

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

**ŞİRKETLERDE SERMAYENİN KORUNABİLİRLİĞİNİN
ANALİZİ VE RAPORLANMASI**

DOKTORA TEZİ

Fırat ALTINKAYNAK

**Enstitü Anabilim Dalı : İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Nevran KARACA

NİSAN - 2017

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ŞİRKETLERDE SERMAYENİN KORUNABİLİRLİĞİNİN
ANALİZİ VE RAPORLANMASI

DOKTORA TEZİ

Fırat ALTINKAYNAK

Enstitü Anabilim Dalı : İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman

“Bu tez 04/04/2017 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği ile kabul edilmiştir.”

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI	İMZA
Doc. Dr. Nevin KARACA	BASARILI	Karaca
Prof. Dr. Selhattin KARABINAR	BASARILI	Karabinar
Doc. Dr. Burhanettin ZENGİN	BASARILI	Zengin
Prof. Dr. Vasfi HAFTACI	BASARILI	Haftaci
Yrd. Doç. Dr. Sema AKPINAR	BASARILI	Akpinar

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlâk kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahribat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.


Fırat ALTINKAYNAK

04/04/2017

ÖNSÖZ

Küreselleşen piyasalar ile gün geçtikçe artan rekabet, şirketlerin piyasalarda tutunmasını güçleştirmektedir. Bu rekabetçi piyasalarda şirketlerin sürekliliğini sağlamak ise, ancak şirketlerin gerçek kârlılıklarının tespitine ve bu kârın kaynaklarının doğru yönetilmesine bağlıdır. Bu noktadan hareketle, mevcut muhasebe sistemlerinde hesaplanan dönem kâr-zarar tutarlarının günümüz gereksinimlerine cevap veremediği düşünülerek, bu tez çalışması yapılmıştır.

Literatüre ve uygulamaya katkı sağlayacağı düşünülerek hazırlanan bu çalışma kapsamında; inanılmaz bir yoğunluk içerisinde çalışıyor olmasına rağmen, değerli vakit ve bilgilerini benimle paylaşarak, tezin sonuçlanmasını sağlayan kıymetli ve saygıdeğer danışman hocam Doç. Dr. Nevran KARACA' ya, tezin sürdürülmesinde katkılarını esirgemeyen Doç. Dr. Burhanettin ZENGİN' e, Yrd. Doç. Dr. Sema AKPINAR' a, jüriyi oluşturan değerli hocalarıma, doktora dönemi süresince değerli bilgilerini bizimle paylaşan saygıdeğer hocam Prof. Dr. Ahmet Vecdi CAN ile burada ismini saymadığım diğer hocalarıma ve sonuç olarak akademik hayatım boyunca kullandığı her bir kelimenin hayatıma kattığı önemi hiç unutmayacağım ve akademik hayatım boyunca hakkını asla ödeyemeyeceğim bilim abidesi saygıdeğer hocam Prof. Dr. Selahattin KARABİNAR' a, güzel dostum İbrahim YİĞİT' e, vefakâr canım anneme, hayatı öğrendiğim can babama, sabırlı eşime ve canım kızıma her şey için yüreğten teşekkür ediyorum.

Fırat ALTINKAYNAK

04/04/2017

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	v
TABLO LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
ÖZET	viii
SUMMARY	ix
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM 1: ULUSLARARASI FİNANSAL RAPORLAMA STANDARTLAR VE ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPILARININ ANALİZİ.....	6
1.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) Kapsamında Mali Tablolar	6
1.1.1. Finansal Durum Tablosu (Bilanço).....	7
1.1.2. Kâr – Zarar Tablosu (Faaliyet Durum Tablosu).....	12
1.1.3. Özkaynaklar Değişim Tablosu.....	16
1.1.4. Nakit Akış Tablosu.....	20
1.1.5. Dipnotlar	23
1.2. Sermaye Yapısı Kavramı İle TFRS Kapsamında Sermayenin Korunması.....	26
1.2.1. Sermayenin Nominal Olarak Korunması	29
1.2.2. Sermayenin Üretim Gücünün Korunması	29
1.3. Mali Tablolardaki Kârlılık ve Sonuçları	30
1.4. Mali Tablolardaki Kayıt Kalitesinin Şirket Değerlerine Etkisi	31
1.5. Şirketlerin Sermaye Yapılarına Kuramsal Yaklaşımlar	32
1.5.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	33
1.5.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	34
1.5.3. Geleneksel Yaklaşım	36
1.5.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı	37
1.5.5. Finansal Sıkıntı Maliyetleri	39
1.5.6. Temsilci (Acente) Maliyetleri.....	40
1.5.7. Asimetrik Bilgi (Bilgi Eşitsizliği).....	44
1.5.8. Dengeleme Teorisi.....	45
1.5.9. Finansman Hiyerarşisi Teorisi	47

1.5.10. İşaret Etkisi (Sinyal) Teorisi	47
1.6. Optimal Sermaye Yapısının Tespitinde Kullanılan Yöntemler	48
1.6.1. FVÖK - Hisse Başına Kâr Analizi	49
1.6.2. Nakit Akışı Analizi	50
1.6.3. Borç/Öz Sermaye ve Sabit Yükümlülükleri Karşılama Oranları	51

BÖLÜM 2: DEĞERLEME KAVRAMI VE ŞİRKET DEĞERLEME

YÖNTEMLERİ.....	53
2.1. Değer ve Fiyat Kavramları	53
2.2. Şirket Değeri ve Özsermaye Değeri	55
2.3. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler	57
2.3.1. Paranın Zaman Değeri	57
2.3.2. Artık Değer.....	58
2.3.3. Peştemallik Değeri (Şerefîye)	58
2.3.4. Dönemsel Tahminler	59
2.3.5. Şirketin Sermaye Yapısı ve Kâr Dağıtım Politikası	60
2.3.6. Nakit Akım Durumu.....	60
2.4. Şirket Değeri Kavramı ve Şirket Değerleme Yöntemleri.....	61
2.4.1. Aktif (Varlık) Bazlı Değerleme Yöntemleri	62
2.4.1.1. Defter Değeri Yöntemi	62
2.4.1.2. Net Aktif Değer Yöntemi	64
2.4.1.3. Tasfiye Değeri Yöntemi	66
2.4.2. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri	67
2.4.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı.....	68
2.4.2.2. Fiyat / Nakit Akım Oranı.....	69
2.4.2.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı	70
2.4.2.4. Marka Değeri.....	71
2.4.3. Gelir Bazlı Yöntemler	76
2.4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	76
2.4.3.2. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi	83

BÖLÜM 3: DEĞERE DAYALI PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ	
KAPSAMINDA REEL TİCARİ KÂR-ZARAR TUTARLARININ	
TESPİTİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ	85
3.1. Artık Kâr Yöntemi	85
3.2. Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri	87
3.3. Nakit Katma Değer	92
3.4. Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr Kavramı ve Şirket Değeri/FAVÖK Oranı	94
3.5. Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Esaslarının Sermaye Yapısı – Şirket Değerleri ve Dönem Kârları İle Bağlantısının Analizi	97
3.6. TFRS Kapsamında Hesaplanan Dönem Kâr-Zararlarının Sermayenin Korunabilirliği ve Devamlılığı Adına Hesaplanan Kâr-Zarar Tutarlarına Dönüştürülmesi Üzerine Öneri	101
3.7. Sermayenin Faizi Olarak Dönem Kâr-Zarar Tutarları Arasında Oluşacak Farkların Muhasebeleştirilmesi	104
BÖLÜM 4: UYGULAMA.....	110
4.1. Araştırmanın Kapsamı	110
4.2. Araştırmanın Amacı	110
4.3. Araştırmanın Yöntemi	110
4.4. Araştırmanın Önemi	111
4.5. Araştırmanın Kısıtlılıkları	111
4.6. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Tanıtımı	111
4.7. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Reel Dönem Kâr-Zarar Tutarlarının Hesaplanması ve Kâr Dağıtım Tablolarının Düzenlenmesi	114
4.8. Uygulamanın Muhasebe Kayıtları	135
4.9. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Özkaynak ve Performans Değerlemeleri	139
4.10. Araştırma Bulgularının Karşılaştırılması ve Araştırmanın Sonuçlandırılması	145

SONUÇ VE ÖNERİLER	156
KAYNAKÇA	162
ÖZGEÇMİŞ.....	169

KISALTMALAR

BİST	: Borsa İstanbul
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
EBIT	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
EBITDA	: Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FAVÖK	: Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGK	: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TDHP	: Tek Düzen Hesap Planı
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMS	: Uluslararası Muhasebe Standartları
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
VUK	: Vergi Usul Kanunu

TABLO LİSTESİ

Tablo 1 : Bilanço (Finansal Durum Tablosu)	10
Tablo 2 : Kâr Zarar Tablosu	14
Tablo 3 : Özkaynaklar Değişim Tablosu	18
Tablo 4 : Nakit Akış Tablosu	22
Tablo 5 : Dipnotlar	24
Tablo 6 : Nakit Akış Tablosu	79
Tablo 7 : Reel Ticari Kâr Zarar Tablosu	104
Tablo 8 : Kâr Dağıtım Tablosu	107
Tablo 9 : ÜFE – DİBS Oranları Tablosu	115
Tablo 10 : Anadolu Isuzu Oto. A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	116
Tablo 11 : Bosch Fren Sis. A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	118
Tablo 12 : Brisa Bridgestone A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	120
Tablo 13 : Ege Endüstri A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	122
Tablo 14 : Federal Mogul A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	124
Tablo 15 : Ford Otomotiv A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	126
Tablo 16 : Goodyear Lastik San. A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	128
Tablo 17 : Otokar Otomotiv A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	130
Tablo 18 : Tofaş A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	132
Tablo 19 : Türk Traktör ve Ziraat Mak. A.Ş. Kâr Dağıtım Tablosu	134
Tablo 20 : Özkaynak ve Performans Değerleme Tablosu	141

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Net Gelir Durumu.....	34
Şekil 2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	35
Şekil 3: Geleneksel Yaklaşım.....	37
Şekil 4: Modigliani – Miller Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Maliyeti	39
Şekil 5: Dengeleme Teorisine Göre Firmanın Piyasa Değeri.....	46
Şekil 6: FVÖK - HBK Analizi.....	49

Tezin Başlığı: Şirketlerde Sermayenin Korunabilirliğinin Analizi ve Raporlanması	
Tezin Yazarı: Fırat ALTINKAYNAK	Danışman: Doç. Dr. Nevran KARACA
Kabul Tarihi: 04/04/2017	Sayfa Sayısı: ix (ön kısım) + 169 (tez)
Anabilimdalı: İşletme	Bilimdalı: Muhasebe-Finansman
<p>İşletmelerin gelecekte izleyeceği stratejileri, işletmelerin bugün edindiği finansal bilgiler şekillendirmektedir. Doğru strateji ve güvenli bir gelecek için ise, ihtiyaç duyulan finansal bilginin doğru, güvenilir ve zamanında elde edilmiş olması gerekir. İşletmelerde bu finansal bilgileri muhasebe sistemleri üretmektedir. Muhasebe sistemlerinin ürettiği en önemli finansal bilgilerden birisi de işletmelerin dönemsel karlılığıdır. Şirketlerin dönemsel kârlılık bilgileri; yürürlükte olan vergi kanunları, muhasebe uygulamalarına yön veren düzenlemeler ve şirketlerin sermaye yapıları gibi birçok etmenden dolayı doğru hesaplanmamaktadır. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Kavramsal Çerçevesinde de dönem kârının tespitinde; “Sermayenin Korunması” kavramı üzerinde önemle durulmakla beraber, bu çerçevede dönem kârının hesabında eksikliklerin olduğu düşünülmektedir.</p> <p>Bu tez çalışmasında, “Sermayenin Korunması” kavramı genişletilerek, özsermayenin maliyetinin kâr-zarar hesaplamasına yansıtılması ve böylece şirketlerin kâr-zarar tutarlarının doğru ve cari değerleriyle hesaplanması amaçlanmıştır.</p> <p>Bu amaçla çalışmada öncelikle, UMS/UFRS kapsamında düzenlenmesi gereken mali tablolara değinilmiştir, TMS/TFRS kapsamında sermayenin korunması ile kârın doğru tespiti kavramları tartışılmış, şirketlerde sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve sermaye maliyetine ilişkin kuramsal yaklaşımlar detaylı olarak anlatılmıştır. Çalışmanın devamında, şirket değerlendirme ve değerlendirme yöntemlerine yer verilmiştir. Çalışmanın son kısmında ise şirketlerin dönem kar-zarar tutarlarının cari değerlerinin hesaplanmasına yönelik bir öneriye yer verilmiştir. Önerilen hesaplama yöntemi kapsamında Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da işlem gören on adet şirketin verileri kullanılarak dönem kâr-zarar tutarları yeniden hesaplanmış, söz konusu tutarlar üzerinden şirketlerin performans değerlemesi yapılmıştır.</p> <p>Bu çalışma kapsamında önerilen kâr-zarar hesaplama yöntemi ile; şirketlerin performanslarının değerlendirilmesinin daha doğru şekilde yapılabileceği, böylece piyasa değerlerinin daha gerçekçi şekilde tespit edilmesinin mümkün hale geleceği ve şirketlerin özkaynak yapılarının güçlenerek sürekliliklerinin sağlanması noktasında katkı sağlanacağı değerlendirilmektedir.</p>	
Anahtar Kelimeler: Sermayenin Korunması, Dönem Kârı, Kâr Dağıtımı, Sermaye Yapısı, Şirket Değeri	

Title of the Thesis: Analysis and Reporting of the Preservation of Capital in Companies	
Author: Fırat ALTINKAYNAK	Supervisor: Assoc. Prof. Nevran KARACA
Date: 04/04/2017	Nu. of pages: ix (pre text) + 169 (main body)
Department: Business	Subfield: Accounting and Finance
<p>Financial information that business organizations get today gives shape to strategies which it follow in the future. Required financial information needs to be acquired correct, reliable, and timely-gained for true strategy and safe future. In the companies, accounting systems produce these financial information. One of the most important of these information is the companies' periodic profitability. Information of firms' periodic profitability cannot be calculated correctly because of many factors such as tax acts, regulations that dominate accounting practices and companies' capital structures. Although the concept of " Maintability Of The Capital" is emphasized on International Financial Reporting Standard' s of the conceptual framework , it is thought that there are deficiencies in determining the period profit.</p> <p>It is enlarged the concept of " Maintability Of Capital" with to reflect the cost of self-sacrifice to the profit-loss calculation in this thesis study, so that it is aimed to calculate the actual profit-loss amounts of the companies with correct and current values.</p> <p>Firstly, the financial statements that should be regulated under IAS / IFRS are mentioned in the study for this purpose, protection of capital and concepts of correct determination of profits are discussed under TMS / TFRS, and theoretical approaches about capital structure, capital cost and capital cost are explained in detail. Company valuation and appraisal methods are included in the ongoing work. It was made a new suggestion for calculating the current values of period profit-loss amounts of companies in the last part of the study. Within the scope of the proposed calculation method, profit and loss amounts for the period are recalculated using data from ten companies operating in the automotive sector and traded on the Stock Exchange Istanbul and the performance evaluation of the companies was made on the said amounts.</p> <p>It is evaluated that it will be possible to evaluate the performance of companies more accurately so that the market values can be determined more realistically and the equity of the companies will be strengthened and the continuity will be ensured with the profit-loss calculation method proposed within the scope of this study.</p>	
Keywords: Maintability Of Capital, Profit Of Period, Allotment Of Profit, Structure Of Capital, Valuation Of Company	

GİRİŞ

“Bilgi” terimi Latince “informatio” kelimesinden türetilmiştir. Bilgi kavramına felsefi açıdan bakılırsa, insanın kendini ve çevresini anlama durumuna “bilme” ve bu durumundan çıkan sonuca da “bilgi” denir. Latince’ den dilimize geçen bu kavram, biçim ve şekil verme eylemi veyahut ta haber verme eylemi olarak ta tanımlanmaktadır. Birçok bilim insanına göre de bilgi, haber verme eylemi olarak adlandırılmaktadır.

Bilginin önemi ve potansiyeli, çok eski zamanlardan beri çoğu kimse tarafından fark edilmiş olmasına rağmen, son yıllara kadar doğru bilginin önemi ve değeri üzerinde çok durulmuyordu. Bugün gelinen noktada ise doğru bilginin üretilebilmesi ve doğru bilgiye zamanında ulaşılabilmesi konuları önemli bir hal almış ve dünya milletlerinin gelişmişlik düzeyinin, doğru bilgiye ulaşılp, bu bilginin yönetilmesine bağlı olunduğu bir döneme girilmiştir. Bilginin doğruluğunun, örgütleri, şirketleri, devletleri ve hatta toplumları nasıl etkileyip yönlendirdiğini görmemek mümkün değildir. Bir başka ifadeyle, bilginin ana güç ve temel sermaye olduğu günümüz toplumlarında, çok yönlü, eksiksiz, zamanında ve doğru bilgi gereksinimi gün geçtikçe artmaktadır. Özellikle bilgi toplumu haline gelen dünyamızda, hızla büyüyen, gelişen günümüz rekabetçi ve küresel ekonomilerinde; işletmelerin, bölgesel, ulusal ve küresel ölçekte yönetilebilmeleri açısından, işletme faaliyetlerinin yürütülüp kontrol edilebilmesi için gerekli olan en önemli unsur; doğru, güvenilir ve zamanında edinilen bilgidir.

İşletme yönetimini bir insan vücuduna benzeten yönetim bilimi gurularından H. Fayol, tepe yönetimini insan vücudunun beynine; muhasebe sistemini de insan vücudunun sinir sistemine benzetmiş ve sinir sistemi çalışmayan bir insanın dizindeki bir problemin acı ile beyine iletilmediği durumda dizdeki böyle bir tehlikeden haberi olmayan insanoğlu, tedbir alamayacak ve böylelikle her türlü sakatlanma ve belki de ölüm riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Muhasebe sistemi de tıpkı insanoğlunun sinir sistemi gibi işletmede olan tüm bilgileri üst yönetime iletmekte, üst yönetimler de bu bilgilerden hareket ederek işletmenin gelecek eylem planlarını hazırlamakta, tedbirler almakta ve işletmeyi bu bilgilere göre geleceğe hazırlamaktadırlar. Yani işletmeler, muhasebe bilgi sistemlerinin ürettiği bilgilere göre geleceklerini şekillendirmektedirler. İnsan vücudunda doğru çalışmayan bir sinir sistemi insanoğlunu nasıl yok edebilmekteyse; doğru bilgiler üretemeyen muhasebe sistemi de işletmeleri yok edebilmektedir.

Gelişen dünyamızda büyüyen piyasalar ve bu piyasalarda yarışan şirketler; spekülâtif ataklara, bilanço dışı sanal varlıklara, aşırı değerlendirme sonucu finansal balonlara, nakit çıkışı sağlamamasına rağmen gösterilen giderler sonucu oluşan gerçekte olmayan zararlara veya daha fazla fon elde edebilmek adına oluşturulan fiktif kârlara, alabildiğine müsaade eden geleneksel veya vergisel muhasebe sistemi, daha fazla yanlışı içeren liberal finansal politikaları da beraberinde getirmektedir. Böyle bir durum ise makro açıdan ekonomik terörü tetikleyerek ülke ekonomisini her geçen gün baltalamaktadır.

Günümüz Türkiye’inde Vergi Usul Kanunu (VUK) ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) gibi belli kural ve kanunlar çerçevesinde hareket eden geleneksel muhasebe sistemi, işletmelerin tarihi finansal bilgilerini depolayarak, bu bilgileri çoğu zaman yıllar öncesi depoladığı tutar üzerinden muhasebesel olarak raporlamaktadır. Bu durum, işletmenin ihtiyacı olan bilgileri sunmaktan yoksun ve yanıltıcı finansal raporlarla işletme ilgililerini yanıltan mali tabloları ortaya çıkarmaktadır. Mali tablolarda görünen bu kâr -zarar rakamları, tamamen vergi amaçlı icra edilen muhasebenin bir ürünü olan vergisel kâr veya zarar rakamları olup, şirketlerin reel kâr-zarar tutarlarını yansıtmamaktadır. Ortaya çıkan bu kâr-zarar tutarları üzerinden ise, ortaklara temettü dağıtılmakta ve şirketlerin performansları değerlendirilerek, piyasalarda şirketlere değer biçilmektedir. Zira şirketler yabancı ve özsermaye ile finanse edilen varlıklarını kullanarak bu dönem kârını elde etmektedirler. TFRS “Kavramsal Çerçeve” de, şirketlere sermayenin korunması ve böylelikle şirketin devamlılığı ile ilgili muhasebe sistemine atıf yapılmasına rağmen, ülkemizde hali hazırda uygulanagelen hem geleneksel hem de TMS-TFRS muhasebe sisteminde sadece yabancı sermayenin maliyeti dönem kârından düşülmekte, özsermayenin maliyeti ise göz ardı edilmektedir. Tıpkı, belirli bir birikimi yastık altında tutmanın bir maliyeti olduğu gibi (elde edilecek faiz gelirinden yoksun kalma vb.) ; aynı zamanda şirketlerin dönemsel olarak elde ettikleri dönem kârlarının da bu şirketlere belirli bir maliyeti vardır ve bu maliyet, yabancı ve özsermayenin finansmanı sonucu ortaya çıkan maliyettir.

Özsermayenin maliyetini göz ardı ederek hesaplanan dönem kârlarına sahip şirketler, bazen kâr etmiş gibi görünseler dahi, gerçekte zarar edebilmektedirler. Bu durum ise reelde dönem kârına sahip olsun ya da olmasın, geleneksel veya TMS-TFRS muhasebe sistemi sonucu kâr etmiş görünen şirketler, mevcut kanunlar ile ortaklarına gerçek an-

lamda kâr payını değil, farkında olmadan özkaynaklarının belirli bir kısmını dağıtmaktadırlar. Böylelikle şirketler, büyüyen sektörden daha düşük oranda büyüme göstermekte veya sürekli büyüyen ve gelişen sektörler içerisinde küçülmekte ve zaman içerisinde yok olmaktadır.

Çalışmanın Amacı

Ülkemizde, Vergi Usul Kanunu (VUK), Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve belli başlı diğer yasalar kapsamında hareket eden geleneksel (genel) muhasebe sistemi, tamamen vergi amaçlı bir muhasebe sistemi olup, şirketlerin gerçek ekonomik yapısını, dönemsel ekonomik performanslarını ve şirketlerin reel piyasa değerlerini yansıtamamaktadır. Bununla beraber, 21. yüzyılın ilk yıllarından itibaren tüm dünyaya yayılmaya başlayan ve her geçen yıl tüm ülkelerin muhasebe sistemlerine entegre edilmeye çalışılan uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartları (UMS-UFRS) ile bir yandan yatırımcıların, şirket performanslarını, diğer yandan şirketlerin de kendi performanslarını daha etkin izleyebilmesi amaçlanarak tüm dünyadaki muhasebe sistemlerinde yeknesaklık sağlanmaya çalışılmıştır. Sermaye maliyetleri ve şirketlerin sermaye yapıları, şirketlerin ekonomik performanslarını ve piyasa değerlerini değerlemede büyük önem arz etse de; günümüz muhasebe sistemlerinde bu durum göz ardı edilmektedir.

Bu çalışma ile; şirketlerin sermaye yapıları analiz edilerek, “TFRS Kavramsal Çerçeve” de üzerinde önemle durulan “Sermayenin Korunabilmesi ve Devamlılığı” kavramı daha da genişletilmiş, tıpkı yabancı kaynakların maliyeti gibi, özsermayenin maliyeti de bir gider kalemi olarak kâr-zarar hesaplamasına yansıtılarak, şirketlerin gerçek kâr veya zarar tutarlarının doğru ve cari değerleriyle hesaplanması sağlanmıştır. Ayrıca bu çalışmada değişen dönem kâr-zarar tutarlarıyla, şirketler için yeni kâr dağıtım tabloları hazırlanarak, hem Vergi Usul Kanunu’na hem de TMS-TFRS muhasebe sistemine uygun olacak şekilde muhasebe kayıtlarının yeniden düzenlenmiştir. Bununla beraber hesaplanan bu kâr-zarar tutarları üzerinden, bir yandan şirketlerin performans değerlemelerinin doğru yapılması, diğer yandan şirketlerimize piyasalarda doğru değer biçilmesi, öte yandan da şirketlerin gerçek kâr paylarını dağıtması ve işletmelerin özkaynaklarının korunarak, işletmelerin devamlılığının sağlanması amaçlanmıştır.

Çalışmanın Önemi

İşletmelerin devamlılığını sağlama amacına hizmet eden, en önemli unsurların başında, işletmenin faaliyet kârının doğru tespiti ile sermayenin korunabilirliği konusu, işletme yöneticileri tarafından titizlikle üzerinde durulması gereken bir konudur. Zira sermayenin korunabilirliği, dönemsel kârın doğru tespiti ve işletmenin devamlılığı, uluslararası finansal raporlama standartlarının ve bu standartları oluşturan kurulun ulaşmak istediği birkaç ana amaçtan biridir. Günümüzde uygulanagelen muhasebe sistemi, yukarıda da değinildiği gibi, işletmelerin dönem kârını ödenecek vergi kapsamında hesap etmekte ve bu durum, işletmelerin gerçek ticari kârını veya zararını yanlış tespitinin yanında, bir elde edilen bu kâr tutarının sermayenin korunmasını ve böylelikle işletmenin sürekliliğini ne kadar etkilediğini göz ardı etmektedir. Zira işletmeler ancak, gerçek ticari kârlılıklarını sürekli hale getirdikleri ve sermayelerini koruyabildikleri takdirde ayakta kalmayı başarabileceklerdir.

Sonuç olarak bu çalışma ile şirketlerin dönem kâr-zarar tutarlarının ve piyasa değerlerinin daha etkin hesaplanmasıyla, muhasebe-finans literatürüne katkı yapacağı düşünülerek hazırlanan bu çalışma; hem işletme yöneticilerine yol göstermek, hem yatırımcılara doğru tercih imkanı sunmak, hem de şirketlerimizin uluslararası sermaye piyasalarında gerçek değerlerine kavuşması açısından önem arz etmektedir.

Çalışmanın Yöntemi

Şirketlerin ilk kuruluşundan itibaren tüm faaliyetlerinde esas kaynak teşkil eden özsermayeyi koruyarak şirketlere piyasalarda devamlılık ve büyüme sağlamayı amaçlayan bu çalışmada “Şirketlerin dönem kâr-zarar tutarları etkin ve etkili hesaplanabiliyor mu ?” sorusuna cevap aranmaya çalışılacaktır. Çalışmada öncelikle, mevcut muhasebe sistemlerinde kâr hesaplamaları, dağıtım ve kârın şirket değerleri ile sermaye yapılarına etkisi, cari kâr tutarını tespit etmek amacıyla literatür taramasına yer verilecektir. Sonrasında önerilen kâr-zarar hesaplaması modeli ile, şirketlere yeni bir kâr dağıtım tablosu önerisi getirilecek ve değişen kâr-zarar tutarları üzerinden şirket değerlemeleri yeniden ele alınacaktır. Veri analizi yöntemi kullanılarak yapılacak uygulama çalışmasında, otomotiv sektöründe faaliyet gösteren ve “Borsa İstanbul” da işlem gören on adet firmanın sekiz yıl geriye dönük mali tabloları indirilmiş ve gerekli tüm analiz ve hesaplamalar yapılarak, çalışma somut olarak ortaya konulacaktır.

Çalışmanın İçeriği

Çalışma dört ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde uluslararası finansal raporlama standartları kapsamındaki mali tablolar anlatılarak, bu tablolardan alınan sonuçlar kısaca yorumlanacak ve TFRS kapsamında sermayenin korunması ile kârın doğru tespiti kavramları tartışılarak, şirketlerde sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve sermaye maliyetine kuramsal yaklaşımlar literatürde anlatılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, değer – fiyat, şirket değeri, özsermaye değeri gibi kavramlar analiz edilerek, şirket değerlendirme ve değerlendirme yöntemleri detaylandırılmıştır.

Üçüncü bölümde ise, değere dayalı performans ölçütleri literatürel olarak anlatılmış, daha sonra “TFRS Kavramsal Çerçeve” de var olan sermayenin korunması ve devamlılığı kavramı daha da genişletilerek, dönem kâr-zarar tutarının cari değerini hesaplayabilmek adına bir öneri sunulmuştur. Sunulan bu öneri ile değişen dönem kârları üzerinden hem VUK’ a hem de TFRS’ ye uygun şirketlere yeni bir kâr dağıtım tablosu önerilmiş ve muhasebe kayıtları yapılmıştır.

Son olarak dördüncü bölüm uygulamaya ayrılmıştır. Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da işlem gören on adet şirketin, sekiz yıl geriye dönük mali tabloları üzerinden, şirketlerin sekiz yıl geriye dönük dönem kârları hesaplanarak, yine sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tabloları hazırlanmış ve son yılın kâr dağıtımı ile ilgili tüm muhasebe kayıtları yapılmıştır. Daha sonra hesaplanan dönem kâr-zarar tutarları üzerinden, şirketlerin, tüm yıllar için özkaynaklarında meydana gelen değişimler, özsermaye çarpanlarındaki farklılıklar, özkaynak kârlılıklarındaki yüzdesel dalgalanmalar, yeni firma değerleri ve FAVÖK marjları hesaplanarak şirketlerde 8 yıllık performans değerlemesi yapılmıştır.

BÖLÜM 1: ULUSLARARASI FİNANSAL RAPORLAMA STANDARTLAR VE ŞİRKETLERİN SERMAYE YAPILARININ ANALİZİ

1.1. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) Kapsamında Mali Tablolar

Vergi Usul Kanunu ile benzeri kanun ve yönetmelikler kapsamında hareket eden günümüz finansal muhasebe sisteminin nihai amacı, işletme ilgililerine bilgi sunmak amacıyla, mali tabloları çıkarmaktır. Çıkarılan bu mali tablolar ile şirketler denetlenmekte, yönlendirilmekte ve yönetilmektedir. Önceki yıllarda ülkemizde temel mali tablo denildiğinde sadece bilanço ve gelir tablosu anlaşılırken; ülkemizin “Uluslararası Finansal Raporlama Standartları” nı kabul etmesine paralel olarak standartlarda öngörüldüğü şekliyle, temel ya da genel amaçlı mali tabloların sayısı, Nakit Akış Tablosu ve Özkaynak Değişim Tablosunun eklenmesiyle dörde çıkmıştır. Bununla birlikte geleneksel olarak kullanılan, “Temel ve Ek Mali Tablolar “ ayrımı yerini “ Genel Amaçlı ve Özel Amaçlı Mali Tablolar “ ayrımına bırakmıştır (Karabınar 2007: 9).

TMS’ ye göre finansal tablolarını hazırlayanlar muhasebe, defter ve kayıtları ile TMS’ ye göre hazırlanmış finansal tablolar arasındaki ilişkiyi kurmak, bir sonraki yıl finansal tablolarının sağlıklı bir şekilde hazırlanmasını sağlamak ve TMS’ ye göre hazırlayacakları finansal tablolara ulaşmak için yapacakları kayıtları göstermek üzere, ilgili kanun çerçevesinde, varsa gerekli düzeltme işlemlerini ticari defterlerinden ayrı bir şekilde kaydedip saklarlar ve gerektiğinde ibraz ederler. Tâbi oldukları mevzuat uyarınca bu amacı karşılamak üzere bir defter tutulması da bu kapsamda değerlendirilir (TFRS, Kavramsal Çerçeve, 2016: 2).

Genel amaçlı mali tablolar, işletmeden işletmeye fark eden, işletmelere özel olan bilgi ihtiyaçlarını karşılamak için hazırlanmayan daha çok işletme dışı ilgililere sunulmak için hazırlanan finansal tablolardır. İşletme dışı ilgilileri, yatırımcılar, bankalar, kredi sağlayanlar, dış denetçiler ve devlet olarak sıralayabiliriz. Özel amaçlı mali tablolar ise daha çok ilgili işletmenin içinde yönetsel faaliyetlerinde kullanılmak üzere oluşturulur. Bir başka ifadeyle, özel amaçlı finansal tablolar bir nevi işletme içi ilgililere bilgi sunmak için hazırlanır. İşletme içi ilgilileri ise, yöneticiler, işletme ortakları, çalışanlar ve iç denetçiler olarak sıralayabiliriz.

1.1.1. Finansal Durum Tablosu (Bilanço)

Bilanço, bir işletmenin belli bir tarihte (belli bir anda) sahip olduğu varlıkları ile bu varlıkların hangi kaynaklardan sağlandığını net olarak gösteren mali tablodur. Bu tanımda ki varlıkların geldiği kaynaklar kavramı; bu varlıkları işletmenin kendi parasıyla mı yoksa borçlanarak mı aldığıdır. Daha da öz bir ifadeyle bilanço hazırlandığı an itibariyle işletmenin finansal ya da mali durumunu gösteren mali tablodur. Bilanço hazırlandığı anın ne bir dakika öncesini ne bir dakika sonrasını ne de bir dönemin finansal durumunu yansıtmaz. Bir analogiden hareketle, bilanço işletmenin hazırlandığı an itibariyle çekilmiş fotoğrafı gibidir. Tıpkı fotoğraf karesinde olduğu gibi deklanşöre basıldığı anda karede ne varsa, bilanço da hazırlandığı an itibariyle işletmenin finansal durumunu yansıtır.

Muhasebenin temel kavramlarından “Kişilik Kavramı” gereği işletmenin bilançosunun aktif tarafında yer alan varlıkların sahibi işletme değil; bilançonun pasif tarafı olması ilkesinden hareketle; bilançoda aktif tarafına işletmenin an itibariyle sahip olunan mevcutlar ve alacaklar; pasif tarafına ise aktifte var olan bu varlıkların sağlandığı kaynaklar yani işletmenin borçları ve kendine ait kaynakları yazılır. Buradan hareketle; Bilançonun aktif tarafını; dönen ve duran varlıklar; pasif tarafına ise kısa vadeli yükümlülükler, uzun vadeli yükümlülükler ve özkaynaklar olmak üzere toplamda beş ana hesap grubu yerleştirilir. Bu ayırım varlıkların vade yapısına göre yapılmaktadır. Burada gözden kaçırılmaması gereken nokta; bilanço belli bir düzene göre oluşturulmaktadır. Bilançoya yukarıdan aşağı doğru bakılınca, dikkat edilirse; bilançonun aktif tarafı paraya dönüşme çabukluğuna göre yani likidite hızına göre; pasif tarafı ise ödeme çabukluğuna göre sıralanmaktadır.

Finansal durum tablosu, bilanço ilkeleri dikkate alınarak düzenlenir. Bilanço ilkelerinde amaç; sermaye koyan veya sonradan kendilerine ait kârı işletmede bırakan ortak ve ortaklar ile alacaklıların işletmeye sağladıkları kaynaklar ve bunlarla elde edilen varlıkların muhasebe kayıt, hesap ve mali tablolarında anlamlı bir şekilde tespit edilmesi ve gösterilmesi yoluyla, belli bir tarihte işletmenin mali durumunun açıkça ve ilgililer için gerçeğe uygun olarak yansıtılmasıdır (Lazol ve Çabuk, 2009: 7). Bilançoda sıralanan varlıklar, geçmişte meydana gelen olaylar sonucunda ortaya çıkan ve hâlihazırda işletmenin kontrolünde olup gelecekte işletmeye ekonomik fayda sağlaması beklenen değer-

lerdir. Yukarıda yer verilen tanım varlıkların temel özelliklerini belirtmekte, bunların finansal durum tablosunda yer verilebilmesi için karşılımları gereken temel kriterleri belirlememektedir. Bu nedenle, varlık tanımı, finansal tablolara yansıtma kriterlerini taşımadığı için bilançoda yer verilemeyen varlıkları da kapsamaktadır. Varlık tanımını karşılayan bir kalem, ancak aşağıdaki kriterleri sağlaması halinde finansal durum tablosunda gösterilebilmektedir (TMS 1, 2016: 64-66-68):

- a. İlgili kaleme ilişkin gelecekteki ekonomik yararların işletmeye akışının olası olması ve
- b. Maliyetinin veya değerinin güvenilir olarak ölçülebilmesi.

Varlıklar dönen ve duran varlıklar olarak sınıflandırılmakla beraber, aşağıdaki özelliklerden herhangi birini taşıyan varlıklar ancak dönen varlık olarak sınıflandırılabilir (Özerhan ve Yanık, 2012: 44) :

- a. Varlığın; işletmenin normal faaliyet döngüsü içinde paraya çevrilmesinin, satılmasının veya tüketilmesinin beklenmesi (TMS 1, 2016: 66-68),
- b. Esas olarak alım – satım (ticari) amaçlı olarak elde tutulması (TMS 1, 2016: 66-68),
- c. Varlığın, raporlama tarihinden (bilânço tarihinden) sonra on iki ay içinde paraya çevrilmesinin beklenmesi veya (TMS 1, 2016: 66-68),
- d. Nakit veya nakit benzeri varlık olması (raporlama döneminden sonraki on iki ay içinde varlığın takas veya bir borcun yerine getirilmesi için kullanılması konusunda bir kısıtlama altında olmadığı durumlarda (TMS 1, 2016: 66-68),

Yukarıdaki özellikleri taşımayan diğer tüm varlıklar ilgili kalemleri itibarıyla duran varlık olarak sınıflandırılmakta ve TMS’ nin uygulamasında “duran” terimi uzun vadeli maddi, maddi olmayan ve finansal varlıklar için kullanılır. İşletmenin faaliyet döngüsü, işleme tabi tutulmak üzere tedarik edilen varlıkların nakit veya nakit benzeri bir unsura çevrilmesi arasında geçen süredir. Eğer işletmenin normal faaliyet dönemi açıkça belirlenemiyorsa, süresi on iki ay olarak varsayılır. Dönen varlıklar raporlama döneminden (bilanço tarihinden) sonraki on iki ay içinde paraya dönüşmeleri beklenmiyor olsa bile, normal faaliyet dönemi içinde satılan, tüketilen ve paraya çevrilen varlıkları (örneğin, stoklar ve ticari alacaklar gibi) içerir. Dönen varlıklar ayrıca, esas itibarıyla alım satım amaçlı elde tutulan varlıkları (örneğin alım satım amaçlı varlıklar tanımına uyan finan-

sal varlıkları) ve uzun vadeli finansal varlıkların kısa vadeli kısımlarını içerir (TMS 1, 2016: 66-68).

