elde edilmiştir.

3.4.1. Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Şirket hakkında genel bilgiler

ACSEL’in başlıca faaliyet konusu sondaj, deterjan, tekstil, boya, tutkal, gıda, ecza ve kozmetik sektörlerinde ara madde olarak kullanılan selüloz türevi CMC’nin (Karboksimetilselüloz) imalatını yapmaktır. Gıda, ilaç, kozmetik gibi sektörlerde içinde olmak üzere oldukça geniş sektör ağında kullanım alanı bulunmaktadır. Çözeltilsinin emülsiyonları stabilize etmesi, katıları süspansiyon halinde tutması, nem oranını dengede tutması, dayanıklı film oluşturması, kıvamlı bağlayıcı ve yapıştırıcı özelliğinin olması önemli özellikleridir. Şirket CMC üretiminin Türkiye’deki ilk ve öncü kuruluşu olma özelliğini taşımaktadır (ACSEL 2015 faaliyet raporu).

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Denizli

Halka arz/kote edildiği/ işlem görmeye başladığı tarih: 06/07/2012

Faaliyet alanı: Selüloz ve Selüloz Türevlerinin Üretimi ve Ticareti

Şirketin faaliyet gösterdiği sektör: Diğer Kimyasal Ürünler Sanayi.

3.4.2. Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Şirket hakkında genel bilgiler

Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi A.Ş., esas faaliyet alanı her türlü teneke kutu üretimi, ambalaj sanayi ve ticareti, metal ofset baskı ve litograf yapımı olan bir firmadır. Şirket ağırlıklı olarak gıda sanayine (peynir, zeytin, turşu, nebati yağ, zeytinyağı) hijyenik

metal kutu ile madeni yağ ve boya sektörüne metal kutu üretmektedir. Şirketin Balıkesir Bandırma’da metal ofset baskı ve metal kutu üretimi olmak üzere iki adet fabrikası bulunmaktadır (Bantaş A.Ş. Halka arz bilgilendirme raporu).

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Balıkesir

Halka arz/Kote Edildiği/ İşlem görmeye başladığı tarih: 18/05/2015

Faaliyet alanı: Teneke kutu üretimi, ambalaj sanayi ve ticareti, metal ofset baskı ve litograf yapımı

Şirketin faaliyet gösterdiği sektör: Diğer İmalat Sanayi

3.4.3. Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş.

Şirket hakkında genel bilgiler

Berkosan Yalıtım ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş. izolasyon sanayi sektöründe faaliyet göstermektedir. Çapraz bağlı polietilen köpük malzemeden üretilen ve kapalı gözenek yapısına sahip, neme dayanıklı, elastik, kokusuz, insan sağlığına zararlı kimyasal madde ve ağır metal bulundurmeyen, zamana bağlı aşınma ve deformasyon oluşmayan, küf mantar, bakteri içermeyen, Foamex, bina izolasyonunda ses ve ısı yalıtım konforlarının sağlanmasında esnek üretim seçenekleriyle çözümler sunmaktadır. PE (Polietilen köpük) ve Balonlu Naylon ve PE Film’dir. Bu ürünler özellikle ambalaj, ısı ve soğuk tip izolasyon uygulamalarında yaygın olarak kullanılmaktadır (Berkosan 2015 Faaliyet Raporu).

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Tekirdağ

Halka arz/Kote Edildiği/ İşlem görmeye başladığı tarih: 04/02/2011

Faaliyet alanı: İzolasyon Sanayii

Şirketin faaliyet gösterdiği sektör: Kimya Petrol, Kauçuk, ve Plastik Ürünleri

3.4.4. Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Şirket hakkında genel bilgiler

Bilici Yatırım Ticaret A.Ş. tekstil sektöründe her nevi kumaş, bez üretimi, boya, apre haşıl işlemleri'ni yapmak veya fason yaptırılması, pamuklu dokuma ve polyesterden imal edilen her türlü giysi eşyası dahil, her türlü yarı mamul ve hammaddenin imali, çırçır, prese sawgın, her nevi iplik, dokuma örme, terbiye ve konfeksiyon tesisleri kurmak, işletmektir. Gayrimenkul faaliyeti alanında her türlü gayrimenkulün satın alınması, kiralanması, bu gayrimenkuller üzerinde bina inşa etmesi ve başkalarına inşaat yaptırılmasıdır. Turizm işletmeciliği alanında; turizm faaliyetlerinde bulunmak, yurtiçi ve yurtdışında seyahat acentaları açmak, bu maksatla tesisler kurmaktır. Elektrik üretimi alanında, kendi elektrik ve ısı enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere otoprodüktör lisansı çerçevesinde üretim tesisi kurmak, elektrik ve ısı enerjisi üretmektir (Bilici Yatırım 2015 Faaliyet Raporu).

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Adana

Halka arz/Kote Edildiği/İşlem görmeye başladığı tarih: 17/05/2011

Faaliyet alanı: İplik büküm, kumaş terbiye, inşaat, turizm ve enerji

Şirketin sektörü: Yatırım şirketleri

3.4.5. İttifak Holding

Şirket Hakkında genel bilgiler

İttifak Holding 1988 yılında temelleri atılmış olup, 1993 yılında holdingleşmiş ve 1994 yılında Sermaye Piyasası Kuruluna kayıt olmuştur. 2009 yılında Borsa'ya kote olmuş ve 2010 yılında Borsa İstanbul 100 endeksinde işlem görmeye başlamıştır. Holding perakende satış, gıda, inşaat, makine sanayii, hizmet sektörü, tarım ve hayvancılık sektörlerinde faaliyet göstermektedir (www.ittifak.com.tr).

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Konya

Halka arz/Kote Edildiği/İşlem görmeye başladığı tarih: 31/12/2009

Faaliyet alanı: perakende satış, gıda, inşaat, makine sanayii, hizmet sektörü, tarım ve hayvancılık

Şirketin sektörü: Holdingler

3.4.6. Te-mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.

Şirket Hakkında genel bilgiler

Temapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş. Polimer Plastik Levha üretimi yapmakta olup 2007 yılı temmuz ayında kurulmuş, sabit yatırımlarını ve test üretimlerini tamamladıktan sonra, 2008 yılı nisan ayında satış faaliyetlerine başlamıştır. Firma plastik levha endüstrisinin solid, düz levhalar kolunda faaliyet göstermektedir. Bu alan içinde ABS levhalar, ABS akrilik ko-extrüde plakalar, PS levhalar, darbe dayanımı yüksek PS levhalar üzerinde uzmanlaşmıştır. Firma söz konusu polimer levha ürünleriyle, otomotiv, soğutma, makine parçaları ve makine dış gövdesi imalat sanayilerine, hastane yatakları ve benzeri medikal ürünlere, Banyo küvetleri, reklam levhaları, mobilya sektörü gibi birçok sektöre yönelik üretim yapmaktadır (Te-mapol 2015 faaliyet raporu).

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Kayseri

Halka arz/Kote Edildiği/İşlem görmeye başladığı tarih: 16/12/2013

Faaliyet alanı: Polimer plastik levha üretimi.

Şirketin sektörü: Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünler

3.4.7. Tümosan Motor ve Traktör Sanayii A.Ş.

Şirket hakkında genel bilgiler

Tümosan 1976 yılında Kamu İktisadi Teşebbüsü olarak kurulmuş olup, 2004 yılında özelleştirme sonrası Albayrak grup tarafından devralınmıştır. Kendi mülkiyetinde

olan 1.6 milyon m²'lik arazi üzerinde 93.000 m² kapalı alanda dizel motor ve traktör üretimi gerçekleştirmektedir. Yıllık 75.000 adet motor, 45.000 adet traktör üretim kapasitesi bulunmaktadır (www.tumosan.com.tr).

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Konya

Halka arz/Kote Edildiği/İşlem görmeye başladığı tarih: 05/12/2012

Faaliyet alanı: Motor ve traktör üretimi

Şirketin sektörü: Otomotiv sanayii

3.4.8. Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.

Şirket hakkında genel bilgiler

Utopya A.Ş. Turizm/Otel İşletmeciliği, taahhüt işleri, Elektrik enerjisi üretimi ve satışı, Turizm acenteciliği faaliyetleri yürütmektedir. Otel Antalya ili Alanya İlçesinde bulunup 1118 yatak kapasitesine sahiptir. Şirket taahhüt işlerinde yaklaşık olarak 625 milyon TL iş tamamlamıştır. Ayrıca şirket Isparta'da kurulu olan çukurçayı HES'in sahibi Aydemir Elektrik Üretim A.Ş.'nin %99 hissesini satın almıştır.

İşlem gördüğü şehir endeksi: BİST Antalya

Halka arz/Kote Edildiği/İşlem görmeye başladığı tarih: 24/02/2011

Faaliyet alanı: Turizm, İnşaat, Elektirk Üretim, Turizm Acenteciliği

Şirketin sektörü: Lokanta ve oteller

3.5. Firma Değerlemeleri

Çalışmaya dahil edilen şirketlere piyasada yaygın olarak kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları, Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA), Piyasa Katma Değer Yöntemi (MVA) ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Yöntemlerin hesaplamalarında şirketler ile ilgili finansal bilgiler şirketlerin finansal raporlarından elde

edilmiş olup elde edilemeyen finansal veriler (www.finnet.com.tr) internet sitesi aracılığıyla elde edilmiştir.

3.5.1. Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA) İle Firma Değerlemeleri

EVA değerinin hesaplanması aşağıdaki formül yardımıyla yapılmaktadır (Stewart, aktaran Topal 2008: 253).

$$EVA = \text{sermaye} \times (r - c)$$

Sermaye: Borçlar+ Özkaynaklar

r : Sermayeden elde edilen kazanç

c : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir.

EVA değeri; firmanın kullanıldığı sermayenin elde ettiği nakit akımının, hesaplanan kurumlar vergisini düşüldükten sonra sermaye maliyetini aşan kısmıdır. Başka bir ifadeyle yatırılan sermayeden elde edilen kârın, şirketin kullandığı sermaye maliyetini aşan kısmıdır.

Ekonomik Katma Değer (EVA) değerlerinin hesaplanabilmesi için şirketlerin kullandığı sermaye, borçlarının miktarı ve faaliyet kârı vb. bilgilerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bilgilere şirketlerin yayımlanan mali tablolarından ulaşılmıştır.

Değerleme yapılan şirketlerin Ekonomik Katma Değer (EVA) değerini hesaplayabilmek için ihtiyaç duyulan diğer bilgiler ise şirketin özsermaye maliyeti, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, Beta değerleri ve borçlanma maliyetleridir.

Bu verileri hesaplarken şirketlerin borçlanma maliyetlerinin ayrı ayrı hesaplanmasının mümkün olmaması sebebiyle ortak bir ölçüt kullanılmıştır. Literatür incelendiğinde benzer çalışmalarda kullanıldığı görülen borçlanma maliyeti olarak Hazine Müsteşarlığı tarafından A.B.D. doları cinsinden ihraç edilen tahvillerin faiz oranı alınmıştır. Söz konusu faiz oranlarına %3,5 risk primi ilave edilmiştir. Kurumlar vergisi

%20 alınarak şirketlerin borçlanma maliyeti aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanarak Tablo-3’de gösterilmiştir.

$$\text{Vergi sonrası borçlanma maliyeti} = \text{Borç Maliyeti} \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

Tablo 3: Uygulamada Yer Alan Şirketlerin Borçlanma Maliyeti Hesaplama Tablosu

	Faiz oranı	Risk Primi	Borç Maliyeti= (Faiz oranı+ Risk Primi)	Kurumlar vergisi	Vergi sonrası borçlanma maliyeti
07/05/2009	% 7,5	% 3,5	% 11	%20	% 8,8
18/03/2010	% 5,625	% 3,5	% 9,125	%20	% 7,3
02/01/2011	% 6	% 3,5	% 9,5	%20	% 7,6
16/02/2012	% 6,25	% 3,5	% 9,75	%20	% 7,8
15/01/2013	% 3,25	% 3,5	% 6,75	%20	% 5,4
29/01/2014	% 5,85	% 3,5	% 9,35	%20	% 7,48
13/01/2015	% 4,875	% 3,5	% 8,375	%20	% 6,7

Kaynak: www.hazine.gov.tr

Özsermaye maliyetinin hesaplanması için risksiz faiz oranı olarak benzer çalışmalarda kullanıldığı görülen devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranı alınmıştır. Bu faiz oranları Tablo-4’de gösterilmiştir.

Tablo 4: Devlet İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranları

Yıllar	Devlet İç Borçlanma Faiz Oranları
2009	% 12.7
2010	% 8.5
2011	% 8.7
2012	% 8.8
2013	% 7.7
2014	% 9.8
2015	% 9.5

Kaynak: www.kalkinma.gov.tr.

Yukarda tablolarda gösterilen veriler yardımıyla özsermaye maliyeti; Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM)’nden yararlanılarak hesaplanmıştır. CAPM modeli genel olarak aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Akyüz, 2013:345).

$$k_e = k_{rf} + \beta (k_m - k_{rf})$$

k_e : Özsermaye maliyeti

k_{rf} : Risksiz getiri oranı

k_m : Pazarın beklenen getirisi

β : Hisse senedinin beta katsayısı.

Risk primi olarak $(k_m - k_{rf})$ % 5,5 olarak alınmıştır.

Bu veriler yardımıyla hesaplanan özsermaye maliyeti yıllara göre Tablo-5’de gösterilmiştir.

Tablo 5: Özsermaye Maliyeti Hesaplama Tablosu

Şirketler		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACSEL	Risksiz Getiri Oranı	12,7%	8,50%	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	0,46	0,48	0,38	0,43	0,43	0,43	0,32
	Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	15,23%	11,16%	10,78%	11,16%	10,08%	12,19%	11,26%
BANTAŞ	Risksiz Getiri Oranı	-	-	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	-	-	0,63	0,67	0,62	0,67	0,53
	Risk Primi	-	-	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	-	-	12,18%	12,50%	11,09%	13,51%	12,40%
BERKOSAN	Risksiz Getiri Oranı	12,70%	8,50%	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	0,95	0,97	0,81	0,87	0,92	0,93	0,97
	Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	17,95%	13,84%	13,16%	13,60%	12,79%	14,90%	14,82%
BİLİCİ	Risksiz Getiri Oranı	12,70%	8,50%	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	0,79%	0,72%	0,70%	0,70%	0,80%	0,83%	0,86%
	Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	12,74%	8,54%	8,74%	8,84%	7,74%	9,85%	9,55%
İTTİFAK	Risksiz Getiri Oranı	12,70%	8,50%	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	0,19	0,19	0,2	0,2	0,21	0,22	0,22
	Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	13,75%	9,56%	9,81%	9,92%	8,86%	10,99%	10,68%
TEMAPOL	Risksiz Getiri Oranı	-	8,50%	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	-	0,26	0,27	0,24	0,24	0,25	0,16
	Risk Primi	-	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	-	8,51%	8,71%	8,81%	7,71%	9,81%	9,51%
TÜMOSAN	Risksiz Getiri Oranı	-	8,50%	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	-	1,35	1,32	1,24	1,09	1,16	1,14
	Risk Primi	-	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	-	15,92%	15,93%	15,64%	13,67%	16,17%	15,76%
UTOPYA	Risksiz Getiri Oranı	12,70%	8,50%	8,70%	8,80%	7,70%	9,80%	9,50%
	Beta	0,18	0,16	0,14	0,14	0,15	0,15	0,15
	Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
	Özsermaye Maliyeti	13,70%	9,40%	9,49%	9,61%	8,56%	10,65%	10,36%

Uygulamada yer alan şirketlerin özsermaye maliyetleri ve borçlanma maliyetleri hesaplandıktan sonra Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$AOSM = (Borçların oranı \times Borçların Maliyeti) + (Özsermaye Oranı \times Özsermaye maliyeti)$$

Araştırmaya konu olan firmaların Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplanmış ve aşağıda Tablo-6’da gösterilmiştir.

Tablo 6: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama Tablosu

Şirketler		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACSEL	Borç Oranı	0,7	0,8	0,35	0,57	0,58	0,59	0,1
	Özsermaye Oranı	0,3	0,2	0,65	0,43	0,42	0,41	0,9
	Borçlanma Maliyeti	8,8	7,3	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	15,23	11,16	10,78	11,16	10,08	12,19	11,26
	AOSM	10,73	8,08	9,66	9,24	7,35	9,4	10,78
BANTAŞ	Borç Oranı	-	-	0,25	0,35	0,21	0,35	0,30
	Özsermaye Oranı	-	-	0,75	0,65	0,79	0,65	0,7
	Borçlanma Maliyeti	-	-	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	-	-	12,18	12,5	11,09	13,51	12,4
	AOSM	-	-	11,02	10,87	9,88	11,39	10,69
BERKOSAN	Borç Oranı	0,58	0,61	0,3	0,42	0,52	0,53	0,6
	Özsermaye Oranı	0,42	0,39	0,7	0,58	0,48	0,47	0,4
	Borçlanma Maliyeti	8,8	7,3	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	17,95	13,84	13,16	13,6	12,79	14,9	14,82
	AOSM	12,66	9,85	11,48	11,16	8,93	11	9,91
BİLİCİ	Borç Oranı	0,24	0,11	0,08	0,08	0,26	0,33	0,38
	Özsermaye Oranı	0,76	0,89	0,92	0,92	0,74	0,67	0,62
	Borçlanma Maliyeti	8,8	7,3	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	12,74	8,54	8,74	8,84	7,74	9,85	9,55
	AOSM	11,78	8,4	8,65	8,75	7,13	9,07	8,46
İTTİFAK	Borç Oranı	0,46	0,47	0,56	0,57	0,63	0,68	0,67
	Özsermaye Oranı	0,54	0,53	0,44	0,43	0,37	0,32	0,33
	Borçlanma Maliyeti	8,8	7,3	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	13,75	9,56	9,81	9,92	8,86	10,99	10,68
	AOSM	11,48	8,5	8,58	8,7	6,68	8,62	8,01
TEMAPOL	Borç Oranı	-	0,81	0,78	0,8	0,61	0,6	0,66
	Özsermaye Oranı	-	0,19	0,22	0,2	0,39	0,4	0,34
	Borçlanma Maliyeti	-	7,3	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	-	8,51	8,71	8,81	7,71	9,81	9,51
	AOSM	-	7,53	7,85	8	6,3	8,41	7,66
TÜMOSAN	Borç Oranı	-	0,54	0,49	0,39	0,19	0,28	0,26
	Özsermaye Oranı	-	0,46	0,51	0,61	0,81	0,72	0,74
	Borçlanma Maliyeti	-	7,3	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	-	15,92	15,93	15,64	13,67	16,17	15,76
	AOSM	-	11,31	11,85	12,54	12,13	13,72	13,43
UTOPYA	Borç Oranı	0,82	0,61	0,37	0,41	0,51	0,50	0,53
	Özsermaye Oranı	0,17	0,38	0,63	0,58	0,48	0,49	0,47
	Borçlanma Maliyeti	8,8	7,3	7,6	7,8	5,4	7,48	6,7
	Özsermaye Maliyeti	13,7	9,4	9,49	9,61	8,56	10,65	10,36
	AOSM	9,65	8,11	8,78	8,85	6,92	9,04	8,42

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve Özsermaye Maliyetleri Hesaplanan firmaların yıllar itibariyle EVA değerleri her bir firma için hesaplanarak aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Tablo 7: Aysel 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri

ACSEL	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Net Faaliyet Kârı	658.083	1.033.253	785.500	-184.388	-187.799	-285.873	614.012
Vergi (%20)	131.617	206.651	157.100	-36.878	-37.560	-57.175	122.802
VSNFK (NOPAT)	526.466	826.602	628.400	-147.510	-150.239	-228.698	491.210
Dönen Varlıklar	10.192.833	6.932.454	4.664.009	2.469.857	1.272.727	1.593.687	1.485.569
Duran Varlıklar	6.563.680	6.386.210	5.617.900	4.709.081	4.162.031	1.227.212	1.273.637
Kısa Vadeli Yükümlülükler	875.141	7.110.709	5.367.388	3.014.690	995.610	1.144.216	601.957
Uzun Vadeli Yükümlülükler	872.566	772.124	620.644	1.084.454	917.416	1.109.762	1.329.564
Borçlar Toplamı	1.747.707	7.882.833	5.988.032	4.099.144	1.913.026	2.253.979	1.931.521
Özsermaye	15.008.806	5.435.831	4.293.877	3.079.794	3.521.732	566.920	827.684
Pasif Toplamı	16.756.513	13.318.664	10.281.909	7.178.938	5.434.758	2.820.899	2.759.206
Borçların ağırlığı (Wi)	0,10	0,59	0,58	0,57	0,35	0,80	0,70
Özsermaye Maliyeti	0,113	0,122	0,101	0,112	0,108	0,112	0,152
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,107830	0,094030	0,073541	0,092434	0,096607	0,080759	0,107294
Yatırılan Sermaye*AOSM	1.806.859	1.252.348	756.144	663.575	525.036	227.812	296.047
EVA	-1.280.393	-425.746	-127.744	-811.086	-675.275	-456.510	195.163

Tablo 8: Bantaş 2015-2014-2013-2012-2011-2010 Yılları İçin EVA Değerleri

BANTAŞ AMBALAJ	2015	2014	2013	2012	2011
Net Faaliyet Kârı	4.500.465	2.529.018	3.672.148	2.218.387	1.600.000
Vergi (%20)	900.093	505.804	734.430	443.677	320.000
VSNFK (NOPAT)	3.600.372	2.023.214	2.937.718	1.774.710	1.280.000
Dönen Varlıklar	39.585.725	16.730.000	17.260.000	12.250.000	10.560.000
Duran Varlıklar	45.193.938	27.720.000	7.290.000	4.730.000	4.830.000
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.869.878	3.870.000	2.650.000	1.890.000	1.890.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18.965.767	5.570.000	5.860.000	2.420.000	2.660.000
Borçlar Toplamı	29.835.645	9.440.000	8.510.000	4.310.000	4.550.000
Özsermaye	54.944.018	35.010.000	16.040.000	12.670.000	10.840.000
Pasif Toplamı	84.779.663	44.450.000	24.550.000	16.980.000	15.390.000
Borçların ağırlığı (Wi)	0,35	0,21	0,35	0,25	0,30
Özsermaye Maliyeti	0,124	0,135	0,111	0,125	0,122
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,1069	0,1139	0,0988	0,1087	0,1102
Yatırılan Sermaye*AOSM	9.062.945,97	5.062.855,00	24.255.400,00	1.845.726,00	1.695.978,00
EVA	-5.462.573,97	-3.039.640,60	-21.317.681,60	-71.016,40	-415.978,00

Tablo 9: Berkosan 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri

BERKOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Net Faaliyet Kârı	1.933.779	953.213	-1.354.964	529.730	451.319	397.951	346.555
Vergi (%20)	386.756	190.643	-270.993	105.946	90.264	79.590	69.311
VSNFK (NOPAT)	1.547.023	762.570	-1.083.971	423.784	361.055	318.361	277.244
Dönen Varlıklar	23.519.164	17.248.534	16.255.198	17.880.890	15.369.415	7.192.054	6.161.990
Duran Varlıklar	23.886.647	21.429.685	16.811.746	13.815.939	10.236.584	6.521.529	6.723.454
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.496.711	17.553.803	14.096.198	11.119.496	5.759.930	6.685.717	4.937.815
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8.181.789	2.793.670	3.163.967	2.215.452	1.979.691	1.673.910	2.515.828
Borçlar Toplamı	28.678.500	20.347.473	17.260.165	13.334.948	7.739.621	8.359.627	7.453.643
Özsermaye	18.727.311	18.330.746	15.806.779	18.361.881	17.866.378	5.353.956	5.431.801
Pasif Toplamı	47.405.811	38.678.219	33.066.944	31.696.829	25.605.999	13.713.583	12.885.444
Borçların ağırlığı (Wi)	0,60	0,53	0,52	0,42	0,30	0,61	0,58
Özsermaye Maliyeti	0,148	0,149	0,128	0,136	0,132	0,138	0,179
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,099093	0,109954	0,089306	0,111571	0,114761	0,098522	0,126562
Yatırılan Sermaye*AOSM	4.697.587	4.252.820	2.953.070	3.536.445	2.938.563	1.351.092	1.630.814
EVA	-3.150.564	-3.490.250	-4.037.041	-3.112.661	-2.577.508	-1.032.732	-1.353.570

Tablo 10: Bilici 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri

BİLİCİ YATIRIM	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Net Faaliyet Kârı	22.274.952	17.696.499	12.298.241	1.884.129	4.048.736	4.111.690	1.594.065
Vergi (%20)	4.454.990	3.539.300	2.459.648	376.826	809.747	822.338	318.813
VSNFK (NOPAT)	17.819.962	14.157.199	9.838.593	1.507.303	3.238.989	3.289.352	1.275.252
Dönen Varlıklar	65.315.876	57.720.107	48.885.644	38.319.750	38.205.660	9.405.383	4.999.929
Duran Varlıklar	127.610.561	96.198.638	62.758.061	42.193.934	38.564.264	34.245.559	18.014.160
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35.071.974	29.034.424	8.634.490	3.820.438	4.091.719	2.911.086	4.947.834
Uzun Vadeli Yükümlülükler	38.316.601	21.675.823	25.636.112	2.874.460	2.019.863	1.895.546	670.945
Borçlar Toplamı	73.388.575	50.710.247	34.270.602	6.694.898	6.111.582	4.806.632	5.618.779
Özsermaye	119.537.862	103.208.498	97.670.102	73.818.786	70.658.342	38.844.310	17.395.311
Pasif Toplamı	192.926.437	153.918.745	131.940.704	80.513.684	76.769.924	43.650.942	23.014.090
Borçların ağırlığı	0,38	0,33	0,26	0,08	0,08	0,11	0,24
Özsermaye Maliyeti	0,096	0,099	0,077	0,084	0,087	0,085	0,127
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,085	0,091	0,071	0,088	0,087	0,084	0,118
Yatırılan Sermaye*AOSM	16.321.577	13.960.430	9.407.372	7.044.947	6.640.598	3.666.679	2.711.060
EVA	1.498.385	196.769	431.221	-5.537.644	-3.401.610	-377.327	-1.435.808