Yükümlülükler, geçmişte meydana gelen olaylardan kaynaklanan ve ödenmesi/ifası durumunda, ekonomik fayda içeren değerlerin işletmeden çıkışına neden olacak olan mevcut zorunluluklardır. Bu tanım, yükümlülüklerin temel özelliklerini belirtmekte, bunların finansal durum tablosunda yer verilebilmesi için karşılamaları gereken temel kriterleri belirlememektedir. Bu nedenle, yükümlülük tanımı, finansal tablolara yansıtma kriterlerini taşımadığı için bilançoda yer verilemeyen yükümlülükleri de kapsamaktadır. Yükümlülük tanımını karşılayan bir kalem ancak aşağıdaki kriterleri sağlaması halinde Finansal Durum Tablosunda gösterilebilmektedir (TMS 1, 2016: 69-76):

- a. İlgili kaleme ilişkin gelecekteki ekonomik yararların işletmeden çıkışının olası olması ve
- b. Maliyetinin veya değerinin güvenilir olarak ölçülebilmesi.

TMS 1'in 69-76. paragrafları çerçevesinde, aşağıdaki özelliklerden herhangi birini taşıyan yükümlülükler, kısa vadeli olarak sınıflandırılır(TMS 1, 2016: 69-76)::

- a. Normal faaliyet döngüsü içinde ödenmesinin beklenmesi;
- b. Öncelikle ticari amaçla elde tutulması;
- c. Raporlama döneminden (bilanço tarihinden) sonra on iki ay içinde ödenecek olması veya
- d. İşletmenin yükümlülüğün ödenmesini, raporlama döneminin (bilanço tarihinin) sonundan itibaren en az on iki ay süreyle erteleyebilmesine yönelik koşulsuz bir hakkının bulunmaması. Yükümlülüğün, karşı tarafın seçimine bağlı olarak öz-kaynağa dayalı finansal araç ihraç edilmesi suretiyle ödenmesine yönelik hükümler, sınıflandırılmasını etkilemez.

İşletme, diğer bütün yükümlülüklerini uzun vadeli olarak sınıflandırır.

Özkaynaklar ise, işletmeye ait tüm yükümlülüklerin işletme varlıklarından indirilmesi durumunda geriye kalan varlıklar üzerindeki paylardır (TMS 1, 2016: 79).

Yukarıda hesap açıklamalarına değinilen bilanço tablo halinde aşağıda yer almaktadır:

Tablo 1
Finansal Durum Tablosu (Bilanço)

... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI) BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) FİNANSAL DURUM TABLOSU (BİLANÇO)

	Dipnot Referans	Dönem 20..	Dönem 20..
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR			
- Nakit ve Nakit Benzerleri			
- Finansal Yatırımlar			
- Ticari Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar			
- Diğer Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar			
- Stoklar			
- Peşin Ödenmiş Giderler			
- Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar			
- Diğer Dönen Varlıklar			
ARA TOPLAM			
- Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar			
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR			
DURAN VARLIKLAR			
- Ticari Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar			
- Diğer Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar			
- Finansal Yatırımlar			
- Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar			
- Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			
- Maddi Duran Varlıklar			
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar			
- Şerefiye			
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar			
- Peşin Ödenmiş Giderler			
- Ertelemiş Vergi Varlığı			
- Diğer Duran Varlıklar			
TOPLAM DURAN VARLIKLAR			
TOPLAM VARLIKLAR			

..... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI) BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) FİNANSAL DURUM TABLOSU (BİLANÇO)
(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir)

	Dipnot Referans	Dönem 20..	Dönem 20..
KAYNAKLAR Kısa Vadeli Yükümlülükler - Kısa Vadeli Borçlanmalar - Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları - Diğer Finansal Yükümlülükler - Ticari Borçlar - İlişkili Taraflara Ticari Borçlar - İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar - Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar - Diğer Borçlar - İlişkili Taraflara Diğer Borçlar - İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar - Ertelenmiş Gelirler - Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü - Kısa Vadeli Karşılıklar - Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Kısa Vad. Karşılık - Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar - Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler ARA TOPLAM - Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler			
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Uzun Vadeli Yükümlülükler - Uzun Vadeli Borçlanmalar - Diğer Finansal Yükümlülükler - Ticari Borçlar - İlişkili Taraflara Ticari Borçlar - İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar - Diğer Borçlar - İlişkili Taraflara Diğer Borçlar - İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar - Ertelenmiş Gelirler - Uzun Vadeli Karşılıklar - Çalışanlara Sağ. Faydalar İlişkin Uzun Vad. Karşılık - Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar - Cari Dönem Vergisiyle İlgili Borçlar - Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü - Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler			
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			

..... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI) BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) FİNANSAL DURUM TABLOSU (BİLANÇO)
(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir)

ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
- Ödenmiş Sermaye			
- Geri Alınmış Paylar (-)			
- Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)			
- Paylara İlişkin Primler			
- Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Bir. Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
- Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Bir. Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
- Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler			
- Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları			
- Dönem Net Kârı/Zararı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar			
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR			
TOPLAM KAYNAKLAR			

Kaynak: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, www.kgk.gov.tr

1.1.2. Kâr – Zarar Tablosu (Faaliyet Durum Tablosu)

Günümüz muhasebe sisteminde çift taraflı kayıt yönteminin aksine tek yönlü hazırlanan tek tablo olan gelir tablosu, genel itibariyle; işletmenin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirleri ve bu gelirleri elde edebilmek adına katlandığı tüm giderleri belli bir düzen ve sıralama içinde gösteren ve bunların sonucunda da ilgili dönemin net kar veya zararını hesaplayan mali tablodur.

Gelirler, özkaynak yatırımcılarının katkılarıyla ilişkili olanlar hariç olmak üzere, işletmeye giren varlıklar veya işletmeye ait varlıkların değerlerinde meydana gelen artışlar ya da yükümlülüklerde oluşan azalışlar nedeniyle işletme özkaynaklarının artmasına sebep olan ve raporlama dönemi içerisinde gerçekleşen, ekonomik değerlerde yaşanan artışlar olarak tanımlanır. Giderler ise, özkaynak yatırımcılarına yapılan dağıtımlarla ilişkili olanlar hariç olmak üzere, işletmeden çıkan varlıklar veya işletmeye ait varlıkların değerlerinde meydana gelen azalışlar ya da yükümlülüklerde oluşan artışlar nedeniyle işletme özkaynaklarının azalmasına sebep olan ve raporlama dönemi içerisinde ger-

çekleşen, ekonomik değerlerde yaşanan azalışları ifade eder. Bu tanımlar gelir ve giderlerin temel özelliklerini belirtmekte, bunların kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda yer alabilmesi için karşılımları gereken temel kriterleri belirlememektedir. Bu nedenle, gelir ve gider tanımı, finansal tablolara yansıtma kriterlerini taşımadığı için kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda yer verilemeyen gelir ve giderleri de kapsamaktadır. Dolayısıyla gelir ve gider tanımına giren kalemlerden ancak aşağıdaki kriterleri karşılayanların kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda gösterimi mümkündür (www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2015/TMS/TMS1.pdf):

- a. İlgili kaleme ilişkin gelecekteki ekonomik yararların işletmeye akışının veya işletmeden çıkışının olası olması ve
- b. Maliyetinin veya değerinin güvenilir olarak ölçülebilmesi.

Bir gelir kaleminin kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna yansıtılabilmesi, güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi şartıyla, varlıklarda meydana gelen bir artış veya yükümlülüklerde meydana gelen bir azalış nedeniyle gelecekte elde edilmesi olası ekonomik faydalarda bir artışın oluşmasına bağlıdır. Benzer şekilde bir gider kaleminin kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna yansıtılabilmesi, güvenilir bir şekilde ölçülebilmesi şartıyla, varlıklarda meydana gelen bir azalışa veya yükümlülüklerde meydana gelen bir artış nedeniyle gelecekte elde edilmesi olası ekonomik faydalarda bir azalışın oluşmasına bağlıdır. Dolayısıyla, gelirlerin kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna yansıtılması, varlık artışının veya yükümlülüklerde meydana gelen bir azalışın finansal durum tablosuna yansıtılmasıyla, giderlerin kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna yansıtılması ise varlık azalışının veya yükümlülüklerde meydana gelen bir artışın finansal durum tablosuna yansıtılmasıyla eş zamanlı olarak gerçekleşmektedir (TMS 1, 2016: 81-94).

Gelir tablosunun çeşitli bölümlere ayrıştırılarak hazırlanmasının ana nedeni gerek işletme içi gerek işletme dışı ilgililer açısından analizi kolaylaştırmaktır. Çünkü işletmeler üretim, pazarlama, muhasebe gibi çeşitli departmanlardan oluşmakta ve her bir departman gelir tablosunda ayrı bölümlerle ilgilenmektedir. Şöyle ki, işletme sahipleri, ortakları ve yatırımcılar vergi sonrası dönem net kârına bakarak işletmenin o dönem ne kadar kâr ettiği ile ilgilenirken, üretim müdürü brüt satış kârına, pazarlama müdürü faaliyet kârına bakarak kendi açılarından performanslarını değerlerler. Yukarıda hesap açıklamalarına değinilen kâr-zarar tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 2

Kâr veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu

..... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI) BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) KÂR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI
GELİR TABLOSU

	Cari Dönem Dönem
KÂR VEYA ZARAR KISMI		
Hasılat		
Satışların Maliyeti (-)		
Brüt Kâr/Zarar		
Genel Yönetim Giderleri (-)		
Pazarlama Giderleri (-)		
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)		
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler		
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)		
Esas Faaliyet Kârı/Zararı		
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kârlarından/Zararlarından Paylar		
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI		
Finansman Giderleri (-)		
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI		
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri		
- Dönem Vergi Gideri/Geliri		
- Ertelemiş Vergi Gideri/Geliri		
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI		
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI		
DÖNEM KÂRI/ZARARI		
Dönem Kâr/Zararının Dağılımı		
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		
Ana Ortaklık Payları		
Pay Başına Kazanç		
- Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç		
- Durdurulan Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç		
Sulandırılmış Pay Başına Kazanç		
- Sürdürülen Faaliyetlerden Sulandırılmış Pay Başına Kazanç		
- Durdurulan Faaliyetlerden Sulandırılmış Pay Başına Kazanç		

**.....ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI) BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) KÂR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI
GELİR TABLOSU**

	Cari Dönem Dönem
<p><u>DİĞER KAPSAMLI GELİR KISMI</u></p> <p><u>Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları- Maddi Olmayan Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları- Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Diğer Kapsamlı Gelirinden Kâr/Zararda Sınıflandırılmayacak Payları- Diğer Kâr veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelir Unsurları- Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergileri- Dönem Vergi Gideri/Geliri- Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri <p><u>Kâr veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacaklar</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Yabancı Para Çevirim Farkları- Satılmaya Hazır Finansal Varlıkların Yeniden Değerleme ve/veya Sınıflandırma Kazançları/Kayıpları- Nakit Akış Riskinden Korunma Kazançları/Kayıpları- Yurtdışındaki İşletmeye İlişkin Yatırım Riskinden Korunma Kazançları/Kayıpları- Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Diğer Kapsamlı Gelirinden Kâr/Zararda Sınıflandırılacak Paylar- Diğer Kâr veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelir Unsurları- Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Kapsamlı Gelire İlişkin Vergileri- Dönem Vergi Gideri/Geliri- Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri <p><u>DİĞER KAPSAMLI GELİR</u></p> <p><u>TOPLAM KAPSAMLI GELİR</u></p> <p><u>Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı</u></p> <p>Kontrol Gücü Olmayan Paylar Ana Ortaklık Payları</p>		

Kaynak: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, www.kgk.gov.tr

1.1.3. Özkaynaklar Değişim Tablosu

Özkaynaklar değişim tablosu, ilgili dönemde özkaynak kalemlerinde meydana gelen artış ve azalışları gösteren tablodur. Daha kapsamlı bakacak olursak, özkaynaklar değişim tablosu, özkaynakta meydana gelen ve dönem başı ile dönem sonu arasında ortakların ortaklık sıfatı ile yaptıkları, ilgili dönemdeki net varlıklarda meydana gelen artış ve azalışları yansıtan işlemlerden kaynaklanan tüm değişiklikleri yansıtır. Bu tablo işletmelerin bilançoları ile gelir tabloları arasında bir bağlantı sağlar. Özkaynaklar değişim tablosu, kullanıcılarına, her bir özkaynak kaleminin dönem başındaki ve dönem sonundaki defter değerlerinin birbirleriyle mutabakatını, muhasebe politikalarının geriye dönük uygulamasının etkilerini ve önceki dönem hatalarının geriye dönük düzeltilmesinin etkileri hakkında bilgiler sunar. Ayrıca, konsolide özkaynak değişim tablosu, ana ortaklığın pay sahiplerine isabet eden özkaynak tutarının payı ile kontrol gücü olmayan paylara isabet eden özkaynak tutarının payı ve bu tür paylarda meydana gelen değişiklikler hakkında bilgiler sağlar (Lazol ve Çabuk, 2009: 64).

Özkaynak değişim tablosu aşağıdaki bilgileri kapsar (TMS 1, 2016: 10):

- a. Ana ortaklığın sahiplerine ve kontrol gücü olmayan paylarına (azınlık paylarına) ilişkin toplam tutarları ayrı olarak gösteren, döneme ilişkin toplam kapsamlı gelir;
- b. Her bir özkaynak bileşeni için, TMS 8'e göre muhasebeleştirilen, geçmişe yönelik uygulama veya geçmişe yönelik düzeltmelerin etkileri ve
- c. Her bir özkaynak bileşeni için aşağıdakilerden kaynaklanan değişiklikleri ayrı olarak gösteren, dönem başındaki ve sonundaki defter değeri arasındaki mutabakat:
 - Kâr ya da zarar;
 - Diğer kapsamlı gelir ve
 - Ortaklar tarafından yapılan katkıları ve ortaklara yapılan dağıtımları ayrı olarak gösteren ortaklarla bunların ortak olmaları nedeniyle ortaya çıkan işlemler ve kontrolün kaybedilmesiyle sonuçlanmayan bağlı ortaklıktaki ortaklık paylarındaki değişimlerdir.

Özkaynağın her bir unsuru için, her kaleme ilişkin diğer kapsamlı gelir analizi özkaynak değişim tablosunda ya da dipnotlarda sunulacaktır. İşletme, özkaynak değişim tablosunda veya dipnotlarda dönem içinde ortaklara dağıtılmak üzere muhasebeleştirilen temettü tutarını ve hisse başına düşen tutarı açıklar. Yukarıda, özkaynağın bölümleri, örneğin, ödenmiş sermayenin her sınıfını, diğer kapsamlı gelirin her sınıfının birikmiş bakiyesini ve dağıtılmamış karları kapsar. İşletmenin raporlama dönemi başı ve sonu arasında özkaynaklarında meydana gelen değişiklikler, dönem içinde net varlıklarındaki artış veya azalışları yansıtır. Ortaklarla bunların ortak olmaları nedeniyle ortaya çıkan işlemler(örneğin, sermaye katkıları, işletmenin özkaynak araçlarının yeniden edinimi ve temettüler gibi) ve bu işlemlerle doğrudan ilgili giderler dışında, özkaynaklarda dönem içerisinde meydana gelen değişikliğin tümü, söz konusu dönem içinde işletme faaliyetlerinin yarattığı, kar ve zararları da içeren, tüm gelir ve giderleri gösterir. TMS 8, diğer TFRS' lerin geçiş hükümleri aksini gerektirmedikçe, mümkün olduğu ölçüde, muhasebe politikalarındaki değişiklikleri yansıtmak için geriye yönelik düzeltmeler yapılmasını gerektirir.

Ayrıca, TMS 8 mümkün olduğu ölçüde, hataları düzeltmek için geriye dönük olarak yeniden düzeltmeler yapılmasını gerektirir. Geriye dönük düzeltmeler ve yeniden düzeltmeler özkaynakta meydana gelen değişiklikler değildir ancak bir TFRS' nin özkaynağın başka bir bileşeninde geriye yönelik olarak düzeltme yapmasını gerektirdiği durum haricinde, dağıtılmamış karların açılış bakiyesidir. Muhasebe politikalarında meydana gelen değişiklikleri, hataların düzeltilmesinden ayrı olarak, özkaynağın her bir bileşeninde yapılan düzeltmeler olarak özkaynak değişim tablosunda açıklanmasını gerektirir. Bu düzeltmeler önceki her bir dönem için ve dönemin başlangıcı için yapılır (TMS1,2016:106-107-108-109-110). Özkaynaklar değişim tablosu örneği aşağıda yer almaktadır(www.resmigazete.gov.tr/eskiler/20130520-7-1.docx).

Tablo 3
Özkaynak Değişim Tablosu

... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI)
BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ (GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TABLOSU
(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir)

					Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler			Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler			Birikmiş Kârlar					
	Ödenmiş Sermaye	Geri Alınmış Paylar	Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	Paylara İlişkin Primler	1	2	3	4	5	6	Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	Net Dönem Kârı Zararı	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar Toplamı	Kontrol Gücü Olmayan Paylar	Özkaynaklar Toplamı

ÖNCEKİ DÖNEM

... itibarıyla bakiyeler (Dönem Başı)

Muhasebe Politikalarındaki Değişikliklere İlişkin Düzeltmeler

Hatalara İlişkin Düzeltmeler

Transferler

Toplam Kapsamlı Gelir

Sermaye Artırımı

Temettüleri

Payların Geri Alım İşlemleri Nedeniyle Meydana Gelen Artış (Azalış)

Pay Bazlı İşlemler Nedeniyle Meydana Gelen Artış

Bağlı Ortaklıklarda Kontrol Kaybı İle Sonuçlanmayan Pay Oranı Değişikliklerine Bağlı Artış (Azalış)

Kontrol Gücü Olmayan Pay Sahipleri İle Yapılan İşlemler

Diğer Değişiklikler Nedeniyle Artış (Azalış)

... itibarıyla bakiyeler (Dönem Sonu)

Tablo 3
Özkaynak Değişim Tablosu

... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI)
BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ (GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TABLOSU
(Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir)

					Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler			Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler			Birikmiş Kârlar					
	Ödenmiş Sermaye	Geri Alınmış Paylar	Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi	Paylara İlişkin Primler	1	2	3	4	5	6	Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	Geçmiş Yıllar Kâr/Zararları	Net Dönem Kârı Zararı	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar Toplamı	Kontrol Gücü Olmayan Paylar	Özkaynaklar Toplamı

CARİ DÖNEM

... itibarıyla bakiyeler (Dönem Başı)

Muhasebe Politikalarındaki Değişikliklere İlişkin Düzeltmeler

Hatalara İlişkin Düzeltmeler

Transferler

Toplam Kapsamlı Gelir

Sermaye Artırımı

Temettüler

Payların Geri Alım İşlemleri Nedeniyle Meydana Gelen Artış (Azalış)

Pay Bazlı İşlemler Nedeniyle Meydana Gelen Artış

Bağlı Ortaklıklarda Kontrol Kaybı İle Sonuçlanmayan Pay Oranı Değişikliklerine Bağlı Artış (azalış)

Kontrol Gücü Olmayan Pay Sahipleri İle Yapılan İşlemler

Diğer Değişiklikler Nedeniyle Artış (Azalış)

... itibarıyla bakiyeler (Dönem Sonu)

1.1.4. Nakit Akış Tablosu

Gerek yöneticilerin, gerek yatırımcıların ve gerekse kreditorlerin işletme ile ilgili alacağı ekonomik kararlar; işletmenin nakit ve nakit benzeri yaratma yeteneğinin ve söz konusu nakit ve nakit benzerlerinin yaratılma zamanlamasının ve kesinliğinin değerlendirilmesini gerektirmektedir.

Türkiye muhasebe standartları kapsamında bilanço ve gelir tablosu gibi her dönem kullanıcılarına sunulmak üzere hazırlanan ve ana mali tablolardan biri olan nakit akış tablosu, diğer finansal tablolarla kullanıldığı zaman, okuyucuların işletmenin net aktiflerindeki değişimi, finansal yapısını (likidite ve borç ödeme gücü dahil) ve nakit akışlarının tutar ve zamanlamasını değişen koşullara ve fırsatlara uyum sağlamak amacıyla etkileme yeteneğini değerlendirebilmesi için gerekli bilgiyi sağlar. Nakit akışı bilgisi işletmenin nakit ve nakit benzeri yaratma yeteneğinin değerlendirilmesi ve kullanıcıların gelecekteki nakit akışlarını ölçmek ve başka işletmelerle karşılaştırmak için modeller geliştirmesini sağlar. Ayrıca İşletmeler arasındaki aynı işlem ve olaylar için farklı muhasebe uygulamalarının etkilerini elimine ederek farklı işletmelerin performans raporlamalarının karşılaştırılabilirliğine olanak verir. Tarihi nakit akış bilgisi; gelecekteki nakit akışlarının tutarı, zamanlaması ve kesinliğinin göstergesi olarak kullanılır. Ayrıca, bu bilgiler, gelecek nakit akışlarına ilişkin geçmişte yapılan değerlendirmelerin doğruluğunun kontrol edilmesi ve karlılık, net nakit akışları ve fiyat değişiminin etkileri arasındaki ilişkinin değerlendirilmesinde de kullanılır (TMS 1, 2016: 4-5).

Muhasebede belgeli ticari işlemler nakden tahsil edildiği veya ödendiğine bakılmaksızın, doğduğu anda veya gerçekleştiği anda kayıt altına alınır. Muhasebenin dönemsellik ilkesi gereği giderler doğduğu anda, gelirler ise gerçekleştiği anda kayıt edilir. Tüm bu işlemlerin nakden tahsili ya da ödemesi başka bir tarihte veya dönemlerde gerçekleşebilir. İşte nakit akış tablosu, tahakkuk esasına göre düzenlenen gelir tablosunda raporlanan dönem karının, bilançoda sunulan hazır değerlere veya nakit benzerlerine neden eşit olmadığını açıklayan bir tablodur. Nakit akış tabloları üç ana başlık altında hazırlanır. Bunlar; işletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları, yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları ve finansman faaliyetinden kaynaklanan nakit akışlarıdır. Bu sınıflandırmada geçen tanımlamalar (TMS 7, 2016: 6):

- Nakit: İşletmedeki nakit ile vadesiz mevduatı,
- Nakit Benzeri: Tutarı belirli bir nakde kolayca çevrilebilen kısa vadeli ve yüksek likiditeye sahip ve değerindeki değişim riski önemsiz olan yatırımları,
- Nakit Akışları: Nakit ve nakit benzerlerinin giriş ve çıkışlarını,
- İşletme Faaliyetleri: Bir işletmenin ana gelir getirici faaliyetleri ile yatırım ve finansman faaliyeti olmayan diğer faaliyetleri,
- Yatırım Faaliyetleri: Uzun vadeli varlıkların ve nakit benzerleri içerisinde yer almayan diğer yatırımların elde edilmesi ve elden çıkarılmasına ilişkin faaliyetleri,
- Finansman Faaliyetleri: Özkaynaklar (Özsermaye) ile yabancı kaynakların (borçlanmaların) yapısında ve tutarında değişiklik meydana getiren faaliyetleri, ifade eder.

Nakit akış tablosunda, döneme ilişkin nakit akışları işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerine dayalı bir biçimde sınıflandırılarak raporlanır. Bir işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerinden olan nakit akışlarını iş sahasına en uygun şekilde gösterir. Faaliyet bazında sınıflama, kullanıcılara, bu faaliyetlerin işletmenin finansal durumuna ve nakit ve nakit benzerlerine olan etkisine ilişkin bilgi sağlar. Bu bilgi ayrıca, faaliyetler arasındaki ilişkilerin değerlendirilmesi için de kullanılabilir. Tek bir işlem, farklı şekilde sınıflandırılan nakit akışları içerebilir. Örneğin, bir kredi geri ödemesi hem faiz hem de anapara ödemesini içerir, faiz işletme faaliyeti olarak sınıflanırken anapara finansman faaliyeti olarak sınıflanır (TMS 7, 2016: 10-11-12).

Yukarıda hesap açıklamalarına değinilen nakit akış tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 4

Nakit Akış Tablosu

..... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI) BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(GEÇMEMİŞ)TARİHLİ (KONSOLİDE) NAKİT AKIŞ TABLOSU

	Cari Dön	... Dönem
<u>A. İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları</u>		
İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit girişi sınıfları		
Satılan mallardan ve hizmetlerden elde edilen nakit girişleri		
Faiz, ücret, prim, komisyon ve diğer gelirlerden nakit girişleri		
Alım satım amaçlı elde bulundurulmuş sözleşmeler ile ilgili nakit girişleri		
İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan diğer nakit girişleri		
İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit çıkışı sınıfları		
Mal ve hizmetler için tedarikçilere yapılan ödemeler		
Faiz, ücret, prim, komisyon ve diğer gelirlerden nakit çıkışları		
Alım satım amaçlı elde bulundurulmuş sözleşmelerle ilgili nakit çıkışları		
Çalışanlara ve çalışanlar adına yapılan ödemelerden kaynaklanan nakit çıkışları		
İşletme faaliyetlerinden kaynaklanan diğer nakit çıkışları		
Faaliyetlerden kaynaklanan net nakit akışları		
Ödenen temettüleri		
Alınan temettüleri		
Ödenen faiz		
Alınan faiz		
Vergi ödemeleri (iadeleri)		
Diğer nakit girişleri (çıkışları)		
<u>B. Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları</u>		
Bağlı ortaklıkların kontrolünün kaybı sonucunu doğuracak satışlara ilişkin nakit girişleri		
Bağlı ortaklıkların kontrolünün elde edilmesine yönelik alışlara ilişkin nakit çıkışları		
Başka işletmelerin veya fonların paylarının veya borçlanma araçlarının satılması sonucu elde edilen nakit girişleri		
Başka işletmelerin veya fonların paylarının veya borçlanma araçlarının edinimi için yapılan nakit çıkışları		
Maddi ve maddi olmayan duran varlıkların satışından kaynaklanan nakit girişleri		
Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımından kaynaklanan nakit çıkışları		
Diğer uzun vadeli varlıkların satışından kaynaklanan nakit girişleri		
Diğer uzun vadeli varlık alımlarından nakit çıkışları		
Verilen nakit avans ve borçlar		
Verilen nakit avans ve borçlardan geri ödemeler		
Türev araçlardan nakit çıkışları		
Türev araçlardan nakit girişleri		
Devlet teşviklerinden elde edilen nakit girişleri		
Alınan temettüleri		
Ödenen faiz		
Alınan faiz		
Vergi ödemeleri (iadeleri)		
Diğer nakit girişleri (çıkışları)		

..... ŞİRKETİ (VE BAĞLI ORTAKLIKLARI) BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ
(GEÇMEMİŞ) ... TARİHLİ (KONSOLİDE) NAKİT AKIŞ TABLOSU

<p><u>C. Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları</u></p> <p>Pay ve diğer özkaynağa dayalı araçların ihracından kaynaklanan nakit girişleri İşletmenin kendi paylarını ve diğer özkaynağa dayalı araçlarını almasıyla ilgili nakit çıkışları Borçlanmadan kaynaklanan nakit girişleri Borç ödemelerine ilişkin nakit çıkışları Finansal kiralama sözleşmelerinden kaynaklanan borç ödemelerine ilişkin nakit çıkışları Devlet teşviklerinden elde edilen nakit girişleri Ödenen temettüller* Ödenen faiz* Vergi ödemeleri (iadeler) Diğer nakit girişleri (çıkışları)</p> <p>Yabancı Para Çev. Farklarının Etkisinden Önce Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış (Azalış) (A+B+C)</p> <p>D. Yabancı Para Çevirim Farklarının Nakit ve Nakit Benzerleri Üzerindeki Etkisi</p> <p>Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış (Azalış) (A+B+C+D)</p> <p>E. Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri (A+B+C+D+E)</p>		
---	--	--

Not: TMS 7 Nakit Akış Tabloları Standardının 31 inci paragrafı uyarınca Nakit Akış Tablosunda, faiz ve temettülere ilişkin nakit giriş ve çıkışları ayrı ayrı açıklanır. Bu kalemlerin her biri dönemler arasında tutarlı bir şekilde işletme, yatırım veya finansman faaliyetleriyle ilgili oluşlarına göre sınıflandırılır.

Kaynak: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, www.kgk.gov.tr

1.1.5. Dipnotlar

Dipnotlar, TFRS' lerde öngörülen fakat finansal tabloların başka bir yerinde yer almayan bilgileri açıklar ve finansal tabloların başka bir yerinde yer almayan fakat bunların herhangi birinin anlaşılması için geçerli olan bilgiyi sağlar. Bir işletme dipnotları, mümkün olduğu ölçüde, sistematik bir biçimde sunar. İşletme sistematik sunuşu belirlerken, finansal tablolarının anlaşılabilirliği ve karşılaştırılabilirliği üzerindeki etkilerini dikkate alır. Finansal durum tablosu (bilanço), kapsamlı gelir tablosu, (eğer sunulmuşsa) bireysel gelir tablosu, özkaynak değişim tablosu ve nakit akış tablosundaki her kalem,

dipnotlarda verilen ilgili bilgiye atıfta bulunacaktır (TMS 1, 2016: 112-113). Yukarıda hesap açıklamalarına değinilen dipnotlar tablo halinde aşağıda yer almaktadır:

Tablo 5
Dipnotlar

Dipnot Adı	İlgili TMS/TFRS'ler
1. Şirketin Organizasyonu ve Faaliyet Konusu	TMS 1, TMS 10
2. Finansal Tabloların Sunumuna İlişkin Esaslar	
Sunuma İlişkin Temel Esaslar	TMS 1, 29, TFRS 1, 10, 11vb.
TMS' ye Uygunluk Beyanı	TMS 1
Muhasebe Politikalarında Değişiklikler	TMS 8
Muhasebe Tahminler Değişik. ve Hatalar	TMS 8
Önemli Muhasebe Politikalarının Özeti ilgili tüm	TMS / TFRS'ler
Ön. Muhasebe Değ., Tahmin ve Varsayım	TMS 1, TMS 8, vd.
3. İşletme Birleşmeleri	TFRS 3, vd.
4. Diğer İşletmelerdeki Paylar	TMS 28, TFRS 11, 12, vd.
5. Bölümlere Göre Raporlama	TFRS 8
6. İlişkili Taraf Açıklamaları	TMS 24
7. Ticari Alacak ve Borçlar	TMS32, 39, TFRS 7, TFRS9 vd.
8. Diğer Alacak ve Borçlar	TMS 32, 39, TFRS 7, TFRS9 vd.
9. Stoklar	TMS 2
10. Canlı Varlıklar	TMS 41, vd
11. Peşin Ödenmiş Giderler ve Ertelenmiş Gelirler	TMS 1, TMS 18 vd.
12. Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	TMS 40, 16, 17, 36, vd.
13. Maddi Duran Varlıklar	TMS 16,17,23,36, TFRS6, vd
14. Hizmet Çekme, Restoras. ve Çevre Rehabilitasyon Fon.	
Kay. Paylar Üz. Haklar	TFRS Yorum 5, vd.
15. Üyelerin Kooperatif İşletmesi Hisseleri vb. Fin. Araç	TFRS Yorum 2, vd.
16. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	TMS 38, 36, 17 TFRS 6, vd.
17. Şerefiye TFRS 3, TMS 36, vd.	
18. Maden Kaynaklarının Araştırılması ve Değer.	TFRS 6, TMS 16, TMS 38, vd.
19. Kiralama İşlemleri	TMS 17, TFRS Yorum 4, vd.
20. İmtiyazlı Hizmet Anlaşmalar	TFRS Yorum 12, vd.
21. Varlıklarda Değer Düşüklüğü	TMS 36, vd.
22. Devlet Teşvik ve Yardımları	TMS 20, vd.
23. Borçlanma Maliyetleri	TMS 23, vd.
24. Karşılıklar, Koşullu Varlık ve Borçlar	TMS 37,2,10,11,12,18,28 TFRS 6, 12vd
25. Taahhütler	TMS 16, 17, 31, 38, 40, TFRS 11, 12vd
26. Çalışanlara Sağlanan Faydalar	TMS 19, vd.

Tablo 5'in Devamı

27. Diğer Varlık ve Yükümlülükler	TMS 1, vd.
28. Sermaye, Yedek ve Diğ Öz. Kal.	TMS 1,21,28,29,32,39, TFRS 7,10,11,12 vd.
29. Hasılat	TMS 18, vd.
30. İnşaat Sözleşmeleri	TMS 11, vd.
31. Genel Yön. Gid. Pazarlama Gid.i, Ar-Ge Giderleri,	TMS 1, 16, 19, 36, 38, vd.
32. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler	TMS 18, TMS 1, vd.
33. Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler ve Giderler	TMS38, TMS40, vd.
34. Çeşit Esasına Göre Sınıflandırılmış Giderler	TMS 1
35. Finansman Giderleri	TMS 21, 23, 32, 39, TFRS7, (TFRS 9) vd.
36. Diğer Kapsamlı Gelir Unsurlarının Analizi	TMS 1 vd.
37. Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar ve Durdurulan Faal.	TFRS 5, vd.
38. Gelir Vergileri (Ertelenmiş Vergi Varlık ve Yükümlülükleri Dahil)	TMS 12
39. Pay Başına Kazanç	TMS 33
40. Pay Bazlı Ödemeler	TFRS 2, vd.
41. Sigorta Sözleşmeleri	TFRS 4, vd.
42. Kur Değişiminin Etkileri	TMS 21, vd.
43. Yüksek Enflasyonlu Ekonomide Raporlama	TMS 29, vd.
44. Finansal Araçlar	TMS 32, 39, TFRS 7, 9 vd.
45. Finansal Araçlardan Kaynaklanan Risklerin Niteliği ve Düzeyi	TMS 1, TFRS 7
46. Finansal Araçlar, Gerçeğe Uygun Değer Açıklamaları ve Finansal Riskten Korunma Muhasebesi Çerçevesindeki Açıklamalar	TFRS 7
47. Raporlama Döneminden Sonraki Olaylar	TMS 10
48. Finansal tabloların önemli ölçüde etkileyen ya da finansal tabloların açık, yorumlanabilir ve anlaşılabilir olması açısından açıklanması gereken diğer hususlar	TMS 1, TMS 8 vd.
49. TMS' ye İlk Geçiş	TFRS 1
50. Bireysel Finansal Tablolara İlişkin Açıklamalar	TMS 27, vd.
51. Nakit Akış Tablosuna İlişkin Açıklamalar	TMS 7, vd.
52. Özkaynaklar Değişim Tablosuna İlişkin Açıklamalar	TMS 1, vd.

Kaynak: Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, www.kgk.gov.tr

1.2. Sermaye Yapısı Kavramı İle TFRS Kapsamında Sermayenin Korunması

TMS gereğince işletme, işletmenin sermaye yönetimine ilişkin amaçlarının, politikalarının ve süreçlerinin finansal tablo kullanıcıları tarafından değerlendirilebilmesi amacıyla aşağıdaki gerekli bilgileri açıklar (TMS 1, 2016: 135).

- a. Sermaye yönetimine ilişkin amaçları, politikaları ve süreçlerine ilişkin, aşağıdakileri de içeren niteliksel bilgileri (TMS 1, 2016: 135):
 - Sermaye olarak neyi yönettiği;
 - İşletmenin, işletme dışı nedenlerden ötürü sermaye gereksinimine ihtiyaç duyması durumunda, söz konusu gerekliliğin niteliği ve sermaye yönetim sürecine nasıl dahil edildiği;
 - Sermaye yönetimi ile ilgili amaçların nasıl karşılandığı.
- b. Sermaye olarak neyi yönettiğine ilişkin rakamsal veri özeti. Bazı işletmeler birtakım finansal borçlarını (bazı sermaye benzeri borçlar türleri gibi) sermayenin bir parçası olarak değerlendirir. Diğer işletmeler ise, sermayeyi, özkaynağın bir kısım unsurlarını içermeyen bir kalem olarak görür (nakit akış riskinden korunmasından kaynaklanan unsurlar gibi (TMS 1, 2016: 135).
- c. (a) ve (b)'de bir önceki döneme göre meydana gelen değişiklikler (TMS 1, 2016: 135).
- d. Dönem içerisinde karşılaşılan, işletme dışı etkenlerden kaynaklanan sermaye ihtiyaçlarının karşılanıp karşılanmadığı (TMS 1, 2016: 135).
- e. İşletmenin, bu tür işletme dışından kaynaklanan sermaye gereksinimlerini karşılayamamış olduğu durumlarda, bunun sonuçları (TMS 1, 2016: 135).

Söz konusu açıklamalarda, işletme içerisinde kilit yönetici konumundaki personele sağlanan bilgiler esas alınır.

İşletme, sermayeyi farklı şekillerde yönetebilir veya farklı sermaye gereksinimleriyle karşılaşabilir. Örneğin, bir dizi farklı işletmeden oluşan büyük bir işletme, sigorta ve bankacılık alanlarında faaliyet gösteren işletmelerden oluşabilir ve söz konusu işletmeler farklı mevzuatlara tabi olarak faaliyet gösteriyor olabilir. Sermaye gereksinimleri ile sermayenin yönetim şeklinin toplu olarak gösterilmesinin yararlı bilgiler sağlamadığı veya finansal tablo kullanıcılarının işletmenin sermaye kaynakları hakkında yanlış izle-

nimler edinmelerine yol açtığı durumlarda, karşılaşılan her bir sermaye gereksinimine ilişkin bilgiler ayrı ayrı kamuoyuna açıklanır (TMS 1, 2016: 136).

Sermaye yapısı kavramı, şirketlerin toplam sermaye ihtiyaçlarının öz sermaye ve borç arasında oranını ifade etmekle beraber muhasebe-finansman literatüründe önem arz eden konuların başında gelmektedir. Finansal yapı ile sermaye yapısı bazı kaynaklarda aynı anlamda kullanılmasına rağmen, muhasebesel açıdan bu kavramlar farklılık arz etmektedirler. Zira finansal yapı kavramı, firmanın kullandığı kaynakların bir karması olup, finansal planlama ve uygulaması bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu, fon akım tablosu ve nakit bütçelerinde gelecek dönem veya dönemlerde işletmenin ihtiyaç duyabileceği fonların tutarını, süresini ve kullanım yerlerini göstermektedir. Sermaye yapısı ise; finansal yapıdan kısa vadeli yabancı kaynakların düşülmesiyle elde edilmektedir. Başka bir ifadeyle sermaye yapısı firmanın öz kaynakları ile uzun vadeli yabancı kaynaklarının toplamını ifade etmektedir (Arkan, 2010: 27). Finansal yapı içerisinde öz kaynaklar, kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar yer almaktadır. Hem özkaynaklar hem de yabancı kaynaklar her ikisi de sermaye olarak tanımlanır. Özkaynaklar vadesiz kaynaklar iken; yabancı kaynaklar vadeli kaynaklardır. Dolayısıyla sermaye yapısı, finansal yapının parçasıdır. Bu bağlamda finansal yapının sermaye yapısından farkı, kısa vadeli borçlar ve karşılıkların finansal yapı içerisinde yer almaları, buna karşın sermaye yapısının içinde yer almamalarıdır (Türko, 1999: 496).