Tablo 11: İttifak 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri

İTTİFAK HOLDİNG	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Net Faaliyet Kârı	49.230.655	27.598.668	-872.340	-13.804.563	31.792.863	29.640.234	6.185.779
Vergi (%20)	9.846.131	5.519.734	-174.468	-2.760.913	6.358.573	5.928.047	1.237.156
VSNFK (NOPAT)	39.384.524	22.078.934	-697.872	-11.043.650	25.434.290	23.712.187	4.948.623
Dönen Varlıklar	636.053.740	545.807.711	489.963.957	369.639.449	371.138.816	263.355.574	233.209.625
Duran Varlıklar	672.017.851	573.031.198	511.840.233	486.331.157	467.089.321	455.593.532	457.336.208
Kısa Vadeli Yükümlülükler	570.009.469	544.291.845	443.826.091	384.942.697	327.171.809	259.267.838	222.612.870
Uzun Vadeli Yükümlülükler	308.180.698	212.346.957	187.088.897	106.637.534	139.571.290	77.079.814	94.258.093
Borçlar Toplamı	878.190.167	756.638.802	630.914.988	491.580.231	466.743.099	336.347.652	316.870.963
Özsermaye	429.881.424	362.200.107	370.889.202	364.390.375	371.485.038	382.601.454	373.674.870
Pasif Toplamı	1.308.071.591	1.118.838.909	1.001.804.190	855.970.606	838.228.137	718.949.106	690.545.833
Borçların ağırlığı (Wi)	0,67	0,68	0,63	0,57	0,56	0,47	0,46
Özsermaye Maliyeti	0,107	0,110	0,086	0,092	0,098	0,085	0,138
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,080100	0,086200	0,066800	0,087000	0,085800	0,139286	0,114800
Yatırılan Sermaye*AOSM	104.776.534	96.443.914	66.920.520	74.469.443	71.919.974	100.139.460	79.274.662
EVA	-65.392.010	-74.364.980	-67.618.392	-85.513.093	-46.485.684	-76.427.273	-74.326.038

Tablo 12: Temapol 2015-2014-2013-2012-2011-2010 Yılları İçin EVA Değerleri

TEMAPOL	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Net Faaliyet Kârı	6.344.622	4.814.900	3.362.123	2.236.868	2.134.758	1.437.542
Vergi (%20)	1.268.924	962.980	672.425	447.374	426.952	287.508
VSNFK (NOPAT)	5.075.698	3.851.920	2.689.698	1.789.494	1.707.806	1.150.034
Dönen Varlıklar	45.305.745	31.318.950	30.703.042	18.912.115	11.718.536	9.077.305
Duran Varlıklar	9.696.371	9.674.395	2.282.980	1.628.519	1.833.016	1.623.517
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32.402.309	19.706.126	17.226.480	12.324.568	7.325.267	4.321.734
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.112.073	4.980.678	3.000.216	4.122.479	3.237.228	4.334.504
Borçlar Toplamı	36.514.382	24.686.804	20.226.696	16.447.047	10.562.495	8.656.238
Özsermaye	18.487.734	16.306.541	12.759.326	4.093.587	2.989.057	2.044.584
Pasif Toplamı	55.002.116	40.993.345	32.986.022	20.540.634	13.551.552	10.700.822
Borçların ağırlığı (Wi)	0,66	0,60	0,61	0,80	0,78	0,81
Özsermaye Maliyeti	0,095	0,098	0,077	0,088	0,087	0,085
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,076550	0,084135	0,063021	0,080027	0,078452	0,075307
Yatırılan Sermaye*AOSM	4.210.426	3.448.955	2.078.826	1.643.796	1.063.148	805.852
EVA	865.272	402.965	610.872	145.699	644.658	344.182

Tablo 13: Utopya 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları İçin EVA Değerleri

UTOPYA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Net Faaliyet Kârı	-714.730	4.783.028	-813.686	8.825.778	6.944.274	-1.574.349	7.684.344
Vergi (%20)	-142.946	956.606	-162.737	1.765.156	1.388.855	-314.870	1.536.869
VSNFK (NOPAT)	-571.784	3.826.422	-650.949	7.060.622	5.555.419	-1.259.479	6.147.475
Dönen Varlıklar	36.842.419	22.524.359	27.405.743	31.014.719	26.913.863	49.007.375	34.203.530
Duran Varlıklar	214.989.698	173.542.655	166.913.833	165.279.220	145.230.415	88.280.028	64.080.165
Kısa Vadeli Yükümlülükler	56.154.150	60.216.759	54.442.642	36.507.898	21.019.607	43.631.728	31.987.541
Uzun Vadeli Yükümlülükler	77.349.042	39.168.517	46.460.755	45.747.111	43.086.786	40.735.895	49.206.851
Borçlar Toplamı	133.503.192	99.385.276	100.903.397	82.255.009	64.106.393	84.367.623	81.194.392
Özsermaye	118.328.925	96.681.738	93.416.179	114.038.930	108.037.885	52.798.522	17.089.303
Pasif Toplamı	251.832.117	196.067.014	194.319.576	196.293.939	172.144.278	137.166.145	98.283.695
Borçların ağırlığı (Wi)	0,5301	0,5069	0,5193	0,4190	0,3724	0,6151	0,8261
Özsermaye Maliyeti	0,104	0,107	0,086	0,096	0,095	0,094	0,137
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,084	0,090	0,069	0,089	0,088	0,081	0,097
Yatırılan Sermaye*AOSM	21.205.462	17.730.949	13.441.775	17.372.541	15.119.740	11.123.321	9.487.169
EVA	-21.777.246	-13.904.527	-14.092.724	-10.311.918	-9.564.321	-12.382.801	-3.339.694

Tablo 14: Tümosan 2015-2014-2013-2012-2011-2010 Yılları İçin EVA Değerleri

TÜMOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Net Faaliyet Kârı	39.626.633	30.080.124	73.473.410	36.269.862	68.771.426	24.195.379
Vergi (%20)	7.925.327	6.016.025	14.694.682	7.253.972	13.754.285	4.839.076
VSNFK (NOPAT)	31.701.306	24.064.099	58.778.728	29.015.890	55.017.141	19.356.303
Dönen Varlıklar	231.429.844	209.110.745	188.979.813	252.744.115	132.743.552	64.414.089
Duran Varlıklar	121.948.994	106.256.284	98.429.090	75.278.795	145.871.009	40.309.740
Kısa Vadeli Yükümlülükler	86.860.663	85.444.027	50.583.033	124.871.919	123.240.954	48.933.137
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.978.876	3.410.710	3.135.147	4.661.182	13.357.477	7.096.471
Borçlar Toplamı	90.839.539	88.854.737	53.718.180	129.533.101	136.598.431	56.029.608
Özsermaye	262.539.299	226.512.292	233.690.723	198.489.809	142.016.130	48.694.221
Pasif Toplamı	353.378.838	315.367.029	287.408.903	328.022.910	278.614.561	104.723.829
Borçların ağırlığı (Wi)	0,26	0,28	0,19	0,39	0,49	0,54
Özsermaye Maliyeti	0,158	0,162	0,137	0,156	0,159	0,159
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0,134338	0,137189	0,121260	0,125420	0,118475	0,113076
Yatırılan Sermaye*AOSM	47.472.164	43.265.040	34.851.263	41.140.559	33.008.926	11.841.786
EVA	-15.770.857	-19.200.941	23.927.465	-12.124.669	22.008.215	7.514.518

Yapılan hesaplamalar sonucunda şirketlerin EVA değerlerinin genel olarak dalgalanmalar gösterdiği ve istikrarsız bir seyir aldığı görülmektedir. Bu durum şirketlerin EVA değerlerinin negatif olduğu yıllarda sermaye maliyetinden daha az gelir elde ettiğini, değer kaybettiğini, elde ettiği kazancın sermaye maliyetini karşılamadığını göstermektedir. Değerlemesi yapılan 8 firmadan sadece Temapol şirketinin bütün yıllarda Ekonomik Katma Değer ürettiği görülmektedir. Bantaş, Berkosan, İttifak Holding ve Utopya Şirketlerinin bütün yıllarda Ekonomik Katma Değer üretmediği aksine değer kaybettiği anlaşılmaktadır.

3.5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Firma Değerlemesi

İndirgenmiş nakit akımları, şirketin gelecekte elde edebileceği nakit akımlarının belli bir iskonto oranına göre bugüne indirgenmesine dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre şirketin değeri ölçülürken gelecekteki elde edebileceği nakit akımlarını, paranın zaman etkisi göz önüne alınarak bugüne indirgenmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları iki farklı modele göre incelenmektedir. Bunlar firmaya olan serbest nakit akımları ve özsermayeye olan serbest nakit akımları yöntemleri'dir. Firmaya olan serbest nakit akımları yöntemine göre elde edilen nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılırken, özsermayeye olan nakit akımlarının hesaplanmasında ise özsermaye maliyeti kullanılmaktadır.

Bu iki model arasındaki fark ise firmaya olan serbest nakit akımları bütün hak sahiplerine olan nakit akımlarını hesaplarken özsermayeye olan serbest nakit akımları ise sadece özsermaye sahiplerine olan nakit akımlarını hesaplamaktadır. İndirgenmiş nakit akımları hesaplanırken 10 yıllık projeksiyon yapılmıştır. Ancak şirketin nakit akımlarının sonsuza kadar devam edeceği varsayılarak devam eden değer hesaplanması gerekmektedir. Özsermayeye olan serbest nakit akımları hesaplanırken ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yerine özsermaye

maliyetinin alınması gerekmektedir. Bu değer aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır (Kırlı, aktaran Hatipoğlu 2011:25).

$$\text{Devam eden değer (Terminal Yıl)} = \frac{FSNA}{AOSM - g}$$

FSNA : Tahmin Dönemi Sonundaki Nakit Akımı

AOSM : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

g : Terminal büyüme oranı.

Şirketlerin 2009 yılından önceki verilerine ulaşamaması sebebiyle uygulamaya dahil edilememiştir. İndirgenmiş nakit akımlarına göre şirket değerlemesi yapılırken 2009-2015 yılları için gerçekleşen Net Satışları, Satılan Malın Maliyeti, Amortismanlar ve Yatırım Miktarları alınmıştır.

Uygulamaya dâhil edilen şirketlerin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ve Özsermaye Maliyetleri bir önceki değerlendirme yöntemi olan Ekonomik Katma Değer Yönteminde hesaplanmıştır. Söz konusu bu oranlar Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları yönteminde nakit akımlarını bugüne indirgenme oranı kullanılarak değerlendirilmiştir.

3.5.2.1. Aysel Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Varsayımlar

- Nakit Akımları İçin Değerlemesi yapılan yıl baz yıl olarak alınmış ve Projeksiyon 10 yıllık zaman dilimini kapsayacak şekilde TL olarak alınmıştır.
- Şirketin faaliyet giderleri geçmiş dönemlerin faaliyet giderleri dikkate alınarak yaklaşık ortalaması olarak %16 alınmıştır.
- Satılan Malın Maliyeti tarihsel veriler dikkate alınarak yaklaşık olarak % 80 alınmıştır.
- Amortisman giderleri net satışların % 2,5 oranında alınmıştır.
- Yatırım Giderleri net satışların %3 oranında alınmıştır.

- Net İşletme Sermayesi satışların %25'i olarak alınmıştır.
- Vergi Oranı %20 olarak alınmıştır.
- Firmanın satışlarının son yıllardaki büyüme oranları dikkate alınarak gelecek dönemlerde terminal büyüme oranı % 4 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 15: Aysel 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 16: Aysel 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

Dönem	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Term yıl
		12%	12%	12%	12%	12%	10%	10%	8%	8%	8%	4%
Net Satış	12.507.000	14.008.000	15.689.000	17.572.000	19.681.000	22.042.000	24.247.000	26.671.000	28.805.000	31.109.000	33.598.000	
Satışların Maliyeti	10.284.000	11.207.000	12.551.000	14.058.000	15.745.000	17.634.000	19.397.000	21.337.000	23.044.000	24.888.000	26.879.000	
Brüt Kar	2.224.000	2.802.000	3.138.000	3.514.000	3.936.000	4.408.000	4.849.000	5.334.000	5.761.000	6.222.000	672.000	
Faaliyet Gideri		2.241.000	2.510.000	2.812.000	3.149.000	3.527.000	3.879.000	4.267.000	4.609.000	4.978.000	5.376.000	
EFK		560.000	628.000	703.000	787.000	882.000	970.000	1.067.000	1.152.000	1.244.000	1.344.000	
Faaliyet Kar Marjı		0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	
Vergi		112.000	126.000	141.000	157.000	176.000	194.000	213.000	230.000	249.000	269.000	
EFK (1-T)		448.000	502.000	562.000	630.000	705.000	776.000	853.000	922.000	996.000	1.075.000	
Net Dönem Kârı/Zararı		420.240	470.670	527.160	590.430	661.260	727.410	800.130	864.150	933.270	1.007.940	
Sermaye Harcaması (Sermaye Harc.- Amortismanlar),..		560.320	627.560	702.880	787.240	881.680	969.880	1.066.840	1.152.200	1.244.360	1.343.920	
(1-Borç Oranı).		0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	
(Serm. Harc.- Amortismanlar). x (1- Borç Oranı)		199.368	223.294	250.139	279.866	313.460	344.932	379.019	409.694	442.075	477.679	
İşlet. Serm. Değişim x (1-Borç Oranı)		-3.878.916	398.129	446.474	499.557	559.277	522.308	574.444	505.245	546.006	589.610	
Amortisman		350.000	392.000	439.000	492.000	551.000	606.000	667.000	720.000	778.000	840.000	
Yatırım		422.000	473.000	529.000	593.000	664.000	730.000	803.000	868.000	937.000	1.012.000	
Net İşletme		-4.092.000	420.000	471.000	527.000	590.000	551.000	606.000	533.000	576.000	622.000	
İskonto Faktörü		1,11	1,24	1,38	1,53	1,70	1,90	2,11	2,35	2,61	2,91	
ÖSNA		4.099.788	-150.753	-169.452	-188.993	-211.477	-139.829	-153.333	-50.789	-54.811	-59.350	
ÖSNA Bugünkü Değer		3.684.872	-121.783	-123.036	-123.336	-124.042	-73.716	-72.654	-21.630	-20.980	-20.419	2.983.275
Devam Eden Değer												-281.249
Tahmini Piyasa Değeri												2.702.026

Tablo 15 ve Tablo 16’da Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları yöntemine göre hesaplanan firma değeri yer almaktadır. Yukarıda tabloda gösterilen dönem net/kar zararı hesaplandıktan sonra kurumlar vergisi olarak %20 alınmış ve esas faaliyet karına ulaşılmıştır. Esas faaliyet karı hesaplandıktan sonra bu tutara amortisman giderleri eklenmiş, yatırım giderleri ve net işletme sermayesi çıkarılarak nakit akımlarına ulaşılmıştır. Firmaya Olan Serbest Nakit Akımlarına ulaşmak için Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, özsermayeye olan serbest nakit akımlarının hesaplanması için özsermaye maliyeti kullanılarak nakit akımları bugüne indirgenmiştir. Firmanın terminal büyüme oranı %4 alınarak devam eden değeri hesaplanmış ve şirketin tahmini piyasa değerine ulaşılmıştır. Bu varsayımlar altında ACSEL şirketinin Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre 7.772.941 TL, Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre ise 2.702.026 TL olarak tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır.

ACSEL firması için 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009 yılları baz yıl alınarak Firmaya Olan Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit akımları hesaplanarak Ek.1’de sunulmuştur.

3.5.2.2. Bantaş Bandırma Ambalaj Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

Varsayımlar

- Nakit Akımları İçin Değerlemesi yapılan yıl baz yıl olarak alınmış ve Projeksiyon 10 yıllık zaman dilimini kapsayacak şekilde TL olarak alınmıştır.
- Şirketin faaliyet giderleri geçmiş dönemlerin faaliyet giderleri dikkate alınarak yaklaşık satışların ortalaması olarak % 8 alınmıştır.
- Satılan alın Maliyeti tarihsel veriler dikkate alınarak yaklaşık olarak %80 alınmıştır.
- Amortisman giderleri net satışların % 8 oranında alınmıştır.
- Yatırım Giderleri net satışların % 2 oranında alınmıştır.
- Net İşletme Sermayesi satışların % 35’i olarak alınmıştır.
- Firmanın satışlarının son yıllardaki büyüme oranları dikkate alınarak gelecek dönemlerde azalan oranda artacağı tahmin edilmiştir. Firmanın terminal büyüme oranı % 3 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 17: Bantaş 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 18: Bantaş 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Bu varsayımlar altında BANTAŞ şirketinin Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre Tablo-17’de görüldüğü üzere 90.000.672 TL, Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre ise Tablo-18’de görüldüğü üzere 10.984.221 TL olarak tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır.

BANTAŞ firması için 2014, 2013, 2012, 2011 yılları baz yıl alınarak Firmaya Olan Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit akımları hesaplanarak Ek.2’de sunulmuştur.

3.5.2.3. Berkosan Yalıtım Ve Tecrit Maddeleri Üretim ve Ticaret A.Ş. Varsayımlar

- Nakit Akımları İçin Değerlemesi yapılan yıl baz yıl olarak alınmış ve Projeksiyon 10 yıllık zaman dilimini kapsayacak şekilde TL olarak alınmıştır.
- Şirketin faaliyet giderleri geçmiş dönemlerin faaliyet giderleri dikkate alınarak yaklaşık ortalaması olarak % 20 alınmıştır.
- Satılan Malın Maliyeti tarihsel veriler dikkate alınarak yaklaşık olarak % 70 alınmıştır.
- Amortisman giderleri net satışların % 3 oranında alınmıştır.
- Yatırım Giderleri net satışların % 7 oranında alınmıştır.
- Net İşletme Sermayesi satışların % 38’i olarak alınmıştır.
- Vergi Oranı %20 olarak alınmıştır.
- Firmanın satışlarının son yıllardaki büyüme oranları dikkate alınarak gelecek dönemlerde azalan oranda artacağı tahmin edilmiştir. Firmanın terminal büyüme oranı % 5 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 19: Berkosan 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 20: Berkosan 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Bu varsayımlar altında BERKOSAN şirketinin Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre Tablo-19'da görüldüğü üzere tahmini piyasa değeri -10.411.652 TL, Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre ise Tablo-20'de görüldüğü üzere tahmini piyasa değeri -45.284.216 TL olarak hesaplanmıştır.

BERKOSAN firması için 2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009 yılları baz yıl alınarak Firmaya Olan Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit akımları hesaplanarak Ek.3'de sunulmuştur.

3.5.2.4. Te-Mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayii Ticaret A. Ş. Varsayımlar.

- Nakit Akımları İçin Değerlemesi yapılan yıl baz yıl olarak alınmış ve Projeksiyon 10 yıllık zaman dilimini kapsayacak şekilde TL olarak alınmıştır.
- Şirketin faaliyet giderleri geçmiş dönemlerin faaliyet giderleri dikkate alınarak yaklaşık ortalaması olarak % 4 alınmıştır.
- Satılan Malın Maliyeti tarihsel veriler dikkate alınarak yaklaşık olarak % 80 alınmıştır.
- Amortisman giderleri net satışların % 3 oranında alınmıştır.
- Yatırım Giderleri net satışların % 5 oranında alınmıştır.
- Net İşletme Sermayesi satışların % 50'si olarak alınmıştır.
- Vergi Oranı %20 olarak alınmıştır.
- Firmanın satışlarının son yıllardaki büyüme oranları dikkate alınarak gelecek dönemlerde azalan oranda artacağı tahmin edilmiştir. Firmanın terminal büyüme oranı % 4 olarak tahmin edilmiştir.

Bu varsayımlar altında Te-Mapol şirketinin Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre Tablo-21’de görüldüğü üzere 78.507.452 TL, Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre ise Tablo-22’de görüldüğü üzere 16.045.891 TL olarak tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır. Te-Mapol firması için 2014, 2013, 2012, 2011, 2010 yılları baz yıl alınarak Firmaya Olan Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit akımları hesaplanarak Ek.4’de sunulmuştur.

3.5.2.5. Tümosan Motor ve Traktör Sanayii A.Ş. Varsayımlar

- Nakit Akımları İçin Değerlemesi yapılan yıl baz yıl olarak alınmış ve Projeksiyon 10 yıllık zaman dilimini kapsayacak şekilde TL olarak alınmıştır.
- Şirketin faaliyet giderleri geçmiş dönemlerin faaliyet giderleri dikkate alınarak yaklaşık ortalaması olarak % 10 alınmıştır.
- Satılan Malın Maliyeti tarihsel veriler dikkate alınarak yaklaşık olarak % 75 alınmıştır.
- Amortisman giderleri net satışların % 2 oranında alınmıştır.
- Yatırım Giderleri net satışların % 3 oranında alınmıştır.
- Net İşletme Sermayesi satışların % 26’i olarak alınmıştır.
- Vergi Oranı %20 olarak alınmıştır.
- Firmanın satışlarının son yıllardaki büyüme oranları dikkate alınarak gelecek dönemlerde azalan oranda artacağı tahmin edilmiştir. Firmanın terminal büyüme oranı % 5 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 23: Tümosan 2015 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 24: Tümosan 2015 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Bu varsayımlar altında Tümosan şirketinin Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre Tablo-23’de görüldüğü üzere 538.909.379 TL, Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre ise Tablo-24’de görüldüğü üzere 338.359.838 TL olarak tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır.

Tümosan firması için 2014, 2013, 2012, 2011, 2010 yılları baz yıl alınarak Firmaya Olan Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit akımları hesaplanarak Ek.5’de sunulmuştur.

3.5.2.6. Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A. Ş. Varsayımlar

- Nakit Akımları İçin Değerlemesi yapılan yıl baz yıl olarak alınmış ve Projeksiyon 10 yıllık zaman dilimini kapsayacak şekilde TL olarak alınmıştır.
- Şirketin faaliyet giderleri geçmiş dönemlerin faaliyet giderleri dikkate alınarak yaklaşık ortalaması olarak % 11 alınmıştır.
- Amortisman giderleri net satışların % 9 oranında alınmıştır.
- Yatırım Giderleri net satışların % 20 oranında alınmıştır.
- Net İşletme Sermayesi satışların % 17’si olarak alınmıştır.
- Vergi Oranı %20 olarak alınmıştır.
- Firmanın satışlarının son yıllardaki büyüme oranları dikkate azalan oranda artan bir seyir göstereceği tahmin edilmiş ve terminal büyüme oranı % 3 olarak alınmıştır.
- Satılan Malın Maliyeti tarihsel veriler dikkate alınarak yaklaşık olarak % 74 alınmıştır.

Bu varsayımlar altında Utopya şirketinin Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre Tablo-25’de görüldüğü üzere - 85.472.350 TL, Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları modeline göre ise Tablo-26’da görüldüğü üzere 63.776.449 TL olarak tahmini piyasa değeri hesaplanmıştır.

Utopya firması için 2014, 2013, 2012, 2011, 2010 yılları baz yıl alınarak Firmaya Olan Nakit Akımları ve Özsermayeye Olan Serbest Nakit akımları hesaplanarak Ek.6’de sunulmuştur.

3.5.3. Piyasa Katma Değeri (MVA) İle Firma Değerlemeleri

Piyasa Katma Değeri (MVA); şirketin kaynaklarının ne kadar etkin kullanıldığını gösteren bir ölçüdür. MVA işletmenin sahip olduğu kaynakların değerinin üstüne piyasada bir değer ilave edilip edilmediğini ve yatırılan sermayenin ne ölçüde verimli kullanıldığını gösteren bir değerdir. MVA değeri yüksek olan şirketler özkaynaklarını verimli olarak kullandığını, özkaynaklarının defter değerinden daha yüksek bir değerde piyasada işlem gördüğünü göstermektedir. Tersisi durumda ise şirketin özkaynaklarının piyasa değerinin defter değerinden daha düşük fiyatlandığını göstermektedir. MVA değerleri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmaktadır.

$$MVA = (\text{Şirketin Piyasa Değeri} - \text{Toplam Özsermaye})$$

$$\text{Şirketin Piyasa Değeri} = \text{Şirketin Hisse Senedinin Piyasa Değeri} \times \text{Ödenmiş Sermaye}$$

Çalışmada yer alan şirketlerin Piyasa Katma Değeri (MVA)’nin hesaplanması için gerekli olan bilgiler yayınlanan mali tablolarından elde edilmiştir. Değerleme çalışmasında şirketlerin hisse senetlerinin 2009-2015 yılları arasında kapanış fiyatları alınmıştır. Bu bilgiler doğrultusunda şirketlerin hesaplanan MVA değerleri aşağıda yer alan tablolarda bulunmuştur.

Tablo 27: Aysel 2015-2014-2013-2012 Yılları MVA Değerleri

ACSEL				
KALEMLER	2015	2014	2013	2012
ÖZKAYNAKLAR	15.008.806	5.435.831	4.293.877	3.079.794
Ödenmiş Sermaye	10.721.700	602.000	602.000	602.000
Piyasa Değeri	52.750.764	31.484.600	17.578.400	19.745.600
FİYAT	4,92	52,30	29,20	32,80
MVA	37.741.958	26.048.769	13.284.523	16.665.806

Tablo 28: Bilici Yatırım 2015-2014-2013-2012-2011 Yılları MVA Değerleri

BİLİCİ YATIRIM					
KALEMLER	2015	2014	2013	2012	2011
ÖZKAYNAKLAR	87.038.559	78.122.191	77.373.103	73.818.786	70.658.342
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	45.000.000	45.000.000	30.000.000	30.000.000
Piyasa Değeri	54.000.000	60.750.000	140.850.000	85.500.000	65.700.000
Fiyat	1,200	1,350	3,130	2,850	2,19
MVA	-33.038.559	-17.372.191	63.476.897	11.681.214	-4.958.342

Tablo 29: Bantaş 2015 Yılı MVA Değerleri

BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ	
KALEMLER	2015
ÖZKAYNAKLAR	54.944.018
Ödenmiş Sermaye	21.500.000
Piyasa Değeri	40.205.000
FİYAT	1,87
MVA	-17.739.018

Tablo 30: Berkosan 2015-2014-2013-2012-2011 Yılları MVA Değerleri

BERKOSAN					
KALEMLER	2015	2014	2013	2012	2011
ÖZKAYNAKLAR	18.727.311	18.330.746	15.806.779	18.361.881	17.866.378
Ödenmiş Sermaye	15.600.000	15.600.000	15.600.000	15.600.000	12.000.000
Piyasa Değeri	23.244.000	34.164.000	27.456.000	78.000.000	58.080.000
FİYAT	1,49	2,19	1,76	5,00	4,84
MVA	4.516.689	15.833.254	11.649.221	59.638.119	40.213.622

Tablo 31: İttifak Holding 2015-2014-2013-2012-2011-2010-2009 Yılları MVA Değerleri

İTTİFAK HOLDİNG							
KALEMLER	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ÖZKAYNAKLAR	369.694.841	305.397.700	322.154.338	316.615.111	366.325.488	381.534.456	372.006.905
Ödenmiş Sermaye	60.000.000	60.000.000	60.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000	10.000.000
Piyasa Değeri	128.400.000	137.400.000	100.200.000	152.400.000	139.500.000	228.000.000	470.000.000
FİYAT	2,14	2,29	1,67	5,08	4,65	7,60	47,00
MVA	-241.294.841	-167.997.700	-221.954.338	-164.215.111	-226.825.488	-153.534.456	97.993.095