Sermaye maliyeti genel olarak, borçların faiz giderleri ve özsermayenin fırsat maliyetinden oluşmakta olup geniş anlamda şirketin yatırımlarını finanse etmek için kullandığı özsermaye, uzun vadeli borçlar, imtiyazlı hisse senetleri, dağıtılmayan karlar, adi hisse senetleri için ödemek zorunda olduğu bedellerdir. Şayet şirket fon ihtiyacını sadece öz kaynaklarından karşılamış ise bunun maliyetine, öz sermaye maliyeti denir. Fon ihtiyacını sadece borç kaynaklarından sağlamış ise bunun maliyetine ise, borç sermaye maliyeti denilmektedir. Eğer fon ihtiyacını her iki kaynaktan karışık karşılamışsa bu fonun maliyetine de literatürde ağırlıklı sermaye maliyeti denilmektedir (Yakar, 2008: 15)

Yapılan çalışmalarda borsaya kote finansal olmayan şirketlerin piyasada aksaklıkların mevcut olduğu durumlarda şirketlerin mali yapıları incelenmiş ve borsada işlem gören 196 şirketin analiz sonuçlarına göre, şirketlerin finansmanda en belirgin şekilde kârlılığın ön plana çıkarak, kaynak seçiminde özsermayenin veya iç kaynakların tercih edildi-

ği saptanmıştır. Bununla beraber, grup şirketlerinin genel olarak finansman tercihlerinde farklılık gösterdiği ve bu şirketlerin iç kaynaklarla finansmana daha az ağırlık verdiği belirlenmiştir. Büyüme potansiyelinin borçlanmaya olan pozitif etkisi, grup şirketleri için daha kuvvetli olduğu saptanmıştır (Fıratoğlu, 2005: 15).

Yıldız, Yalama ve Sevil 2009 yılında yaptıkları çalışmada, sermaye yapısı teorilerinin geçerliliğinin İMKB-imalat sektörü için on yıllık verileri test etmişler ve sonuç olarak, sermaye yapısı ile kârlılık arasındaki negatif ve sermaye yapısı ile büyüme arasındaki pozitif yönlü ilişki finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu çıkarken, sermaye yapısı ile büyüklük arasındaki pozitif yönlü ilişki ise dengeleme teorisiyle uyumlu çıkmıştır. Vergi ve borç dışı vergi kalkanı değişkeni tüm modellerde istatistiksel olarak anlamsız çıkmış ve bu bulgulardan yola çıkarak Türkiye'deki şirketlerin sermaye yapılarını oluştururken optimum bir denge yakalama çabasından uzak oldukları söylenebilir (Yıldız, Yalama ve Güven, 2009: 45).

Uluslararası muhasebe standartlarının genel çerçevesini belirleyen ve Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) tarafından yayınlanan, “Kavramsal Çerçeve” nin amacı, birçok ülkede farklı şekilde tanımlanan varlık, yükümlülük, özkaynak, gelir ve gider kavramlarının benzer şekilde tanımlanmasını sağlamak ve böylece muhasebeleştirme ve ölçme esaslarında mevcut olan farklı kriterleri ortadan kaldırmaktır. Bu kapsamda “Kavramsal Çerçeve”, farklı nitelikteki çok sayıda muhasebe modeli, sermaye ve sermayenin korunması kavramları açısından uygulanabilecek bir düzenleme niteliği taşımaktadır (Özerhan ve Yanık, 2012: 27).

Uluslararası finansal raporlama standartlarının getirdiği, “Kavramsal Çerçeve” kapsamında, işletmenin sahip ya da sahiplerinin işletmeyi kurarken veya işletmenin devamlılığında işletmeye yatırdıkları finansal sermayenin korunması ve devamlılığı konusu önem arz etmektedir. Fiziki açıdan faaliyette bulunabilme kabiliyeti veya işletmeye yatırılan para ve yatırılan satın alma gücü anlamına gelen sermayeyi ölçümleme kavramı, kârı daha doğru belirlemek için ulaşılmaması hedeflenen amacı saptar. Daha açık ifadeyle sermaye ile dönemselleştirilmiş kâr arasında bir bağlantı kurulması gerekmektedir. Söz konusu bu kavram, kârın nasıl ölçüleceğini de belirler.

Kâr, münferiden, faaliyet sonuçlarının ölçümü olarak veya yatırımın kârlılığı ya da hisse başına kar gibi diğer ölçümlerin belirlenmesinin temel unsuru olarak sıklıkla kullanılır.

maktadır. Kârın belirlenmesi ile doğrudan ilgili olan unsurlar gelirler ve giderlerdir. Gelirlerin ve giderlerin tahakkuku ve ölçülmesi, dolayısıyla kârın belirlenmesi kısmen, finansal tabloların hazırlanmasında işletmenin takip ettiği sermaye ve sermayenin sürdürülmesi kavramlarına bağlıdır (TMS/TFRS-Kavramsal Çerçeve, 2016: 4-24).

Kavramsal Çerçevede kârın nasıl ölçüleceği ve işletmeye konulan sermayenin nasıl korunacağı uygulamada iki şekilde karşımıza çıkmaktadır.

1.2.1. Sermayenin Nominal Olarak Korunması

“Sermayenin nominal olarak korunması” kavramı, işletmenin sahip ya da sahiplerinin finansal olarak, kuruluşta ya da dönemsel bazda işletmeye koymuş oldukları parasal sermayenin değer kaybetmeden korunması ve devamlılığını sağlamasını ifade etmektedir. Bu yaklaşımda nominal para birimi ile saptanmış olan dönem başı sermayesinin, dönem sonunda da nominal olarak, olduğu gibi korunması hedef alınmaktadır. Buna göre kâr, sermaye konması ve çekilmesi ile ilgili düzeltmeler yapıldıktan sonra, nominal olarak belirtilen dönem sonu sermayesi ile dönem başı özsermayesi arasındaki olumlu farktır (Akdoğan, 2004: 77-789).

VUK kapsamındaki geleneksel muhasebe sisteminde kâr; “işletmenin belli bir dönemdeki vergi kanunları uyarınca tahakkuk eden gelirlerinden yine vergi kanunları uyarınca tahakkuk eden giderlerinin indirilmesi sonucu hesaplanan pozitif tutar” olarak karşımıza çıkmaktadır. TFRS kapsamında kavramsal çerçevede, finansal sermayenin korunması kavramı ile ulaşılmak istenen amaç ise, işletmenin gelir tablosunda hesaplanan dönem kâr-zarar rakamından, fiktif tutarın ayıklanarak kâr ya da zararın en yalın haliyle görülebilmesidir. Ayıklanan bu kısım, sermaye koruma düzeltmesi olarak özkaynaklarda gözükebilir (TMS/TFRS Kavramsal Çerçeve, 2016: 4,62).

1.2.2. Sermayenin Üretim Gücünün Korunması

“Sermayenin üretim gücünün korunması” yaklaşımı; fiziki sermayenin devamlılığı olarak addedilmekte ve kısaca işletmenin üretim kapasitesinin korunması olarak tanımlanabilmektedir. Sermayenin üretim gücünün korunması kavramı, cari maliyet esasının dikkate alınmasını gerektirmektedir (TMS/TFRS Kavramsal Çerçeve 2016: 4-61). Bu yaklaşıma göre kâr; özkaynaklara ilave edilen ve çıkarılan tutarlar hariç olmak kaydıyla, net varlıkların dönem sonundaki fiziki üretim kapasitesi ile dönem başındaki fiziki üre-

tim kapasitesi arasındaki olumlu fark olarak tanımlanmıştır (Özerhan ve Yanık, 2012: 29).

1.3. Mali Tablolardaki Kârlılık ve Sonuçları

Geleneksel olarak bir şirketin ekonomik performansı, günümüz finansal muhasebesinin doğurduğu mali tablolardaki verilerle değerlendirilir. Zira finansal muhasebenin en temel amacı da, bu mali tablolar aracılığı ile işletme yönetimini doğru kararlara yönlendirebilmektir. Şöyle ki; yöneticiler bütçeleme ve etkili kontrol mekanizmalarını zamanında uygulayıp doğru kararlar alabilmek, denetçiler mali tablolara bakarak şirketi etkin denetleyebilmek, kreditorler şirkete verilecek kredi kararlarında doğru yönlenebilmek ve belki de en önemlisi şirketin mevcut yatırımcıları veya şirkete yeni yatırım yapacak potansiyel yatırımcıların doğru yatırım kararı alabilmesi için mali tablolar ile bu tablolara doğruyu, güvenilirliği ve bu tablolara ilgili işletmenin içine tam açıklıkla ayna tutması hayati öneme sahiptir.

Çağdaş işletme yönetiminde yönetim kararları için gerekli sayısal verileri toplayacak, bunları işleyerek yöneticilerin kolaylıkla yararlanabilecekleri bir şekle dönüştürecek ve sonuçları gerek dönemsel olarak, gerekse ihtiyaç duyulan diğer zamanlarda ilgili işletme yöneticilerine ve ilgililerine sunacak sistematik bir bilgi sağlama düzeninin özellikle orta ve büyük ölçekli işletmeler için önemi, kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla işletmelerin hali hazırdaki finansal pozisyonu ya da geleceklerini etkileyecek kararlar, o işletmenin muhasebe sistemi ve bu sistemin doğurduğu mali tablolarda yatmaktadır. Maalesef günümüz muhasebe sistemindeki finansal raporlar, hızlı bir şekilde bugünün dinamik iş dünyası için yetersiz kalmaktadır. Çünkü iş dünyasındaki değişim, sürekli bir devinim halindedir ve geleneksel muhasebe sistemi ise; satışlar, satın almalar, kasa giriş - çıkışları gibi belli başlı ticari işlemleri kayıt altına alır. Halbuki bu tip ticari işlemler bu değişimlere nadiren yol açarlar. Genellikle bu değişimlerin, muhasebe sistemi tarafından kayıt edilen gelirler ve maliyetler üzerindeki etkisi, belirgin bir hale gelmeden çok daha önce ilgili işletmenin değerini etkileyerek, o işletmenin değerini düşürmekte ya da yükseltmektedir.

İşte gelinen bu nokta, bizi, halihazırda uygulanan günümüz muhasebe sistemi ile, günümüz ihtiyaçlarına cevap olabilecek daha stratejik bir muhasebe sistemiyle karşı karşıya getirmektedir.

1.4. Mali Tablolardaki Kayıt Kalitesinin Şirket Değerlerine Etkisi

Şirketlerin bilanço ve gelir tablolarındaki her muhasebesel hesabın şirketlerin performanslarını ölçmede etkisi olmasına rağmen; şirket değerlemede özellikle bilançonun yükümlülükler tarafı şirket değerlemede büyük önem arz etmektedir. Bilançonun yükümlülükler tarafı şirketlerin finansal yapılarını yansıtmaktadır. Daha da öz ifadeyle şirketin toplam kaynaklarının ne kadarının borç ne kadarının özsermayeden oluştuğunu göstermektedir. Finansal yapı kararlarının temel amacı, şirketin kullandığı fonların uygun bir bileşimini yaparak, şirketin pazar değerinin maksimum yapmaktır. Finansal yapı ile ilgili yaklaşımların temel amacı yani yoğunlaştığı nokta, kullanılan fonların bileşimi değiştirilerek bir şirketin gerçekte piyasa değerini ya da sermaye maliyetini etkileyip etkilemediğidir (Berk, 2000: 306).

Finansal raporlama kalitesi ile bilanço hesaplarındaki sermaye yapısı arasındaki ilişkinin yönü konusunda literatürde kesin bir kanı bulunmamakla beraber bazı araştırmacılara göre, borç oranı yüksek olan işletmeler finansal durumlarını olduğundan daha iyi göstermek isteyecekleri için finansal kaldıraç derecesi ile etik kurallara uyum ve dolayısıyla finansal raporlama kalitesi arasında ters orantılı hareket beklemektedir. Tersini savunan araştırmacılar ise yüksek oranda borçlanılması durumunda işletmelerin alacaklıları tarafından daha yakından inceleneceklerini ve bu nedenle, işletmelerin muhasebe kalitelerini artırmaları doğrultusunda zorlamalarla karşılaşacaklarını savunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal kaldıraç yüksek derecede kullanılması ile finansal raporlama kalitesinin yükseleceği düşünülmektedir (Küçüksözen, 2004:21; Van Tendelo ve Vanstraelen, 2005:160; Bayırlı, 2006:20; Choi ve Pae, 2011: 409; Gençoğlu ve Ertan, 2012: 6).

Literatürde kuramsal yaklaşımların ortak noktaları şöyle sıralanmaktadır (Hampton, 1982: 314);

- İşletmeler, sabit işletme riski düzeyine sahiptir ve risk düzeylerine göre belirli risk sınıflarına ayrılabilirler. Zaman içinde finansal yapılarının değişmesi işletme riski düzeyini etkilememekle birlikte, finansal risk şirketlerin bilançolarındaki sermaye yapısındaki borç ve öz sermaye oranının değişmesi ile farklılık göstermektedir.

- Bir risk sınıfına ait tüm şirketler aynı sabit büyüme oranına sahiptir. Bu varsayım, kâr payının hisse senedi değerine etkisinin göz ardı edilebilmesini sağlamaktadır.
- Şirketlerin imtiyazlı hisse senedi ihraç etmedikleri kabul edilmektedir. Böylelikle imtiyazlı hisse senedinin sermaye yapısı dışında bırakılması, sermaye yapısı analizinde temel yaklaşımların tutarlılıkları açısından önemli bir problem yaratmamaktadır.
- İşletmenin faiz ve vergi öncesi kârı (Esas Faaliyet Kârı), vergi öncesi kârı (Dönem Kârı) ve vergi sonrası net kârı (Dönem Net Kârı) işletmenin nakit akışlarına eşittir. Esas faaliyet kârı faaliyetlerden sağlanan nakit akışının bir ölçüsüdür. Bu nedenle, faiz ödemelerinde nakit kullanıldığından finansman gelir ve giderlerini içinde barındıran dönem kârı da bir nakit akışı ölçüsüdür.

Şirketlerde büyüme oranı literatürde genel olarak şöyle kabul görmektedir (Arkan, 2010: 26):

$$\text{Büyüme Oranı} = (\text{Vergi Öncesi Kâr} / \text{Firma Piyasa Değeri}) \times (\% \text{ Dağıtılmayan Kâr})$$

Veya

$$\text{Büyüme Oranı} = (\text{Net Kâr} / \text{Toplam Hisse Senedi Piyasa Değeri}) \times (\% \text{ Dağıtılmayan Kâr})$$

Ortak varsayımlar altında kuramsal yaklaşımlar şirketlerin, borç ve özkaynak maliyetleri ile şirket değerlerini karşılaştırmaktadırlar. Bilançonun yükümlülükler tarafındaki kaldıraç oranı (Borç/Özsermaye) artarken; borç ve özkaynak maliyetinin alacağı değerlerle ilgili farklı görüşler ortaya koymaktadırlar.

1.5. Şirketlerin Sermaye Yapılarına Kuramsal Yaklaşımlar

Sermaye yapısı kavramı genel olarak özkaynaklar ile yabancı kaynaklar arasındaki oran olarak kabul görmektedir.

Şirketlerin sermaye maliyetlerinin finansal piyasalarda belirlenmesinde, faiz oranları, vergiler, hükümetlerin takip etmiş oldukları para, sermaye ve vergi politikaları, ekonominin durumu gibi faktörler rol oynar. Şirketlerin optimal sermaye yapısını kurarak piyasa değerlerini artırabilmesi, muhasebe-finans biliminin araştırma konularından birisi

olmuştur (Okka, 2009: 341). Sermaye maliyeti hesaplamalarında, şirketler fon ihtiyaçlarını sadece öz kaynaklarını kullanarak finanse etmişlerse bu maliyete öz sermaye maliyeti denilirken; şirketler bu ihtiyacı sadece yabancı kaynaklardan karşılamışlar ise buna, borç sermaye maliyeti denir. Muhasebesel açıdan burada dikkat edilmesi gereken nokta; borçların maliyeti kanunlar tarafından bir gider olarak kabul edilerek mali tablolarda gözükmektedir; özsermayenin maliyeti mali tablolara yansıtılmamaktadır. Bu durum ise şirketlerin dönem kârlarında fiktif bir tutarın doğmasına neden olmaktadır. Şayet şirket fon açığını birden çok kaynaktan karşılamış ise, bu fonların maliyetine de ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti denilmektedir.

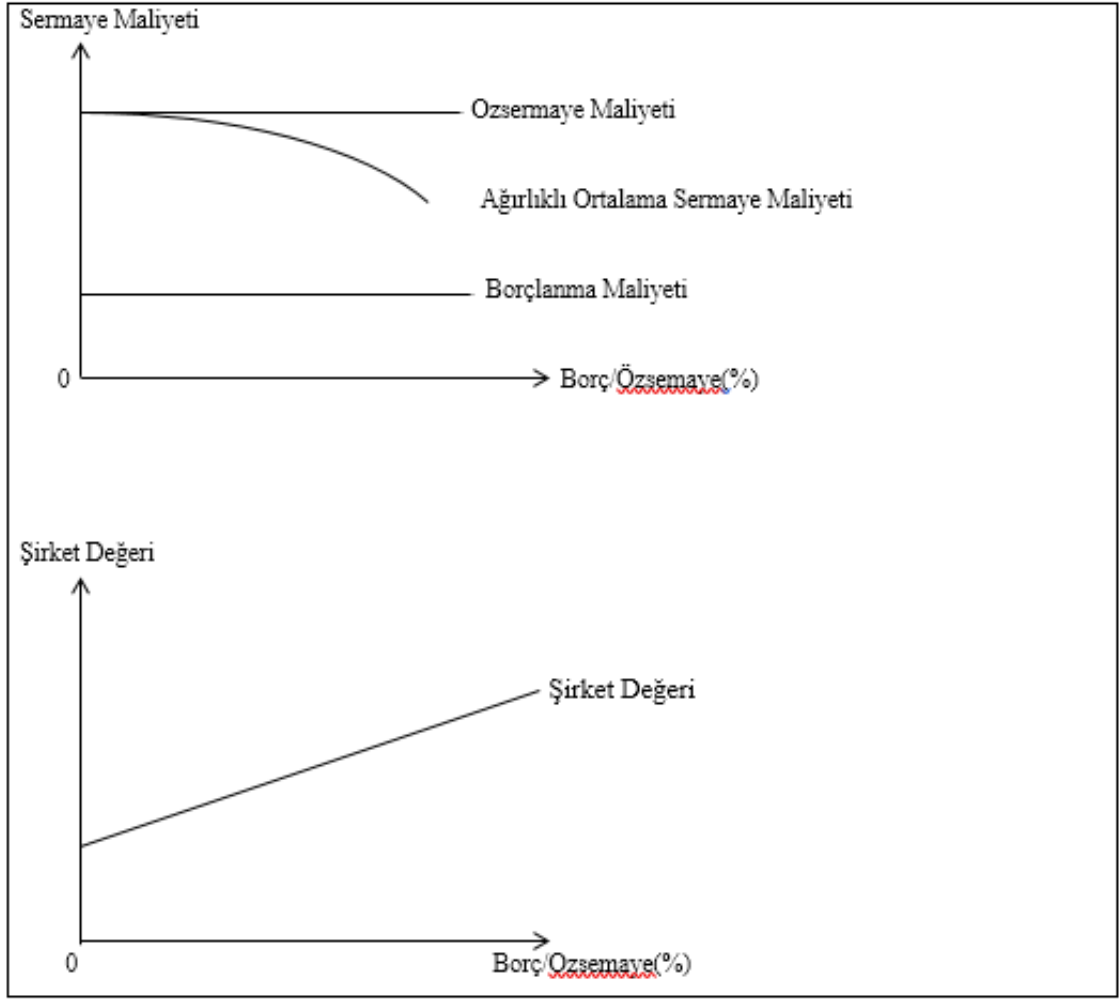
Sermaye yapılarını etkileyen faktörler şöyle özetlenebilir (Modigliani ve Miller, 1958: 261):

- Şirketin büyüklüğü, muhasebe politikaları ve şirketin denetime karşı tutumu,
- Dönemsel kârlılık ve vergi durumu,
- Dönemsel satışların büyüme oranı ve satışlardaki istikrar,
- Endüstrideki rekabet ve esneklik,
- İşletme varlıklarının bilançodaki yapısı,
- Kreditorlerin şirkete yaklaşımları ile yönetimin finansal risk politikaları

1.5.1. Net Gelir Yaklaşımı

Şirket değerlemesinde kaldıraç etkisinin en çok hissedildiği yöntem olarak nitelendirilebilir. Net gelir yaklaşımında şirketler, sermaye yapılarını değiştirerek, maliyetleri düşürme ve şirket değerlerini arttırma imkânına sahiptirler. Bu yaklaşıma göre, bilançodaki sermaye yapısı içinde borçlardaki artış, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde düşüşe ve şirket değerinde artışa neden olur (Burca, 2008: 9).

Literatürde bu iki yaklaşım her yazar tarafından kabul görmemektir. Zira şirketlerde artacak borç yükümlülüğü doğru orantılı olarak faiz yükünü de arttıracak ve özsermaye maliyetini düşürecektir. Net gelir yaklaşımında bir firmanın yabancı kaynak / öz sermaye oranı ile sermaye maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkiler aşağıdaki şekillerde gösterilmiştir (Akgüç, 1998: 488).



Şekil 1: Net Gelir Durumu

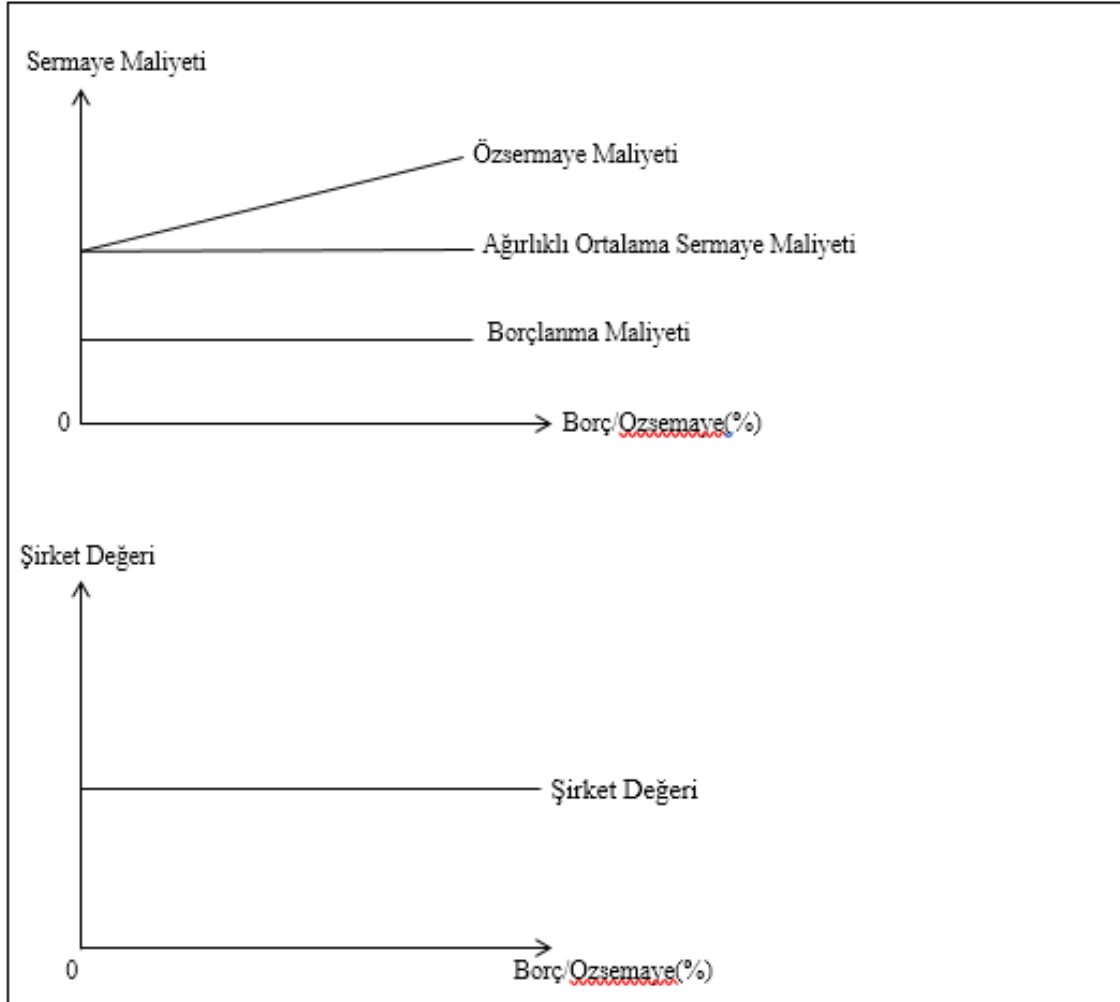
Kaynak: Akgüç, s. 487-488.

Şirketlerin borçlarla finansmanı, şirketin uzun vadede net faaliyet gelir kapasitesinde etkiye sahiptir. Yüksek faiz ve ana para ödemeleri, şirketin likit fonlarını azaltır. Kâr eden bir şirketteki yüksek likidite sorunu, o şirketi tasfiyeye kadar dahi götürebilir. Bu noktadan hareketle, şirketlerin özkaynakları yerine her daim yabancı kaynak kullanarak piyasa değerlerini sürekli arttıracığı görüşü, her zaman geçerli olmayacaktır (Akgüç, 1998:489).

1.5.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

David Durand tarafından tanımlanan net faaliyet geliri yaklaşımı, net gelir yaklaşımının tam tersi olarak şirketin ağırlıklı sermaye maliyetinin finansal kaldıraç derecesi ile bağlantılı olmadığını kabul etmektedir. Bu yaklaşıma göre şirketlerin tüm fon ihtiyaçlarını

karşıladıkları kaynakların maliyetleri her zaman sabit kabul edilmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşımda, şirketlerin sermaye yapılarındaki değişimlerin, şirketlerin piyasa değerlerini ve ortalama sermaye maliyetlerini etkilemeyeceği savunulmaktadır (Yakar, 2011:7).



Şekil 2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Kaynak: Akgüç, a.g.e., s. 490.

Bu yaklaşımda, şirketlerin piyasa değerleri sabit kalmakla birlikte, sermaye yapılarındaki “Borç/Özsermaye” oranı arttıkça ortaklar açısından risk artar. Bu durum ise, ortakların kârlarının artmasına neden olur. Bu yaklaşıma göre şirketi finanslamanın önemli sonuçları bulunmaktadır (Yücel, 2001: 38):

- Borç ile ortakların koydukları sermayelerin gerçek maliyetleri birbirine eşittir. Şirket açısından borcun maliyeti, faiz ve gizli maliyet olmak üzere iki maliyetten

oluşmaktadır. Yabancı kaynakların gizli maliyeti, şirket borç aldıkça özsermaye maliyetinin artması durumudur. Bundan dolayı şirketin borç kullanımını artırmakla, ortalama sermaye maliyetini düşürmek mümkün olmayacaktır.

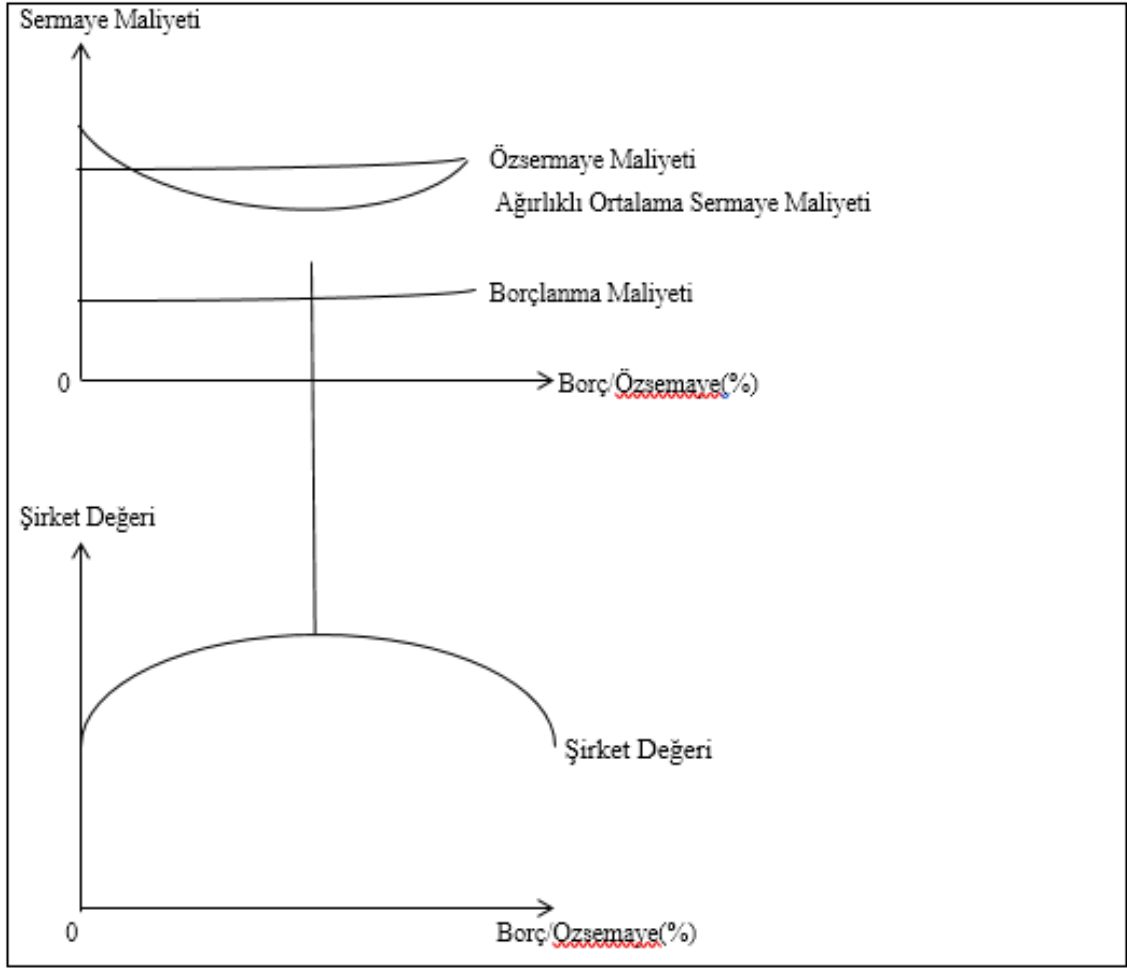
- Şirketler açısından bir tek optimum sermaye yapısı yoktur. Şirketlerin sermaye yapılarını değiştirerek, maliyetleri düşürmek ve şirketlerin piyasa değerlerini yükseltmek gibi bir olanak olmadığına göre, şirketler açısından tüm sermaye yapıları optimum olarak kabul görmektedir.

1.5.3. Geleneksel Yaklaşım

İlk iki görüşün aksine, geleneksel yaklaşım, şirketlerin tek bir optimal sermaye yapısının var olduğunu ve şirketlerin finansal kaldıraç derecesinden yararlanarak sermaye maliyetlerini düşürebileceğini ve piyasa değerlerini artırabileceğini kabul etmektedir (Okka, 2009:379). Şirketlerin optimum sermaye yapılarında, şirketlerin kullandığı borçların gerçek marjinal maliyeti ile özsermayenin gerçek marjinal maliyeti birbirine eşit olacaktır. Bu yaklaşım net gelir yaklaşımı ile net faaliyet geliri yaklaşımının tam arasında bir görünüm arz etmektedir (Okka, 2009: 379).

Şirkete ortak olmak, şirkete borç vermekten daha riskli bir pozisyon olduğundan, şirket ortakları bu riski göze alabilmek adına, şirketten daha yüksek bir temettü talep ederler. Böyle bu bir durumda şirketler, maliyeti daha düşük olan borca yönelerek, ortalama sermaye maliyetini düşürebilirler (Akgüç,1998: 491-492).

Aşağıdaki grafiklerde de görüleceği üzere, ortalama sermaye maliyetinin minimuma düştüğü nokta şirket değerlerinin maksimize edildiği nokta olmaktadır. Eğer bu noktadan sonra şirket borç kullanımına devam ederse ortalama sermaye maliyetinde artış meydana gelecek ve bu durum şirket değerini düşürmeye başlayacaktır. Özetle, ortalama sermaye maliyetinin minimize edildiği nokta, şirketlerde optimal sermaye yapısı olarak kabul edilmektedir (Arkan, 2010: 32).



Şekil 3: Geleneksel Yaklaşım

Kaynak: (Yüksel,1982: 87)

1.5.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Optimal sermaye yapısı bağlamında temel yaklaşımların öncüsü olan bu yaklaşım 1958 yılında Modigliani ve Miller isimli iki araştırmacı tarafından geliştirilmiştir. Araştırmacıların bu yaklaşımda 1958 yılında yayınlanan makalelerinde vergi bu model kapsamında değilken; 1963 yılında şirketlerin ödeyecekleri vergi de modele dahil edilmiştir. Yaklaşımın göre şirketlerin dönem kârlarının kullanım şekli önem arz etmemekte ve şirketlerin borç ve özkaynak yapıları, şirketin sermaye maliyetini ve şirketin piyasa değerini etkilememektedir.

Modigliani ve Miller' in 1958 yılında ilk olarak ileri sürmüş oldukları bu yaklaşım belirli varsayımlar etrafında hareket etmektedir. Bu varsayımlar aşağıda sıralanmıştır (Yakar, 2011: 24):

- a. Sermaye piyasaları tam rekabet koşulları altında etkin olarak çalışmakta ve bu piyasalarda gereksinim duyulan tüm bilgiler bedelsiz ve kolayca edinilebilmekle birlikte sermaye piyasalarında yapılacak işlemlerde de yatırımcı bir gidere katlanmamaktadır.
- b. Bütün yatırımcılar için aynı faiz oranı geçerli olmakta ve sadece bir tek kişinin menkul kıymet fiyatlarını etkilemesi olanaksız olmaktadır. Aynı faiz oranı üzerinden bütün yatırımcılar borç verip alabilmektedirler.
- c. Bütün şirketler risk oranına göre gruplanabilirler. Aynı sektörde veya iş kolunda faaliyet gösteren ve risk oranı eşit olan şirketler için faiz oranları veya gelecekte elde edecekleri gelirlerin tahmini aynı olmaktadır.
- d. Şirketlerin yatırımcılarına ilerleyen zamanlarda getirileri homojen bir yapı arz etmektedir.
- e. Cari dönemde şirketlerin elde edeceği faaliyet gelirleri ile gelecek dönemlerdeki tahmini faaliyet gelirlerinin dağılım oranı aynı kabul edilmektedir.
- f. Şirketlerin ödeyeceği vergi dikkate alınmamaktadır. (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır).
- g. Şirketlerin iflas maliyetleri yoktur.

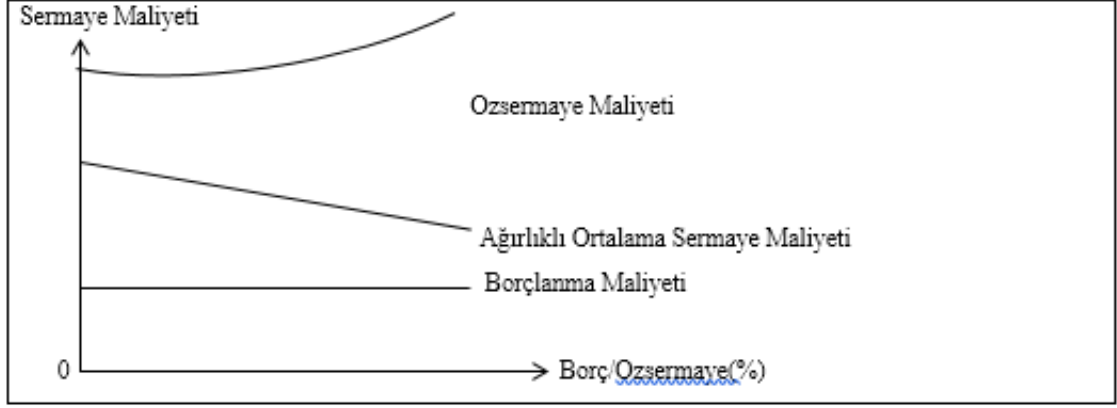
Modigliani ve Miller 1963 yılında yaptıkları çalışma ile, modele şirketlerin ödeyeceği vergiyi de dahil etmişlerdir (Burca, 2008: 9).

Yukarıda özetlenen varsayımlar ile birlikte, Modigliani ve Miller Yaklaşımı, aşağıda maddelenen sonuçlara ulaşmaktadır (Akgüç, 1998: 24):

Şirketler açısından sermaye maliyetleri veya şirketlerin değerleri, şirketlerin sermaye yapılarından tam anlamıyla farklı ve bağımsızdır. Şirketlerin piyasa değerleri, bu şirketin gelecek dönemlerde elde edeceği nakit akışlarının, o şirketin ait olduğu risk grubuna uygun olan iskonto oranı ile indirgenmiş tutarına eşittir (Akgüç, 1998: 497).

- a. Şirketlerin fon ihtiyaçlarını borçlanarak karşıladıkları durumda artan finansal riskler, şirketlerin özsermaye maliyetlerini de artırır (Akgüç, 1998: 497).

- b. Modigliani ve Miller yaklaşımına göre, bir yatırım projesinin finansmanı hangi kaynaktan yapılırsa yapılsın, bu durumun şirketlerin yatırım kararları üzerine etkisi olamayacağını savunmaktadır (Akgüç, 1998: 497).



Şekil 4: Modigliani – Miller Yaklaşımına Göre Optimal Sermaye Maliyeti

Kaynak: Ceylan,1995:224.

Modigliani ve Miller yaklaşımının geçerli olabilmesi için piyasalarda arbitrajın kolayca yapılabilmesi gerekmektedir. Ayrıca bu yaklaşıma getirilen en temel eleştirilerden biri de, yaklaşımın dayandığı varsayımların subjektif oluşu ve gerçeği yansıtmayıdır.