Tablo 32: Tümosan 2015-2014-2013-2012 Yılları MVA Değerleri

TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİİ				
KALEMLER	2015	2014	2013	2012
ÖZKAYNAKLAR	262.539.299	226.512.292	233.690.723	198.489.809
Ödenmiş Sermaye	115.000.000	115.000.000	115.000.000	115.000.000
Piyasa Değeri	1.044.200.000	596.850.000	562.350.000	447.350.000
FİYAT	9,08	5,19	4,89	3,89
MVA	781.660.701	370.337.708	328.659.277	248.860.191

Tablo 33: Temapol 2015-2014-2013 Yılları MVA Değerleri

TEMAPOL			
KALEMLER	2015	2014	2013
ÖZKAYNAKLAR	17.099.305	15.030.715	12.759.326
Ödenmiş Sermaye	14.175.000	5.250.000	5.250.000
Piyasa Değeri	123.322.500	54.075.000	37.590.000
FİYAT	8,70	10,30	7,16
MVA	106.223.195	39.044.285	24.830.674

Tablo 34: Utopya Turizm İnşaat A.Ş. 2015-2014-2013-2012-2011 Yılları MVA Değerleri

UTOPYA TURİZM İNŞAAT					
KALEMLER	2015	2014	2013	2012	2011
ÖZKAYNAKLAR	117.768.190	96.082.753	92.784.507	113.375.635	107.523.320
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000
Piyasa Değeri	26.250.000	35.250.000	25.750.000	41.750.000	48.000.000
FİYAT	1,05	1,41	1,03	1,67	1,92
MVA	-91.518.190	-60.832.753	-67.034.507	-71.625.635	-59.523.320

Piyasa Katma Değer (MVA) yöntemine göre yapılan değerlemeler sonucunda önemli dalgalanmalar görülmektedir. MVA değerinin negatif hesaplandığı yıllarda firmaların sahip olduğu kaynakların üstüne bir değer ilave etmediği görülmektedir. MVA değerinin hesaplanması için hisse senedinin piyasa değeri oldukça önemlidir. Bu sebeple genel ekonomik analizin, borsa endeksinin ve şirketlerin analizin yapılması gerekmektedir. Değerlemesi yapılan 8 firmadan değerlemesi yapılan bütün yıllarda Aysel, Berkosan, Tümosan, Temapol şirketlerinin bütün yıllarda Piyasa Katma Değer ürettiği görülmektedir. Utopya şirketinin bütün yıllarda negatif Piyasa Katma Değer ürettiği, İttifak Holding'in ise 2009 yılı hariç bütün yıllarda negatif Piyasa Katma Değer ürettiği görülmektedir.

3.5.4. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Değerleme

Piyasa çarpanlarına göre değerlendirme yöntemi değerlendirilmesi yapılan şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin birbiriyle karşılaştırılması temeline dayanmaktadır. Başka bir ifadeyle piyasa çarpanlarına göre değerlendirme yönteminde emsal şirketlere göre değerlendirilmesi yapılan şirketin piyasada nasıl fiyatlandığını göstermektedir. Piyasa Çarpanlarına göre değerlendirme; karşılaştırılabilir olması, kolay hesaplanabilir olması ve piyasada gerçekleşen verilere dayanması sebebiyle uygulamada sıkça başvurulanan yöntemlerden biridir.

Çalışmaya dahil edilen şirketlerin piyasa çarpanları yöntemine göre değerlendirilmesi için aynı sektördeki faaliyet gösteren şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranları aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$F/K \text{ Oranı} = \text{Hisse Senedi Piyasa Fiyatı} / \text{Hisse Başına Düşen Net Kâr}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörde faaliyet gösteren şirketlerin veya Piyasanın Ortalama F/K Oranı} \times \text{Şirket Net Kârı}$$

$$PD/DD \text{ Oranı} = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Ödenmiş Sermaye}$$

$$\text{Şirket Değeri} = \text{Seçilen Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Ortalama PD/DD Oranı} \times \text{Defter Değeri}$$

Çalışmada yer alan şirketlerle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin 2009-2015 yıllarındaki Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat/Kazanç (F/K) oranlarının ortalamaları alınarak hesaplanan firma değerleri aşağıda tablolarda gösterilmiştir.

Tablo 35: Aysel Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

ACSEL	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ALKIM	1,88	2,18	2,11	1,9	1,28	1,34	1,2
GEDZA	1,01	1,55					
IZFAS	0,73	2,45					
MEGAP	0,68	0,96	0,9	1,93			
POLTK	4,29	4,23					
SEKUR	2,3	0,96	1,47				
SODA	1,53	1,39	0,97	1,04	1,06	0,95	0,71
SODSN	0,98	1,24	0,79	0,75			
TMPOL	8,22	3,6	2,95				
ORTALAMALAR	2,4	2,06	1,53	1,4	1,17	1,14	0,955
ÖZSERMAYE	15.008.806	5.435.831	4.293.877	3.079.794	3.350.463	566.920	827.684
ŞİRKET DEĞERİ	36.021.134	11.197.812	6.569.632	4.311.712	3.920.042	646.289	790.438

Tablo 36: Bantaş Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

BANTAŞ	2015	2014
OZRDN	2,09	
SANFM	1,41	2,96
SAYAS	2,04	1,69
ORTALAMALAR	1,85	2,32
ÖZSERMAYE	54.944.018	35.006.968
ŞİRKET DEĞERİ	101.646.433	81.216.165

Tablo 37: Berkosan Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

BERKOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
BNTAS	0,55	0,51	0,4				
OZRDN	1,28	1,86	1,74	4,25	3,25		
SANFM	2,89	1,41	1,31	1,89	1,9	1,99	2,57
SAYAS	1,15	1,53	1,48	1,9	2,29	4,09	3,24
ORTALAMALAR	1,47	1,33	1,23	2,68	2,48	3,04	2,9
ÖZSERMAYE	18.727.311	18.330.746	15.806.779	18.361.881	17.866.378	5.353.956	5.431.801
ŞİRKET DEĞERİ	27.529.147	24.379.892	19.442.338	49.209.841	44.308.617	16.276.026	15.752.222

Tablo 38: İttifak Holding Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

İTTİFAK	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AKFEN	1,95	1,05	0,91	1,04	1,36	2,29	
AKSEL	0,88	1,64	30,85	1,86	1,32		
ALARK	0,83	0,85	0,89	1,14	0,73	1,01	1,14
ANSA	0,87	4,57	3,77	1,74	1,29	1,33	0,65
ARTI	1,2	0,65	1,41	2,17	1,12	1,49	2,02
ATSYH	0,64	1,11	1,41	1,9	0,86	0,74	0,72
AVHOL	2,23	4,55	1,52	2,43			
COSMO		18,38	1,15	0,97	0,83	1,39	0,66
DAGHL	0,87	1,2	0,98	0,87	0,85	0,81	0,66
DENGE	0,51	0,87	0,71	2,05			
DOHOL	0,57	0,72	0,54	0,71	0,42	0,71	0,73
GYHOL	1,05	0,97	1	0,9	0,89	0,84	0,8
GENYH	0,03	0,44	0,26	0,97	1,52	1,64	1,36
GLYHO	0,61	0,63	0,5	0,54	0,56	0,46	0,58
GSDHO	0,41	0,57	0,35	0,32	0,25	0,52	0,49
GLRYH	0,92	0,77	0,47	0,55	1,11	0,77	0,94
IEYHO	0,22	0,29	0,27	0,36	0,52	5,49	3,05
IHLAS	0,41	0,48	0,59	1,24	0,72	1,36	0,44
IHYAY	0,3	0,38	0,53	1,01	0,68	2,13	
ISBİR	0,44	0,49	0,49	0,98			
KCHOL	1,63	1,55	1,24	1,44	0,99	1,44	0,96
KOMHL	0,31	0,39	0,6	1,4			
NTHOL	0,7	1,36	1,37	3,56	3,1	1,56	1,2
POLHO	1,27	1,45	1,18	1,55			
SAHOL	0,97	1,08	1,03	1,23	0,79	1,12	1
TCHOL	1,03	1,08	0,97	0,96	0,96	0,73	0,98
TKFEN	1,08	1,09	0,98	1,29	1,06	1,44	1,27
TRNSK	36,85						
UMPAS	0,26						
USAS	0,31	0,42	0,58	1,24	1,11	0,85	0,75
VERUS	6,58	3,23	2,11				
YAZIC	0,68	0,86	0,73	0,9	0,8	1,2	0,96
YESİL	1,03	0,93	1,57	1,43	1,17	1,02	0,98
ORTALAMALAR	2,11	1,74	1,96	1,29	1,04	1,34	1,05
ÖZSERMAYE	369.694.841	308.725.162	317.615.405	313.177.421	324.615.268	381.212.696	372.006.905
ŞİRKET DEĞERİ	781.442.470	538.277.258	624.575.325	404.520.835	324.745.114	513.684.107	377.756.102

Tablo 39: Bilici Yatırım Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

BİLİCİ	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
BRYAT	1,33	1,15	0,8	0,94	0,74	1,03	0,78
BOYP	8,33	16,49	5,61		2,92	1,61	0,88
ECZYT	0,78	0,37	0,3	0,36	0,27	0,37	0,4
EGCYH	0,47	0,31	0,49	0,79	0,91	1,37	0,73
EUHOL	0,6	0,53	1,44	1,43	0,98	1,72	
GNPWR	0,99	1,07	4,26		1,32	1,28	0,85
KPHOL	0,48	0,66	0,96	1,11	1,7	2,06	1,31
KERVN	0,45	1,35	0,83	0,93	7,09		6,9
MENBA		12,83	5,5				
METRO	0,21	0,19	0,24	0,41	0,8	0,93	1,39
MMCAS	0,8	4,19	9,65	4,19	2,2		
OSTIM	0,74	1	0,8	0,82			
ORTALAMALAR	1,38	3,34	2,57	1,22	1,89	1,29	1,65
ÖZSERMAYE	87.038.559	78.122.191	77.373.103	73.818.785	70.658.341	38.844.310	38.377.181
ŞİRKET DEĞERİ	120.113.211	261.318.728	199.106.785	90.058.917	133.756.239	50.351.936	63.514.235

Tablo 40: Temapol Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

TEMAPOL	2015	2014	2013	2012	2011	2010
ACSEL	3,36	5,79	4,09	6,41		
ALKIM	1,88	2,18	2,11	1,9	1,28	1,34
GEDZA	1,01	1,55				
IZFAS	0,73	2,45				
MEGAP	0,68	0,96	0,9	1,93		
POLTK	4,29	4,23				
SEKUR	2,3	0,96	1,47			
SODA	1,53	1,39	0,97	1,04	1,06	0,95
SODSN	0,98	1,24	0,79	0,75		
ORTALAMALAR	1,86	2,30	1,72	2,4	1,17	1,45
ÖZSERMAYE	17.099.305	15.030.715	12.759.326	4.093.587	2.989.057	2.044.584
ŞİRKET DEĞERİ	31.842.705	34.654.148	21.967.306	9.849.170	3.497.196	2.341.048

Tablo 41: Tümosan Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

TÜMOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ASUZU	1,43	1,78	1,12	3,12	1,13	1,31	0,92
BALAT	1,18	1,35	2,05	3,53			
DOAS	1,91	2,13	1,32	1,59	0,75	1,98	1
FROTO	4,37	4,15	3,56	3,76	2,83	2,61	1,93
KARSN	2,57	2,6	1,2	1,21	1,81	2,93	1,79
OTKAR	10,57	8,52	4,83	4,21	2,77	2,96	2,15
TOASO	4,34	3,56	3,53	2,53	1,65	2,33	1,66
TTRAK	6,69	5,82	4,42	4,68	3,03	2,68	1,61
ORTALAMALAR	4,13	3,74	2,75	3,07	2	2,4	1,58
ÖZSERMAYE	262.539.299	227.907.870	233.690.723	198.489.809	142.016.130	48.694.221	32.415.771
ŞİRKET DEĞERİ	1.084.287.304	852.375.433	642.649.488	609.363.713	284.032.260	116.866.130	51.216.918

Tablo 42: Utopya Turizm Piyasa Değeri/Defter Değeri Yöntemine Göre Değerleme

UTOPYA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AYCES	0,42	1,01	0,68	1,3	1,37	2,92	1,59
AVTUR	0,96	1,1	1,22	1,04	1,73	2,88	0,91
ETILR	4,22	20,85	2,89	1,14			
KSTUR	1,7	2,72					
MAALT	1,07	1,38	1,28	1,88	1,69	2,06	1,2
MARTI		0,18	1,74	1,03	0,89	1,11	1,35
MERIT	1,2	1,66	2,3	4,56			
METUR	2,24			4,33		48,92	4,66
NTTUR	0,48	0,46	0,24	0,42	0,4	0,77	1,08
PKENT	2,64	4,51	2,73	3,54	3,47	5,57	2,19
TEKTU	0,51	0,51	0,47	0,69	0,69	1	2,44
ULAS	1,71	0,5	0,51	0,89			
ORTALAMALAR	1,56	3,17	1,4	1,9	1,46	8,15	1,92
ÖZSERMAYE	117.768.190	96.082.754	92.784.506	113.375.635	107.523.319	52.919.781	17.089.303
ŞİRKET DEĞERİ	183.718.376	304.582.330	129.898.308	215.413.706	156.984.045	431.296.215	32.811.461