1.5.5. Finansal Sıkıntı Maliyetleri

Ekonomik sıkıntı kavramından çok farklı olan “Finansal Sıkıntı” kavramı, Haugen ve Senbet tarafından 1978 yılında geliştirilmiştir. Bu yaklaşıma göre işletmelerin borçlanmadan sağladıkları vergi avantajı bir süre sonra dezavantaja dönüşmekte ve yerini iflas olasılığına bırakmaktadır. Genel itibariyle bu kavram firmanın kreditorlere olan yükümlülüklerinin yerine getirilememesi ya da cari borçları (kısa vadeli yabancı kaynakları) ödemede çekilen zorluklar olarak tanımlanabilir. Finansal sıkıntı doğrudan şirketin kaldırma kararları veya başka bir ifadeyle sermaye yapısı ile ilgilidir. Bununla birlikte ekonomik sıkıntı ise firmanın faaliyetlerindeki başarısızlıklardan kaynaklanan zorlukları ifade etmektedir. Bu açıdan sermaye yapısı tamamen özkaynaklardan oluşan şirketler kreditorlerin bulunmaması nedeniyle finansal açıdan sıkıntıya girmeleri mümkün değildir (Haugen ve Senbet,1978: 385).

Finansal sıkıntı uzun dönemli ve maliyetli bir süreçtir. Şirketlerde finansal sıkıntı süreci bazen doğal afetler, değişen kamu düzenlemeleri veya mahkeme kararları gibi ani ve beklenmeyen durumlar dışında, iflas öncesinde başlamaktadır.

Analistler borçlu şirketlerin finansal sıkıntıyla karşılaşabileceğini bilirler ve finansal sıkıntı maliyetlerini şirketler finansal sıkıntıya girmeden hesaba katarlar. Bu durum şirketin piyasa değerine de yansır. Finansal sıkıntı maliyetleri hesaplanırken, bu maliyetler şirketin cari değere ilişkin tahminlerine de yansıtılır. Bu da firmanın toplam değerinin aşağıdaki gibi olması demektir (Arkan, 2010: 36).

$$\begin{array}{c} \text{Tamamen Özsermaye İle Finansman Durumundaki Değer} \\ + \\ \text{Vergi tasarrufunun Bugünkü Değeri} \\ - \\ \text{Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Bugünkü Değeri} \\ \hline \text{Şirketin Toplam Piyasa Değeri} \end{array}$$

Firmalar sıkıntıya girdikleri zaman karşılaştıkları iki tür sıkıntı maliyeti vardır. Bunlardan biri; varlıkların değerinin altında elden çıkarılması, satış, kâr, girdi, üretim/hizmet kalitesi, insan gücü ve itibar kayıpları şeklinde oluşan dolaylı maliyetlerdir. İkinci gruptaki maliyetler ise; avukat ve mahkeme ücretleri ile yönetimin konuya harcadığı zamandan kaynaklanan fırsat maliyetleri olarak açıklanan dolaysız maliyetlerdir (Coşkun, 2006:50). Literatürde finansal sıkıntı; şirketlerin faiz amortisman vergi öncesi kârlarının (FAVÖK), faiz vergi öncesi kârlarını (FVÖK) ve net gelirlerinin negatif olduğu ve bu üç kriterin birlikteliği halinde mevcuttur. Bu anlamda birbirini takip eden iki yıl içinde söz konusu üç kriteri birlikte sağlayan firmaların finansal sıkıntıda olduğunu söylemek mümkündür.

1.5.6. Temsilci (Acente) Maliyetleri

Günümüz kurumsal şirketlerin yönetiminde, idarecilik veya liderlik konumlandırması büyük önem arz etmektedir. "İdarecilik" kavramı, var olan düzeni idame ettirmek anla-

mına gelir ki; günümüz şirketlerinde kendini böyle konumlandıran yöneticiler belli bir ücret karşılığında çalışırlar. “Liderlik” kavramı ise, çalıştığı şirketi benimseyen ve ücretten ziyade, ilgili şirket için çalışan yöneticilerdir. Her iki yönetici grubu da ilgili şirketi temsil ederler.

Jensen, Meckling, Fama, Milton ve Raviv 1900’ lü yılların sonlarına doğru ele aldıkları çalışmada temsil teorisini şirket ortakları ile o şirketin üst düzey çalışanları arasındaki çıkar çatışması anlaşması olarak tanımlamışlardır. Bu anlaşmanın amacı, şirket yöneticilerinin, şirketin yararına çalışması için özendirilmesi ve mali sistemlerin kurularak geliştirilmesidir (Usul, 2010: 423).

Uluslararası şirketlerde temsilci maliyetleri ulusal firmalara nazaran daha fazladır. Bu durumun başlıca nedenleri, uluslararası şirketlerde yöneticilerin izlenmesinin ve takip edilmesinin güçlüğü, farklı kültürdeki insanları aynı şirkette ortak bir amaç doğrultusunda yönetici olarak çalıştırmaktır. Yapılan araştırmalar sonucu temsil maliyetleri ile şirketin büyüklüğü arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Ercan ve Üreten, 2008: 43).

Şirketlerin faaliyetlerinin yönlendirilmesinde yönetici eğilimleri önem arz etmekte ve negatif yönetici eğilimlerini önlemek adına önlemler alınmaktadır. Alınan tüm bu önlemlere rağmen şirketlerin piyasadaki değerleri düşüş gösterebilmekte ve bu durumunda şirketlere bir maliyeti olmaktadır. Bu maliyete, öz sermayenin temsilcilik maliyeti denilmektedir. Şirketlerin borçlanma oranlarını arttırmak, yukarıda anlatılan öz sermayenin temsilcilik maliyetlerini azaltmaktadır (Yakar, 2011: 31). Temsilci maliyetleri, finansal sıkıntı maliyetlerinde olduğu gibi şirketin piyasa değerini azaltıcı etkiye sahiptir.

Temsilcilik maliyeti teorisinde sermaye yapısıyla ilgili hipotezleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Karadeniz, 2008: 42-44).

- Short, Keasey ve Duxburry 2002 yılında yaptıkları çalışmada temsilcilik teorisi; yönetim sahipliğinin düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Çünkü bir firmada yönetim sahipliği arttıkça yönetimin ilgisi firma borçlularına karşı artacak ve borcun temsilcilik maliyetinin azalacaktır (Short, Keasey ve Duxbury, 2002: 378).

- Temsilcilik teorisinde banka taahhütleri ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Bankalar, bilgi sağlayıcı bir rol üstlenerek borç verenlerle firma yöneticileri arasındaki uyumsuzlukları ortadan kaldırmaktadır. Bu bağlamda banka taahhütleri firmaların borç alma, borç verenlerinde borç verme düzeylerini arttırmaktadır (Suto, 2003: 28).
- Jaggi ve Gül 1999' da yaptıkları çalışmadaki temsilcilik maliyeti teorisinde, özellikle düşük hızda büyüyen büyük firmalarda serbest nakit akımları ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü düşük büyüme hızına sahip firmalarda borç kullanımı firma içinde yaratılan serbest nakit akımlarının gereksiz şekilde kullanılmasını azaltmakta böylelikle serbest nakit akımlarına ait temsilcilik maliyetini de düşürmektedir (Jaggi ve Gul,1999: 375).
- Borcun temsilcilik maliyeti açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında pozitif ilişki vardır. Rajan ve Zingales'e (1995) göre, bir firmanın varlıklarının büyük bir kısmı sabit varlıklardan oluşuyorsa bu varlıklar kullanılan borçlar karşısında teminat olarak kabul edildiği için borç verenlerin katlandığı borcun temsilcilik maliyetini azalttığını belirtmişlerdir. Bu durum ise firmanın kaldıraç düzeyini yükseltmektedir. Özsermayenin temsilcilik maliyeti açısından bakıldığında ise maddi duran varlıkların teminat değerinin yükselmesi borcun temsilcilik maliyetini azalttığı için borçlanma düzeyini arttırmaktadır. Bu durum ise özsermayenin temsilcilik maliyetini arttırmaktadır. Dolayısıyla Frank ve Goyal'a (2005) göre, özsermayenin temsilcilik maliyeti bakış açısından kaldıraç ile maddi duran varlıkların teminat değeri arasında negatif ilişki olduğunu ifade etmişlerdir (Karadeniz, 2008: 110).
- Temsilcilik maliyeti teorisinde büyüme ile uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif, kısa vadeli borçlanma düzeyi ile pozitif ilişki bulunmaktadır. Bhaduri (2002), büyüyen firmaların gelecek yatırımları seçme durumunda daha esnek oldukları için daha büyük temsilcilik maliyetleriyle karşı karşıya olduklarını ve bu bağlamda firmanın gelecekteki büyümesiyle uzun vadeli borçlanma düzeyi arasında negatif ilişki içerisinde bulunduğunu belirtmiştir. Dolayısıyla büyüyen firmalar temsilcilik maliyetini önlemek için uzun vadeli borçlanmak yerine kısa vadeli borçlanmayı tercih etmelidir.

- Temsilcilik maliyeti teorisine göre, büyüme fırsatları ile kaldıraç düzeyi arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Buna göre firmaların geleceğe yönelik büyüme fırsatları arttıkça bu fırsatlardan yararlanmak amacıyla borçlanma düzeylerini düşük tutmaktalar ve daha fazla miktarda özsermaye kullanma eğiliminde olmaktadır. Borcun yöneticileri karlı yatırımlar üzerinden elde edilen ilave nakit kazancı üzerinden ödeme yapma hususunda zorlaması nedeniyle firma yöneticilerinin ilgisini menkul kıymet sahiplerinin çıkarlarına doğru yönlendirdiği kabul edilmektedir.
- 2003 yılında Noe, Rebello ve Wang, temsilcilik maliyeti teorisinde, firma üst yönetimin tecrübe düzeyi ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü tecrübelerine dayanarak menkul kıymetlerin fiyatları ve getirileri hakkında bilgi sahibi olan ve piyasa koşullarına göre menkul kıymet seçimi yapan yöneticileri bulunan firmalar değerlerini kolaylıkla yükseltmekte ve bu bağlamda borç kullanımının daha kolay gerçekleştirebilmektedirler.
- Jung, Kim ve Stulz 1996' daki çalışmalarında temsilcilik maliyeti teorisine göre; büyüme fırsatının bulunmaması durumuyla borçlanma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü değerli yatırım fırsatları bulunmayan firmaların hisse senedi ihracına başvurmaları hissedarlar açısından kötü bir haberdir ve bir yönetim başarısızlığı göstergesidir. Dolayısıyla hisse senedi ihracı ile özsermaye sağlanmasının neden olacağı temsilcilik maliyeti borçla finansmanın neden olacağı temsilcilik maliyetinden yüksek olabilecektir.
- Buferna, Bangassa ve Hodgkinson' un 2005 yılında yaptıkları çalışmada temsilcilik maliyeti teorisinde firma büyüklüğü, yönetici ve yatırımcılar arasındaki çıkar çatışması nedeniyle artan borcun temsilcilik maliyetinin (denetleme maliyeti) bir göstergesi olarak kabul edilmektedir ve büyük firmalarda denetleme maliyetlerinin (monitoring cost) küçük firmalara göre daha düşük olduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla büyük firmalar küçük firmalara göre daha fazla borç kullanmaktadır (Buferna, Bangassa ve Hodgkinson, 2005: 25).
- Frank ve Goyal' in 2005' te yaptığı çalışmaya göre, temsilcilik maliyeti teorisinde geleneksel olarak dış kaynaklardan fon bulma, yöneticileri proje hakkında dış yatırımcıları bilgilendirme zorunluluğunu ve dış yatırımcıların projeyi izlemesi sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Ancak bu durum yöneticiler tarafından is-

tenmeyen bir durumdur. Bu nedenle yöneticiler öncelikle alıkonan karları dış borçlara tercih etmektedirler (Frank ve Goyal, 2005: 32).

1.5.7. Asimetrik Bilgi (Bilgi Eşitsizliği)

Asimetrik bilgi, bilginin simetrik ve homojen dağılmadığı ve bilgi eşitsizliğine dayanan bir kavramdır. Sermaye piyasalarında tam rekabet kurallarının işlediği piyasalarda tüm yatırımcıların ve şirketlerin eşit bilgiye sahip olduğu ve finansal varlıklar ile şirketlerin piyasa değerlerinin tüm bu bilgileri içerdiği kabul edilmektedir. Lâkin gerçek hayatta ve günümüz piyasalarında özellikle anonim şirketlerde gerek yönetim kurulu gerek ortak veya yatırımcılar, yönetimin planlarından, aldığı kararlardan ve uyguladığı stratejilerin hepsinden haberdar olamayabilirler. Şirket yönetimi ise şirketin bütün faaliyetlerinden haberdardır. Böyle bir durumun varlığı yönetim ile ortaklar veya yatırımcılar arasında bir bilgi eşitsizliği ortaya çıkmakta ve bu bilgi eşitsizliği ise “asimetrik bilgi” olarak adlandırılmaktadır.

Ross, Myers ve Majluf, Noe, Milton ve Raviv tarafından ileri sürülen bilgi çarpıklığı yaklaşımı; bir başka ifadeyle şirket yöneticilerinin şirketin nakit akışı veya yatırım fırsatları hakkında kamuya açık olmayan bilgilere sahip olması durumudur. Bu durumda, işletme dışı çıkar grupları, işletme yöneticilerinin borçlanma yoluna gitme veya hisse senedi ihraç etme gibi davranışlarından işletmenin gidişatı ile ilgili çıkarımlarda bulunarak, yöneticileri ile aralarındaki bilgi eksikliğini en aza indirmeye çalışmaktadırlar (Yakar, 2011: 29)

Şirket yöneticileri, sermaye yapısında yaptıkları değişikliklerle şirketle bağı olan şirket dışındaki üçüncü şahıslara şirketin geleceği ile ilgili mesajlar göndermektedirler. Literatürde bu durum “sinyal yaklaşımı” olarak adlandırılmaktadır. Şirketler fon ihtiyacının yabancı kaynaklar yoluyla karşılanmasının piyasalarda şirket için pozitif bir algı oluşmasına neden olurken; şirketlerin piyasalardaki hisse senetlerinin değer kazanacağına inanmaktadırlar (Durukan, 1997: 35).

Piyasalarda asimetrik bilgi sorununun varlığı, piyasanın etkinliğini azaltarak sermaye piyasalarında manipülasyon, bilginin ticareti (insider trading), ters seçim (adverse selection), ahlaki tehlike (moral hazard) ve temsil problemlerinin (principal agent problem) ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Burada ters seçim kavramı; sözleşme yapılamadan

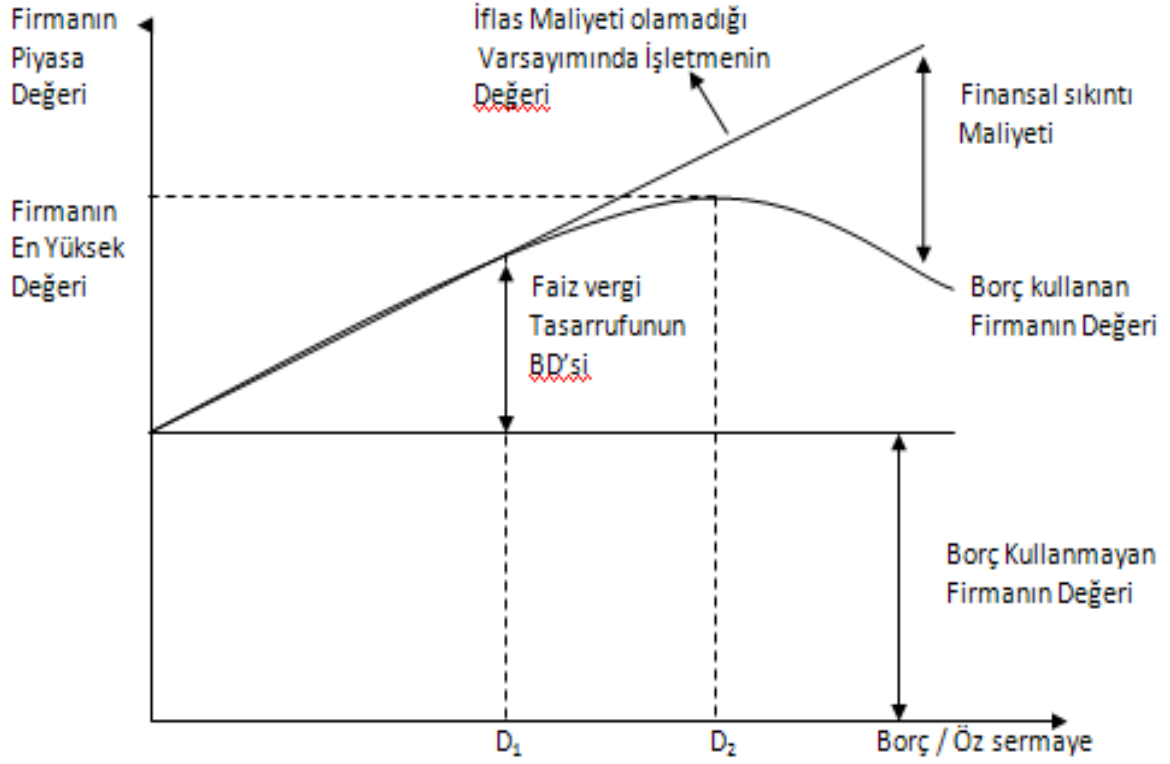
önce işlem konusu araç veya faaliyet ile ilgili bilginin saklı olması nedeni ile farklı karar verilmesi durumudur. Piyasada borç bulmak şirketler, borç verenlere göre bilgi avantajına sahiptirler. Bu şirketler olumsuz bilgileri saklayabildikleri gibi bazılarını da farklı yansıtabilmekte ve asimetrik bilgi sorunu kendiliğinden ortaya çıkmakta ve bu durum firmaya bir maliyet yüklemektedir. Asimetrik bilginin neden olduğu sorunların ortadan kaldırılabilmesi için üç temel şart; yasal düzenlemelerin etkin yapılması, bilgi piyasası oluşturulması ve finansal aracılık hizmetlerinin etkin yapılmasıdır (Yakar, 2011: 30).

1.5.8. Dengeleme Teorisi

Dengeleme kuramının ortaya çıkmasına; Modigliani ve Miller' in 1963 yılında yapmış oldukları vergiyi de dikkate alan modele, finansal sıkıntı maliyetleri ile temsilci maliyetlerinin eklenmesi neden olmuştur (Korkmaz, Başaran ve Gökbulut 2009: 33).

Bu yaklaşıma göre şirketlerin sermaye yapıları, finansal sıkıntı maliyetleri ile faizlerin vergi tasarrufları arasında oluşacak bir dengeden oluşmaktadır. Bu teoriye göre, şirketlerin sermaye yapılarında bir hedef borç oranının var olduğunu ve şirketten şirkete bu oranın değişiklik arz ettiğini kabul etmektedir. Bu oran için optimum nokta, ek borçlanmanın sağlayacağı marjinal vergi tasarrufunun bu günkü değerinin, iflas maliyetinin bu günkü değerine eşit olduğu noktada elde edilmektedir (Yücel,2006: 67).

Güvenli, maddi duran varlıklara sahip ve vergilendirilebilir kârı tasarruf sağlamaya yeterli olan şirketlerin hedef oranlarının yüksek olması gerektiğini ileri sürmektedir. Riskli, maddi olmayan duran varlıklara sahip kârsız şirketlerin ise öz sermaye ile finansmana dayandırılması gerektiğini savunmaktadır (Brealey, Myers ve Marcus, 2007: 425).



Şekil 5: Dengeleme Teorisine Göre Firma'nın Piyasa Değeri

Kaynak: Brealey, Myers ve Marcus, 2007: 418.

Yukarıdaki grafikte finansmanını yabancı kaynakla yapan şirketleri gösteren eğri çizgi, şirketin piyasa değerinin işletme borçlandıkça başlangıçta nasıl arttığını, ancak finansal sıkıntı maliyetleri gitgide önem kazandıkça nasıl azaldığını göstermektedir. Optimum sermaye yapısına, ek borçlanmadan kaynaklanan vergi tasarruflarının bugünkü değeri, finansal sıkıntı maliyetlerinin bu günkü değerindeki artışla dengelendiğinde erişilir. Şirketin piyasa değeri bu yaklaşımda basit bir şekilde aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Brealey, Myers ve Marcus, 2007: 418):

$$\begin{array}{r}
 \text{Tamamen Özsermaye İle Finansman Durumundaki Değer} \\
 + \\
 \text{Vergi Tasarrufunun Bugünkü Değeri} \\
 - \\
 \text{Finansal Sıkıntı Maliyetlerinin Bugünkü Değeri} \\
 \hline
 \text{Şirketin Toplam Piyasa Değeri}
 \end{array}$$

1.5.9. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Finansman hiyerarşisi teorisine göre, işletmeler fon kaynağı ihtiyacı durumunda öncelikle dağıtılmamış kârları, daha sonra borçları ve son olarak da yeni hisse senedi ihracını kullanmaktadırlar. Finansman hiyerarşisi teorisinin temelinde, yatırımcılar ile işletme arasındaki bilgi asimetrisi sorunu yatmaktadır. Yatırımcılar, yöneticilerin hisse senetlerinin aşırı fiyatlı olduğunda hisse çıkaracaklarını, düşük fiyatlı olduğunda ise borçlanacaklarını varsaydıklarından, şirket borç kapasitesini tüketmeden hisse senedi satın almayacaklar ve böylece yatırımcılar, şirketi finansal hiyerarşiyi takip etmeye zorlayacaklardır. Finansal hiyerarşi teorisine ilişkin olarak yapılan ampirik çalışmalarda, dış fon seçiminde borçlanmanın hisse senedi ihracına göre tercih edilmesinin nedeni olarak hisse senedi ihracının borçlanmaya göre daha az maliyetli olması gösterilmiştir. Bununla birlikte borcun hisse senedi ihracına göre daha az maliyetli olmasını sağlayan bir diğer özellik de hisse senetleri sahipleri, projeyi daima kontrol etme ihtiyacı duyarlarken, borç vericilerin sadece finansal sıkıntı durumunda yatırımı kontrol etme ihtiyacı duymalarıdır (Kula, 2001: 11).

Hiyerarşi teorisi, en kârlı firmaların neden genellikle daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bunun nedeni hedef borç/özsermaye oranlarının düşük olması değil, dışsal fonlara ihtiyaç duyulmamasıdır. Daha az kârlı firmalar borçlanırlar. Çünkü yatırım projeleri için yeterli içsel fonları yoktur ve hiyerarşi teorisine göre de borç ilk sıradaki dışsal finansman kaynağıdır (Brealey vd., 1997: 426-427).

Finansal hiyerarşi teorisi işlem maliyetleri açısından da önem arz etmektedir. Buna göre borçla finansmandaki işlem maliyetleri, yeni hisse senedi ihracından daha düşük olduğu için firmalar öncelikle iç fonları, daha sonra borçları ve en son olarak da hisse senedi ihracını tercih etmektedirler. Dolayısıyla borçla finansman bile yeni hisse senedi ihracından önce gelmektedir (Baskin, 1989: 26).

1.5.10. İşaret Etkisi (Sinyal) Teorisi

Yöneticiler şirket hakkında, dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu durumu Ross, 1977 yılında yaptığı çalışmada şirket yöneticilerinin şirketin dönem kârının nasıl ve nerelere dağıtılacağını bilmelerine rağmen yatırımcıların bunları bilmediklerini ve yöneticilerin etkinliğinin, firmaya ait menkul kıymetlerin piyasa tarafından

aşırı değerlenmesi sonucunda oluşacağını belirtmiştir. Piyasalarda yatırımcılar çok fazla borçlanmanın firmanın kalitesinin bir göstergesi olduğuna inanmaktadırlar. Bundan dolayı işaretleme teorisinde borçlanma, firmanın başarısı hakkında dışarıdaki yatırımcılara işaret vermektedir. Ayrıca borcun yıllık sabit ödemeleri olduğundan yöneticilerin kendileri için aşırı harcama yapmaları önlenmektedir. Borcun dezavantajları ise risk değişimi ve yetersiz yatırım sorunlarını içeren temsilcilik maliyetlerinin oluşması ve finansal riskin artmasına bağlı olarak iflas ihtimalinin artmasıdır.

Düşük kapasiteli şirketlerde aşırı borçlanma ve bunun sonucunda işaret etkisi ciddi boyutlara ulaşmaktadır. İşaret etkisi teorisi, firmaların neden öncelikle iç kaynakları daha sonra borcu ve en son da özsermaye artırımını tercih ettiklerini ortaya koymaktadır. İşaret etkisi teorisine göre sadece düşük karlı firmalar özsermaye artırımına gitmektedir. Rasyonel yatırımcılar ise bunu önceden görebilmekte ve ilk halka arzda iskonto talep etmektedirler. Bu iskonto, özsermaye artırımının maliyetini oluşturmaktadır. Borçlanma, sermaye piyasasına firmanın yüksek bir performansa sahip olduğunu göstermektedir. Firmanın sermaye yapısı seçimlerinin firmanın içindeki kişilerin sahip olduğu bilgilerle dışarıdaki yatırımcılara işaret sağlayacağı vurgulanmakta ve işaret etkisi teorisi, firmaların neden öncelikle iç kaynakları daha sonra borcu ve en son da özsermaye artırımını tercih ettiklerini ortaya koymaktadır (Karadeniz, 2008: 38).

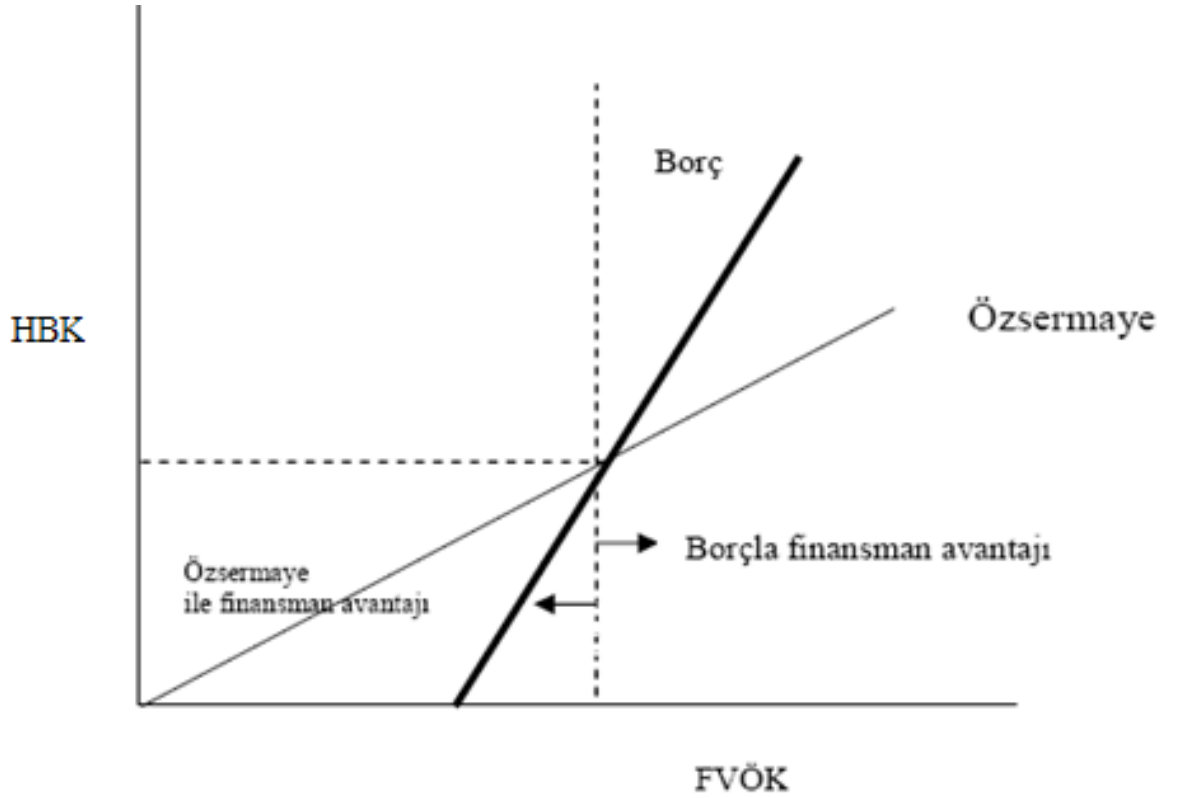
1.6. Optimal Sermaye Yapısının Tespitinde Kullanılan Yöntemler

Şirketlerin dönemsel performansını ölçmede, kârlılık en önemli başarı kriteri olarak değerlendirilmektedir. Dönemsel kârlılıkta başarı ise ancak, doğru sermaye yatırımları ve etkin şirket politikalarıyla mümkün olmaktadır. Sermaye yatırımlarının doğru yapılabilmesi ve etkin çalışabilmek için ise, şirketlerin sermaye yapılarının optimum olması gerekmektedir. Aksi takdirde şirketler kazançlarını ya da kârlılıklarını sermaye maliyetlerini karşılamaya harcarlar. Sermaye yapısı optimum olan şirket, kârlılığını maksimize edebilir böylelikle maksimum kârlılığa ulaşan şirketin piyasa değeri de doğrusal olarak artar. Sermaye maliyetini minimum yapan şirketler ancak optimal sermaye yapısını yakalayabilmekte ve bu şirketlerin, şirket değerleri piyasalarda maksimize olmaktadır.

1.6.1. FVÖK - Hisse Başına Kâr Analizi

Faiz ve vergi öncesi kâr(FVÖK) kavramı şirketin gelir tablosunda gözüken esas faaliyet kâr/zararı tutarındır. Hisse başına kâr ise şirketin dağıtılan dönem kârının hisse başına düşen tutarıdır. Bu analiz yöntemi esas faaliyet kârı ile hisse başına kâr arasındaki ilişkiyi analiz ederek, alternatif finansman şekillerinin çeşitli faaliyet kârı düzeylerine göre karşılaştırılmasına dayanmaktadır.

Hisse başına kâr analizi yöntemi, hisse başına kâr rakamını en yüksek veren sermaye bileşimini bulmaya yönelik olup, esas faaliyet kârının değişmediğini ve bununla beraber sermaye yapısına bağlı olarak hisse başı kârın değiştiği alternatiflerini ortaya koyar (Akgüç, 1998: 241). Bu yöntem bir grafik ile ifade edilecek olursa:



Şekil 6: FVÖK - HBK Analizi

Kaynak: Okka, 2009:366

FVÖK/HBK analizi basit şekilde formüle edilirse:

Bir şirkette elde edilen esas faaliyet kârının hisse başına düşen miktarının hesaplanması şu şekilde formüle edilebilir(file://D:\OLdDesktop\iyl5202_finansalyönetim\iyl5202\w12.htm) :

$$\text{HİSSE BAŞINA KÂR} = \frac{(\text{FVÖK} - \text{Faiz}) \times (1 - \text{Vergi}) - \text{Dönemlik Hisse Sen. Ödemesi}}{\text{Şirketin Hisse Senedi Sayısı}}$$

Şekil 6'daki grafikte; dikey ekseninde hisse başına kâr, yatay ekseninde ise faaliyet kârı gösterilmektedir. Öz sermaye ile finansmanda sabit gider olmadığı için sıfır noktasından başlamaktadır. Muhtelif FVÖK seviyelerinde HBK'ın nasıl değiştiği görülmektedir. Öz sermaye ve borçla finansmanın kesişim noktasında her iki alternatifte aynı oranda hisse başı kar sağlamaktadır. Kesişim noktasından önceki FVÖK değerleri için hisse senedi ihraç edilmeli, kesişim noktasından sonraki FVÖK değerleri içinde borçla finansman tercih edilmelidir (Yakar, 2011: 51)

1.6.2. Nakit Akışı Analizi

Finansal performansı ölçmede nakit akış rasyolarından yararlanılması A.B.D' de FASB (Finansal Muhasebe Standartları Kurulu)' nun 95 nolu kararı ile nakit akım tablolarının işletmeler tarafından hazırlanmasını zorunlu hale getirmesinden sonra yaygınlaşmaya başlamıştır.

Şirket sermaye yapısını borç ağırlıklı kurduktan sonra, bu borçların vadesi kısaldı, miktarı artarsa; şirketin yüklendiği sorumluluk ve sabit yüklerde artar. Bu sabit yükler, borçların faiz ve anapara taksitlerinden, firma finansal kiralama yoluyla finansman sağlamışsa kira bedellerinden, imtiyazlı hisse senedi çıkartmışsa imtiyazlı hisse senetlerine öncelikle ödenecek kar paylarından oluşur (Uyar, 2001: 241).

Nakit akışını baz alan rasyolar bir şirketin finansal gücünü ve karlılığını ölçme ve değerlendirmede yararlı araçlardır. İflası ve finansal sıkıntıyı tahmin etmede nakit akışı verileri çok önemli verilerdir. Uluslararası muhasebe standartlarına(UMS) uygun olarak hazırlanan nakit akış tablosundaki “İşletme faaliyetlerinden net nakit akışı”, “yatırım faaliyetlerinden net nakit akışı” ve “finansman faaliyetlerinden net nakit akışı” sınıfla-

ması net nakit durumunu belirlemede işletmenin dönem faaliyetlerinin ve diğer faaliyetlerinin etkisini ayrı ayrı göstermektedir İşletme faaliyetleri üretim ve mal ve hizmetin satın alınıp satılması gibi işletmenin temel faaliyetlerini içermektedir. Nakit akış analizinde işletme faaliyetleri şirket yöneticilerinin en çok üzerinde durması gereken konu olmalıdır.

Yeterlilik rasyolarından nakit akış yeterliliği rasyosundan şirketin borçlarını ödeyebilmesi, faaliyetlerini sürdürebilmesi amacıyla gerekli olan yatırımlarını yapabilmesi ve ortaklarına kar payı dağıtımını amacıyla kullanabileceği düzeyde nakit yaratabilme durumunu incelemek amacıyla yararlanılabilir. Bu rasyonun 1 olması yeterli görülmektedir. Uzun vadeli borç ödeme, kar payı ödeme ve nakdin yeniden yatırımı rasyoları yatırımcı ve kredi verenlere ileriye görmeleri için ipucu verir. Borç karşılama oranı işletmenin borçlarının kaç yılda geri ödenebileceğini, amortisman etkisi rasyosu ise amortismanların işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit içindeki oranını göstermektedir (Yılmaz, 1999: 186).

1.6.3. Borç/Öz Sermaye ve Sabit Yükümlülükleri Karşılama Oranları

Finansal kaldıraç derecesi veya mali yapı oranları olarak ta adlandırılan “Borçlar/Özsermaye” oranı, kreditorlerin ve ortakların şirkete sağladıkları kaynakların oranını göstermektedir. Bu oranlar aşağıdaki gibidir (Lazol ve Çabuk, 2009: 110):

$$\text{Borç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar (KVB +UVB)}}{\text{Pasif Toplam}}$$

$$\text{Özsermaye Oranı} = \frac{\text{Özkaynaklar Toplamı}}{\text{Pasif Toplam}}$$

$$\text{Özsermaye Çarpanı} = \frac{\text{Aktif Toplam}}{\text{Özkaynaklar Toplamı}}$$

Sabit yükümlülükleri karşılama oranları firmanın faiz, borç, kiralama gibi sabit yükümlülüklerini bir yıl içerisinde kaç defa karşılayacak kar elde ettiğini gösterir. Bu oranların en önemlileri faizleri karşılama gücü, sabit giderleri karşılama gücü ve nakit akımı karşılama gücü oranlarıdır (Yakar, 2011: 52) :

- Faiz kazanç gücü oranı; FVÖK' nın faiz giderlerine bölünmesiyle hesaplanır. Firmanın, faizin kaç katını o dönemde kazandığını gösterir. Bu oranın büyüklüğü firmanın faiz ödemelerini rahatlıkla karşıladığını ve finansal riskinin azlığını gösterir. Oranın küçük olması ise firmanın finansal riskinin büyüklüğünü ifade eder.

$$\text{Faiz Kazanç Gücü Oranı} = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr}}{\text{Dönemsel Faiz Giderleri}}$$

Bu oran ne kadar büyükse o kadar iyidir.

- Sabit giderleri karşılama oranı; borç servis oranı olarak ta adlandırılan bu oran firmanın kiralama, diğer borç taksitlerini ve faiz ödemelerini kaç defa karşılayacak gelir elde ettiğini gösterir. Oranın büyüklüğü firmanın sabit ödemelerini karşılamada rahat olduğunu ve finansal riskinin düşüklüğünü gösterir (Yakar, 2011: 52).

$$\text{Borç Servis Oranı} = \frac{\text{FVÖK} + \text{Kira ve Taksit Ödemeleri}}{\text{Faizler} + \text{Anapara Ödemeleri} + \text{Kira Ödemeleri}}$$

- Nakit akımı karşılama oranı; firmanın sağladığı nakit akımlarının kira ödemeleri, faiz ödemeleri, imtiyazlı hisse senedi temettü ödemeleri ve borç ödemeleri gibi ödemeler toplamına bölünmesiyle bulunur. Taksit ödemeleri (1-vergi oranı) oranına bölünür. Bölünmesinin sebebi, giderin yapılması için firmanın vergiden önce ne kazanması gerektiğini (brüt karı) bulmaktır (Yakar, 2011: 52).

$$\text{Nakit Ak.Karş. Or.} = \frac{\text{FVÖK} + \text{Kira Ödemeleri} + \text{Amortismanlar}}{\text{Faizler} + \text{Borç Ödemeleri} + \text{Kira Ödemeleri} + \text{İmt.Temettü Öd.}}$$

BÖLÜM 2: DEĞERLEME KAVRAMI VE ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bu bölüm, şirketlerin dönemsel faaliyetleri sonucunda ulaştıkları kâr-zarar tutarlarının, piyasalarda şirket değerlerini ne yönde şekillendirdiğini ve çeşitli yöntemlere göre şirketlerin piyasa değerlerinin farklılaştığını gösterebilmek adına literatürde yazımına alınacaktır.

2.1. Değer ve Fiyat Kavramları

Günümüzde baş döndürücü bir şekilde hızla dolaşan ve sınır tanımayan sermaye ile birlikte gelen şirket birleşmeleri, “Değerleme” kuramını hayati önem arz eden bir noktaya taşımıştır. Sağlıklı değerlendirme yapabilmek için öncelikle, değerlendirme kuramını doğru anlamak, fiyat ve değer kavramlarının ayrıştırdıkları noktaları doğru teşhis etmek gerekir.

Teoride “Değer” kavramının bir çok farklı tanımı olmasına karşılık; “Değer” ; kıymet, önem ölçüsü, paha, karşılık, parasal bedel, fayda gibi kavramlarla bir çok karşılık bulunmaktadır. Değer kavramının açıklanması ya da net bir temele oturtulması, yıllar boyunca ekonomi biliminin en tartışılmalı sorunlarından birisi olmuştur. Bugün varılan noktada değer; bazen herhangi bir ürünün sağladığı toplam fayda bazen de bu ürüne sahip olmanın sağladığı diğer mal ve hizmetleri satın alma gücünü yani bir ürünle başka bir ürünün değişim değerini ifade eder (Encyclopedia of Banking and Finance, 1962: 591).

Değer kavramı farklı ekonomi düşüncelerine göre farklı tanımlamalara da sahiptir. Neoklasik ekonomi teorilerine göre bir ürünün değeri, o ürünün açık ve rekabetçi bir pazarda getireceği fiyattır. Neoklasik ekonomi, fiyat ile değeri eşit kabul ederek, her iki kavrama da aynı anlamı yüklemişlerdir. Klasik ekonomiye göre ise bir şeyin değeri, sağladığı faydadan gelir. Klasik ekonomide fiyat ile değer aynı şeyi ifade etmez. En temel anlamda değer, tüketicinin kullandığı üründen sağlayacağını düşündüğü faydadır. Birçok teorisyene göre, tek ve mutlak bir değer yoktur. Amerikan asıllı bir yazar olan Charles Dudley Warner, değer kavramını, “Bu dünyada mutlak bir değer yoktur. Bir nesnenin sizin için ne kadar değerli olduğunu sadece tahmin edebilirsiniz.” diyerek tanımlamış, bir başka ünlü Amerikan yatırımcı olan Warren Buffet ise fiyat ile değer kavramı arasındaki farkı, “Fiyat ödediğin, değer aldığın” diyerek açıklamıştır. Karl Marx’ın sosyalist emek-değer teorisinde ise değer, emek cinsinden üretim maliyetine

bağlıdır. Bu teoriye göre emek, rantın ve karın aslını teşkil etmektedir. Sermaye, emeğin oluşturduğu artı değerlerin toplamından başka bir şey değildir (Yazıcı, 1997: 5-6).

Uluslararası Muhasebe Standartları'na (UMS) göre değer, gerçek bir veri olmayıp mal veya hizmetin alıcı veya satıcıları tarafından sonuçlandırılması muhtemel fiyattır. UMS'ye göre pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirilme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Ekonomi gurularından Adam Smith' e göre ise değer teorisi; "Bir malın iki çeşit değeri vardır. Biri o malın kullanıcıya sağladığı fayda, ikincisi ise o malın başka mallarla değişim değeridir. Birinci değer kişiden kişiye değişir, subjektiftir ve genel kabul görmüş toplumsal bir hesaplaması yapılamaz. İkincisi ise mübadele değeridir ve bunu günümüzde o ilgili malın piyasa fiyatı olarak niteleyebiliriz." Günümüzde ise, kullanıcıya en çok fayda sağlayan malların fiyatları çok düşük; faydası çok az olan malların ise fiyatları çok yüksek olabilmektedir. Bu duruma elmas ile su iyi bir örnektir. Lakin suyun faydası elmasın sağlayacağı faydadan çok daha fazladır, fakat elmas suya göre çok daha pahalıdır.

Fiyat kavramı literatürde çeşitli kavramlarla karşılık bulmasına rağmen, bu kavram, parasal karşılık, eder, paha, değer ölçüsü gibi ifadeleri yansıtmaktadır. Parayla ifade edilen değer; mal ya da hizmetleri satın almak için gereken, bir satıcının mal ya da hizmetler üzerindeki hakkından vazgeçmek için istediği para miktarı "fiyat" olarak tanımlanabilir (Encyclopedia of Banking and Finance, 1962: 591). Fiyat tarihsel bir gerçek niteliğe sahiptir. Fiyat, bir alıcı ve satıcının bir nesneyi almak ya da satmakta mutabık kaldıkları, arz ile talebin kesiştiği değerdir. Satıcı biçtiği değer üstünde bir fiyattan satmak, alıcı ise biçilen değer altında bir fiyattan almak ister. Tanımlamalardan hareketle, fiyat kavramı her ne kadar değer bir ölçüsü olarak gözüke de; fiyat kesinlikle değer değildir ve bir ürünün gerçek değerini yansıtmaz. Şöyle ki, fiyat stabil değil her daim değişkenlik arz eder. Hava durumu bile ürün fiyatlarını değiştirebilir ki; kötü hava koşullarından dolayı bir dönemdeki zeytin rekoltesindeki düşüklük, o dönem zeytin fiyatlarını tavan yaptırabilir. Yani o dönem için zeytinin fiyatı gerçek değerinin çok

üstüne çıkabilir. Arz ve talep dalgalanmaları, ülkedeki siyasi hareketler, hava durumu gibi birçok olaya göre şekillenen “fiyat” kavramı asla bir ürünün değerini yansıtmamakta ve çoğu zaman gerçek değer altına inip üzerine çıkabilmektedir. Şöyle ki, elinde nadide bir pul bulunan bir pul satıcısının spekülasyon yeteneği ve bu pula koleksiyonu için ihtiyaç duyan bir koleksiyoncunun istek derecesi ile belirlenen pul fiyatı gibi ekonomik olmayan faktörlerin rol oynadığı haller dışında fiyat, gerçek değerle ilişkili olabilir. (Hançerlioğlu, 1973: 39-40)

Stanley’ in yaptığı bir çalışmaya göre, fiyatı değerden ayıran başlıca etkenler şunlardır (Stanley, 1967:640):

- Eksik bilginin ve ekonomide belirsizliğin olması.
- Alıcı sayısının az olması.
- Tarafların rasyonel hareket etmemesi.
- Satışta pazarlığın olmaması.
- Satılan ürünün ünü ve büyüklüğü.
- Çeşitli hükümet politikaları ve sınırlamaları.
- Alıcının piyasada tekel konumuna geçmek istemesi nedeniyle mal ya da hizmete değerinden fazla fiyat biçmesi.
- Ekonomik, siyasi, sosyal ve kültürel farklılıklar ve bu faktörlerin konjonktürel durumu.
- Kısa sürede satış yapmak amacıyla fiyatın değer altında belirlenmesi.

Stanley’ in sıraladığı bu faktörlerin yanında, coğrafik ve meteorolojik değişiklikler, kısa süreli arbitraj işlemleri, spekülatif - manipülatif hareketler ve böyle bir çok farklı faktör de fiyatla değeri birbirinden ayırabilmektedir.

2.2. Şirket Değeri ve Özsermaye Değeri

Bir şirketin varlıkları üzerinde ortak veya ortaklarının hakkı olduğu kadar, şirkete finansman sağlayan kreditorlerin de verdiği finansman oranı kadar hakkı vardır. Zira şirketin tasfiyesi durumunda, kreditorlerin hakları, hissedarlardan önce ödenmektedir. Bu yüzden halka açık bir şirketin değeri, şirketin net finansal borcu ile hisse senedi değerinin toplamına eşittir denilebilir. Böyle bir durumda şirket değeri, özsermaye değerinden

farklı olarak sadece hissedarlar için değil, firmanın gelirleri üzerinde hak sahibi olan tüm taraflar için toplam değeri ifade eder (Şenel, 2006: 5).

Şirket değeri; şirketin bilançosundaki varlıkların toplamı, kullandığı teknoloji, entelektüel sermayesi ve gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri ve tüm bu varlıkların analizi yapılarak belirlenebilir. Tıpkı şirket değerinde olduğu gibi, özsermaye değeri de nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle hesaplanmaktadır. Daha da öz ifadeyle şirket değeri, şirketin özsermayesi ile birlikte şirkete borç verenler, şirketin çıkarmış olduğu hisse senedi ve tahvili alanlar gibi şirketle alacak ilişkisi olanları da kapsayacak şekilde şirketin toplam değerini ifade etmektedir. Özsermaye değeri ise sadece şirketteki özsermayeyi değerlendirmekte ve bu değerlemede özsermayenin değeri ise özsermayeden gelen nakit akımlarının özsermaye maliyeti düşüldükten sonra kalan değeri olarak ifade edilebilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 105-106).

Şirket değeri ve özsermaye değerlerinin tespiti subjektif özellikler taşıdığı için değerlendirme çalışması sonucunda kesin ve geçerli bir değer olarak kabul edilmemektedir. Fakat şirket ile bağlantısı olan taraflar açısından bu değerler şirketin değer yapısı açısından şirket ilgililerine (kreditörler, ortaklar, vb.) fikir vermektedir. Şirket değerinin daha doğru tespiti için, şirket ve yatırımcı açısından daha uygun birkaç değerlendirme tekniği kullanılarak şirket değeri tespit edilebilir.

Şirket değeri, birçok içsel ve dışsal etkenden etkilenmektedir. Bu faktörler şu şekilde özetlenebilir (Yazıcı, 1997: 4):

- Şirketin aktif ve finansal yapısı.
- Elde edilen geçmiş yıl kârları ve gelecekteki kâr beklentisi.
- Kâr payı dağıtım politikası ve kapasitesi.
- Yapılacak yatırımlar ve bu yatırımlardan beklenen gelirler.
- Halihazırda kullanılan teknoloji.
- Şirketin maddi olmayan duran varlıkları ve şerefiye durumu.
- Sektörün ve ülke ekonomisinin genel durumu.
- Şirketin kullandığı maddi duran varlıklarının niteliği.
- Şirketin ürünlerinin pazarlanabilirliği.
- Şirketin entellektüel yapısı ve entellektüel sermayesi.

Yukarıda sıralanan tüm bu faktörler şirketin piyasa değerini daha doğru belirlemek, şirketin büyüme potansiyelini sağlıklı ölçmek ve şirketin taşıdığı riskleri görebilmek adına önem taşımaktadır.

Şirket değerlerinin tespit edilmesinin nedenleri çok çeşitli nedenlere dayandırılrsa da genel olarak aşağıdaki maddelerle özetlenebilir (Yıldız, 2006: 46)

- Firma birleşmelerinde,
- Firmaların hisse senetlerinin pazarlanmasında,
- Firmaların halka açılmasında,
- Firmaların ortaklarının kar dağıtım oranlarının belirlenmesinde,
- Firmaya ortak alma veya ayrılma durumunda
- Kredi güvenilirliğinin araştırılmasında,
- Şahıs şirketlerinin sermaye şirketlerine dönüştürülmesinde,
- Özelleştirmelerde,
- Firmaların tasfiye edilmesinde ve yeniden yapılandırılmasında firma değerinin tespitine yani değerlemeye ihtiyaç duyulur.
- İpotek ve yeni yatırım kararlarının alınmasında.

2.3. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler

2.3.1. Paranın Zaman Değeri

Finansal kararların alınmasında en temel aktör olan bu kavram, paranın geçen zaman içerisinde değer kaybetmesi durumundan kaynaklanmaktadır.

Paranın zaman değeri kavramı, enflasyonist bir ortamdan etkilenerek paranın değerinin düşmesinden farklı bir kavramdır. Ülke ekonomisinde enflasyon olsun ya da olmasın, paranın bir zaman değeri vardır. Bununla birlikte, enflasyon paranın değer yitirmesini hızlandıran ekonomik bir durumdur. Paranın değeri iki açıdan hesaplanabilmektedir (Chambers, 2005: 98-110). Bunlar aşağıda açıklanmıştır.

- *Paranın Gelecekteki Değerinin Hesaplanması:* En genel yapısıyla paranın gelecek değeri kavramı, bugün yapılan bir yatırım bedelinin, bugün ödenen bir paranın veya borcun gelecekte bir zamanda yapılmış olunsaydı, o zamanda sahip olacağı değerdir. Bu değer hesaplanmasının amacı, yatırımcılar planladıkları

yatırım için bugünden yatırılacak sermayenin gelecekteki değerini bilerek, yapacakları yatırımın gelecekteki maliyetini doğru hesaplayabilmektir.

- *Paranın Bugünkü Değerinin Hesaplanması:* Bu değer ise, gelecekte yapılacak bir yatırımın veya ödemenin bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Bir nevi paranın gelecekteki değerinin tersi olmaktadır. Yapılacak finansal yatırımların seçilmesinde, geleceğe yönelik bireysel ödeme planlarında paranın bugünkü değerinin bilinmesi önem arz etmektedir.

2.3.2. Artık Değer

Artık değer kavramı, tahmin edilemeyen ilerleyen dönemlerdeki nakit akımlarının toplam değeridir. Şirketlerin elde edeceği gelirler ancak belli bir döneme kadar tahmin edilebilmekte, sonsuza kadar tahmin edilememektedir. Bundan dolayı belirli bir yıldan sonra elde edilecek gelirlerin tahmini yapılmayarak, gelecek dönemlerdeki gelirleri yansıtabilecek bir değer hesaplanır. Bu değer genellikle şirketlerin olgunluk dönemlerindeki dönemsel nakit akımlarının sonsuza kadar süreceği varsayımıyla yapılmaktadır (Chambers, 2005: 115).

$$\text{Artık Değer} = \frac{\text{Sonsuza Kadar Devam Edecek Dönemlik Sabit Nakit Akımları}}{\text{Yıllık İskonto Oranı}}$$

Bu formül ile birlikte şirketin gelirlerini uzun bir zaman diliminde ayrıntılı bir şekilde tahmin etme gereği ortadan kalkar ve her dönem sabit nakit akımı kabul edilerek gelecek dönemlerdeki nakit akımlarının toplam değeri bugüne indirgenmiş olur.

2.3.3. Peştemallik Değeri (Şerefiye)

Şerefiye kavramı genel olarak, bir şirketin finansal durum tablosunda gözükmeyen, müşteri portföy büyüklüğü, şirketin sektördeki yeri ve marka bilinirliği gibi şirketin maddi olmayan duran varlıkları hesap grubunda yer alan bir hesaptır. Muhasebesel açıdan bu kavram, bir şirketin bütün olarak satın alınması durumunda şirkete ödenen toplam satın alma bedeli ile şirketin net aktif değeri arasındaki olumlu farktır. Şirketin bilançosunda gözüken toplam aktiflerinin gerçeğe uygun değerinin üzerinde satılması durumunda alıcının ödediği fazla olan miktardır.

Şirketlere değer biçilirken sadece kuruluşa veya sonraki dönemlerde edinilen maddi varlıklar dikkate alınmamalıdır. Bunlara ek olarak, çalışan elemanlar, kullanılan araçlar, uygulanan üretim, pazarlama, finansman ve yönetsel kararlar, müşteri portföyü, sıralar, sahip olunan tecrübeler gibi birçok faktör bir bütün olarak değerlendirilmelidir. Her ne kadar bu faktörler mali tablolarda ve muhasebe bilgilerinde yer almasa da şirketlerin kendi itibarlarını, isimlerini yüceltmek için de belli bir yüke katlandıkları bilinmektedir. Gözle görülmeyen ve soyut bir kavram olan zira firmanın itibarını arttıran şerefîyenin, sürekli olarak korunması gerekmektedir.

Bir şirketin şerefîye tutarının hangi kalemlerden oluştuğunu hesaplamak çok güç olsa da; şerefîye şirketlerde maddi olmayan birçok unsuru içerebilir (Chambers, 2005: 119).

- Şirketin veya ortaklarının sektördeki imajı.
- Kuruluş yerinin optimum olması.
- Şirketin ürünlerinin pazar payları.
- Müşterilerin şirketin bilinirliğine ve güvenilirliğine verdikleri değer.
- Ürünlerin marka bilinirliği.
- Şirketin entelektüel sermaye yapısı.
- Şirketin tekel avantajlarının olması durumu.
- Potansiyel kârların veya yeni yatırım fırsatlarının bulunması vb.

Yukarıda sıralanan maddelerden de görüleceği üzere, şerefîye uzun bir dönem boyunca şirketlerin yapmış olduğu harcamaların ve vermiş oldukları emeğin bir birikimidir.

2.3.4. Dönemsel Tahminler

Dönemsel tahminler şirketlerde genellikle elde edeceği gelirler ve nakit akışları için yapılmaktadır. Her şirketin ekonomik ömrü için “Giriş – Gelişme – Olgunluk – Düşüş” olmak üzere genelde dört dönemden oluşan bir yaşam eğrisi bulunmaktadır. Dolayısıyla şirketlerde dönemsel tahminler yapılırken şirketin hayat eğrisinin neresinde olduğu önem arz eder ve şirketin en yüksek nakit akışını elde edeceği olgunlaşma dönemi belirlenir. Olgunlaşma dönemine kadar geçilecek süre ise tahmin dönemi olarak addedilmektedir.

2.3.5. Şirketin Sermaye Yapısı ve Kâr Dağıtım Politikası

Temettü olarak ta bilinen kâr payları şirketlerin ortak ya da ortaklara dönemsel olarak yaptıkları nakit ödemelerdir. Kâr dağıtım politikası ise, şirketin elde ettiği dönem kârlarının ortaklara dağıtılması veya ortaklara dağıtılmayarak, şirketi büyütmek adına, şirkette tutup yeni yatırımlarda kullanılması konusunda şirket yönetiminin bir karar vermesidir.

Genellikle nakit olarak yapılan kâr dağıtımları, şirketlerde ciddi bir fon azalışına neden olur. Doğal olarak şirketler optimum yatırım fırsatları ile karşılaştıklarında, temettü dağıtmak yerine elde edilen dönem kârını şirket bünyesinde tutmak isterler. Yatırımlar için fon sağlamak amacıyla kâr paylarını azaltmak, borsalarda yatırımcılar açısından negatif bir sinyal olarak algılanmaktadır. Bu durum o şirketin hisse senedine talebi düşürmekle beraber, şirketin hisse senedinin piyasa fiyatını ve şirketin piyasa değerini düşürmektedir. Dolayısıyla şirketin piyasa değerinin etkilenmemesi için, şirketler yapacakları yatırımların finansmanını hem farklı kaynaklardan sağlamalı hem de etkin ve bir kâr dağıtım politikası uygulamalıdır.

2.3.6. Nakit Akım Durumu

Piyasalarda genellikle kâr eden şirketlerin iflas etme nedenlerinin başında, nakit akışını yönetememeleri gelmektedir. Daha da öz ifadeyle, başarılı bir satış pazarlama ağına sahip olan firmalar dahi her ne kadar dönem kârı elde etseler dahi; finansal yükümlülükleri yerine getirebilecek nakit akışını sağlayamazlar ise, belli bir dönem borcu borç ile kapatacak daha sonra her geçen gün şirkete binen faiz yükü şirketin varlıklarını eritecek ve şirket zaman içerisinde iflasını beyan edecektir.

Şirketlerin piyasalardaki başarısı ve şirketin değeri ile nakit akımı arasında sıkı bir ilişki vardır. Gerek şirketlere fon sağlayan kreditorler, gerekse şirkete yatırım yapan yatırımcılar şirketin nakit akışına göre finansman kararlarını yönlendirirler. Zira kreditorler şirkete sağladıkları fonu zamanında geri alabilmek adına, yatırımcılar ise aldıkları hisse senedi veya tahvil karşılığında kendilerine kâr payı veya faiz ödenmesini beklerler. Kâr dağıtım politikasında da değinildiği gibi, temettü dağıtımları genellikle nakit olarak yapıldığından ortaklar açısından da nakit akımı ciddi önem arz etmektedir. Lâkin şirkette

dönemsel olarak nakit yeterliyse kâr dağıtımında sıkıntı yaşanacak ve bu durum finansal piyasalarda şirketin değerini aşağıya çekecektir (Chambers, 2009: 167).

2.4. Şirket Değeri Kavramı ve Şirket Değerleme Yöntemleri

Değer kavramının ekonomik temelleri açısından baktığımızda, şirket değeri kuramı, her ne kadar objektif analizler ile sübjektif yargıların birleşimi gibi gözükse de, muhasebesel açıdan bazen maliyetin bazen faydanın bazen nakit akışlarının bazen de karın veya kar payının bir fonksiyonu olarak tanımlanmakta ve hesaplanmaktadır. Bir şirket ne kadar yüksek performansa sahip olursa olsun, yanlış yöntemle değerlendirilmiş ve kötü fiyatlandırılmışsa, cazip bir yatırım olmaktan çıkar.

Şirket değeri belirsizlik taşıyan bir kavramdır. Bu nedenle değerlendirme sürecindeki yaygın olan yanlış anlamalardan ve hatalardan kaçınmak için terimi mümkün olduğunca açık ve net olarak ortaya koymak önemlidir. Bu, şirketin spesifik durumuna (şirket işleyen bir işletme midir? Özel bir işletme midir? İflas sürecindeki bir işletme midir?), değerle ilgili spesifik bir kişiye (Kimin için değer? Kime göre değer?), spesifik bir amaca (Ne için değer?), ve spesifik bir değerlendirme tekniğine baş vurulmadan gerçekleştirilemez. Bir başka ifadeyle, şirket değeri büyük ölçüde neyin, kim için, hangi amaçla ve nasıl değerlendirildiğine bağlıdır (Pereiro, 2002: 34).

Günümüzde işletmelerin göze çarpan en temel amacı, kar maksimizasyonundan ziyade; hissedarların piyasa değerinin veya şirket değerinin maksimizasyonuna dönüşmüş olmasıdır. Bu durumda daha çok satış geliri elde ederek daha çok kar eden işletmeler değil; firma değerini en yükseğe çıkarmayı hedefleyen işletmeler revaçtadır. Şirket değerlendirme olgusu, tüm piyasa ekonomilerinde başından beri var olmakla birlikte; her geçen gün artan rekabet ile küreselleşen piyasalarda büyük hız ve hacim kazanan, dünyanın dört bir yanında karlı yatırım olanakları arayan sermaye akımları sebebiyle ve özellikle bu sermaye akımlarına büyük ihtiyaç duyan ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomiler açısından daha da önemli hale gelmiştir. Piyasalarda doğru değerlendirme yöntemlerinin ve uygulanabilirliğinin gelişmesi ve gerçekleşmesi arttıkça, piyasalar daha etkin bir piyasa haline gelecek ve bu da güven ve kurumsallaşma arayan yabancı sermaye akımları için daha da cazip bir hal alacaktır. Bununla birlikte ayrıca, ulusal işletmelerin yabancı sermayedarların eline, gerçek değerinin çok altında bir fiyatla geçmesi gibi olumsuz durumlar da engellenebilecek, bu da ülke ekonomisine artı bir katma değer sağlayacaktır.

Tüm bu tanımlamalardan ve kıyaslamalardan hareketle günümüz muhasebe sistemlerinde şirketlerin değeri göz ardı edilerek, şirketlerin fiyatları ön plana çıkmakta, bu durum ise şirket değerlerini doğru yansıtmamakta ve bunun sonucunda da yatırımcılar yanlış yönlendirilerek finans piyasaları her daim bir bilinmezlik ve kaotik bir durumu yansıtmaktadır.

2.4.1. Aktif (Varlık) Bazlı Değerleme Yöntemleri

Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri, şirketlerin bilançolarında var olan varlık temelli değerlendirme yöntemleridir. Aktif bazlı değerlendirme yöntemleri, şirketlerin geçmiş performansları üzerine değerlendirme yapmakla birlikte, değerlendirme yapılan şirketi oluşturan varlıkların değerlerinin toplanmasını esas alan yöntemlerdir. Bu yöntemlerin temel yaklaşımı, şirketlerin bilançolarındaki aktiflerin toplam değerinden, şirketin borçları veya yükümlülükleri toplamı düşülerek öz sermaye değerinin çeşitli şekillerde bulunmasıdır (Chambers, 2009: 200).

Geleneksel bir yaklaşım türü olan aktif bazlı yöntemler; firmanın değerinin bilançosunda gözüktüğü veya bilançodan belirlendiği kabul edilmektedir. Statik bir bakış açısına sahip olan bu yöntemler, firmanın gelecekteki değerini veya zamanın paraya olan etkisini göz ardı ederler. Ayrıca sektörün mevcut durumu, insan kaynakları veya organizasyona yönelik problemler ve anlaşmalar gibi muhasebe tablolarına yansımayan, ancak şirket değerini etkileyen diğer faktörleri de dikkate almazlar.

Bu yöntemlerin ağırlıklı kullanıldığı şirket yapıları; gayrimenkul şirketleri, yatırım ve holding şirketleri, gayri-faal şirketler ve tasfiye halindeki şirketler olarak sıralanabilir.

2.4.1.1. Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri kavramı en genel tanımıyla, sahip olunan varlıkların muhasebe sistemindeki kayıtlı değeridir. Biraz daha derinleştirecek olursak, defter değeri; bilançonun aktifinde sahip olunan tüm varlıklardan amortisman, verilen çekler, reeskont hesapları gibi hesaplar düşüldükten sonra elde kalan net varlıklardan, bilançonun pasifinde yer alan cari ve uzun vadeli borçları düşüldükten sonra bulunan değerdir. Defter değeri varlıkların edinildiği tarih itibarıyla var olan değerleridir ki, bu yüzden geçmişi kayıt ederek tarihi bir nitelik taşır. Bu nedenle işletme değerinin tespitinde, bu yöntem biraz zayıf kalmakta, dolayısıyla değer tespitinde pek önem arz etmemektedir. Ayrıca muhasebe uygula-

malarındaki farklılıktan dolayı, örneğin işletmenin kullandığı amortisman ayırma yöntemlerindeki farklılık gibi, aynı varlıklara sahip iki işletmenin bile, varlıklarının değerleri bilançoda farklı gözükebilecektir. Bu da defter değeri yönteminin en önemli bir başka zayıf yönüdür. Bir başka yönden bakılacak olursa, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum bile, işletmelerin defter değerlerini farklılaştırabilmektedir. Şöyle ki; enflasyonist ekonomilerde işletmelerin değerleri olduğundan çok daha düşük görünebilmekteyken; deflasyonist durumlarda ise durum tam tersi olacaktır.

Bu yöntemin uygulamadaki yeri şirket birleşmelerinde bilirkişilerin kullandığı ana yöntem olmakla birlikte, değişik muhasebe standartlarına uygulamalarına göre değişik defter değerleri oluşturmaktadır. Bilindiği üzere VUK' a göre oluşturulan mali tablolardan çıkan defter değeri ağırlıklı maliyet tabanlıdır. Alacaklar, borçlar ve maddi varlıklar güncel veya piyasadaki cari değerinden değerlendirilmezler. TFRS' ye göre oluşturulan mali tablolarda ise durum, daha karma bir nitelik taşır. Alacaklar ve borçlar iskonto işlemine tabi tutulurken, TFRS' de varlığın cari piyasa değerine, gerçeğe uygun değer denilmekte ve varlıkların birçoğu gerçeğe uygun değerle değerlendirilmekte ve raporlanmaktadır.

Tüm bu dezavantajları yanında defter değeri yöntemi şirket değerlemelerinde destek amaçlı olarak kullanılabilir gibi, istisnai durumlarda da anlamlı değerlendirme sonuçları verebilir. Bu istisnai durumlar şu şekilde sıralanabilir:

- Bankalar gibi varlıklarının büyük çoğunluğu parasal varlıklar olan işletmelerde (Aydın, 2012: 133).
- Geleceğe yönelik belirsizliğin yüksek olması nedeniyle gelecek gelirlerine dayalı yöntemlerin oldukça spekülasyon bir hal aldığı durumlarda (Blackman, 1992: 60).
- Kazançları dengesiz olan işletmelerde (Ertuğrul, 2008: 2).
- Sermaye piyasalarının veya ekonominin daraldığı ve uygun bir fiyatla yeni menkul kıymetlerin pazarlanmasının zor olduğu durumlarda (Ertuğrul, 2008: 2).
- Hisse senetlerinin defter değerinin, borsa rayicinden yüksek olduğu durumlarda.
- Yeni kurulmuş veya varlıkları yeni edinilmiş işletmelerde.

2.4.1.2. Net Aktif Değer Yöntemi

Net aktif değer en genel tanımıyla, geleneksel muhasebe sisteminde tarihi maliyetleriyle bilançoya kayıt olunan varlıkların, piyasa fiyatı olarak atfedilen cari değerlere dönüştürülmesiyle bulunan değerdir. Varlıkların cari piyasa koşullarında satılmaları durumunda elde edilebilecek nakit miktarını ifade etmektedir. Cari piyasa değerlerine dönüştürülen varlıklar işletmenin piyasa değerini göstermekteyken; işletmenin piyasa değerinden bilançoda var olan cari ve uzun vadeli borçların çıkarılmasıyla bulunan değer ise işletmenin özkaynak ya da öz varlık değerini ortaya koymaktadır. Net aktif değer yönteminde; işletmenin bilançosunda var olduğunu iddia ettiği tüm aktifler yeniden değerlendirilmiş değerleriyle dikkate alınacaktır.

İşletmenin kontrol payının, işletmenin faaliyetleri ve aktifleri üzerindeki her türlü tasarrufa imkan verecek bir anlaşma ile satılması halinde, işletme değerinin hesaplanmasında kullanılan yöntem, “Net Aktif Değerleme” yöntemidir (Akkaya, 2008: 2).

Net aktif değer(NAD) yöntemi şu şekilde formüle edilebilir:

$$\text{NAD} = \text{Varlıkların Piyasa Değerleri Toplamı} - \text{Borçların Bugünkü Değerleri Toplamı}$$

Net aktif değer yönteminde bilançoda var olan tüm varlıklar ve yükümlülükler bugünkü değerlerine getirilir. Bilançoda tarihi maliyetleri ile var olan varlıkların ve borçların cari değerlerine dönüştürülmelerinde düzeltme yapılan kalemler ve kullanılan metotlar şöyle sıralanabilir.

- **Stoklar:** İşletmenin gelir tablosunda yer alan (62) kodlu hesap grubu satışların maliyeti hesap grubunun toplamını yine işletmenin aynı dönem bilançosunda var olan (15) kodlu hesap grubu stoklar hesaplarının dönem başı ve dönem sonu mal mevcudunun ortalamasına bölünerek, tüm stok hesaplarının ayrı ayrı stok devir hızları hesaplanır. Hesaplanan stok devir hızları bir yıldaki gün sayısına (360) bölünerek stokların kaç günde bir devir ettiği bulunur. Bir ayın üzerinde dönen stoklar için TEFE (Toptan Eşya Fiyatları Endeksi) oranları kullanılarak, stokların günümüzdeki değerleri tespit edilir. Bir aydan daha kısa sürede devir olan stoklar ise bilançoda var oldukları değerlerle değerlendirilir.
- **Duran Varlıklar:** İşletmelerin bilançolarında kayıtlı tüm duran varlıkların değerleri, Devlet İstatistik Enstitüsü’ nün aylık olarak yayınladığı TEFE (Toptan

Eşya Fiyatları Endeksi) oranlarına göre yeniden değerlendirilir. Tüm duran varlıkların edinildiği tarihlerdeki maliyetleri, aylık değişim katsayıları ile çarpılarak cari piyasa değerleri hesaplanır. Tüm duran varlıklarda olduğu gibi tarihi maliyetleri ile bilançoda kayıtlı bazı sabit varlıkların değerlendirilmesinde özellikle binaların ve arsaların değerlendirilmesinde, ekspertiz değeri dikkate alınır. Ekspertiz değeri, bir şirketin duran varlıklarının piyasadaki o an geçerli fiyatlarıdır ve bu fiyat eksperler tarafından rapor edilebilmektedir.

- **Kambiyo Varlıkları ve Kambiyo Borçları:** Değerleme tarihi itibarıyla bilançoda yer alan yabancı para cinsinden varlıklar T.C.M.B. (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası)'nin belirlediği döviz alış kurları; borçlar ise yine T.C.M.B. (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası)'nin belirlediği döviz satış kurları üzerinden değerlendirilir. Senetli ticari alacaklar, borçlar veya sözleşmeler ise, bu kıymetli evrakların üzerinde bir faiz oranı varsa o faiz oranı üzerinden değerlendirilir. Şayet sözleşme de belirtilen böyle bir faiz oranı yoksa o zaman T.C.M.B. (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası)'nin belirlediği reeskont faiz oranları üzerinden değerlendirilir.

Bu yöntemde dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta, muhasebesel olarak kaydı olan ama pratikte farklı niteliğe sahip veya fayda getirmeyecek kalemlerin tespit edilmesi gerekir. Örneğin, iştiraklerden alacaklar kaleminde yer alan ama esasında sermaye niteliğinde verilmiş borçlar varlık kapsamında değerlendirilmemelidir. Ayrıca faaliyetlere ilişkin indirilecek KDV hesabında yer alan tutar her ne kadar varlık gibi gözükse de bu varlıktan faydalanma imkanı bulunmamaktadır.

Bu yönteme şirket birleşmeleri bağlamında bakıldığında, yatırım şirketleri veya holdinglerin değerlendirilmesinde, doğrudan mali tablolar üzerinden net aktif değerlendirme yöntemi mümkün olmayabilmektedir. Çünkü şirket birleşmeleri sonucu ortaya çıkan konsolide mali tablolarda hangi muhasebe kaleminin hangi operasyonlardan geldiğini ayırt etmek oldukça güçtür. Böyle bir durumda şirket değerlemesi söz konusu olduğunda, sağlıklı bir değerlendirme yapabilmek adına karşımıza üç alternatif çıkmaktadır. Bunlardan ilki, ya bağlı ortaklık veya iştirakler ayrı ayrı uygun değerlendirme yöntemleri ile değerlendirilir. Veya bağlı ortaklık ile iştirak değerleri, yatırım şirketine olan ortaklığı oranında toplanarak değerlendirilir. Veyahut ta doğrudan holding veya yatırım şirketine ait mali tablolar-

daki muhasebesel kalemlerin güncel değerleri ve hesaplanan toplam iştirak değerleri ile net aktif değer hesaplanabilir.

2.4.1.3. Tasfiye Değeri Yöntemi

Tasfiye değeri, şirketin faaliyetlerine son verdikten sonra, şirket varlıklarının belirli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden borçların, satış giderlerinin, vergilerin, satış komisyonlarının, personelin isine son verme ile ilgili giderlerin, ayrıcalıklı veya adi hisse senedi sahiplerine ilişkin ödemelerin çıkarılmasından sonra kalan miktardır. Bu değere likidasyon değeri de denmektedir. Defter değeri, varlıkların tarihi değerlerini kullanırken, tasfiye değeri varlıkların piyasa değerlerini kullanır. Özellikle enflasyonist ortamlarda şirketin maddi duran varlıkları ve stokları gerçek değerini yansıtamamaktadır. Dolayısıyla tasfiye değeri genellikle defter değerinin üzerinde olmaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki tasfiye durumunda ikinci el piyasası olmayan varlıkların değer tespitinin yapılamaması, varlıkların değerinden çok daha düşük fiyata satılmasını sağlar. Böyle bir durum ise, şirketin varlıklarının piyasa değerinin altında bir değerle satılmasını sağlayacaktır (Yazıcı,1997: 55). Bu değer oluşmasında tasfiye şeklinin de (iradi ya da mecburi) önemi vardır.

Tasfiye değeri bir varlığın minimum değeridir. Piyasada faaliyetlerini başarıyla sürdüren şirketler için tasfiye değeri fazla bir anlam ifade etmez. Tasfiye değeri ancak gelecekte kâr etmesi mümkün olmayan ve kamuya herhangi bir sosyal faydası olmayan şirketler için anlam taşıyabilir. Şirketin tasfiye edilmesine ancak, şirketin gelecekteki nakit akımlarının iskonto edilerek bugünkü değere indirgenmesi sonucunda ulaşılan değer, tasfiye değerinin altına düşmesi durumunda karar verilmelidir (Chambers, 2005: 186).

Tasfiye değeri yöntemi, net aktif değer yöntemiyle benzerlik gösterse de birçok farklılık taşımaktadır. Zira tasfiye değeri tespit edilirken şirketin artık faaliyetlerine devam etmeyeceği varsayılarak, bütün varlıklar birer birer elden çıkarılır ve bu varlıkların ayrı ayrı satışı, toplu satışa nazaran daha az getiri sağlamaktadır. Tasfiye değeri alım satımlarda fiyatta en alt limit olarak kabul edilmektedir. Net aktif değer yönteminde ise, şirket yeniden kurulmuş olsaydı, yatırım tutarının ne olacağı veya kurulu şirketin devam etmesi halinde kullanım değerinin belirlenmesi gibi durumlardan yola çıkmaktadır. Dolayısıyla bir şirketin net aktif değeri genellikle tasfiye değerinden yüksek olmaktadır (Sağmanlı, 2001: 65).

2.4.2. Piyasa Bazlı Değerleme Yöntemleri

Piyasa değeri yaklaşımında bir varlığın değeri, piyasa tarafından değerlendirilmiş benzer veya karşılaştırılabilir varlıkların değeri ile kıyaslanmaktadır. Bu yöntemlerde amaç, piyasada mevcut durumda fiyatlanmış benzer şirketlere dayanarak şirketin değerini tespit etmektir. Böyle bir durumda bir şirketin değeri, benzer şirketler için piyasada oluşan arz ve talep dengesi olarak ifade edilebilir. Genellikle aynı sektörde yer alan şirketler karşılaştırılabilir şirketler olarak kabul edilmekle birlikte, uygulamada böyle bir şirketi bulmakta zorluklar çekilmektedir. Aynı sektörde benzer şirketler bulunsa dahi bu şirketlerin büyüme potansiyelleri, içyapıları, yönetim politikaları, riskleri vb. farklı olmaktadır. Dolayısıyla bu faktörlerin nasıl değerlendirileceği bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır (Tanışman, 2004: 3).

Piyasalarda fiyatı standardize etmek için çok sayıda birbiriyle örtüşen ve karşılaştırılabilir şirket bulunduğu ve bu şirketler o piyasada fiyatlandığında, piyasa bazlı değerlendirme yöntemleri başarılı olabilmektedir. Yatırımcılar açısından ise kısa vadeli, net olarak yorumlanabilen ve yanlış fiyatlandırmanın avantajını kullanabilen yatırımlar daha başarılı olabilmektedir.

Piyasa değeri yaklaşımı basitliği ve cari piyasa bilgilerini kullanması nedeniyle, piyasada kurumsal ve bireysel yatırımcılar tarafından kabul görmüş ve yaygın olarak uygulanmaktadır. Kapsamında, hem piyasaların sektöre verdiği risk primini hem de sektör ile ilgili büyüme beklentisini içermesi önemli bir avantajdır (Tanışman, 2004: 4). Bunlara ek olarak, gelir bazlı yöntemlerde uygulanan subjektif yargılara (gelecekteki nakit akımlarının tahmini vb.) rastlanmaz. Tüm bunlara karşılık piyasa bazlı yöntemlerin bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bunların başında şirketin finansal kaldıracı, büyüme potansiyeli, fon yaratma gücü, yönetimin kalitesi gibi şirket değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyebilecek unsurları dikkate almamaktadır (Chambers, 2005: 205). Piyasa değerlendirme yöntemleri genellikle, halka arzlar, borsada satışlar ve girişim sermayesi yatırımları gibi durumlarda tercih edilen yöntemlerdir. Özellikle hisse senedi piyasalarına yatırım yapacak olan yatırımcılar bu yöntemleri tercih etmektedirler.