Tablo 43: Aysel Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

ACSEL	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ALKIM	11,92	18,98	21,58	19,98	9,58	14,31	8,07
GEDZA	31,47	16,01					
IZFAS	25,08	51,71					
MEGAP	4,15	33,18					
POLTK	10,08	30,98					
SODA	7,6	5,6	5,77	7,79	4,54	8,38	8,17
SODSN	10,98	46,77	11,43	13,95			
TMPOL	67,98	23,81	166,26				
ORTALAMALAR	21,16	28,39	51,26	13,91	7,06	11,34	8,12
NET KÂR/ZARAR	355.697	45.416	574.069	-172.225	-236.992	-285.873	542.226
ŞİRKET DEĞERİ	7.526.549	1.289.360	29.426.777	-2.395.650	-1.673.164	-3.241.800	4.402.875

Tablo 44: Bantaş Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

BANTAŞ	2015	2014
OZRDN	9,75	
SANFM		1,13
SAYAS	11,73	14,64
ORTALAMALAR	10,74	7,89
NET KÂR/ZARAR	3.705.042	2.336.778
ŞİRKET DEĞERİ	39.792.151	18.437.178

Tablo 45: Berkosan Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

BERKOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
BNTAS	7,57	14,39					
OZRDN	59,98	35,79		228,25	96,79		
SAYAS	8,74	12,99	15,71	15,11	26,46	29,43	33,02
ORTALAMALAR	25,43	21,06	15,71	121,69	61,62	29,43	33,02
NET KÂR/ZARAR	400.541	954.663	-2.540.969	341.728	600.052	-182.086	-287.356
ŞİRKET DEĞERİ	10.185.758	20.105.203	-39.918.623	41.584.880	36.975.204	-5.358.791	-9.488.495

Tablo 46: Bilici Yatırım Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

BİLİCİ	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
BRYAT	24,12	14,19	11,09	10,15	11,05	17,19	17,65
BOYP			4,57		32,04	6,38	6,06
ECZYT		17,49	39,32	28,91	14,48	18,15	4,6
EGCYH		0,76	2,47	19,37			4,49
EUHOL		1,09			57,15	20,15	
GNPWR	12,73						2,65
KPHOL	22,62	15,27	7,32	30,11			
METRO		1,13	1,53			71,07	38,79
MMCAS	3,41				67,22		
OSTIM	3,81	19,8		12,33			
ORTALAMALAR	13,33	9,96	9,47	20,17	34,84	26,58	12,37
NET KÂR/ZARAR	14.308.982	9.568.000	9.567.918	2.144.209	5.075.689	3.229.700	1.235.717
ŞİRKET DEĞERİ	190.738.730	95.297.280	90.608.183	43.257.272	176.870.843	85.871.264	15.289.938

Tablo 47: İttifak Holding Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

İTTİFAK	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AKFEN	72,21			2,04		25,32	
AKSEL	10,42	13,99			189,44		
ALARK		29,07	5,66	15,3	6	19,2	17,84
ANSA					18,3		12,69
ARTI		2,14	19,86				
ATSYH				11,24		4,09	1,71
AVHOL	7,4		75,23	65,98			
COSMO		7,82		127,32		48,39	3,26
DAGHL		13,09		9,53		10,72	2
DENGE	2,41	3,92	2,61	9,71			
DOHOL				14,48		4,18	
GYHOL	9,69	46,22		24,84	24,41	7,58	2,79
GENYH		0,85	0,29	6,35			10,68
GLYHO			6,9	2,55		1,13	2,08
GSDHO	1,51	165	6,37	6,01	5,24	12,34	8,67
GLRYH	4,38	2,51	3,36			138,1	6,99
IEYHO		25,87	20,49	25,06			
IHLAS						20,04	2,59
IHYAY		2,78			24,84	278,84	
ISBIR	1,84	3,14	0,79				
KCHOL	10,58	11,6	8,33	10,1	6,46	10,47	7,47
KOMHL	57,4		24,7	101,75			
MZHLĐ	6,73	21,63	4,89				2,24
NTHOL	17,44	63,61	5,94	8,75	75,03	8,31	
POLHO	31,37	22,08	24,34	17,85			
SAHOL	9,06	9,96	10,18	10,76	5,87	8,83	8,68
TCHOL	20,7	12,01		23,95		6,26	3,72
TKFEN	11,97	38,32		8,95	8,15	13,38	26,15
TRNSK	1			0,55			
UMPAS	1,78						
USAS		18,64	4,76	436,8	7,03	24,71	15,72
VERUS	24,52	43,91	26,02				
YAZIC			2,52	2,8	11,36	9,71	6,67
YESİL	15,4						5,81
ORTALAMALAR	15,89	25,37	13,32	40,98	31,84	34,29	7,77
NET KÂR/ZARAR	57.696.046	9.889.926	-2.245.030	-8.707.692	4.494.335	21.571.429	592.255
ŞİRKET DEĞERİ	916.790.170	250.916.413	-29.922.705	-356.890.436	143.118.353	739.786.481	4.605.874

Tablo 48: Temapol Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

TEMAPOL	2015	2014	2013	2012	2011	2010
ACSEL	141,67	693,25	30,62			
ALKIM	11,92	18,98	21,58	19,98	9,58	14,31
GEDZA	31,47	16,01				
IZFAS	25,08	51,71				
MEGAP	4,15	33,18				
POLTK	10,08	30,98				
SODA	7,6	5,6	5,77	7,79	4,54	8,38
SODSN	10,98	46,77	11,43	13,95		
ORTALAMALAR	30,36	112,06	17,35	13,90	7,06	11,345
NET KÂR/ZARAR	2.068.590	2.271.388	226.091	734.362	292.324	756.639
ŞİRKET DEĞERİ	62.820.493	254.531.739	3.922.679	10.212.528	2.063.807	8.584.069

Tablo 49: Tümosan Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

TÜMOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
ASUZU	26,04	17,28	2,07		14,81		
DOAS	8,56	10,45	6,58	7,31	4,58	6,88	17,44
FROTO	15,87	19,2	12,42	10,96	8,11	9,08	9,52
OTKAR	32,6	28,61	13,67	13	10,76	24,72	10,99
TOASO	13,49	13,89	15,43	11,82	6,24	10,36	6,55
TTRAK	16,95	15,71	11,73	11,59	6,5	6,98	15,6
ORTALAMA	18,91	17,52	12,53	10,93	8,5	11,6	12,02
NET KÂR/ZARAR	33.594.316	21.745.062	62.063.333	29.542.521	53.950.773	16.278.450	47.576
ŞİRKET DEĞERİ	635.268.516	380.973.486	777.653.562	322.899.755	458.581.571	188.830.020	571.864

Tablo 50: Utopya Turizm Fiyat/Kazanç Değeri Yöntemine Göre Değerleme

UTOPYA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
AVTUR	34,37	11,79					14,85
KSTUR	14,49	14,85					
MAALT	18,74	25,34	63,73	27,24	19,42	38,47	60,17
MERIT	6,67	6,98	5,84	69,34			
METUR	1,28			3,6			
NTTUR	7,03	2,26	1,01	5,83	3,25	3,17	5,26
PKENT	64,8		21,5		12,05	65,64	28,74
TEKTU	39,36	39,14	33,55	60,87	39,96	120,07	
ORTALAMA	25,57	16,73	25,12	42,03	18,67	56,84	29,17
NET KÂR/ZARAR	-23.576.157	-1.020.429	-18.532.624	5.852.316	-606.783	-3.947.515	3.282.098
ŞİRKET DEĞERİ	-602.842.334	-17.071.777	-465.539.515	245.972.841	-11.328.639	-224.376.753	95.738.799

Yukarda yer alan tablolarda Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat/Kazanç (F/K) Oranları yöntemine göre yapılan değerlemeler yer almaktadır. Piyasa çarpanları olarak adlandırılan bu yöntemler kolay anlaşılabilir olması, piyasada oluşan verilere dayanması sebebiyle yaygın olarak kullanılmaktadır.

Ancak bu yöntemlerin bazı önemli dezavantajları bulunmaktadır. Bilançolarda görülen net kâr kaleminin kolay manüpile edilebilir olması, şirketlerin zarar açıkladığı yıllarda (F/K) oranına göre değerlemenin anlamsız sonuçlar vermesi yöntemin en önemli dezavantajlarıdır. Ayrıca emsal olarak alınacak şirketlerin aynı sektörde faaliyet gösteren, birbirine benzer yapılarda olan şirketlerin seçilmesi, değerlendirme yapabilmek için yeterli sayıda şirketin olması gerekmektedir.

Genel olarak piyasa çarpanları yöntemine göre yapılan değerlemelerde, zarar açıklayan şirketlerde (PD/DD) yöntemi daha anlamlı sonuçlar verdiği görülmektedir.

Aşağıda yer alan tablolarda, çalışmada kullanılan değerlendirme yöntemleri ile hesaplanan firma değerleri, şirketlerin dönem sonu itibarıyla piyasa değerleri yer almaktadır.

Tablo 51: Aysel Acıpayam Selüloz Tic. A.Ş.'nin Yıllara Göre Değerlemeleri

ACSEL	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Firmaya Olan Nakit Akımları	7.772.941	-1.411.864	5.672.125	5.051.487	796.127	1.259.620	214.549
Özsermaye Olan Nakit Akımları	2.702.026	6.323.029	-1.175.455	-1.865.845	-3.751.652	-6.102.837	-4.707.364
Ekonomik Katma Değer	-1.280.393	-425.746	-127.744	-811.086	-675.275	-456.510	195.163
Piyasa Katma Değeri	37.741.958	26.048.769	13.284.523	16.665.806			
Piyasa Değeri / Defter Değeri	36.021.134	11.197.812	6.569.632	4.311.712	3.920.042	646.289	790.438
Fiyat/Kazanç	7.526.549	1.289.360	29.426.777	-2.395.650	-1.673.164	-3.241.800	4.402.875
Ödenmiş Sermaye	10.721.700	602.000	602.000	602.054900	602.000	602.000	602.000
Şirketin piyasa değeri	52.750.764	31.484.600	17.578.400	19.745.600			
Hisse Fiyatı	4,92	52,30	29,20	32,80			
Kar/Zarar	355.697	45.416	574.069	(-172.225)	(-187.799)	(-285.873)	614.012

Aysel Acıpayam Selüloz A.Ş.'nin 2010, 2011 ve 2012 yılında zarar açıklaması sebebiyle (F/K) oranına göre değerlendirme yöntemi anlamlı sonuçlar vermediği, 2009 yılı hariç hiçbir yılda Ekonomik Katma Değer elde etmediği görülmüştür. Yapılan değerlemeler sonucunda piyasa değerine en yakın değeri Piyasa Katma Değeri yönteminin verdiği Tablo-5'te görülmektedir.

Tablo 52: Bantaş Bandırma Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.'nin Yıllara Göre Değerlemeleri

BANTAŞ	2015	2014	2013	2012	2011
Firmaya Olan Nakit Akımları	90.000.672	75.512.532	95.056.772	74.019.110	63.273.579
Özsermaye Olan Nakit Akımları	10.948.221	-2.935.758	-46.608.633	-39.109.216	-2.861.004
Ekonomik Katma Değer	-5.462.573	-3.039.640	-21.317.681	-71.016	-415.978
Piyasa Katma Değeri	-17.739.018				
Piyasa Değeri / Defter Değeri	101.646.433	81.216.165			
Fiyat/Kazanç	39.792.151	18.437.178			
Ödenmiş Sermaye	54.944.018	35.006.968			
Şirketin piyasa değeri	252.742.482				
Kar/Zarar	3.705.042	2.336.777	2.400.879	1.758.395	
Hisse Fiyatı	4,60				

Tablo 52’de yer alan Bantaş Bandırma Ambalajın değerlendirme yapıla bütün yıllarda Ekonomik Katma Değer üretmediği tespit edilmiştir. Şirketin 2015 yılında halka arz edilmesi sebebiyle sadece ilgili yıl için piyasa değeri hesaplanmış ve en yakın değer PD/DD yönteminin verdiği görülmüştür.

Tablo 53: Berkosan Yalıtım ve Tecrit Malzemeleri Üretim A.Ş.'nin Yıllara Göre Değerlemeleri.

BERKOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Firmaya Olan Nakit Akımları	-10.411.652	-11.904.474	-15.469.307	-17.539.806	-11.411.234	-19.870.845	-18.047.098
Özsermaye Olan Nakit Akımları	-45.284.216	-42.348.727	-52.042.819	-45.079.340	-36.929.736	-34.512.057	-20.447.513
Ekonomik Katma Değer	-3.150.564	-3.490.250	-4.037.041	-3.112.661	-2.577.508	-1.032.732	-1.353.570
Piyasa Katma Değeri	4.516.689	15.833.254	11.649.221	59.638.119	40.213.622		
Piyasa Değeri / Defter Değeri	27.529.147	24.379.892	19.442.338	49.209.841	44.308.617	16.276.026	15.752.222
Fiyat/Kazanç	10.185.758	20.105.203	-39.918.623	41.584.880	36.975.204	-5.358.791	-9.488.495
Ödenmiş Sermaye	15.600.000	15.600.000	15.600.000	15.600.000	12.000.000	4.000.000	2.000.000
Şirketin piyasa değeri	23.244.000	34.164.000	27.456.000	78.000.000	58.080.000		
Kar/Zarar	400.541	954.663	-2.540.969	387.438	600.052	-182.086	-287.356
Hisse Fiyatı	1,49	2,19	1,76	5,00	4,84		

Tablo 53’te yer alan Berkosan Yalıtım ve Tecrit Malzemeleri Üretim A.Ş.’nin 2009 ve 2010 yıllarında zarar açıklaması sebebiyle (F/K) oranına göre değerlendirme yöntemi anlamlı sonuçlar vermediği, şirketin hiçbir yılda Ekonomik Katma Değer elde etmediği görülmüştür.