2.4.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı

Borsa oyuncularının halen sıklıkla kullandığı bu yöntem en genel tanımıyla, şirketin piyasa değerinin, şirketin bir dönemlik net kârının kaç katı olduğunu göstermektedir. Bu yöntemin çekirdek bazda hareket noktası ise, hisse başına düşen kâr ile bir hisse senedinin cari fiyatı arasındaki orandır. Yatırımcının hisse senedine ödediği değer, alternatif şirketlere göre göreceli olarak düşük ya da yüksek olduğunu gösterir.

Yatırımcılar bir şirkete borsada yatırım yaparken o hisse senedinin fiyat/kazanç oranı ile şirketin dönem kârındaki tahmini büyüme oranını karşılaştırırlar. Bu iki faktör arasında doğru orantılı bir bağlantı olduğu kabul edilir. Ayrıca söz konusu oran, kârların yıllar içindeki seyrini de göz önünde bulundurduğundan, şirket yönetiminin varlıkları ne kadar verimli çalıştırdığının bir göstergesi olarak da düşünülmektedir. Şirketin gelecek dönem kârında yüksek bir artış bekleniyorsa, bir birim kâr artışı için ödenecek fiyat da artacaktır (Sağmanlı, 2001: 33-34).

Fiyat/Kazanç oranı kâr payı oranındaki artış ve beklenen kâr ile doğrusal bir yön izlerken, iskonto oranı ile ters orantılı bir ilişki içerisindedir. Şöyle ki; kârların değişkenliği arttıkça, iskonto oranı yükselecek ve dolayısıyla bu yükseliş Fiyat/Kazanç oranını düşürecektir. Fiyat/Kazanç oranını etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yazıcı, 1997: 41-42).

- İlerleyen dönemler için tahmin edilen kârlar.
- Temettü dağıtım oranı.
- Finansal kaldıraç.
- Şirketin sektördeki rekabet gücü.
- Dönemler itibariyle kârın istikrar durumu.
- Dönem kârlarının dönemler itibariyle büyüme oranı.
- Şirketin sistematik riskini ölçen beta katsayısı.
- Şirket yönetiminin etkinliği ve ekonomik koşullar.

Bu yöntem basit bir şekilde şu şekilde formüle edilebilir (Toraman ve Körpi, 2004: 44):

$$\text{Fiyat / Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Net Kâr}}$$
$$\text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı} = \text{Hisse Başına Net Kâr} \times \text{Fiyat/Kazanç Oranı}$$
$$\text{Şirket Değeri} = \text{Hisse Senedinin Cari Fiyatı} \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Yöntemin çıkış noktası şirketlerin dönem net kârıdır. Bu durum bu yöntemin en büyük dezavantajıdır. Zira şirketlerin amortisman yöntemlerindeki farklılıklar, şirketlerin muhasebe departmanlarında uyguladığı kayıt politikaları, muhasebesel yorumlar ve hatalar aynı sektördeki, aynı büyüklükteki ve aynı performansa sahip iki şirketin net kâr rakamlarını çok farklılaştıracaktır. Bu durumda ise bu yöntem alarım verecek ve şirketlerin piyasa değerleri çok farklı şekillenecektir. Benzer şekilde enflasyonist durumlarda şirketlerin kârlılığını etkileyecek ve şirket değerleri olduğundan farklı sonuçlanacaktır. Bu yöntemde seçilen oran sabit kabul edilip zaman içerisinde değişebileceği göz ardı edilmektedir. Ayrıca paranın zaman değerini dikkate almaması da bu yöntemin en büyük eksikliklerinden biri olarak kabul edilebilir. Tüm bu dezavantajlarına rağmen, Fiyat/Kazanç oranı tüm şirketler için uygulanması kolay olması nedeniyle, piyasalarda şirket karşılaştırma açısından sıkça talep görmektedir.

Fiyat/Kazanç oranı indirgenmiş nakit akımları yöntemiyle kıyaslandığında, indirgenmiş nakit akımlarının bu yönteme göre daha ayrıntılı ve güvenilir sonuçlar verdiği görülmektedir. Bu yöntemde bir şirketin değeri, elde ettiği kârın katları şeklinde hesaplanır. Bu yöntemde sadece cari dönemin veya gelecek dönemlerin kârları önem arz eder. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde ise şirketin değeri, belirlenen bir risk oranı üzerinden iskonto edilmiş nakit akımlarıdır (Chambers, 2005: 220).

2.4.2.2. Fiyat / Nakit Akım Oranı

Şirketlerin uyguladıkları muhasebe politikalarındaki farklılıklar, enflasyonist durumlar veya muhasebe kayıtlarına şirketlerin subjektif yaklaşımlarındaki farklılıklardan dolayı, Fiyat/Kazanç oranına alternatif bir yöntem olarak bu yöntemin kullanılmasının daha sağlıklı sonuçlar vereceği düşünülmektedir. Fiyat/Kazanç oranı yönteminde, şirketin

dönem net kârı ile piyasa değeri arasındaki ilişkiden yararlanılarak şirket değeri tespit edilirken; Fiyat/Nakit Akım Oranı yönteminde ise, piyasa değeri nakit akımları arasında ilişki kurularak, benzer şirketlerin değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde benzer firmaların fiyatı ile nakit akımları oranı tespit edilerek, değer tespiti yapılacak şirketin nakit akımı ile bu oranın çarpımı sonucu şirket değeri hesaplanacaktır. Uygulamada nakit akım olarak şirketlerin dönem net kârı ile cari dönem amortisman tutarının toplamı alınmaktadır (Chambers, 2005: 224).

	Hisse Senedi Piyasa Fiyatı
Fiyat / Nakit Akım Oranı =	_____
	Hisse Başına Düşen Nakit Akımı (Net Kâr +Amortisman)
Şirket Değeri	= Fiyat / Nakit Oranı X Şirketin Nakit Akımı

2.4.2.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, bir şirketin piyasa değerinin özkaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir. Bir şirketin özkaynağı, toplam varlıklarından borçlarının çıkarılmasıyla bulunur. Bu yöntemde, firmaların Piyasa Değeri/Defter Değeri oranının aynı sektörde bulunan firmalar için aynı olduğu varsayımından hareket edilerek firma değeri tespit edilmektedir (Oymak, 2009: 35). Bu yöntem finansal sektör şirketleri için ağırlıklı kullanılmaktadır.

Piyasa Değer / Defter Değeri oranı firmaya yapılan yatırımların bugünkü değerleri ile maliyetlerini karşılaştırmaktadır. Sonucun genellikle 1' in üzerinde olması gerekmektedir. Şayet sonuç 1' in altına düşecek olursa şirketin ortaklarına bir değer artışı sağlamadığı ve değer kaybettiği anlaşılır (Sağmanlı, 2001: 37)

Bir şirketin piyasa değerinin defter değerini aşan kısmı entelektüel sermaye olarak kabul edilmektedir. Söz konusu oranı yüksek olan şirketlerin güçlü bir entelektüel sermayeye sahip oldukları kabul edilmektedir. Lakin oranın zamanla düşme eğilimi göstermesi şirketin maddi olmayan varlıklarının değerinde de bir düşme olduğunun belirtisidir ki bu da şirketin entelektüel sermayesini iyi yönetemediği anlamına gelmektedir (Taner, Küçükbay ve Demirhan, 2004: 254)

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, hisse senedi piyasa değerinin hisse başına özkaynak değerine bölünmesi ile bulunmaktadır. Özkaynağın defter değeri ise, ödenmiş sermaye ve dağıtılmayan kârların toplamına eşittir (Chambers, 2009: 222)

$$\text{Piyasa Değeri / Defter Değeri} = \frac{\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedinin Defter Değeri}}$$
$$\text{Hisse Senedinin Piyasa Değeri} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}} \times \text{Hisse Sen. Defter Değeri}$$

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı genellikle imalat sektöründe, bilançolarında maddi duran varlıkları şişkin olan şirketlerde kullanılmaktadır. Ayrıca bankacılık sektöründe şirketlerin aktif değerlerinin piyasa değerlerine daha yakın olması nedeniyle sıkça kullanılan bir yöntemdir. Özellikle zarar eden şirketler için de bu yöntemin hesaplanabilmesi, bu yöntemi diğer yöntemlerden ayıran en önemli avantajlarından biridir (İvgen, 2003: 127-128).

Şirketlerin bilançolarında sahibi oldukları varlıklarını en optimum şekilde kullanacakları farz edilerek bu yöntemden yararlanılır. Gerçekte her şirketin kendine özgü bir yönetim anlayışı ve yapısı vardır. Dolayısıyla aynı sektörde aynı varlıklara sahip iki şirket dahi olsa varlıklarını aynı verimlilikte kullanamazlar. Bununla beraber gelecekteki nakit akınlarını ve paranın zaman değerini dikkate almayı da yöntemin başka bir dezavantajıdır (Chambers, 2009: 223)

2.4.2.4. Marka Değeri

Piyasalarda, şirket birleşmeleri, devirleri, lisans sözleşmeleri, taklitçilik, tazminat, marka başarısının planlanması, yönlendirilmesi, denetlenmesi ve marka değerinin mali tablolara yansıtılması gibi alanlarda kullanım alanına sahip olan marka değeri kavramına literatürde değişik şekillerde yaklaşılmaktadır.

Marka kavramı pazarlamanın temel unsurlarından biri olmasına rağmen, markaların değerlerinin belirlenmesine ilk olarak şirket devralmaları veya birleşmeleri esnasında ihtiyaç duyulmaktadır. Rekabet açısından değer ve güç gösterisi konumunda olan marka kavramı, şirketlerin pazar paylarının artmasında, şirketlerin büyüme stratejilerinde ve

şirketlerin piyasa değerleri açısından büyük önem arz etmektedir. Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü' ne göre marka; "Bir ticari ya da sınai kuruluşun ürünlerini başkalarından ayırt etmek için kullanılan bir işarettir."

Marka, bir şirketin maddi olmayan duran varlıkları kapsamında yer alır. Maddi olmayan duran varlıkların temel özellikleri; gelecekte ekonomik kazanç sağlayabilecek niteliklerinin olması, yasal olarak koruma altında olmaları ve fiziksel olmamalarıdır. Markaların yanı sıra, maddi olmayan duran varlıklar arasında kitap, dergi, film ve müzikle ilgili basın yayın hakları, patent, copyright, teknoloji, know-how gibi fikri mülkiyetler ve lisanslar yer almaktadır (Chambers, 2009: 227).

Dünya Fikri Mülkiyet Örgütü' ne göre marka kavramı; "Bir ticari ya da sınai kuruluşun ürünlerini başkalarından ayırt etmek için kullanılan bir işarettir." olarak tanımlanmaktadır. Marka benzer şekilde, müşterinin beklentilerini ön plana çıkarmakta, ürünler ile müşteriler arasında bir bağ kurmakta ve üretilen ürünlere kimlik kazandırmaktadır (Kayalı C., Yereli A. ve diğ. S: 181). Müşterilerin markalara biçtikleri değer, bir pazar değeri oluşturmaktadır; fakat bu oluşan marka değeri şirket değerinden farklı olmaktadır. Her ne kadar müşterilerin ürünlere verdikleri marka değerleri, şirketlerin değerlerini etkilese de; şirketlerin değerleri, markaların piyasalarda satışından kaynaklanan kâr ve nakit akışı gibi faktörlerle şekillenmektedir. Marka değeri oluşturmak ve etkin marka yönetimi, şirketin dönemler boyunca elde edeceği kârı ve şirketin piyasa değerini maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Marka değerinin piyasalarda bilinirliği ve talebi arttıkça, şirketin defter değeri ile piyasa değeri arasındaki olumlu fark da aynı doğrultuda artacaktır. Bu nedendir ki; marka değerine sahip şirketler satışa konu olduklarında, piyasalarda defter değerlerinden çok daha yüksek fiyata alıcı bulmaktadırlar.

Marka değeri finansal açıdan değerlendirilirken amaç, üründen beklenen faydayı yükseltmek, yatırımlarla markaya destek olmak, markanın yaşam eğrisini tüketicilerin gözünde yükseltmek, kısa vadede nakit akışını arttırmak ve sonuç itibarıyla marka değeri ile şirket değeri arasında ilişki kurmaktır.

Literatürde marka değerlemesinde yirmiye yakın yöntem olmasına karşılık, piyasalarda sıkça kullanılan belli başlı yöntemler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

2.4.2.4.1. Maliyet Bazlı Yöntemler

Bu yaklaşıma göre, bir işletmenin sahip olduğu bir markanın değeri, o marka için katlanılan maliyetlerin toplamıdır. Bu yaklaşım altında varsayım; alım fiyatı veya yeni mülkiyeti geliştirmek için üstlenilen maliyetler, hizmetlerin ekonomik değeri ile uyumludur, esas mülkiyet ekonomik yaşam sırasında sağlanır. Maliyet yaklaşımı direkt olarak sağlanabilecek ekonomik yarar miktarını dikkate almaz(Özhan, 2005: 78).

Tarihi maliyet ve yenileme maliyeti olmak üzere iki şekilde hesaplanabilen maliyet esaslı yöntemler; markanın muhasebeleştirilmesi, marka sahibi şirketin bir başka şirket tarafından satın alınması ve franchising gibi durumlarda, markanın finansal değerinin hesaplanması ya da tahmin edilmesi amacıyla yönelik olan yöntemlerdir (Kurtuldu ve Şahin, 2006: 52).

- **Tarihi Maliyet Yöntemi:** Bu yöntem marka değerinin oluşturulabilmesi adına tüm zamanlar boyunca o markaya yapılan yatırımların maliyetleri toplanır ve bu toplam markanın değerini oluşturur. Bu hesaplama yönteminin en büyük eksikliği paranın zaman değerini dikkate almadan, marka değerinin oluşması için harcanan paranın bugünkü değeri göz ardı edilmektedir. Bu yöntem de ayrıca yıllar boyunca yapılan yatırımların ya da tüketilen harcamaların hangilerinin o marka için yapıldığı hesaplayabilmek muhasebesel açıdan imkansızdır. Bu yaklaşım, çok fazla reklâm harcaması yapılan markaları ödüllendirmekte, yapılmayanları ise cezalandırmaktadır (Chevron, 2000: 24). Ayrıca talebi azalmış ve gücünü ve kaybetmiş bir markanın geçmişteki maliyetlerine göre değerlendirilmesi, marka değerini olduğundan yüksek gösterecektir (Seetharaman, 2001: 245).
- **Yenileme Maliyeti Yöntemi:** Bu yöntemde ise, bir markanın bugün itibarıyla baştan yaratılabilmesi adına gelecekte yapılması gereken tüm yatırımların bugünkü değeri hesaplanır. Bu yöntemin eksikliği ise, gelecekte yapılacak yatırımları tahmin etmek birçok subjektif yargı barındıracak ve markanın değeri objektiflikten uzaklaşacaktır.

2.4.2.4.2. Piyasa Bazlı Yöntemler

Piyasa bazlı marka değerlendirme yöntemleri, bir markanın değerinin hesaplanmasında benzer özelliklere sahip bir başka markanın aynı zaman diliminde bir birleşme ya da devir

olma anlaşmasında teklif aldığı veya el değiştirdiği değeriyle emsal göstermeye dayanır (Chambers, 2009: 229).

Markalar, sık sık alım satıma konu olmadıkları için, aynı sektörde yakın tarihte gerçekleşmiş, emsal alınabilecek bir alım satım işlemi bulmak mümkün olmayabilir. Böyle bir işlem olsa dahi, emsal alınacak işlemin içeriği hakkında detaylı bilgilere sahip olunamayabilir (Zimmermann, 2001: 33). Bu durum da, kıyaslamayı zorlaştırmaktadır. Emsal olarak alınacak markanın çok iyi belirlenmesi gerekmektedir. Bire-bir emsal bulmak zor olabilmektedir (Kaya, 2006: 7). Gerek belirli bir sektördeki markaların ve gerekse farklı sektördeki markaların özellikleri, yapıları ve dönemseller hareketleri birçok farklılık arz edebilir. Dolayısıyla belirli satış işleminde bu tip özellikler ya da sektördeki rekabet koşulları markanın satış değerini etkilemektedir. Bu olumsuzluklarına karşın, piyasa bazlı yöntem, objektif ve herkesçe kabul edilebilir olması nedeniyle, marka değerinin hesaplanmasında piyasalarda talep görmektedir (Chambers, 2009: 230).

Piyasadaki her alıcının kendine göre farklı amaçlarının olması, bu amaçlar doğrultusunda farklı fiyatları ödemeye razı olması nedeniyle herhangi bir alıcı tarafından bir markaya ödenen bedelin diğer alıcılar için bir emsal oluşturması mümkün değildir. Fiyatı, piyasa değil alıcının marka ile ilgili planları, markayı ne kadar değerli algıladığı belirlemektedir. Genellikle gayrimenkul değerlemesi için kullanılmakta olan bu metodun marka değerlemesi için kullanılması mümkün görünmemektedir. Bu metodun verebileceği en iyi sonuç marka değerlerindeki trendi yansıtmak olacaktır (Özhan, 2005: 81).

2.4.2.4.3. Royalty Yöntemi

Kolay uygulanabilirliği ile piyasalarda en çok uygulama alanı bulan bu yöntemde değerlendirme yapılırken, markaya sahip olmadan, markanın kullanımı karşılığında bir telif hakkı (royalty) bedeli ödendiği varsayımından hareket edilmektedir. Markaya sahip olmak için yapılacak vergi sonrası royalty (post tax royalty) ödemeleri belirlenerek, markaya sahip olunmakla tasarruf edilen tutar hesaplanmaktadır. Farklı firmaların lisansladığı aynı markanın tutarı bazen makul royalty göstergesi sağlayabilir. Makul royalty tutarını belirlemek için ve kullanılabileceği düşünülen piyasa işlemleri genelde fikri mülkiyetin ticari odak olduğu birbiri ile ilişkisi olmayan taraflar arasında olmaktadır (Özhan, 2005: 56).

Royalty genellikle satışların belli bir oranı olarak hesaplanmakta ve geleceğe dönük olarak tahmin edilen satış rakamlarına uygulanmaktadır. Gelecek yıllarda ödeneceği tahmin edilen royalty bedelleri iskonto edilerek, royalty ödemelerinin toplam güncel değeri bulunur. Bu tutar, markanın o andaki değeri olmaktadır (Kaya, 2006: 10).

Royalty tutarından kurtulma yönteminin uygulanışında, değerlemesi yapılan markayı taşıyan ürünlerden gelecekte sonsuza kadar gerçekleşecek satışlar, belirli bir tahmin dönemi ve sonrası için tahmin edilir. Marka değeri olan ürünlerle planlanan satış gelirleri uygun bir royalty oranı ile çarpılarak, markanın bir benzeri üçüncü kişilerden kiralanması durumunda, gelecekte ödenmesi gereken marka kira bedelleri belirlenir. Tahmin dönemi ve sonrası için planlanan vergi sonrası royalty ödemeleri belirli bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerlerine indirgenir ve toplam marka değeri elde edilir (Chambers, 2009: 231).

Tüm sektörlerde royalty anlaşmaları olmamasına karşılık, royalty anlaşmaları genellikle, sadece marka kullanımını içermemekte, hammadde ve know-how sağlanması, ürün kalitesini korumak amacıyla bazı hizmetlerin verilmesi gibi unsurları da kapsamaktadır. Bu sebeple sadece marka için ödenmeyen bir ücreti marka değerini tespitinde esas almak markanın değerinin olduğundan yüksek hesaplanmasına yol açacaktır (Leifer, 2002: 20).

2.4.2.4.4. Sermaye Piyasası Yöntemi

Marka değerini, gelecekte elde edilecek, sadece markaya dayandırılabilen gelirlerin bugünkü değeri olarak tanımlayan bu yöntem, sermaye piyasalarının etkin olduğu yerlerde işletmelerin bir piyasa değerine sahip olduğu ve bu piyasa değerinin işletmenin tüm maddi ve maddi olmayan varlıkların gelecekte elde edeceği gelirleri yansıttığı görüşü esasına dayanmaktadır. Buna bağlı olarak da, marka değerinin, bu piyasa değeri unsurlarından biri olduğunu ileri sürmektedir. Marka değerini, piyasa değerinden ayırtmak için de iki aşamalı regresyon analizi kullanılmaktadır (Fırat ve Badem 2008: 4) Birden fazla markaya sahip şirketler için uygun olmamakla beraber sadece, borsalara kote hisse senetleri için kullanılabilir bir yöntemdir (Kaya, 2006: 9).

2.4.3. Gelir Bazlı Yöntemler

Gelir bazlı yöntemler en kısa şekilde, bir varlığın özellikleri sonucunda sahibine gelecekte sağlayacağı faydaların sayısal ifadesinin karşılığı olarak tanımlanabilir

(Chambers, 2009: 206). Gelir bazlı yöntemler önce şirket tarafından gelecekte elde edilecek gelirin belirlenmesini, sonra gelir ve değer arasındaki bağlantının kurulmasını ve daha sonra gelirin bir değer arasındaki bağlantının kurulmasını ve son olarak ta gelirin bir değer hesaplamasına dönüşmesini içermektedir. Bu yöntemlerde varlıklar gelir ürettiği süreç bir değer ifade ederler ve böylelikle şirketin gelecekte elde edeceği gelirler önemli bir faktör olarak dikkate alınmakta ve bu da şirket değerini belirlemektedir. En genel yapısıyla bu yöntemlerde değer; varlığın ekonomik ömrü boyunca yaratacağı gelirlerin bugünkü değeridir. Şirketin varlık değerinden çok gelir getirici faaliyetleriyle ilgilenen yatırımcılar için bu yöntemler ciddi önem arz etmektedir. Bu yöntemlere göre değerın saptanmasında; gelirin miktarı, gelirin elde edilme süresi ve gelecekte tahmin edilen gelirin riski gibi üç ana bileşen mevcuttur (Yazıcı, 1997: 11). Gelir bazlı yöntemler aktif bazlı yöntemlerden farklı olarak, varlığın satın alınma maliyetini değil, varlığın sağlayacağı kazançları dikkate alır.

2.4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Şirketlerin reel kârlılığını etkilemeyen sadece kanunlar açısından muhasebesel bağlamda gider olarak kabul edilip, şirketlerden nakit çıkışı sağlamayan giderler vardır. Amortisman, itfa payları, stok değer düşüklüğü veya reeskontlar gibi şirketlerden nakit çıkışı sağlamayan bu gider kalemleri, şirketlerin her ne kadar reel kârlılığını etkilemese de, dönem kâr-zarar tutarlarını değiştirmektedir. Şirketlerin dönem kâr-zarar tutarları yatırımcıların yapacağı yatırımları yönlendirmektedir. Daha da öz ifadeyle, şirketlerin faaliyet durum tablolarında, şirketlerin dönem performanslarını yansıtan bu kâr-zarar tutarları, yatırımcıların gözünde şirketlere bir değer biçmektedir. Satışlardan doğan ticari alacaklara tanınan vadenin kârlılık üzerinde hiçbir etkisi olmamasına rağmen, şirketlerde nakit hareketleri olumsuz yönde etkilenir. Nakit akış analizlerinin hesaplamalarında kârlılığı etkileyip, nakit çıkışı sağlamayan giderler hesap dışı bırakılarak nakit hareketleri açısından daha somut sonuçlara ulaşılır.

Nakit akımları muhasebe kârından yani net gelirden aşağıdaki nedenlerden dolayı farklıdır (Yazıcı, 1997: 5):

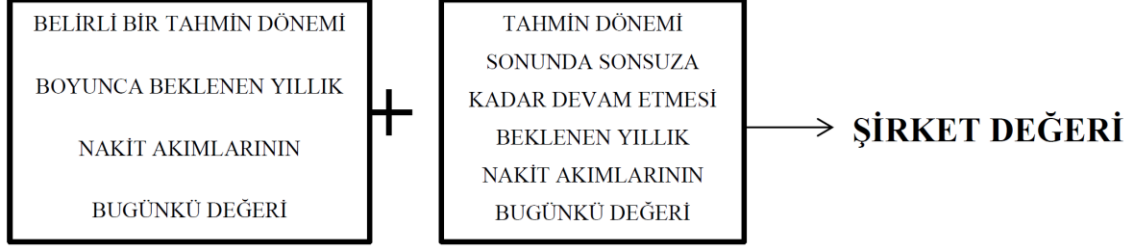
- Gelir tablosunda gösterilen bütün vergiler cari yıl içerisinde ödenmemiş olabilir veya bazı durumlarda vergiler için yapılan gerçek nakdi ödemeler net gelire ulaşmak için satışlardan çıkarılan vergi rakamını aşabilir.
- Satışlar kredili olabilir, bu nedenle tamamı nakdi gelir değildir ve giderlerin veya maliyetlerin bazılarının kârları saptamak amacıyla satışlardan düşülmesi bunların nakit çıkışları olduğu anlamına gelmez.
- Amortisman ve reeskont gibi giderler bir nakdi gider değillerdir.

Nakit akımları, ana faaliyet nakit akımları ve diğer nakit akımları olmak üzere ikiye ayrılır. Esas faaliyet nakit akımları, şirketlerin sürdürülen esas faaliyetleri sonucunda elde edilen nakit akımlarıdır. Yani satış gelirleri ve vergileri de içeren nakdi giderler arasındaki farktır. Diğer nakit akımları ise hisse senedi ihracından, borçlanmadan, sabit varlıkların satışından doğan diğer nakit akışlarıdır.

Nakit akım analizi sadece kârlılığı değil; yatırımlarla ilgili tüm nakit giriş çıkışlarını dikkate almaktadır. Tüm bu nedenlerden dolayı nakit akımları gerek bir yatırım için karar vermede gerekse şirket değerlemede öncelikli olarak dikkate alınmaktadır (Pike ve Neale, 1999: 131).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi; Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konulmuştur. İndirgenmiş nakit akımları yöntemi; bir yatırımın, benzer riske sahip başka bir yatırımdan daha fazla getiri sağlaması durumunda artı değer yarattığı temeline dayanır. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımında, bir varlığın değeri, o varlıktan beklenen nakit akımlarının gelecekteki riski yansıtacak bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi sonucu ulaşılan değeridir (Damodaran, 2007: 12). Bu yöntemde göre, şirket değerlemesi doğrudan gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeriyle ilgilidir. Yöntemin temelini, şirketin ana faaliyetleri sonucunda gelecek dönemlerde elde edeceği tahmin edilen serbest nakit akımları oluşturur. Tahmin edilen bu nakit akımları belli bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenerek şirket değeri hesaplanır. Sektörden sektöre fark etse de genellikle 5 ya da 10 yıllık tahminlerle nakit akımları hesaplanır. Tahmin süresinin so-

nunda bir artık değer hesaplanır. Bu yöntem aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Chambers, 2009: 234):



İndirgenmiş nakit akımlarına göre işletmenin serbest nakit akımı üretebilmesi, finansal performansın değerlendirilmesinde kârdan daha iyi bir ölçüt olarak kabul edilmektedir (Yılmaz, 1999: 15). Çünkü firmaya borç verenler, verdikleri borçların zamanında ödenmesi için, firmanın hisse senetlerine sahip yatırımcılar ise kendilerine dağıtılacak kâr payı ödemeleri için nakit akımlarıyla ilgilenirler. Nakit akımları ne kadar fazla ise o kadar iyi, ne kadar önce ise o kadar istenebilir ve ne kadar kesin ise o kadar değerlidir (Chambers, 2009: 167).

İndirgenmiş nakit akımlarında ilk olarak nakit akımlarının tahmini yapılmalıdır. Nakit akımları genel olarak muhasebenin aşağıdaki kalemlerinin düzenlemesiyle oluşturulur. Nakit akımlarının hesaplanması ve hangi muhasebe kalemlerinin bu hesaplama katılmasında farklı hesap teknikleri görülse dahi kabul görülen genel mantık firmanın yatırımdan elde edeceği nakit akımlarının yani dönen varlıklarına girecek nakit paranın ne kadar olacağını dönemler itibariyle tahminidir. Bu hesap kalemleri muhasebesel olarak řu şekilde sıralanır:

Tablo 6**Nakit Akım Tablosu**

Vergi ve faiz öncesi kâr (+)
Amortismanlar (+)
Vergi ödemesi (+)(-)
Temettü Ödemesi (-)
Orta/Uzun vadeli kredi itfası (-)
Nakit artışı (azalışı) (-)
Ticari alacaklar artışı (azalışı) (-)
Diğer alacaklar artışı (azalışı) (-)
Stoklar artışı (azalışı) (-)
Diğer cari aktif artışı (azalışı) (-)
Kısa vadeli kredi artışı (azalışı) (+)
Ticari borçlar artışı (azalışı) (+)
Diğer borçlar artışı (azalışı) (+)
Diğer cari pasif artışı (azalışı) (+)
İşletme sermayesi ihtiyacı (-)
Yatırımlar
Kapasite artırıcı yatırımlar (-)
İdame/yenileme yatırımları (-)
Orta/Uzun vadeli kredi (+)
Kıdem tazminatı karşılığı (+)
Nakit sermaye artırımı (+)
= NAKİT AKIMLARI

İndirgenmiş nakit akımları ile firma değerlemesinde öz kaynağa ait serbest nakit akımları (FCFE-Free Cash Flow to Equity) ve firmaya ait serbest nakit akımları (FCFF-Free Cash Flow to Firm) olmak üzere iki yöntemle göre firma değeri hesaplanabilmektedir. Özsermayeye ait nakit akımları (FCFE) özsermaye maliyeti ile iskontolanır ve çıkan sonuç özsermayenin piyasa değeridir. Firmaya ait serbest nakit akımları (FCFF) ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (Weighted Average Cost of Capital-WACC) ile iskontolanır ve sonuç firma değerini verir (Ülgen ve Teker 2005: 51).

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi şirket değerlemede sıkça kullanılmakla beraber, yöntemin üstün yönlerini şu şekilde sıralanabilir (Chambers, 2009: 236):

- Nakit yaratma potansiyeline odaklanır.
- Şirketlerde şerefiye kavramını da barındırır.
- Şirketlerin gerçek değerini belirlemek için kullanılan bilimsel bir yöntemdir.
- Şirketlerin ilerleyen dönemlerdeki performanslarını şirket değerine en iyi yansıtabilen yöntemlerin başında gelmektedir.
- Ülke ekonomisindeki dalgalanmalar, yatırım ve borçlanma politikası, ticari faaliyet oranları gibi birçok değişkenin şirket değeri üstünde etkilerini yansıtır.
- Esnek bir yöntem olması nedeniyle değişik senaryoların analizini mümkün kılar.

İndirgenmiş nakit akımları yönteminin tüm bu üstün taraflarına nazaran bazı eksik yönleri ise şu şekilde sıralanabilir (Ercan ve Üreten, 2008: 12):

- Bu yöntemde, iskonto oranı yıllar itibariyle sabit olarak kabul edilmekte ve fonların aynı sermaye maliyeti ile yeniden yatırıldığı varsayılmaktadır. Ayrıca, iskonto oranını tahmin etmek, özellikle enflasyonun yüksek olduğu Türkiye gibi ülkelerde, kolay olmamaktadır.
- Gelecek yıllar nakit akımlarının tahmin edilmesi çok zordur.
- Temettü ve vergileme politikası dikkate alınmamaktadır. Gelecekte temettü dağıtım oranının ve vergi oranlarının değişebileceği unutulmamalıdır.
- Bu yöntem, küçük firmalar için çok uygun değildir. Çünkü küçük firmaların kazançları genelde şirketin başında bulunan yöneticiye/sahibine bağlıdır ve gelecek kazançlar daha çok kişilere bağlı ve risklidir.
- Halka arzlarda azınlık hisse senetleri piyasaya arz edilirse, yatırımcı için önemli olan nakit akımları değil temettü ödemeleri olacaktır.
- Yüksek teknoloji alanında yatırım yapan firmaların nakit akımları ilk yıllarda negatif olabilir ama ilerleyen yıllarda pozitif dönecektir; bunun tahmini de güç olabilecektir.
- Yöntem teorik olarak sağlam olmakla birlikte uygulamada karmaşık bir yöntemdir dayanakları subjektiftir.

Finansal piyasalardaki gelişmelerden dolayı önceden sıkça talep gören bu yöntemin yerini son dönemlerde artık gelir yöntemi almıştır. Yöntemlerin temeline bakıldığında gerek indirgenmiş nakit akımı yöntemi gerekse artık gelir yöntemi aynı temele dayanmakta ve her iki yöntemde de geleceğe yönelik beklenen nakit akımları sermaye maliyeti ile iskonto edilerek şirkete değer biçilmektedir (Chambers, 2009: 238).

Hem indirgenmiş nakit akımları yöntemini hem de artık gelir yöntemini kullanabilmek için şirket sermayesinin fırsat maliyetinin çözümlenebilmesi temel bir gerekliliktir.

İndirgeme oranları, her bir nakit akımı kaynağının riskini yansıtacak şekilde doğru seçilirse, her iki yöntemde göre hesaplanan firma değeri de tam olarak aynı sonucu vermektedir (Ercan ve Üreten 2008: 12).

2.4.3.1.1. Özsermaye Değeri Yöntemi (Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları)

Özsermaye değeri yönteminde, firmanın kullandığı özsermayenin bugünkü değeri tespit edilirken, gelecek yıllarda ortaklara sağlanacak nakitlerin özsermaye maliyeti ile yani ortakların özsermaye yatırımlarından istemiş oldukları getiri oranı ile bugüne indirgenmesi yapılmaktadır (Türko, 1999: 165). Şirkete olan serbest nakit akımları modelinden farklı olarak bu modelde oluşan nakit akımları, serbest nakit akımlarına ek olarak şirketin ana faaliyetinden doğmayan finansal ve diğer olağandışı nakit giriş çıkışlarını da kapsar. Doğrudan özkaynakların değerini hesaplayan indirgenmiş nakit akımı modeli, temettüleri iskonto ederek firma değerini hesaplayan modelin alternatifi olarak düşünülebilir. Bu iki modele göre hesaplanan firma değerlerinin aynı olması iki halde mümkündür. Birincisi temettüler öz kaynağa ait serbest nakit akımlarına eşit olduğu durumlarda, ikincisi ise, öz kaynağa ait serbest nakit akımlarının temettülerden daha yüksek olduğu ve aradaki fark (FCFE-Temettü) net bugünkü değeri sıfır olan yatırımlarda değerlendirilmektedir (Ercan ve Üreten, 2008: 54).

Hisse senedi yatırımcıları, yatırım kararlarında piyasalarda özsermayeye olan nakit akımları yöntemini tercih etmelerinin nedeni, ortaklar borçların faiz ve anapara geri ödemelerinin bir nakit çıkışını gerektirmesidir. Şirkete olana nakit akımları modelinde ise şirketin borçlanmadığı ve dolayısıyla borçlara ilişkin herhangi bir nakit çıkışının olmadığı kabul edilmektedir. Öte yandan aşırı borç yüküne sahip bir şirketin, şirkete olan nakit akımları negatif olarak karşımıza çıkabilmektedir. Böyle bir durumda, şirkete

tin sermaye yapısını güçlendirmesi gerekecektir. Firmaya olan serbest nakit akımları modeli bu durumu göz ardı etmektedir (Konuralp, 2005: 207-208). Bu yöntem genellikle şirketlerin ödedikleri kâr payları ile özsermayeye olan serbest nakit akımları arasındaki farkın oldukça yüksek ve düşük olduğu durumlarda ve finansal hizmet şirketlerinde daha çok kullanılmaktadır. Özsermayeye olan serbest nakit akımlarının hesaplanması, çok kolay ve pratik bir değerlendirme tekniğidir.

Özsermayeye serbest nakit akımları, firma finansal yükümlülüklerini yerine getirdikten sonra yani firmaya borç verenlere ödeme yapıldıktan sonra firmanın ortaklarına kalan nakdi ifade etmekte ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Damodaran A., s: 12):

$$\begin{array}{r} \text{Net Kar} \\ + \\ \text{Amortisman Giderleri} \\ - \\ \text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} \\ - \\ \text{Borç Anapara Ödemeleri} \\ + \\ \text{Yeni Borç İhraçları} \\ - \\ \text{Sabit Sermaye Harcamaları} \\ \hline \text{Özsermayeye Olan Serbest Nakit Akımları} \end{array}$$

2.4.3.1.2. Şirket Değeri Yöntemi (Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları)

Firmaya olan serbest nakit akımları yönteminde firmanın değeri bulunurken serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugüne indirgenir. Bu yöntemde serbest nakit akımları firmanın borçluluk düzeyinden etkilenmez. Firmanın borçluluk düzeyinden etkilenen değişken ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Ancak sermaye maliyeti hesaplanırken ağırlıklandırmaya esas alınan belirli bir borç ve özkaynak tutarı vardır. Sermaye maliyeti, bu tutarlara göre belirlendikten ve firma değeri buna göre hesaplandıktan sonra, borç ve özkaynak tutarında ciddi değişiklikler olursa, doğal olarak sermaye maliyeti değişeceğinden, bulunan firma değeri gerçeği yansıtmayacaktır. Bu nedenle başlangıçta öngörülen hedef borç ve özkaynak tutarının son derece sağlıklı olması gerekmektedir (Ercan ve Üreten, 2008: 56).

Bu yöntem, şirket bir bütün olarak değerlendirildikten sonra, bu değerden kısa ve uzun vadeli borçlar için yapılan nakit çıkışları düşülerek, özsermayenin değerinin bulunması mantığına dayanır. Firmaya olan serbest nakit akımları bilançonun pasifinde yer alan, şirkete tüm kaynak sağlayan taraflara kalan nakit faaliyet kârını temsil etmektedir.

Firmaya serbest nakit akımları bütün hak sahiplerine olan nakit akımını ifade etmekte ve aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (İvgen, 2003: 44):

Esas Faaliyet Karı
-
Vergi
+
Amortisman Giderleri
-
Sabit Sermaye Harcamaları
-
İşletme Sermayesi

Firmaya Serbest Nakit Akımları

2.4.3.2. İndirgenmiş Kâr Payları Yöntemi

Özsermayeye olan serbest nakit akımlarının tespit edilemediği durumlarda özellikle finansal hizmet sektöründe, indirgenmiş kâr payları yöntemi piyasalarda şirket değerlemede uygulama alanı bulmaktadır. Bu yöntem ancak kâr payı ödemesi yapan şirketler için kullanılabilir. İndirgenmiş kâr payları yöntemi de tıpkı artık gelir ve indirgenmiş nakit akımları yönteminde olduğu gibi özsermayenin fırsat maliyeti iskonto oranı olarak kabul edilerek, şirketlerin sonsuza kadar beklenen temettü ödemelerinin değerleri bugünkü değerlerine indirgenir.

Şirket değerlemede indirgenmiş kâr payları yönteminin kullanıcıları, yatırımcıların şirketin dönemsel gelirleriyle değil de ellerine geçecek kâr payları ile ilgilendiklerini ve yatırım kararlarını buna göre belirlediklerini savunmaktadırlar. Bu nedenle bu yönteme göre hisse senedi veya şirketin piyasa değerini belirlemede baz alınması gereken değişken, gelirler değil kâr paylarıdır. Yöntem aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Chambers, 2009: 239-240):

$$\text{Özsermaye Değeri} = \text{Gelecekteki Kâr Paylarının Bugünkü Değerlerinin Toplamı}$$

Temettü dağıtımları istikrarlı bir şekilde yapılan şirketlerin değerlemesinde bu yöntem uygulama alanı bulsa dahi, yönteme getirilen eleştiriler aşağıdaki gibi özetlenebilir (İvgen, 2003: 51) .

- Değerlemede sadece kâr payının dikkate alınması, şirketin birikmiş kârlarının ihmal edilmesi şeklinde yorumlanabilir. Aslında, şirket bünyesinde tutulan kârlar etkin kullanılmaları durumunda, şirketin gelecekteki kâr dağıtım kapasitesi genişler. Alıkonulmuş kârların dağıtımını ertelenmiş kâr payları olarak kabul edilir.
- Yöntemin hisse senedi fiyat artışından dolayı oluşan kazancı yok sayması bir eksiklik olarak nitelendirilir. Sermaye piyasalarında yatırımcılar istedikleri zaman alım satım yapabilirler. Bu nedenle hisse senedi veya şirketin piyasa değerinin belirlenmesi, kâr paylarındaki değişimlerin yanında sermaye kazançlarını da içeren bir süreç olmalıdır.
- Belirli nedenlerden dolayı zamanla kâr paylarında önemli değişiklikler olabilir ve dolayısıyla gelecek dönemlere ilişkin kâr paylarını tahmin etmek güçleşecektir.

Yöntemin en zor bölümünü uzun vadeli olarak gelecek yıllarda elde edilecek kârların tahmini oluşturmaktadır. Şirket gelecek dönemlerde yapılması planlanan bazı yatırımlarla gelecekteki kârlarını arttıracak durumda olabilir. Bu durumda gelecek yıl kârlarının belirlenmesinde ek harcamalar ve bunlardan sağlanacak ek gelirler de göz önünde bulundurulur. Gelecek yıl kârlarının belirlenmesine çalışılırken, elde edilen kârların genellikle şirket ortaklarına tamamen dağıtıldığı varsayımı kabul edilir. Ayrıca gelecek yıllarda kâr üzerinden ödenecek vergiler de dikkate alınması gereken bir unsurdur. Brüt kârdan vergiler düşülerek net kârın bulunması gerekmektedir (Sağmanlı, 2001: 48-49).

BÖLÜM 3: DEĞERE DAYALI PERFORMANS ÖLÇÜTLERİ KAPSAMINDA REEL TİCARİ KÂR-ZARAR TUTAR- LARININ TESPİTİ VE MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Artan rekabet koşulları ve pazar odaklı yönetim anlayışlarının yerini maliyet odaklı yönetim anlayışına bırakması ile birlikte değer tabanlı performans ölçüm sistemleri ortaya çıkmıştır. Değer tabanlı yönetimi destekleyen düşüncenin çıkış noktası, pek çok şirketin performansını yanlış değerlendiriyor olmasıdır. Geleneksel performans ölçüleri, performans değerlemesinde sermaye maliyetlerini dikkate almadıklarından yaratılan değeri doğru olarak ölçmede yetersizdirler. Değer tabanlı ölçüler ise, kaynakların doğru olarak tahsis edilmesine, işletmenin kendini diğer işletmelerle karşılaştırmasına, sermaye maliyetlerini aydınlatarak yatırım kararlarına odaklanmaya olanak tanır (Hacıüstemoğlu, Şakrak ve Demir2001: 2).

Bu bölümde, değer tabanlı performans ölçüleri arasında şirketlerin performanslarını doğru olarak ölçmek, böylelikle şirket değerlerini doğru tespit etmek ve şirketlerde değer yaratma anlayışını yerleştirerek farklı bir kültür yaratmak açısından oluşturulan yöntemlere değinilmiştir.

3.1. Artık Kâr Yöntemi

Ekonomik kâr veya artık gelir kavramları ekonomi literatüründe ilk olarak, iki yüz yıldan fazla bir süre önce Hamilton'un (1777) ve daha sonra Alfred Marshall'ın (1890) çalışmalarında yer almıştır (Yılmaz ve Bastı, 2013: 3). Artık kâr kavramı, 1896 yılında Alfred Marshall tarafından; "Net kârdan, yatırılan özsermayenin cari faiz oranları üzerinden sağlanacak cari faiz tutarlarının düşülmesi ile bulunan kâr tutarı." olarak tanımlanmış ve iktisat literatürüne kazandırılmıştır. Nakit akımı ve Modigliani ile Miller'in (1958, 1961) ortak değerlendirme yöntemleri ekonomik kâr kavramının çıkış noktası olmuştur. Ekonomik kâr kavramı finans literatüründe, yatırımcıların refah düzeylerinin artırılmasıyla ilgili bir kavram olarak ele alınmaktadır.

Artık kâr yönteminden hareketle üretilen yöntemler, işletmelerin mali tablolarından aldığı verileri kullanarak, dönemsel kâr-zarar tutarlarının en reel halini hesaplayabilmek adına özsermaye maliyetini hesaplamayı amaçlayan ve böylelikle şirket değerlerini tespit etmeyi hedefleyen yöntemlerdir.

Artık kâr yönteminin işletmeler açısından büyük önem arz etmesinin ana nedeni; işletmelerin bilançolarında sahibi olduklarını iddia ettikleri varlıkların bir kısmı, işletmenin özsermayesiyle, diğer kalan kısmı ise borçlanarak satın alınmaktadır. Varlıkların satın alınmasında ödenen bu kaynakların, o işletmeye belli bir maliyeti vardır. Borçlar işletmelerin vadeli kaynakları iken; özsermaye de işletmelerin vadesiz kaynaklarıdır. İşletmeler için borçların maliyeti, alınan borca karşılık ödenen faiz yükü iken; özsermayenin maliyeti ise, özsermayeyi varlığa ya da şirkete yatırma durumunda, başka bir yatırıma dönüştürememekten kaçırılan en yakın fırsatın getirisidir. Zira borçların maliyeti olan faiz giderleri muhasebesel açıdan gelir tablosunda kâr/zarar hesaplamasına dahil edilirken; aynı şekilde varlıkların satın alınmasında kullanılan özsermayenin maliyeti göz ardı edilmektedir. Buradan hareketle özsermaye maliyeti dönemsel kâr/zarar hesaplamasında sisteme enjekte edilmelidir.

Özsermaye için bir maliyet belirlenmesi halinde, özsermaye için katlanılmış bu maliyeti, net gelirden çıkardığımızda arada kalan fark ise, “katma değer” olarak adlandırılmaktadır. Şayet artık kâr/zarar pozitif ise katma değer artmış, negatif ise katma değer kaybedilmiş demektir. Bir başka ifadeyle eğer artık kâr/zarar pozitifse şirket yatırımcıları kazanç sağlamış, negatifse ellerindeki bir kısmını yitirmişler demektir (Yavuzarslan, 2007:3-35).

Temel olarak artık kâr yöntemleri; firma değerinin, defter değeri ile gelecekte beklenen artık gelirin şimdiki değerinin toplamına eşit olduğunu ifade etmektedir. Bu sebeple artık kârın belirlenme şekli ve defter değerinin tespiti artık kâr yöntemleri için kritik bir önem arz etmektedir (Cheng, 2005: 125).

Artık kâr yönteminde dikkat edilmesi gereken en önemli nokta; şirketlerin değerlerinin doğru hesaplanabilmesi için, öncelikle özsermayenin fırsat maliyetinin doğru tespit edilerek, gelir tablosundaki kâr/zarar hesabına yansıtılabilmesidir. Özsermaye maliyetini tespit ederken, özsermayenin fırsat maliyetinin yanlış değerlendirilmesi dönem kâr/zararını saptıracak ve böylelikle şirketlerin yanlış fiyatlandırılmasına neden olacaktır. Zira çok yüksek performansa sahip firmalar dahi, kötü fiyatlandırılırsa, ya da bir başka deyişle yanlış değerlendirilirse, cazip bir yatırım olmaktan uzaklaşırlar. Böylelikle yatırımcılar için çok iyi bir yatırım fırsatı olan bir şirket, yatırımcıların yanlış yönlendirilmesinden dolayı değerini kaybeder.

dirilmesinden dolayı, piyasada şirketin hisseleri talep görmeyecek ve şirketin piyasa değeri düşecektir.

Genellikle bu yöntemde, riski en az olan alternatif sermaye getirisi, alternatif yatırım olarak kabul edilerek, özsermayenin fırsat maliyeti olarak değerlendirilir. Bu fırsat maliyetinin getiri oranı, bilançoda kayıtlı olan özsermayenin defter değeriyle çarpılarak, özsermayenin dönemlik maliyeti tespit edilmiş olur. Daha sonra ise, gelir tablosunda hesaplanarak bilançoya aktarılan dönem net kârından, hesaplanan bu özsermaye maliyeti düşülerek, artık kâr tutarı hesaplanır. Hesaplanan bu kâr tutarı, firmanın bir dönemde elde ettiği kârın en yalın hali olarak kabul edilebilir.

Özsermaye Maliyeti = (Özsermayenin Defter Değeri) X (Fırsat Maliyetinin Dönemlik Getiri Oranı)

Artık Kâr = (Dönem Net Kâr Zararı) – (Özsermaye Maliyeti)

3.2. Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değeri

Hemen hemen her halka açık şirketin üzerinde önemle durduğu en önemli konuların başında, yatırımcıların ya da hisse senedi sahiplerinin değer maksimizasyonu gelmektedir. Kuramsal açıdan belli temel çalışmalardan sonra, hissedarların veya yatırımcıların refah düzeyini ölçen pratik çözümler, 1970'lerden bugüne dek muhasebe-finans alanında önemli birer araştırma alanı olmuştur. Stern & Stewart (1990), Grant (1996) ve Rappaport (1979,1998), nakit akım yaklaşımını katma değer kavramıyla ilişkilendirmişler ve bu katma değeri “ekonomik kâr” ve “sermaye maliyeti” yaklaşımları ile ifade etmişlerdir.

Ekonomik katma değer, işletmenin vergi sonrası net faaliyet kârının, o kârı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değeridir. Ekonomik katma değer şirket hedeflerinin saptanmasından stratejik planlamaya, bütçelemeden fiyatlamaya, teşvik sistemi oluşturulmasından insan kaynaklarına kadar uzanan bir finansal yönetim sistemidir. Ekonomik katma değer bir işletmenin yarattığı ya da kaybettiği değer dönemselsel olarak bir yıllık tutarı olarak ifade edilebilir (Hacırüstemoğlu, Şakrak ve Demir, 2001:2). Ekonomik katma değer, bir şirketin sermaye maliyeti ile sermaye getirisi arasındaki farkı ölçmektedir. Tıpkı artık kâr yöntemi gibi geleneksel muhasebe esas-

larından farklı olarak tüm sermayenin maliyetini dikkate almaktadır. Ekonomik katma değer yöntemi, aşağıda sıralanan üç önemli özelliği ile finans piyasalarında önem arz eden bir teknik olarak karşımıza çıkmaktadır (Chambers, 2009:30):

- Ekonomik katma değer genel muhasebe prensipleri tarafından sınırlandırılmamıştır. Kullanıcıları ekonomik değeri artırmak için gerekli düzenlemeleri yapmaya isteklidir.
- Ekonomik katma değer, ortakların hisse değerini arttırmak için üzerine düşen görevleri yerine getirmede yalnızca üst düzey yöneticileri değil; şirketin alt düzeyindekiler de dahil olmak üzere bütün çalışanları dikkate almaları açısından şirketleri yönlendirir.
- Ekonomik katma değer diğer finansal ölçüm sistemlerinin bir araya getiremediği bir durumu gerçekleştirir. Önceden sermaye piyasası için hisse başına geliri, sermaye bütçelemesi için net bugünkü değeri ve yöneticiler için varlıkların getirisini kullanan bir şirket, hepsi için sadece ekonomik katma değer yöntemini kullanabilir.

Ekonomik katma değerın hesaplanmasında muhasebe bilgi sisteminden sağlanan finansal tablolar temel alınmaktadır. Ekonomik katma değer; vergi sonrası net faaliyet karı ile sermayenin toplam maliyeti arasındaki fark şeklinde belirlenmektedir. Ekonomik katma değere özgü düzenlemeler yapılarak vergi sonrası net faaliyet kârından, düzeltilmiş vergiler düşürülerek, vergi sonrası net faaliyet kârı, düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet karına dönüştürülmektedir. Yatırılan sermaye ise; firmanın dönem başındaki net çalışma sermayesi ile duran varlıkların toplamından oluşmaktadır (Şamiloğlu ve Akgün, 2010: 278-279).

Ekonomik katma değer, artık kâr hesaplamasının bir türü olup aşağıdaki şekilde formüle edilebilir:

$$\begin{array}{l} \text{Ekonomik} \\ \text{Katma} \\ \text{Değer} \end{array} = \left[\begin{array}{l} \text{Esas} \\ \text{Faaliyet} \\ \text{Kârı} \end{array} - \left[\begin{array}{l} \text{Ödenecek} \\ \text{Vergi} \end{array} \right] \right] - \left[\begin{array}{l} \text{Uzun Vadeli Borçlar İle} \\ \text{Özsermayenin} \\ \text{Maliyeti} \end{array} \right]$$

Bu formülün ilk anahtar kelimesi “Esas Faaliyet Kârı” dır. TFRS kapsamında şirketlerin gelir tablosunda yer alan bu bölüm, finans literatüründe, faiz ve vergi öncesi kâr(FVÖK-EBIT) olarak bilinen kavramdır. Zira ekonomik katma değerın hesaplanmasına bu formülde esas faaliyet kârı ile başlandığı için, bir sermaye maliyeti olan cari borçların maliyeti yani cari borçların faiz yükü hesaba katılmış ve dönem kârından düşülmüş olmaktadır. Sermaye maliyeti açısından geriye sadece, uzun vadeli borçlar ile özsermayenin maliyeti formülde yerini almaktadır. Buna literatürde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti denilmektedir. Bu kavram, tüm uzun dönemli borçların ve özsermayenin fırsat maliyetinin vergi sonrası ortalama maliyetini verir. Özsermayenin fırsat maliyeti kavramı her ne kadar subjektif bir kavram olarak gözükse de; bu fırsat maliyeti genel olarak tüm şirketler için geçerli olan en risksiz yatırımın getiri oranı olarak kabul görmektedir. Ekonomik katma değer bir nevi tüm maliyetler çıkarıldıktan sonra arta kalan gerçek kârın bir ölçüsüdür. Kalan ise herhangi bir dönemde, bu kârı üretebilmek için kullanılan tüm sermayenin maliyetini aşan kısmıdır.

Ekonomik katma değer hesaplamasında yapılması gereken muhasebe düzeltmeleri şu nedenlerle gereklidir (Türker, 2005: 141):

- a. Şirketlerin ekonomik amaçlarını daha iyi ortaya koyabilmek,
- b. Fonksiyonel veya optimal olmayan kararların verilmesinin önüne geçmek,
- c. Şirketin muhasebe kayıtlarını benzer normlara göre düzenleyerek, şirket içi (bölmeler arası) ve şirket dışı (şirketler arası) daha kolay karşılaştırma yapılabilmesini sağlamak.

Şirketler ekonomik katma değeri tam olarak uygulamaya başladıklarında maliyetleri toplayıp kârı değişik bir şekilde hesaplamaktan çok daha fazla şey yapmış olurlar. Bunlar aşağıda sıralanmıştır (Hacıüstemoğlu, Şakrak ve Demir, 2001: 2):

- Direkt olarak hissedar zenginliğine bağlı olan bu performans ölçüm aracı, daha yüksek bir ekonomik katma değer yani daha yüksek bir pazar fiyatı için yönetimi öngörür.
- Daha yüksek bir ekonomik katma değer, her zaman hissedarların daha fazla kâr elde etmesi demektir. Bunun aksine kâr payları, pay başı gelir ve yatırım verim oranlarını artıran bazı davranışlar hissedarların yararına olmayabilir.

- Faaliyet bütçeleme, sermaye bütçeleme ve devralmadan stratejik planlamaya kadar her türlü karara rehberlik eden, kapsamlı bir sistem olan ortak finansal yönetimin alt yapısını oluşturur.
- En alt kademedeki çalışanlara kadar işi anlatabilecek düzeyde basit, fakat etkili bir yöntemdir.
- Yöneticileri, şirket sahipleri gibi düşünmeye ve davranmaya iten bir sistemdir.
- Şirketlerin amaç ve başarılarını yatırımcılara anlatmanın bir yolu ve aynı zamanda yatırımcıların da üstün performans potansiyeli olan şirketleri belirlemelelerinin bir yoludur.
- Tüm yönetici ve çalışanları mümkün olan en iyi performansa ulaşmak üzere motive eden, işbirliği ve hevesle çalışmalarını sağlayan bir iç kontrol unsurudur.

Ekonomik katma değeri pozitif yönde arttıran faaliyetler ise şu şekilde sıralanabilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 34):

- Var olan sermaye yapısıyla ya da bir başka ifadeyle daha fazla sermaye kullanmadan esas faaliyet kârındaki artış.
- Sürdürülen faaliyetlerdeki verimliliğin arttırılması.
- Şirkete artı katma değer sağlayacak yeni yatırımların yapılması.
- Katma değer yaratmayan faaliyetlerden vazgeçilerek, bu faaliyetlere yatırılan sermayenin geri çekilmesi.
- Hem borç hem de özsermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlayan yatırımlara yönelmek.

Günümüzde kullanım alanı giderek genişleyen ekonomik katma değer yöntemi; yöneticilerin, faaliyet verimliliği, büyüme, bilanço yönetimi, kalite kontrol, müşteri memnuniyeti, yenilik ve yeniden yapılanma adına yapabilecekleri katkıları saptayıp bütünleştiren ekonomik katma değer, üstün ve etkin bir yönetim yaklaşımı olarak değerlendirilir. Sonuç olarak ekonomik katma değer, firma finansmanının yönetiminde yıllık operasyonel bütçeden sermaye bütçeleme yöntemine, stratejik planlamadan birleşme ve devralmalara kadar karar almada yol gösterici olarak ayrıntılı yeni bir yapıyı oluşturmaktadır (Çam, 2006: 103).

Ekonomik katma değer ile doğrudan bağlantılı olan “Piyasa Katma Değeri” kavramı da, Amerikan merkezli Stern & Stewart danışmanlık şirketi tarafından geliştirilen ve borsada işlem gören şirketler için hissedar değeri yaratılıp yaratılmadığını gösteren bir ölçüttür. Yani piyasa katma değeri, hissedarların yatırımına işletmenin ne kadar değer kazandırdığını veya ne kadar değer düşmesine neden olduğunu gösteren bir ölçüttür.

Hisse sahiplerinin yatırımlarının değerinin maksimize edilebilmesi için işletmenin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farkın artırılması gerekmektedir. Bu bağlamda eğer bir işletmenin piyasa değeri defter değerinden fazla ise, işletme pay sahiplerinin servetini artırmış, tersi bir durumda ise pay sahiplerinin servetini azaltmış demektir. Bu bilgilerden yola çıkılarak piyasa katma değeri olarak ifade edilen bu fark aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Şaban ve Erdoğan, 2007: 136).

$$\text{PİYASA KATMA DEĞERİ} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Defter Değeri}$$

$$= (\text{Toplam Hisse Sayısı} \times \text{Hisse Kapanış Fiyatı}) - (\text{Defter Değeri})$$

Piyasa katma değeri, ekonomik kârlılıkla yakından ilişkilidir. İşletmenin sahip olduğu toplam kaynaklara (borç + öz sermaye) bir prim ilavesi gerçekleştirip gerçekleştirmediğini ölçer. Piyasa katma değeri yatırılan sermayenin etkin kullanılıp kullanılmadığını gösterir. Düşük bir piyasa katma değeri firmanın geçmişte sermayesini etkili kullanmadığını göstermektedir. Ayrıca düşük bir piyasa katma değeri, işletme yönetiminin dışındaki, dış faktörlerin etkisinden de kaynaklanıyor olabilir. Hisse senedinin fiyatının düşmesi sonucu da piyasa katma değeri düşük çıkabilir (Bayraktar ve Ünlü, 2009: 295).

Gelecekteki ekonomik katma değerlerin iskonto edilmiş bugünkü değeri, şirketin piyasa katma değerini yansıtır. Piyasa katma değeri ile ekonomik katma değer arasındaki ilişki şöyle formüle edilebilir (Chambers, 2009: 34):

$$\text{PİYASA KATMA DEĞERİ} = \text{Gelecekteki Ekonomik Katma Değerlerin Şimdiki Değeri}$$

Geçmişe dönük işletme performansının değerlendirilmesine ve geleceğe dönük işletme performansının tahminine olanak sağladığı için kümülatif bir ölçü oluşturur. Piyasa katma değeri, ekonomik katma değere bağlı olduğu için, ekonomik katma değer firmasının piyasa değerinin olması gerekenden daha yüksek ya da daha düşük olduğunu gösterir.

ren bir ölçüdür. Piyasa katma değer ve ekonomik katma değer arasındaki bağlantıdan hareketle şirketlerin piyasa değerlerine şu formül ile ulaşılabilir (Chambers, 2009:35):

$$\text{PİYASA DEĞERİ} = \text{Şirkete Yatırılan Sermaye} + \text{Gelecekteki Ekonomik Katma Değerin Şimdiki Değeri}$$

Formülde, şirketin kullandığı tüm sermayenin üzerine ekonomik katma değerlerinin pozitif olması halinde prim eklenerek, negatif olması durumunda ise çıkarılarak hesaplama yapılır. Ortalama sermaye maliyetinin üzerinde getiri sağlamayı başaran şirketlerin piyasa değerlerinin üzerinde prim sağlayabileceği, tersi durumda ise kullanılan sermayenin daha altında bir değer ile satılabileceği söylenebilir. Sonuç olarak ekonomik katma değerini yükselten şirketler, piyasa değerlerini de yükseltebileceklerdir (Chambers, 2009:35). Değere dayalı yönetim anlayışının gittikçe yaygınlaşması ile birlikte hissedarların koydukları sermayenin artıp artmadığı sorusuna yanıt aramak için şirketlerin piyasa katma değerlerine bakılması gerektiği savunulmuştur. Bu nedenle şirketin değeri ile ilgilenen her yönetimin asıl amacının şirketin piyasa katma değeri değerini maksimize etmek olması gerektiğini ifade etmek mümkündür (Akyüz, 2013: 350).

3.3. Nakit Katma Değer

Fredrik Weissenrieder-Anelda Danışmanlık firması tarafından geliştirilmiş bir değer tabanlı performans ölçütü olan “Nakit Katma Değer (Cash Value Added)” yöntemi, işletme yatırımlarının hissedar değerinde bir artış yaratıp yaratmadığı konusuna odaklanan bir ölçüttür. Nakit katma değer yöntemi, ekonomik katma değer yönteminin en önemli özelliklerinden birisi olan sermaye maliyetini de kapsamaktadır. Ekonomik katma değer ile nakit katma değer yöntemi arasındaki temel farklılık, ekonomik katma değer yönteminin amortismanla göre netleştirilmesi, nakit katma değer ise amortismanla göre netleştirilmemesidir. Bu nedenle nakit katma değer savunucularına göre yöntemin en önemli üstünlüğü amortisman yaklaşımlarından etkilenmemesidir (Ertuğrul, 2009: 183).

Bu yöntemde işletme yatırımları stratejik ve stratejik olmayan yatırımlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Stratejik yatırımlar doğrudan hissedar değerinde bir artışa neden olacak

yatırımlardır. Stratejik olmayan yatırımlar ise, stratejik yatırımlar tarafından yaratılan değeri sürdürmeye ve korumaya odaklanmış çok sayıdaki yatırımlardan oluşur. Bir yatırım için katlanılan nakit çıkışı, değer yaratma veya yaratılan değerde artış meydana getirme özelliğine sahipse, nakit çıkışını gerektiren yatırım stratejik yatırım olarak ifade edilir. Örneğin, işletmenin günlük faaliyetlerini sürdürmek ve kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirmek için gereksinimi olan işletme sermayesine yatırım yerine, üretimde kullanabileceği maddi duran varlık yatırımları ile birlikte patent, telif hakkı, know-how gibi rakiplerine üstünlük sağlamasına katkı yapacak maddi olmayan duran varlık yatırımları stratejik yatırımlar olarak kabul edilecektir (Çakıcı, 2008: 217).

Hissedar değeri yaratma sürecinde, firmaların hangi tür getiriler sağladığı konusunda bilgi vermesi, nakit katma değeri oldukça önemli bir ölçüt haline getirmektedir. Bu özellik aynı zamanda, yöneticilerin dikkatini, yatırımın ayrıntıları üzerinde toplamakta ve uzun dönemde hangi yatırımların daha önemli olduğu konusunda yönetime katkıda bulunmaktadır. Nakit katma değer, yalnızca nakit çıkışı gerektirmeyen harcamalar için faiz ve amortisman öncesi gelir, çalışma sermayesi hareketleri ve stratejik olmayan yatırımlar gibi nakit unsurlarını kapsar. Bu üç unsurun toplamı ise “Faaliyet Nakit Akışını (FNA)” verir. Faaliyet nakit akışı şu şekilde hesaplanır (Ertuğrul, 2009: 184):

Faaliyet		Esas		Çalışma
Nakit	=	Faaliyet	+	Sermayesi
Akışı		Kâr/Zararı		Değişikliği

NAKİT		Faaliyet		Ekonomik		Brüt Yatırımların
KATMA	=	Nakit	-	Amortismanı	-	Sermaye Maliyeti Tutarı
DEĞER		Akımları				(Brüt nakit yatırımı x AOSM)

Nakit katma değer, nakit çıkışlarını değer yaratıp yaratmamalarına göre sınıflandırdığından işletmedeki üst düzey yöneticiler tarafından sağlıklı biçimde tespit edilmesi ve planlanması önemlidir. Planlamanın sağlıklı biçimde yapılması, karar verme ve kontrol

süreçlerinde de etkinliği artıracaktır. Yatırım kararlarının alınması aşamasında değer yaratmaya odaklanmakla işletmenin bir bütün olarak değeri de artacak ve bu durum finansal amaç olan işletme değerinin maksimum yapılması hedefine ulaşmayı da kolaylaştıracaktır. Nakit katma değer aynı zamanda gelirler üzerine de yoğunlaşır. Stratejik yatırımların hissedar değeri yaratma sürecinde ne tür getiri sağlaması gerektiği, hangi yatırımlara ağırlık verilirken, hangi yatırımlardan vazgeçilmesi gerektiği konusunda da üst yönetime yardımcı olmaktadır. Bu durum işletme kaynaklarının gereksiz yere kullanılmasını ve değer yaratmaktan uzaklaşmasını da önleyecektir.

Nakit katma değer, bir bütün olarak işletme performansını yansıtabileceği gibi, aynı zamanda işletmenin alt bölümlerinin performanslarını da gösterecek biçimde düzenlenebilir. Her alt bölümün yatırım gereklilikleri ve nakit akışları birbirinden bağımsız olarak değerlendirilip, değer yaratma sürecine katkıları ve bölüm performansları ortaya çıkarılabilir. İşletmelerin performans ölçümünde nakit katma değer ölçütünden faydalanmaları ve değer yaratmaya odaklanmaları durumunda, stratejik planlama sürecinin daha verimli geçirilmesi, işletme amaçlarının daha net ve somut ortaya konulması, birleşme veya devralma kararlarının daha sağlıklı alınması, sermaye bütçelemesinde maliyetlerin düşürülmesi, muhasebe sürecinden elde edilecek bilgilerden azami faydanın sağlanması da mümkün olabilecektir (Kırlı, Kuğu ve Kara, 2013: 103).

Nakit katma değer, stratejik yatırımların kârlı olup olmadığı hususunda da önemli bilgiler içermektedir. Bununla birlikte hangi yatırımlara ağırlık verilmesi gerektiğiyle ilgili bilgi vermekle kalmaz ayrıca yapılmış olan yatırımlardan hangilerinin desteklenmesi gerektiği konusunda da bilgi verir. Fakat nakit katma değer, bu bilgileri yönetime sağlarken, firmanın varlık yapısı ile ilgili önemli birçok bilgiye ihtiyaç duyar. Dolayısıyla bu yöntem, fazla emek isteyen ve pahalı bir yöntem olarak karşımıza çıkar (Bayraktaroğlu, 2009: 106).

3.4. Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr Kavramı ve Şirket Değeri/FAVÖK

Oranı

İşletmeler hangi sektörde faaliyet gösterirse gösterebilir, her işletmenin bir dönemdeki tüm faaliyetlerinden doğan gelir ve giderler üç ana başlık altında incelenebilir. Bunlardan ilki sürdürülen esas faaliyetlerinden doğan gelir giderler, ikincisi, bu ana faaliyetlerinden doğan yardımcı faaliyetlerin gelir-giderleri ve üçüncüsü ise beklenmeyen, olağandı-

şı gelişen faaliyetlerin gelir ve giderleridir. Lakin olağan dışı gelir-giderler TFRS tarafından kabul edilmemekte ve olağandışı gelir-gider olarak raporlanmamaktadır.

Bilindiği üzere günümüz geleneksel muhasebe sisteminde, işletmelerin dönemsel faaliyet performansını gösteren gelir tablosunda, tüm bu üç grup faaliyetlerinden doğan gelir ve giderler raporlanarak, işletmelerin dönemsel kâr - zarar tutarlarını etkilemektedir. Zira diğer bir grup olan yardımcı faaliyetlerin gelir-giderleri, bazen sektörel dalgalanmalar, bazen yönetsel hatalar gibi o işletmeye dair özel faaliyetlerden doğan gelir-giderlerdir. İşletmelerin esas sürdürülen faaliyetlerinden doğan gelir ve giderler dönem boyunca sürekli gün yüzüne çıkarken, yardımcı faaliyetlerinden doğan gelir ve giderler ise aralıklı olarak ortaya çıkarlar.

Ayrıca işletmelerin yardımcı faaliyetlerinden doğan bu gelir giderler, işletmeden işletmeye büyük farklılık göstermektedir. Bazı işletmelerde yardımcı faaliyet gelir giderleri, minimum düzeyde iken, bazı işletmelerde çok yüksek düzeylere ulaşabilmektedir. Hatta bazı işletmelerde bu gelir giderler, işletmenin esas faaliyet gelir giderlerini bile aşmaktadır. Böyle bir durum ise; ana iş kolunda zarar eden şirketleri kâr ediyor gibi gösterirken; kâr eden şirketleri de bazen zarar ediyor gibi gösterebilmektedir. Ortaya çıkan bu kâr - zarar tutarları ise yöneticiler, kreditorler, yatırımcılar ve devlet gibi birçok işletme ilgilisi tarafından kullanılmaktadır. Bu durum ise şirketlerin performanslarını yanlış değerlendirmeye neden olmakta ve böylelikle şirket değerleri piyasalarda yanlış olarak fiyatlandırılmaktadır.

Dünyada 1980'lerden sonra hızla yaygınlaşmaya başlayan "Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr" kavramı, şirketlerde dönemsel ve departmansal performans değerlemede, şirket satın almalarında, şirket birleşmelerinde ve şirketlere yapılacak yatırımlarda, sıklıkla kullanım alanı bulmaktadır. Bu kavram, ingilizce bir kelime olan EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation- Amortization) kavramı; faiz, amortisman, vergi öncesi kâr anlamıyla dilimizde karşılık bulmaktadır. Bu kavramın tüm dünyada kabul görmesinin en büyük sebeplerinden biri, ülkeler arasındaki vergilendirme politikalarından kaynaklanan farklılıkları ortadan kaldırarak, uluslararası bir değerlendirme ölçütü haline getirmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca şirketin gelecekte potansiyel olarak yaratabileceği nakitlerin ölçülmesinde en iyi göstergelerden biri olarak kullanılır (www.tmsk.org.tr). Çünkü şirket değerlendirilmede bu kavram faaliyetler açısından kârlılığı

ayırır ve şirketin ana faaliyetlerinden doğan kârlılığı göstererek, yardımcı faaliyetlerinden doğan kârlılığı elimine eder. “Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr” işletmenin net kârlılığının ve borç ödeme kapasitesinin bir göstergesi olarak kabul görmektedir. Ayrıca bu yöntem şirketin gelecekte potansiyel olarak yaratabileceği nakitlerin ölçülmesinde de en iyi göstergelerden biri olarak kullanılmaktadır.

İşletmelerin ana iş kolundan elde ettiği kâr-zarar, işletmelerin gelir tablosunda esas faaliyet kâr-zararı olarak adlandırılmakta ve bu tutara literatürde “Faiz Vergi Öncesi Kâr (FVÖK- EBIT)” denilmektedir. İşletmelerin gelir tablosunda yer alan bu “FVÖK” tutarına, işletmelerden nakit çıkışı sağlamayan cari dönem amortisman giderini eklemek suretiyle ise “Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK- EBITDA)” tutarı hesaplanmaktadır.

Günümüz piyasalarında şirketlerin performanslarını değerlemede sıkça kullanılan bu yöntem basit şekilde şöyle ifade edilebilir:

$$\begin{aligned} \text{Faiz Vergi Öncesi Kâr (FVÖK- EBIT)} &= \text{Esas Faaliyet Kârı} \\ \text{FAVÖK(EBITDA)} &= \text{Esas Faaliyet Kârı(FVÖK-EBIT)} + \text{Cari Dönem Amortismanı} \\ \text{FAVÖK(EBITDA)} &= (\text{Dönem Net Karı} + \text{Amortisman ve Yıpranma Giderleri} + \text{Finansman Giderleri} + \text{Ödenen Vergiler}) - (\text{Faiz Gelirleri}) \end{aligned}$$

Şirketin performansını değerlerken hesaplanan EBITDA ile ulaşılmak istenen amaç, şirketin esas sürdürülen faaliyetlerini göz önüne alarak değerlendirme yapmaktır. Örneğin, şayet işletme bir banka işletmesi değilse, faiz gelir-gideri o işletmenin ana ticari faaliyeti olamaz ve gerçek ticari kâr - zarar tutarını bulabilmek için, dönemsel kâr/zarar tutarından, faiz gelir-giderleri ayırt edilmelidir. Benzer şekilde amortisman giderleri de işletmelerden nakit çıkışı sağlamazken, her ne kadar kanunen kabul edilen bir gider niteliği taşısa da, özellikle imalat işletmelerinde çok yüksek tutarlara ulaşabilmekte ve kârı ciddi anlamda etkilemektedir. Dolayısıyla bu tutar da, işletmelerin sürdürülen ana faaliyetlerinden doğan gerçek ticari kârı bulurken, dönem kâr-zarar tutarından ayırt edilmelidir.

(FAVÖK) tutarı hesaplandıktan sonra iki şekilde oranlamaya tabii tutularak şirketlerin performanslarını değerlendirmede ve ayrıca şirketlere değer biçmede kullanılmaktadır. Piyasalarda FAVÖK marjı olarak bilinen ilk oranlama metodu, hesaplanan FAVÖK tutarının net satışlara bölünmesi ile hesaplanır. Hesaplanan bu oran ile, işletmenin ana

faaliyet konusundan elde ettiği kârlılığı bir rasyo ile ifade edilmiş olur. Bir başka ifadeyle bu oran, şirketlerin esas ticari kârlılık oranını gösterir.

FAVÖK marjı şu şekilde formüle edilebilir(Toraman ve Körpi, 2015: 45):

$$\text{FAVÖK MARJI} = \frac{\text{Hasılat}}{\text{FAVÖK}}$$

Diğer bir rasyo ise, firmanın piyasa değerinin, dönemlik faiz amortisman ve vergi öncesi kâr tutarına bölünmesi ile hesaplanan FAVÖK marjı ise şöyle formüle edilebilir:

$$\text{FD/FAVÖK} = \frac{\text{Özkaynaklar ve Uzun Vadeli Borçların Piyasa Değeri} - \text{Nakit Benzerleri}}{\text{FAVÖK}}$$

Bu FAVÖK marjı ile, şirketlerin piyasadaki cari değerleri ile bir dönemde elde ettiği esas faaliyet kârlarının nakit kısımları karşılaştırılarak, bir nevi dönemlik bazda elde edilen kârın, şirketin piyasa değerinin yüzde kaçını oluşturduğuna bakılmakta ve böylelikle şirketlere değer biçilmektedir. Günümüz piyasalarında FAVÖK katsayısı olarak bilinen bu oran, şirket birleşmelerinde, şirket satın almalarında başvuru en önemli kıstaslardan ve değerlendirme yöntemlerinden biridir. Aslında bu katsayı şirkete yatırılacak fonun geri dönüş yüzdesini hesaplamaya yarayan bir orandır.

3.5. Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Esaslarının Sermaye Yapısı – Şirket Değerleri ve Dönem Kârları İle Bağlantısının Analizi

Geleneksel muhasebe sisteminde dönem net kârı, öz sermayeyi finanse etmek için kalan tutardır. TFRS açısından en genel itibariyle dönem kârı, toplam gelirden diğer kapsamlı (toplam) gelir unsurları dışındaki giderlerin indirilmesi sonucu bulunan pozitif değer olarak tanımlanabilir. Tüm sermaye şirketlerinde kâr payı(temettü) dağıtımı dönem kârı üzerinden gerekli yedekler ayrıldıktan ve vergiler düşüldükten sonra yapılmaktadır. Şirketin kuruluşunda hazırlanan şirket ana sözleşmesinde ise, o şirketin kâr dağıtım politikası yer almaktadır. İşletmelerin kâr payı dağıtım politikası ve yatırım politikası birbir-

lerini etkileyen ve birbirlerinin tamamlayıcısı olan bir takım finansal kararların alınmasını zorunlu kılan politikalardır.