Yapılan değerlemeler sonucunda piyasa değerine en yakın değeri Piyasa Değeri/Defter Değeri yönteminin verdiği görülmektedir.

Tablo 54: Te-Mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi A.Ş. 'nin yıllara göre değerlemeleri.

TEMAPOL	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Firmaya Olan Nakit Akımları	78.507.452	57.591.246	134.877.773	51.642.034	48.163.928	23.552.211
Özsermaye Olan Nakit Akımları	16.045.891	11.478.322	6.612.635	-302.842	-3.621.214	-8.386.504
Ekonomik Katma Değer	865.272	402.965	610.872	145.699	644.658	344.182
Piyasa Katma Değeri	106.223.195	39.044.285	24.830.674			
Piyasa Değeri / Defter Değeri	31.842.705	34.654.148	21.967.306	9.849.170	3.497.196	2.341.048
Fiyat/Kazanç	62.820.493	254.531.739	3.922.679	10.212.528	2.063.807	8.584.069
Ödenmiş Sermaye	14.175.000	5.250.000	5.250.000	3.335.351	2.684.715	1.000.000
Şirketin piyasa değeri	123.322.500	54.075.000	37.747.500			
Kar/Zarar	2.182.218	2.297.215	226.091	734.362	292.323	756.639
Hisse Fiyatı	8,70	10,30	7,19			

Tablo 54'de yer alan Te-Mapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi A.Ş.'nin yıllara göre değerlemelerinde şirketin piyasa değerine en yakın değeri 2013 ve 2015 yılları için Piyasa Katma Değeri yönteminin verdiği, 2014 yılında ise Firmaya Olan Nakit Akımları yöntemi şirketin piyasa değerine en yakın değeri verdiği görülmektedir.

Tablo 55: Tümosan Traktör ve Motor Sanayi ve Ticaret A.Ş. 'nin yıllara göre değerlemeleri.

TÜMOSAN	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Firmaya Olan Nakit Akımları	538.909.379	469.245.475	542.802.733	495.162.717	389.826.943	446.080.472	
Özsermaye Olan Nakit Akımları	338.359.838	299.398.242	331.603.431	289.249.364	235.464.335	158.266.265	
Ekonomik Katma Değer	-15.770.857	-19.200.941	23.927.465	-12.124.669	22.008.215	7.514.518	
Piyasa Katma Değeri	781.660.701	370.337.708	328.659.277	248.860.191			
Piyasa Değeri / Defter Değeri	1.084.287.304	852.375.433	642.649.488	609.363.713	284.032.260	116.866.130	51.216.918
Fiyat/Kazanç	635.268.516	380.973.486	777.653.562	322.899.755	458.581.571	188.830.020	571.864
Ödenmiş Sermaye	115.000.000	115.000.000	115.000.000	115.000.000			
Şirketin piyasa değeri	1.044.200.000	596.850.000	562.350.000	447.350.000			
Kar/Zarar	33.594.316	21.745.062	60.987.087	29.542.521	53.950.773	16.278.450	
Hisse Fiyatı	9,08	5,19	4,89	3,89			

Tablo 55'de Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren Tümosan Traktör ve Motor Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin yıllara göre değerlemeleri gösterilmektedir. Şirketin 2015 yılı sonu

itibariyle hisse senedi fiyatının 2014 yılına göre çok arttığı bu sebeple şirketin piyasa değerinin arttığı görülmektedir. 2015 yılı için şirketin piyasa değerine en yakın (PD/DD) değeri yönteminin verdiği; değerlendirme yapılan diğer yıllarda ise piyasa değerine en yakın Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Yönteminin verildiği görülmektedir. Şirketin mali tabloları incelendiğinde değerlendirme yapılan bütün dönemlerde kâr elde ettiği, satışlarının genel olarak arttığı görülmektedir.

Tablo 56: Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.'nin yıllara göre değerlemeleri.

UTOPYA	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Firmaya Olan Nakit Akımları	-85.472.350	-36.878.215	-71.146.426	-38.776.086	-47.918.816	-67.454.315	-73.304.226
Özsermaye Olan Nakit Akımları	63.776.449	55.248.420	11.682.373	-11.231.360	-5.415.920	-43.538.788	-70.082.931
Ekonomik Katma Değer	-21.777.246	-13.904.527	-14.092.724	-10.311.918	-9.564.321	-12.382.801	-3.339.694
Piyasa Katma Değeri	-91.518.190	-60.832.753	-67.034.507	-71.625.635	-59.523.320		
Piyasa Değeri / Defter Değeri	183.718.376	304.582.330	129.898.308	215.413.706	156.984.045	431.296.215	32.811.461
Fiyat/Kazanç	-602.842.334	-17.071.777	-465.539.515	245.972.841	-11.328.639	-224.376.753	95.738.799
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000		
Şirketin piyasa değeri	26.250.000	35.250.000	25.750.000	41.750.000	48.000.000		
Kar/Zarar	-23.616.177	-1.053.116	-18.564.246	5.874.806	-581.476	-4.593.564	3.282.097
Hisse Fiyatı	1,05	1,41	1,03	1,67	1,92		

Tablo 56'da Turizm ve otelcilik sektöründe faaliyet gösteren Utopya turizm'in yıllara göre değerlemeleri görülmektedir. Şirketin mali tabloları incelendiğinde finansal borçlarının yüksek olması sebebiyle Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları yönteminin negatif sonuçlar verdiği görülmektedir.

Değerleme yapılan 2009 ve 2012 yılı hariç diğer dönemlerde şirketin zarar açıkladığı, bu sebeple Fiyat/Kazanç oranına göre değerlendirme yönteminin anlamsız sonuçlar verdiği görülmektedir. Şirketin BİST'te oluşan fiyat-günlük hacim verileri incelendiğinde şirketin hisse senetlerinin alım-satım işlemlerinin düşük seviyelerde olması sebebiyle piyasa değerinin defter değerinin altında fiyatlandığı görülmektedir. Bu durum şirketin piyasa değerinin düşük olmasına neden olmaktadır.

Literatür incelendiğinde zarar eden şirketler için en anlamlı sonuçların Piyasa Değeri/Defter Değeri yönteminin verdiği görülmektedir. Ancak şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin, defter değerinin altında fiyatlanması sebebiyle piyasa değerinin düşük olduğu görülmektedir.

Tablo 57: Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin yıllara göre değerlemeleri.

BİLİCİ	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ekonomik Katma Değer	1.498.385	196.769	431.221	-5.537.644	-3.401.610	-377.327	-1.435.808
Piyasa Katma Değeri	-33.038.559	-17.372.191	63.476.897	1.681.214	-4.958.342		
Piyasa Değeri/ Defter Değeri	120.113.211	261.318.728	199.106.785	90.058.917	133.756.239	50.351.936	63.514.235
Fiyat/Kazanç	190.738.730	95.297.280	90.608.183	43.257.272	176.870.843	85.871.264	15.289.938
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	45.000.000	45.000.000	30.000.000	30.000.000		
Şirketin piyasa değeri	54.000.000	60.750.000	52.200.000	93.900.000	65.700.000		
Kar/Zarar	21.683.410	15.310.371	7.916.188	2.144.209	5.075.689	3.229.700	1.235.718
Hisse Fiyatı	1,20	1,35	1,16	3,13	2,19		

Tablo 57’de yer alan Bilici Yatırım şirketinin yıllara göre değerlemeleri yer almaktadır. Şirket 20/03/2013 tarihinde sermaye artırımını yaptığı görülmekte ve bu durumun ise şirketin piyasa değerinin hesaplanmasında önemli bir yere sahip olmaktadır. Değerleme yaklaşımları incelendiğinde şirketin 2013 yılından itibaren Ekonomik Katma Değer ürettiği, Piyasa Katma Değerinin ise yıllara göre dalgalanmalar gösterdiği ve istikrarsız bir seyir izlediği görülmektedir. Şirketin piyasa değerine en yakın değerleri 2011 ve 2012 yıllarında (PD/DD) yöntemine göre değerlemenin, 2013 ve 2014 yılında (F/K) yöntemine göre değerlemenin piyasa değerine daha yakın sonuçlar verdiği görülmektedir.

Tablo 58: İttifak Holding'in yıllara göre değerlemeleri.

İTTİFAK	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Ekonomik Katma Değer	-65.392.010	-74.364.980	-67.618.392	-85.513.093	-46.485.684	-76.427.273	-74.326.038
Piyasa Katma Değeri	-241.294.841	-167.997.700	-221.954.338	-164.215.111	-226.825.488	-153.534.456	97.993.095
Piyasa Değeri/Defter Değeri	781.442.470	538.277.258	624.575.325	404.520.835	324.745.114	513.684.107	377.756.102
Fiyat/Kazanç	916.790.170	250.916.413	-29.922.705	-356.890.436	143.118.353	739.786.481	4.605.874
Ödenmiş Sermaye	60.000.000	60.000.000	60.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000	10.000.000
Şirketin piyasa değeri	128.400.000	137.400.000	100.200.000	152.400.000	139.500.000	228.000.000	470.000.000
Kar/Zarar	64.965.772	12.370.317	(-144.951)	(-7.653.282)	5.455.674	21.510.791	807.062
Hisse Fiyatı	2,14	2,29	1,67	5,08	4,65	7,6	47

Tablo 58'de yer alan İttifak Holding'in 10/06/2010 ve 09/07/2013 tarihinde sermaye artırımını yaptığı görülmektedir. Bu durum şirketin piyasa değerinin hesaplanması için önem arz etmektedir. İttifak Holding'in değerlendirme yapılan bütün yıllarda Ekonomik Katma Değer üretmediği aksine değer kaybına uğradığı, 2009 yılı hariç bütün yıllarda Piyasa Katma Değeri'nin negatif olduğu görülmektedir. Değerleme yaklaşımları incelendiğinde şirketin zarar açıkladığı yıllarda Fiyat/Kazanç oranı yöntemi anlamsız sonuçlar verdiği, 2009 ve 2010 yılında (PD/DD) yöntemine göre değerlendirme yönteminin, diğer yıllarda ise (F/K) oranına göre değerlendirme yönteminin piyasa değerine daha yakın sonuçlar verdiği görülmektedir.

SONUÇ

Firma değerkleme çalışmaları, finans biliminde daima önemli bir yere sahip olmuştur. Değerkleme çalışmalarında birçok farklı yöntem kullanılmasına rağmen kullanılan yöntemlerin hepsinin ortak amacı, firmanın doğruya en yakın değerklinin tespit edilmesidir.

Firma değerklinin doğruya en yakın şekilde tespit edilebilmesi için küresel ekonomi, makroekonomik gelişmeler ve firmanın kendine has durumlarının derinlemesine analiz edilerek dikkate alınması değerkleme çalışmalarında en önemli adımlardan birini oluşturmaktadır.

Firma değerkleme yaklaşımlarını karşılaştırarak piyasa değerkline en yakın değerkleri veren yaklaşımları ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmada, BİST şehir endekslerine dâhil 8 şirkete Ekonomik Katma Değer, Piyasa Katma Değer, Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri uygulanmıştır.

Genel olarak finansal borçları yüksek olan şirketlerin İndirgenmiş Nakit Akımlarının negatif olarak hesaplandığı görülmektedir. İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin anlamlı sonuçlar vermesi için şirketin finansal durumuna, faaliyet gösterdiği sektörün yapısına uygun tahminlerin yapılmasının çok önemli olduğu görülmektedir. Nakit akımlarının gerçeğe en yakın şekilde tahmin edilebilmesi için ülke ekonomisinin istikrarlı olması, yapılacak tahminlerin daha sağlıklı olabilmesi için en önemli şartlardan biri olduğu ifade edilebilir. Bu yöntem, birçok varsayıma dayanması sebebiyle nakit akımlarının tahmini zor bir hal almaktadır. Ayrıca lke ekonomisi ne kadar istikrarlı olursa olsun geleceğe yönelik belli varsayımlar altında gerçekleşme ihtimali olan tahminleri yansıtmaması sebebiyle gerçeği yansıtmadığı, tahminden ibaret olduğu göz ardı edilmemelidir.

Uygulamada yer alan şirketlerin genel olarak Ekonomik Katma Değer üretmediği, aksine değer kaybına uğradığı tespit edilmiştir. Bu bağlamda uygulamada yer alan şirketlerin, sermaye maliyetinden daha az gelir elde ettiği görülmektedir.

Çalışmada yer alan şirketlerin genel olarak hisse senetlerinin piyasa değerinin, defter değerinin altında fiyatlandığı görülmektedir. Şirketlerin hisse senetlerinin alım-satım işlemlerinin az olması, hisse senetlerinin likit olarak işlem görmemesi sebebiyle gerçek değerini ifade etmediği söylenebilir. Bu durum Piyasa Katma Değeri yöntemine göre yapılan değerlemelerin negatif olarak hesaplanmasına yol açtığı görülmektedir.

Piyasa çarpanlarına göre değerlendirme yönteminin uygulamasının kolay olması, piyasada oluşan verilere göre hesaplanması, emsal şirketlere göre karşılaştırmalara dayanması sebebiyle yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir. Ancak bu yöntemle göre yapılacak değerlendirme yönteminde Fiyat/Kazanç oranının zarar açıklayan şirketlerde hesaplanamaması, piyasada hisse senedinin alıcı ve satıcı sayısının yeterli olmaması durumunda oluşacak piyasa fiyatının gerçek değerini yansıtmaması bu yöntemin zayıf yönlerini oluşturmaktadır.

Piyasa çarpanları yöntemine göre yapılan değerlemede, emsal olarak alınacak şirketlerin belirlenmesi en önemli adımlardan biridir. Emsal olarak alınacak firmaların aynı sektörde faaliyet gösteren, sermaye yapıları birbirine yakın olan şirketlerin seçilmesi, benzer şirket olarak alınacak şirket sayısının yeterli sayıda olması, piyasa çarpanlarına göre yapılacak olan değerlemelerin daha sağlıklı sonuçlar elde etmek için faydalı olacaktır.

Firma değerlendirme yaklaşımlarına göre hesaplanan değerlerin önemli ölçüde farklılıklar gösterdiği görülmektedir. Bunun nedeni; değerlendirme yaklaşımlarının farklı varsayımlara dayanması ve şirketlerin kendine has finansal durumlarının olmasıdır. Değerleme yapılırken şirketlerin kendine has durumlarının dikkate alınması, küresel ve makroekonomik gelişmelerin dikkatli olarak değerlendirilmesi hayati öneme sahip olmaktadır.

Sonuç olarak firma değerlendirme yaklaşımlarının birbirlerine karşı bir üstünlüğünün olmadığı, değerlendirme çalışmalarında gerçeğe en yakın değerleri tahmin edebilmek, olası hataların en aza indirmek için firmanın kendine has finansal durumu, faaliyet gösterdiği

sektörün yapısı, küresel ve makroekonomik analizler yapıldıktan sonra farklı varsayımlara dayanarak birden fazla değerlendirme yönteminin kullanılmasının daha faydalı olacağı görülmüştür.

Firmaların güçlü sermaye yapısı, Özkaynaklar/Yabancı Kaynaklar oranında özkaynak ağırlıklı bir finansal yapı ile halka arz sürecine girmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte firmaların halka arz sürecinde tanıtım ve reklam faaliyetlerinin yoğun olarak yapılması halka arz işleminin başarısını artırmaktadır.

Yukarda sözü edilen durumların uygun bir biçimde yürütülmesi halinde halka arz işlemlerinin başarılı bir şekilde tamamlanması ve daha sonraki yıllarda ise hisse senetleri alım-satım işlemlerinin yüksek olması durumunda değerlendirme yöntemlerinin daha doğru sonuçlar vereceği beklenmektedir. Çalışmanın gelecekte yapılacak çalışmalara ışık tutacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönetim* (Genişletilmiş 6.Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Bolak, M. (2001). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Bozkurt, Ü. (1998). *Menkul Değer Yatırımlarının Değerlendirilmesi*. İstanbul: Eğitim Yayınları
- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Civan, M. (2010). *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*. Bursa: Ekin Basım Yayım.
- Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Küçükkaplan, İ., Başcı, E.S., ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi. “Banka Uygulaması”* İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Ercan, M.K., ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdinç, Y. (1998). *Borsada Analiz: Yatırıma Psikolojik Hazırlık, Yöntem Seçimi, Strateji ve Başarı*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Gökalp, N.M. (2014). *Sermaye Piyasalarında Halka Arz “Yöntemler, Uygulama ve Analizi”* İstanbul: Beta Yayınları.
- Gürbüz, A.O., Ergincan, Y., (2004). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- İvgen, H. (2003). *Şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayıncılık.
- Karan, M.B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi
- Karşlı, M. (2004). *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*. İstanbul: Alfa Basın Yayım
- Okka, O. (2009). *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*. Ankara: Nobel Yayınları.
- Öztürk, H. (2009). *Şirket Değerlemesinin Esasları Teorik ve Pratik Yaklaşımlar*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Sipahi, B., Yanık, S., Aytürk, Y. (2011). *Şirket Değerleme Yaklaşımları. “Banka Uygulaması”*
Ankara: Beta Yayınları.

Sumer, H., Pernsteiner, H., (2004). *Şirket Birleşmeleri*. İstanbul: Alfa Yayım.

Ünal, O.K. (2005). *Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı*. Ankara: Asil Yayın Dağıtım.

MAKALELER

Akyüz, Y. (2013). *Ekonomik Katma Değer (EVA). ve Pazar Katma Değer (MVA). Analizi: İMKB’de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama*. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt:18 Sayı:2

Alkan, G.İ., Demireli, E. (2007). *Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Uygulama*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt:2 Sayı:2

Altan M., Karahan N.S. (2016). *Firmaya Serbest Nakit Akımları, Özsermayeye Serbest Nakit Akımları Ve Ekonomik Katma Değer Yöntemleri İle Firma Değerlemesi: Borsa İstanbul’da Karşılaştırmalı Bir Uygulama*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 2016-(35).-11-23

Altan, M., Hotamış T.N., (2008). *Türkiye’de Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Kısa Dönem Fiyat Performans Analizi (2000–2006)*. Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Yıl:10 Sayı:14

Atan D., S., Özdemir, Z.A., Atan M., (2009). *Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Formda Etkinlik: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt:24 Sayı:2

Bal, H. (2009). *Özkaynağa Nakit Akımı ve Firmaya (Projeye) Nakit Akımı Yöntemlerinin Bir Projeye Yatırım Kararında Kabul ve Red Açısından Farklı Sonuç Vermelerini Etkileyen Faktörler*. İşletme Araştırmaları Dergisi. 2/1 201021-42.

- Bayraktar, A. (2012). *Etkin Piyasalar Hipotezi*. Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt:4 Sayı:2.
- Bayraktaroğlu, A.,Ünlü, U. (2009). *Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçütleri: Bu Ölçütler Açısından İMKB ve NYSE'nin Karşılaştırmalı Analizi*. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve idari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt:14 Sayı:1.
- Bayramoğlu F., Pekkaya M., (2010) *İMKB tarafından Hesaplanan Endekslerde Yeni Gelişmeler ve İMKB Şehir Endeksleri*. Muhasebe ve Finansman Dergisi Sayı:45
- Cihangir, M., Kandil, İ.E. (2009). *Türkiye’de Borsaya Yeni Kote İşletmelerin Halka İlk Arzda Uyguladıkları Düşük Fiyatlandırma Olgusunun Test Edilmesi ve Nedenleri Üzerine Bir Değerlendirme*. (01.01.2003 - 30.06.2008 Dönemi).
- Çevik, E.İ., Erdoğan S., (2009). *Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Piyasasının Etkinliği: Yapısal Kırılma Ve Güçlü Hafıza*. Doğu Üniversitesi Dergisi. 10 (1).
- Demireli, E., Akkaya, G.C., İbaşı, Elif. (2010). *Finansal Piyasa Etkinliği: S&P 500 Üzerine Bir Uygulama*. Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Cilt:11 Sayı:2
- Elmas, B. (2013). *Halka Açılan Şirketlerin Hisse Senetlerinde Alım-Satım Yoluyla Kazanç Elde Edilebilirmi BİST’den Deliller*. Maliye-Finans Yazıları Yıl:27 Sayı:99
- Ertuğrul, M. (2008). *Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış*. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.
- Ertuğrul, M. (2009). *Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi*. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt:9 Sayı:1
- Hatipoğlu M., Yener E. (2013). *Firma Değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi: BİST Elektrik Endeksinde Bir Uygulama*. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi. Aralık 2013.

- Karabıyık, L., Anbar, A. (2007). *Volatilite ve Varyans Swapları Muhasebe ve Finansman Dergisi* Sayı: 35
- Karatepe, Y., Çelik, A.E. (2007). *İMKB'de İşlem Gören Çimento Sektörü Hisse Senetleri Üzerindeki Satışlar/Fiyat Oranı Etkisi*. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt:62 Sayı:2
- Kulalı, İ., Bilir, H., (2013). *Finansal Çarpanlara Dayalı Değerlemenin Temel Esasları*. Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Sayı:27
- Küçükkoçaoğlu, G., Alagöz, A. (2009). *İMKB'de Uygulanan Halka Arz Yöntemlerinin Karşılaştırmalı Analizi*. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:24, Sayı:2.
- Topal, Y. (2008). *Ekonomik Katma Değer (EVA). ve Pazar Katma Değer (MVA). Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek*. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt:13 Sayı:2
- Ünlü U., Saygın O. (2014). *Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA). Yöntemiyle Performans Ölçümü: Turizm Sektörü Uygulaması* Muhasebe ve Finansman Dergisi. Temmuz/2014
- Yılğör, A.G. (2005). *İşletme Performansının Değerlendirilmesinde Ekonomik Katma Değer (EVA). ve Piyasa Katma Değeri (MVA). yöntemleri ve bu Yöntemlerin Hisse Senedi Getirilerini Açıklama Gücünün İncelenmesi: İMKB 100 Örneği*. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi 60-1

TEZLER

- Altın, H. (2010). *İlk Halka Arzlar Ve İlk Halka Arzlarda Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemlerin Analizi*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Yayımlanmamış Doktora Tezi.

- Amanianganeh, M. (2012). *Şirketlerin Halka Açılması İMKB’de Bir Uygulama*. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi
- Atar, B. (2007). *Halka Arz Sürecinde Fiyatlama Yöntemleri, Sonuçları Ve Uygulama: İMKB’de İşlem Gören Sportif Şirketler*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansal Piyasalar Ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Aytekin, S. (2016). *Türkiye Finansal Raporlama Standartları, Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Kanunları Çerçevesinde İşletme Birleşmeleri*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İşletme Bilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı. Doktora Tezi
- Bostan, S. (2015). *İlk Halka Arzın Şirketlerin Performanslarına Etkisi*. Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Programı. Yüksek Lisans Tezi.
- Çalı, M. (2015). *Türkiye’de Firma Değerleme Yöntemleri ve Firma Değerini Etkileyen Faktörler*. Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi.
- Çavuşoğlu, S. (2008). *Halka Arzların Başarısızlık Sebepleri: Coca-Cola İçecek A.Ş. Örnek Olay İncelemesi*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi.
- Daştan, D. (2008). *İlk Halk Arzlarda Fiyatlandırma 2004-2007 İMKB Örneği*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi.

- Demetoğlu, F.Y. (2016). *İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Maliyetlere Etkisi*. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Yüksek Lisans Tezi.
- Gezer, M. (2007). *Yatırımcılar Açısından Şirket Değerinin Belirlenmesinde Katma Değeri Ölçen Yöntemler ve Bir Uygulama*. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Güler, H. (2010). *Şirket Değerleme Yöntemleri ve Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi*. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü. Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Hatipoğlu, M. (2011). *Firma Değerlemesi ve İMKB’de Enerji Sektöründe Uygulaması*. Çankırı Karaketin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Hotamış, T.N. (2007). *Anonim Şirketlerin Halka Açılma Süreci*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Karakoca, A. (2011). *Farklı Değerleme Yöntemleri ile Firma Değerlemesi ve İMKB Sektöründe Bir Uygulama*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi
- Küçükcaraba, M. (2012). *Firma Değerlemesi ve Bir İMKB Uygulaması*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Mutlu Uşaklı, S. (2010). *Halka Arz Kavramı ve Halka Arzda Kullanılan Satış Yöntemleri*. Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi.

- Oymak, O. (2009). *Firma Değerlemesi ve Bankacılık Uygulaması*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Özboyacı, M. (2010). *Halka Arzın Şirketlerin Performansı Üzerine Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama*. Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi.
- Ünlü, S. (2008). *Firma Değerlemesi ve Alternatif Değerleme Yaklaşımları*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Yavuzarslan, E. (2007). *Artık Kâr Yöntemi ve Şirket Değerlemesinde Kullanımı*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

DİĞER KAYNAKLAR

- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu. (2012). T.C. Resmi Gazete, 28513, 30 Aralık 2012
- Sermaye Piyasası Araçları Satışı Tebliği (II-5.2). (2013). T.C. Resmi Gazete, 28691 11 Temmuz 2013
- Türkiye Finansal Raporlama Standartları-3 (2006). T.C. Resmi Gazete, 26125 31 Mart 2006
- www.onlinedergi.com Taner, B., Akkaya, G.C. (2003). *İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama*.
- Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ. (III_37.1). (2013). T.C. Resmi Gazete, 28704 11 Temmuz 2013

İNTERNET KAYNAKLARI

- Ata Yatırım: www.ataonline.com.tr
- Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı: www.hazine.gov.tr.

Başkent Üniversitesi: www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazsirketdegerleme.doc

Güçlü Danışmanlık: www.gucludanismanlik.com/

iktisat.wordpress.com

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası: www.borsaistanbul.com

Kalkınma Bakanlığı: www.kalkinma.gov.tr.

Online trading www.xtb.com.tr

Özgün Ekonomi ve Makale Arşivi www.ekodialog.com/

Sermaye Piyasası Kurulu: www.spk.gov.tr

Sermaye Piyasası Kurulu: www.yatirimyapiyorum.gov.tr

Dış İşleri Bakanlığı: www.mfa.gov.tr

EKLER

EK-1

Tablo 51: Aysel 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 52: Aysel 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 81: Berkosan 2009 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 82: Berkosan 2009 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

EKG-4

Tablo 83: Temapol 2014 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 84: Temapol 2014 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 85: Temapol 2013 Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

Tablo 86: Temapol 2013 Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları Değerleme Tablosu

[illegible]