Sermaye piyasası kanunu; sermaye piyasasının gelişimi, yatırımcıların daha yüksek oranda kâr payı almaları ve haklarının korunmasını amacı ile bazı önemli hükümler getirmiştir. Halka açık anonim şirketlerde kâr dağıtım politikasını uygularken özellikle Türk Ticaret Kanunu (TTK), Sermaye Piyasası Kanunu (SPK), Vergi Usul Kanunu (VUK), Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK), Gelir Vergisi Kanunu (GVK) ve işletmenin ana sözleşmesinde yer alan bazı emredici hükümler gibi bir dizi yasal düzenlemelerin göz önünde tutulması gerekmektedir (Saban ve Köse, 2013: 3).

Ülkemizde faaliyet gösteren sermaye şirketlerinden biri olan anonim ortaklıklar genel olarak iki şekilde çeşitlenmektedir. Bunlardan ilki, hisseleri halka açık olup, borsada işlem gören anonim şirketler, ikincisi ise borsada işlem görmeyen anonim şirketlerdir. Tüm bu anonim ortaklıklar için kanunlarda kâr payı dağıtım esasları açısından tebliğler yer almaktadır. Bu anonim şirketlerden hisse senetleri borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklar için, kâr payı dağıtım oranı, net dağıtılabilir dönem kârının yüzde yirmisinden az olamaz. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların kâr payını tam ve nakden dağıtmaları zorunlu olup bu anonim şirketler taksitle kâr dağıtımını uygulamasından yararlanamazlar.

Aynı şekilde borsada işlem görmeyen ortaklıklar, hesaplanan kâr payı tutarının genel kurula sunulacak son yıllık finansal tablolara göre sermayenin yüzde beşinden daha düşük olması veya söz konusu finansal tablolara göre net dağıtılabilir dönem kârının 100.000 TL'nin altında olması durumunda, ilgili hesap dönemi için kâr payı dağıtmaya-bilir. Bu dağıtılmayan kâr payı, daha sonraki dönemlerde yapılacak hesaplamalarda kâr payı kalemi olarak dikkate alınır (SPK Kâr Payı Tebliği, Sayı:28891, 23/01/2014: 7).

TTK' ya göre ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede veya kâr dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı ayrılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kârdan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, pay sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ödenmedikçe bu kişilere kârdan pay dağıtılamaz (SPK Kâr Payı Tebliği, Sayı:28891, 23/01/2014: 5/3).

Payları borsada işlem gören anonim ortaklıklar için ise, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak kâr paylarını;

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen pay olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit, belli oranda pay olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,
- Nakit ya da pay olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakmada serbesttirler.

Şirketlerde kâr dağıtım politikaları oluşturulurken, şirketin ortaklık yapısı, sermaye yapısı ve sermaye bileşenleri gibi faktörler göz önünde bulundurulmakla beraber kâr dağıtım politikalarının belirlenmesindeki temel ilkeler şöyle sıralanabilir:

- *Net Reel Kâr İlkesi:* İşletmeler kâr elde etmedikçe, geçmiş yıllardan devreden kârları bulunmadıkça veya geçmiş yıllardaki zararlarını telafi etmedikçe ortaklara ya da hissedarlara kâr payı dağıtamazlar. Buradaki amaç, şirketlerin kârlılığındaki realite ve sürekliliktir. Şöyle ki, şirketler reel bazda kâr elde etmeden kâr dağıtımına girerse, bu durum zaman içerisinde şirketlerin ya duran varlıklarını eritecek ya da sürekli şirkete faiz yükü bindirerek şirketi tasfiye sürecine kadar götürecektir. Dolayısıyla hesaplanan dönem kârının reel olması ve bu kâr tutarının şirketin ana sürdürülen faaliyetlerinden kaynaklanması, şirketin sürekliliği adına önem arz etmektedir.
- *Net Çalışma Sermayesi ve Borç Ödeme Durumu:* Net çalışma sermayesi işletmenin dönen varlıklarından cari borçlarının düşülmesi suretiyle, işletmelerin günlük faaliyetlerini sürdürebilmeleri adına kullandığı kaynaklardır. Net çalışma sermayesi yeterliliği şirketlerin sürekliliğinde, kârlılıktan çok daha fazla önem arz etmektedir. Zira muhasebe sisteminin tahakkuk ilkesi gereğince yapılan kayıtlar ile, şirketler yüksek dönem kârına sahip olsalar dahi, bu kârlılığın kaynağı olan satış gelirlerini nakit tahsil etmemiş olabilirler. Bu durum net çalışma sermayesinde yetersizliği ve likidite sorununu ortaya çıkaracaktır. Buradan hareketle; sermayenin ve şirketlerin korunabilirliği adına, kâr dağıtım politikasında önemli bir kriter ise; şirketlerin dönemsel nakit kârlılığıdır. Zira kanunlardan hareketle, borsada işlem görmeyen anonim şirketlerin, kâr dağıtımlarını tam ve

nakden yapmaları zorunlu olup bu anonim şirketler taksitle kâr dağıtımını uygulamasından da yararlanamamaktadırlar.

Sermaye piyasalarında hissedarlar genellikle kâr paylarının nakden ödenmesini talep ettiklerinden borsada hisse senetleri işlem gören anonim şirketler ise, kâr dağıtımını genelde nakden yapmaya çalışmaktadırlar. Bu durum şirketlerin gelir tablosunda hesaplanan dönem kârının içindeki nakit oranını sorgulamayı gerektirmektedir. Daha açık ifadeyle, şirketlerin ana faaliyetlerinden doğan gelirlerin veya giderlerin yüzde kaçının nakit olduğu konusunu gün yüzüne çıkarmaktadır. Zira şirketlerin gelir tablosunda yer alan, kanunen bir gider olarak kabul edilen, dolayısıyla, şirketin dönem kârıyla beraber kâr dağıtım payını da etkileyen amortisman giderleri; şirketlerden nakit çıkışı sağlamayan giderlerdir.

Bu noktadan hareketle, şirketin nakit dönem kâr tutarının hesaplanmasında reeskont, amortisman gibi nakit girişi ve çıkışı sağlamayan gelir ve giderlerin de dikkate alınması gerekmektedir. Aksi takdirde nakit kârlılığı düşük olan şirketlerin, ortaklarına nakden yapacağı kâr dağıtımını, şirketlerde likidite sorununu ortaya çıkaracaktır. Likidite sorunu ve çalışma sermayesinde yetersizlik olması halinde ise; şirket günlük faaliyetlerini sürdürmede sıkıntı çekecek ve bu durum şirketi borçlanmaya iterek şirkete ek faiz yükü bindirecektir. Borçlanmayla beraber şirkete yüklenen faiz yükü sermaye kaynaklarının yapısını bozacak, sermaye maliyetleri artacak ve ilerleyen dönemlerdeki kârlılık azalacaktır. Kârlılığın azalması ile birlikte şirketin kâr dağıtım performansı düşecek ve şirket ortakları yatırım ve temettü politikalarını değiştireceklerdir. Böyle bir durum, şirketin sermayesinin korunabilmesi kavramını ortadan kaldıracak ve zaman içerisinde şirketin sermayesi eriyerek, şirketin sürekliliği de tehlike altına girecektir.

- *Esas Sermayenin Korunması İlkesi:* Şirketlerin yönetim politikalarında öncelik verdikleri konuların başında; şirketin özsermayesinin korunması, sermayenin devamlılığı ve şirketin sürekliliği gelmektedir. Şirketin kuruluşunda şirket ana sözleşmesi hazırlanırken, şirketin sürekliliği ve sermayenin korunabilmesi gözetilerek, kâr payı dağıtım politikası oluşturulmaktadır. Bilindiği üzere ortaklar arasında kâr payı (temettü) dağıtımını yapabilmek için, öncelikle kanunlar nezdinde belirtilen yedekler ayrılmalı ve daha sonra geriye kalan kısım ancak ortaklara net dağıtılabılır kâr olmaktadır. Kanuni yedekler ayrılmadıkça kâr dağıtımını yapı-

lamamaktadır. Zira muhasebe literatüründe sermaye yedeği olarak adlandırılan yedek akçeler; “Net kârın, özkaynakların bünyesini sağlam tutmak, işletmenin devamlılığını, gelişmesini, sahipler ile alacaklıların haklarının korunmasını sağlamak ve özkaynaklarda faaliyet sonucunda doğabilecek azalışları karşılamak amacıyla dağıtılmayarak işletmede alıkonulan kısım (Ataman, 2000: 125).” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım, yedek akçelerin bir sermaye yedeği olduğunu ve tamamen sermayeyi, dolayısıyla şirketi korumaya yönelik ayrılan fonlar olduğunu açıklamaktadır.

- *Şirketlerin Piyasa Değeri: Kâr dağıtım politikalarının birebir etkilediği diğer bir faktör ise; şirketlerin piyasa değeridir. Kâr dağıtımını istikrarlı bir şekilde ve özellikle nakden yapan şirketler, sermaye piyasalarından yatırımcı çekecek ve bu durum şirketin hisse senetlerine olan talebi arttıracaktır. Talebi artan hisse senetlerinin piyasa fiyatının yükselmesi ile birlikte doğrusal olarak şirketin piyasa değeri de artacaktır. Kâr dağıtımını hissedarların servetlerini ve yatırım yönelimlerini farklı şekillerde etkileyecektir. Lâkin şirketlerin kâr dağıtım kararları, hem bir yatırım hem de bir finansman kararı niteliğindedir. Şayet şirketler, ihtiyaç duyduğu fonları, yatırımcılardan, finans kuruluşlarından alacağı borca nazaran daha düşük maliyetle temin edebiliyorsa, kâr dağıtımını bir finansman kararı olacaktır.*

3.6. TFRS Kapsamında Hesaplanan Dönem Kâr-Zararlarının Sermayenin Korunabilirliği ve Devamlılığı Adına Hesaplanan Kâr-Zarar Tutarlarına Dönüştürülmesi Üzerine Öneri

2000’li yılların başından itibaren başta Avrupa ülkeleri olmak üzere tüm dünyaya entegre edilmeye çalışılan UFRS (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları) ve UMS (Uluslararası Muhasebe Standartları), ülkemizde de her geçen gün daha yaygın uygulanmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda sermayenin korunabilirliği ve devamlılığı adına TFRS kapsamının kavramsal çerçevesinde iki yöntemle de hesaplanan kâr tutarına literatürde, her ne kadar gerçek (reel) kâr denilse dahi; bu tutar aşağıdaki nedenlerden dolayı işletmelerin gerçek kâr tutarından çok uzaktır (Kırılıoğlu ve Altınkaynak, 2016: 12):

- Bilindiği üzere kâr, sermayenin bir fonksiyonu olup özkaynak toplamında gözükmemektedir. İlk yöntemde dönem başı özkaynak toplamına genel fiyat endeksi ile düzeltme yapılarak hesaplanan tutar, her ne kadar gerçek kâr olarak adlandı-

rılsa da, gelir tablosunda hesaplanmış bu kâr tutarı gerçek ticari kâr değil; vergi amaçlı hesaplanan mali kârın cari tutarıdır.

- İkinci yöntemde ise, dönem sonunda hesaplanan kâr rakamından zahiri/fiktif tutarı ayıklamak için, maliyetlerin cari değerleri hesaplanmaktadır. Böyle bir işlemin sonucunda bulunan tutar ise, reel kâr değil, faaliyet kârının cari değeridir. Diğer bir ifadeyle; EBIT(Faiz ve Vergi Öncesi Kâr) tutarının cari değeridir, denebilir. Çok ciddi enflasyonist ekonomilerde ise bu durum daha farklı seyredecektir. Zira enflasyonist ekonomilerde böyle bir uygulamada gelirlerin bugünkü değerleri göz ardı edilmektedir. Dolayısıyla tarihi gelirlerden cari maliyetlerin çıkarılması gibi bir durumla karşı karşıya kalınabilecektir. O zamanda, günümüz muhasebe sisteminde satışlardan elde edilen gelirler KDV tahakkukları için, aylık olarak kayıt edilmektedir. Faiz oranlarının geçerli olduğu ekonomilerde, dönem sonu itibariyle, aylık baz esas alınarak, elde edilen gelirlerin bugünkü değeri hesaplanabilir. Bundan dolayı burada reel kâr diye atfedilen kâr tutarı, reel (gerçek) kâr değil, bir nebze de olsa kârın cari değeridir.
- Şirket sahip ya da sahipleri yatırımlarını şirkete yapmak yerine, farklı alternatiflere de yapabilirler. Dolayısıyla, ortak olarak işletmeye yatırım yapmanın bir bedeli veya maliyeti vardır. Bu maliyete özsermaye maliyeti denilmektedir ve bu bir fırsat maliyeti olup, yatırımcıların en yakın başka bir alternatifi seçmemelelerinden kaçırılan fırsatın getirisiidir. Gerek VUK' da, gerekse TFRS kapsamında işletmelerin dönem kâr-zarar tutarları hesaplanırken, işletmeye koyulan sermayenin maliyeti göz ardı edilmektedir. Hem sermayenin korunabilmesi hem de devamlılığı için işletmeye yatırılan sermayenin bir nevi fırsat maliyetinin de toplam cari maliyetlere eklenerek gelirlerden düşülmesi gerekir.

Son olarak, tüm sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin, faaliyetlerinden elde ettiği gelir ve giderler, genel olarak üçe ayrılabilir:

- a. Esas Sürdürülen Ticari Faaliyetlerinden Gelir ve Giderler,
- b. Yardımcı Faaliyetlerinden Doğan Gelir ve Giderler,
- c. Beklenmedik Olağandışı Faaliyetlerinden Doğan Gelir ve Giderler.

Günümüz muhasebe sisteminde; gelir ve gider sınıflandırması her ne kadar böyle kabul görse de; TFRS bu sınıflandırmada olağandışı gelir ve giderleri kabul etmemekte ve

ayrımın dışında bırakmaktadır. Şirketlerin bir dönemdeki tüm bu faaliyetlerinden elde ettiği bu gelir ve giderler makas aralığına alınarak dönem kâr-zarar tutarları hesaplanmaktadır. Dolayısıyla tüm bu faaliyetlerinin sonucunda hesaplanan kâr-zarar tutarı her ne kadar doğru olsa da; şirketlerin gerçek sürdürülen ticari faaliyetlerinin başarısını yani gerçek ticari kâr-zarar tutarını yansıtamamaktadır.

TFRS/TMS “Kavramsal Çerçeve” de, sermayenin korunabilmesi ve devamlılığı adına hesaplanan kâr rakamına, literatürlerde “ Reel (Gerçek) Kâr” denilse de; yukarıda sıralanan nedenlerden dolayı, bu kâr tutarı, tezde “Kârın Cari Değeri” olarak adlandırılmıştır. Çalışmada gelinen bu noktada, “Kavramsal Çerçeve” kapsamında hesaplanan kârın cari değerini, “Reel Ticari Kâr-Zarar” tutarına dönüştürebilmek için, bir yandan risksiz minimum getiri oranı olarak finans piyasalarında kabul gören, devlet iç borçlanma senedi oranları, özsermaye maliyeti olarak hesaba katılmalı, bir yandan da dönem boyunca elde edilen gelirlerde, paranın zaman değeri dikkate alınarak, gelirlerin dönem sonu itibariyle cari değerleri hesaplanmalıdır. Nasıl ki; maliyetlerin cari değerleri hesaba katılıyorsa, gelirlerin de cari değerleri göz önünde bulundurularak, dönem kâr-zarar tutarları iki cari değer arasında gidip gelmelidir. Aksi taktirde; tarihi gelirler ile cari maliyetler kıyaslanmış olacaktır. Bu durum ise hesaplanan kâr-zarar tutarını, reel kâr-zarar tutarından uzaklaştıracaktır.

Bu noktadan hareketle, gerek sermayenin korunabilirliği ve finansal güçte sağlamlık, gerekse şirketlerin kâr dağıtım politikalarında istikrar sağlamak açısından, hem TFRS hem de VUK finansal raporlama sistemlerine uyum sağlayabilecek yapı ile, şirketlerin ana performans göstergesi olarak kabul edilen “Dönem Kârı” ‘nın cari değeri aşağıda geliştirilen formül yardımıyla hesaplanabilir. Bu formül; bir yandan özkaynaklar toplamında meydana gelecek yıllık enflasyon yıpranmasını elimine ederken, diğer yandan da şirketin özsermayesinin faiz giderini de dönem kârından düşmektedir. Böylelikle bu formül, yukarıda TFRS kavramsal çerçeve kapsamında literatürde anlatılan “Sermayenin Nominal Olarak Korunması” ve “Sermayenin Üretim Gücünün Korunması” kavramlarını içinde barındırmakla beraber, şirketlerin dönem kârlarının cari ve yalın değerini hesaplayabilmek için geliştirilmiştir. Ayrıca yukarıda değinilen FAVÖK tutarları üzerinden, sermayenin korunması kapsamında yeni FAVÖK hesaplaması formülü de hemen altında yer almaktadır.

Tablo 7
Reel Ticari Kâr Zarar Tablosu

$$\begin{array}{c}
 \text{Dönem} \\
 \text{Kâr} = \\
 \text{Zararlılı} \\
 \text{Reel} \\
 \text{Değeri}
 \end{array}
 =
 \left[\begin{array}{c} \text{Dönem} \\ \text{Kârı} \end{array} \right]
 -
 \left[\begin{array}{c} \text{Ödenmiş Sermaye} \\ \text{X} \\ \text{Öd. Sermaye Fırsat Mal. Get. Or.} \end{array} \right]
 -
 \left[\begin{array}{c} \text{Ödenmiş Sermaye} \\ \text{X} \\ \text{Üretki Fiyat Endeksi} \end{array} \right]$$

$$\begin{array}{c}
 \downarrow \\
 \left[\begin{array}{c} \text{Dönem} \\ \text{Kârı} \end{array} \right]
 \quad
 \left[\begin{array}{c} \text{Ödenmiş Sermayenin} \\ \text{Fırsat Maliyeti} \end{array} \right]
 \quad
 \left[\begin{array}{c} \text{Ödenmiş Sermayenin} \\ \text{Değer Kaybını} \\ \text{Karşılığı} \end{array} \right]
 \end{array}$$

HASILAT (NET SATIŞ GELİRLERİ)	
-	
(SATIŞLARIN MALİYETİ)	
- SATIŞ KÂR/ZARARI	
-	
(ESAS FAALİYET GİDERLERİ)	
+	
ESAS FAALİYET GELİRLERİ	
- FAALİYET KÂR/ZARARININ CARİDE GİRİ	
+	
CARİ DÖNEM AMORTİSMAN GİDERLERİ	
-	
(ÖZSERMAYE MALİYETİ + ÖZSERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI)	
= SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER REEL TİCARİ KÂR / ZARARI	

3.7. Sermayenin Faizi Olarak Dönem Kâr-Zarar Tutarları Arasında Oluşacak Farkların Muhasebeleştirilmesi

Şirketlerin satın aldığı varlıkların kaynaklarını “Sermaye” kavramı oluşturmaktadır. Şirketlerde sermaye kavramı, vadeli ve vadesiz sermaye olarak ikiye ayrılabilir. Vadeli sermaye şirketlerin kısa ve uzun vadeli borçları (yabancı kaynaklar) olarak kabul edilirken; vadesiz sermaye ise şirketlerin özkaynaklarıdır. Hali hazırda var olan gelir tablosunda vadeli sermayeden kısa vadeli yabancı kaynakların (cari borçların) ve uzun vadeli yabancı kaynakların faiz gideri, dönem kârından gider olarak düşülürken; tam tersine varlık ediniminde kullanılan özsermayenin faizi göz ardı edilmektedir. Daha açıkça ifa-

de edilecek olursa, kâr eden işletmelerde, cari dönem borçlarının faiz giderleri kârdan düşülürken; zarar eden işletmelerde de aynı faiz giderleri dönem zararının üzerine ilave edilerek, borçların faizi şirketin kârlılığını etkilemektedir.

Sonuç olarak bu şekilde hesaplanan dönem kârı üzerinden de, ortaklara temettü dağıtılmakta veya dönem zararı varsa, bu zarar ortaklardan temin edilmektedir. Böylelikle şirketlerin yatırım politikaları da kârlılık üzerinden şekil almaktadır. Uzun vadeli yabancı kaynakların faiz giderleri ise, cari dönem gelir tablosunda yer almamakta, borcun ödeme dönemi geldiği an, ilgili dönemin gelir tablosuna ana borç, faiz gideri ile beraber taşınmaktadır. Dolayısıyla tüm sermaye kaynakları içerisinde kısa ve uzun vadeli borçların faiz giderleri belirli dönemlerde ilgili dönemin gelir tablosuna taşınırken; tıpkı kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar gibi varlık ediniminde kullanılan özkaynakların faiz gideri hem geleneksel muhasebe sisteminde hem de uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartları kapsamındaki gelir tablosunda yer almamaktadır.

Bu tez çalışması ile, TFRS “Kavramsal Çerçeve” den hareketle, sermayeyi gerek nominal gerekse üretim gücü bağlamında topyekün koruyabilmek ve şirketlerin sürekliliğini sürdürebilmeleri için, tüm sermaye kaynaklarının faizi, gelir tablosunda bir gider kalemi olarak raporlanacak ve ayrıca gelir tablosunda yer alan ana faaliyet gelir-gider kalemlerinin cari değerleri, paranın zaman değeri dikkate alınarak dönem sonu itibariyle hesaplanarak, dönem kâr-zararının cari değeri tespit edilecektir. Böyle bir hesaplama sonucu, TFRS kapsamında şirketlerin gelir tablosunda raporlanan dönem kâr-zarar tutarları ile, tez kapsamında hesaplanan dönem kâr-zarar tutarları arasında olumlu ve olumsuz farklar oluşacaktır. Sermayenin korunabilmesi ve devamlılığı adına oluşacak bu farklar; muhasebesel olarak ta kayıt altına alınarak, hem TFRS’ ye hem de VUK’ a uygun şekilde raporlanacaktır. Ayrıca, dönem kâr-zararlarında oluşacak bu farklar, şirketlerin yönetim stratejileri gereği, yönetim muhasebesi açısından da değerlendirilecektir.

Sermayenin korunabilmesi ve sürekliliği açısından oluşacak bu farklar, tamamen sermayenin faiz gideri olarak gözükebilir. Zira hesaplanan dönem kâr-zarar tutarlarında oluşacak bu olumlu veya olumsuz farklar her ne kadar sermayenin faiz geliri veya gideri gibi gözükse de; bu farklar o dönemin gelir tablosunda, faiz gelir-gideri olarak raporlanmamalıdır. Zira ortaya çıkan bu olumlu veya olumsuz kâr-zarar farkları, dönemin

gelir tablosunda faiz gelir-gideri olarak raporlandığı takdirde, muhasebesel açıdan iki önemli sorun gün yüzüne çıkacaktır. Bunlar aşağıdaki gibidir:

- a. Sermaye faizi, özkaynaklar hesap guruplarının herhangi birinde raporlanmadığı için; TFRS “Kavramsal Çerçeve” de yer alan sermayenin korunabilirliği ve devamlılığı kapsamında ve amacından uzaklaşacaktır.
- b. Sermayenin faizinden doğan bu kâr-zarar farklarının gelir tablosunda faiz gideri olarak raporlanması durumunda, şirketlerin dönem kâr-zarar tutarları değişecektir. Böyle bir durum ise; muhasebesel açıdan, hem ortaklara kâr dağıtım politikasını bozacak, hem de şirketlerin ödeyeceği vergi miktarlarını değiştirecektir.

Buradan hareketle, öncelikle ikinci kıstasta belirtilen nedenden dolayı, şirketlerin temettü politikalarını bozmamak ve Türk Ticaret Kanunu(TTK), Sermaye Piyasası Kanunu(SPK), Vergi Usul Kanunu(VUK), Kurumlar Vergisi Kanunu(KVK) ve Gelir Vergisi Kanunu(GVK) kapsamında belirlenen kâr payı dağıtım esaslarına uyabilmek adına, dönem kâr-zarar tutarlarında oluşacak bu olumlu ve olumsuz farklar; gelir tablosunda faiz gideri olarak olağan giderler hesap gurubunda raporlanmamalıdır. Bu farklar şirketlerin gelir tablolarında hesaplanan dönem kârlarından sonra yer alan “Kapsamlı Kâr” kısmında raporlanmalıdır. Bu durumu kapsamlı kârda raporlamadaki ana amaç; kanunlarda belirlenen kâr dağıtım esasları ile zıt düşmemek ve esasen dönem kârının içinde yer alan bu farkların, “Kapsamlı Kâr” bölümünde dönem kârından ayrıştırıldıktan sonra raporlamak ve bu durumu sermayenin korunabilmesi adına şirket ortaklarıyla paylaşmaktır. Zira kâr dağıtım açısından kanun hükümleri şirket ortaklarının müktesep haklarından bir tanesi olan kâr payı alma hakkını korumaya yönelik bazı tedbirler almıştır. TTK ve SPK hükümleri şirketlerde kârdan dağıtılacak temettü miktarını, sermaye yedeklerini ve yasal yedek akçeleri etkilemektedir(Saban ve Köse, 2013: 3).

Dönem kârından ayrıştırılan ve kapsamlı kârda raporlanan bu farklar, gerek sermayenin nominal olarak korunması ve gerekse sermayenin üretim gücünün korunması adına mutlaka özkaynaklar hesap gurubuna da taşınmalıdır. Öncelikle sermayenin faizi olarak o dönemin gelir tablosunda tüketilmeyen ve işletme bünyesinde tutulan bu farklar dönem kârının içinde gömülü olarak raporlanmaktadır. Vergi düşüldükten sonra bilançoya taşınan dönem net kârından, gelir tablosunda kapsamlı kârda raporlanan bu fark ayrıştırılmalı ve sermaye yedeği olarak özkaynaklar gurubunda ilgili hesaplarda tutulmalıdır.

Geriye kalan kısım ise dönem net kârında raporlanmalıdır. Bu yöntemle raporlanacak dönem net kârının ortaklara dağıtım durumunda hazırlanacak yeni kâr dağıtım tablosu da bir öneri olarak aşağıdaki gibi şekil almalıdır:

Tablo 8
Kâr Dağıtım Tablosu

XXXX Yılı Dönem Kârı (Ticari Kâr)
+ İlaveler (KKEG.)
- İndirimler (Vergiden Muaf Gelirler, Geçmiş Yıl Zararları)
Kurumlar Vergisi Matrahı (Mali Kâr)
(Kurumlar Vergisi (Mali Kârın % 20'si))
Dönem Net Kârı (Ticari Kâr – Kur. Vergisi)
(Ödenmiş Sermayenin Değer Kayıpları)
(Ödenmiş Sermayenin Fırsat Maliyeti)
<u>VERGİ SONRASI DAĞITILABİLİR REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI MATRAHI</u>
I. Tertip Yedek Akçe (Ticari Kârın % 5'i)
I. Temettü (Ödenmiş Sermayenin % 5'i)
II. Tertip Yedek Akçe Matrahı
II. Tertip Yedek Akçe (Kâr Dağıtım Matrahının % 10'u)
II. Temettü (II. Tertip Yed.Ak.Matrahı - II.Ter.Yed.Akçe)
Ortaklara Dağıtılacak Brüt Kâr Payı Toplamı (I.Tem.+II.Tem.)
Gelir Vergisi Tevkifatı (Ortaklara Dağıtılacak Brüt Kâr Payı Toplamının % 15'i)
<u>ORTAKLARA DAĞITILACAK NET KÂR PAYI TOPLAMI</u>

Yukarıda hazırlanan tablodan hareketle yapılacak yevmiye kayıtları aşağıdaki gibi olacaktır:

<p>691 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK KARŞI Kurumlar ve Gelir Vergisi Toplamı</p> <p>370 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK KARŞI <i>Vergi mevzuatınca oluşan vergilere karşılık ayrılmazı kayal</i></p>		
<p>690 DÖNEMKÂRI VEYA ZARARI</p> <p>691 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK KARŞI</p> <p>692 DÖNEMNET KÂRI VEYA ZARARI <i>Dönem kârının ilgili hesaplarca cevri</i></p>		
<p>692 DÖNEMNET KÂRI VEYA ZARARI</p> <p>52X ÖDENMİŞ SERMAYENİN FİRSATMALİYETİ Öd. sermayenin faiz gideri</p> <p>50X ÖDENMİŞ SERMAYENİN DEĞER KAYIPLARI</p> <p>590 DÖNEMNET KÂRI <i>Dönem net kârının bilançoya aktarılması kayal</i></p>		
<p>590 DÖNEMNET KÂRI</p> <p>570 GEÇMİŞ YILLAR KÂRLARI <i>XXXX yılı dönem net kârının geçmiş yıl kârlarına cevri</i></p>		
<p>570 GEÇMİŞ YILLAR KÂRLARI XXXX yılı dönem net kâr</p> <p>540 YASAL YEDEKLER I. Tertip Yedek Akçe II. Tertip Yedek Akçe</p> <p>331 ORTAKLARA BORÇLAR <i>Yedek ve temettül hakçıları</i></p>		

Dönem sonunda yapılacak bu kayıtlardan sonra, şirketlerin dönem sonu bilanço ve gelir tablosunun hesap kalemlerinde “Sermayenin Korunması ve Devamlılığı” kapsamında önemli değişiklikler meydana gelecektir. Zira yukarıdaki kayıtlarda tek düzen hesap cetveline öneri olarak getirilen iki hesabın açıklanması ve işleyişi aşağıda verilmiştir.

(50X) Ödenmiş Sermayenin Değer Kayıpları: Bu hesap, şirkete ortak veya ortaklar tarafından yatırılan sermayenin, dönemlik enflasyon oranında değer kayıplarının yıllar itibariyle izleneceği hesaptır. Her geçen dönem, üstüne ilave edilecek enflasyon yıpranmaları, hesabın her geçen yıl birikerek artacağı için, “Ödenmiş Sermayenin Değer Kayıpları” adıyla isimlendirilmiştir. Bu hesaba dönem kârından ayrıştırılarak, alınacak tutarlar alacaklı çalıştırılarak, özkaynaklar toplamında artış sağlanmalıdır.

(52X) Ödenmiş Sermayenin Fırsat Maliyeti: Bu hesap, ortak veya ortakların şirkete yatırım amacıyla koymuş oldukları sermayenin, başka bir yatırıma dönüştürülememesinden dolayı kaçırılan ve tüm finansal yatırımların verimliliğinin karşılaştırıldığı minimum risksiz getiri oranı olarak kabul edilen, “Devlet Tahvil Faiz Oranları” oranında sermayeyi korumak amaçlı ayrılan bir sermaye yedeğidir. Bu hesabın amacı, ortaklara dağıtılacak olan ve fiktif olarak dönem kârı içinde raporlanan kısmın ayıklanarak, sermayenin ortaklara kaçmasını önlemektir. Sermaye koruma yedeği olarak, dönem kârından ayrıştırılan bu tutar, alacaklı çalıştırılarak, özkaynaklar toplamında artış sağlanmalıdır.

İki yıl önce kurumlar vergisi kanununda, sermayeyi koruyabilmek adına şirketleri teşvik edecek yeni kanun hükümleri çıkarıldı. Zira 27 Mart 2015 tarihinde TBMM Genel Kurulunda kabul edilerek 6637 Kanun numarasıyla yasalanan ve muhteviyatında çeşitli vergi düzenlemeleri de bulunan "Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" Resmi Gazete’ de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Düzenlemeyle özetle, yeni kurulan veya nakit sermaye artıran şirketlerde, konan veya artırılan sermaye üzerinden, Merkez Bankası tarafından ilgili yıl için açıklanan bankalarca açılan TL cinsinden ticari kredilere uygulanan ağırlıklı yıllık ortalama faiz oranı dikkate alınarak hesaplanacak tutarın % 50’sinin, kurumlar vergisi matrahından indirimine olanak sağlanmaktadır.

Fakat TTK’ nın 462/3’üncü maddesi gereğince, anonim şirketler için bilançoda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların bulunması halinde, bu fonlar sermayeye dönüştürülmeden, sermaye taahhüt edilmesi yoluyla sermaye arttırılamamaktadır. Dolayısıyla, TTK’ ya göre, nakit sermaye artışı yapılmadan önce bu şekilde fonlar var ise öncelikle onların sermayeye eklenmesi gerekecektir. Öte yandan, yapılan düzenlemeye göre, şirketin öz kaynaklar hesaplarında bulunan geçmiş yıllar karları, enflasyon düzeltmesi farkları, iştirak ve taşınmaz satış karları gibi kalemlerin sermayeye ilave edilmesi durumunda indirimden yararlanılamamaktadır (Arkan & Ergin, JPA 2016: 4).

BÖLÜM 4: UYGULAMA

4.1. Araştırmanın Kapsamı

Araştırma kapsamında Türkiye’ de faaliyet gösteren ulusal ve uluslararası ölçekli, otomotiv sektöründe faaliyet gösteren ve “Borsa İstanbul” da işlem gören, 10 adet şirketin sekiz yıl geriye dönük mali tabloları, kamuyu aydınlatma platformundan indirilerek, şirketlerin kârlılıkları, kâr dağıtımları, sermaye yapıları, şirket değerleri ve şirketlerin dönemsel performans değerlendirmeleri analiz edilecektir.

4.2. Araştırmanın Amacı

Çalışma kapsamında, muhasebe sistemleri ile bazı dönemlerde kâr ediyor gibi gözükten şirketlerin reelde zarar edebildiği veya benzer şekilde gerçekte kâr eden şirketlerin de ortaklarına, muhasebesel olarak hesaplanan dönem net kârlarının yerine, sermayenin bir kısmını dağıttıkları ve bu durumda şirketin bir yandan sermaye yapısının bozulduğu, şirketin değerinin piyasalarda farklılaştığı ve şirketlerin performans değerlendirmelerinin de yanlış yapıldığı ispat edilmeye çalışılacaktır. Bu noktadan hareketle, sermayenin korunabilmesi ve şirketin devamlılığı kapsamında yapılan bu tez çalışmasının amacı; şirketlerin reel kârlarının tespitinin yapılarak, ortaklara reel kârların dağıtımının yapılması, ortaklara kâr payı adı altında kaçacak olan sermayenin, şirket bünyesinde tutulması ve böylelikle şirketlerin güçlenen özsermayeleriyle, bir yandan şirketlerin piyasalarda değerinin artırılması, bir yandan şirketlerin sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve bir yandan da şirketlerin dönemsel performans değerlemelerinin daha etkin yapılmasının sağlanmasıdır.

4.3. Araştırmanın Yöntemi

Çalışma kapsamında analiz edilecek bu şirketlerin dönemsel olarak elde etmiş oldukları dönem net kârlarının hepsini, ortaklarına tamamen ve nakden dağıttıkları kabul edilerek, uygulama çalışması yapılacak ve bu bağlamda ortaklara kâr payı adı altında dağıtılan temettülerin aslında özsermayenin belli bir kısmı olduğu ispat edilmeye çalışılacaktır. Ayrıca yapılan ve yeni bir öneri olarak sunulan kâr dağıtım tablosunun ve dönem kârlarının muhasebe kayıtları da hem VUK hem de TMS’ ye uygun şekilde yapılacak ve TFRS kapsamında da nasıl raporlanması gerektiği gösterilecektir. Değişen dönem kârları ile son olarak şirketlerin özkaynak, performans ve şirket değerlemeleri yapılarak, bu-

lunan sonuçlar kıyaslanarak araştırma sonlandırılacaktır. Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren bu şirketlerin tanıtımı ilerleyen bölümde yapılmaktadır.

4.4. Araştırmanın Önemi

İşletmelerin sürekliliğini sağlama amacına hizmet eden, en önemli unsurların başında; işletmelerin reel kârlarının doğru tespiti ile işletmelere yatırılan sermayenin korunabilirliği konusu, işletme yöneticileri tarafından titizlikle üzerinde durulması gereken bir konudur. Zira sermayenin korunabilirliği, dönemsel kârın doğru tespiti ve işletmenin devamlılığı, uluslararası finansal raporlama standartlarının ve bu standartları oluşturan kurulun ulaşmak istediği birkaç ana amaçtan biridir. Bu tez çalışması ile; şirketlerin dönem kâr-zarar tutarlarının ve piyasa değerlerinin daha etkin hesaplanmasıyla, muhasebe-finans literatürüne katkı yapacağı düşünülerek hazırlanan bu çalışma; hem işletme yöneticilerine yol göstermek, hem şirketlerin devamlılığını sağlamak, hem yatırımcılara doğru tercih imkanı sunmak, hem de şirketlerimizin uluslararası sermaye piyasalarında gerçek değerlerine kavuşması açısından önem arz etmektedir.

4.5. Araştırmanın Kısıtlılıkları

Araştırma uygulaması gerek tez çalışmasının uyulması gereken şekil şartları gerekse doğru bilgiye ulaşılabilirlik açısından sadece “Borsa İstanbul” da işlem gören, 10 adet otomotiv şirketinin 8 yıl geriye dönük mali tabloları üzerinde gerçekleştirilmiştir.

4.6. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Tanıtımı

Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1980 yılında Türkiye’de kurulmuş olup, Şirket’in faaliyet konusunu öncelikle ticari sınıf araçlar olmak üzere motorlu araçların imalatı, montajı, ithalatı ve satışı ile bu araçlara ilişkin satış sonrası hizmet maksadıyla yedek parçaların tedarik edilmesi ve satışı oluşturmaktadır. Şirket Sermaye Piyasası Kurulu’na (“SPK”) kayıtlıdır ve hisselerinin %15’i, 1997 yılında Borsa İstanbul’da halka arz edilmiştir. Şirket halihazırda Isuzu Motors Ltd., Itochu Corporation ve Anadolu Grubu şirketlerinin iştirak ettiği bir ortaklık olarak faaliyetini sürdürmektedir. Şirket’in üretim faaliyeti Çayırova Kocaeli’ de kurulu tesislerinde devam etmekte olup, 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla şirketin 944 çalışanı bulunmaktadır (www.kap.gov.tr).

Bosch Fren Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. 'nin faaliyet konusunu, otomotiv ana sanayi firmalarının ve yedek parça piyasasının gereksinim duyduğu, otomobil ve hafif ticari araçlar için hidrolik fren sistemlerinin üretimi ve satışı oluşturmaktadır. Şirket'in üretim tesisleri ve merkezi Bursa'dadır. 1996 yılında çıkarılmış sermayesinin %80'ini temsil eden hisselerin Almanya'da yerleşik Robert Bosch GmbH tarafından satın alınmasını takiben, Şirket, Robert Bosch Grubu'na dahil olmuştur. Şirket, faaliyetlerinin bir kısmını, Bosch grubu şirketleri ile yapmaktadır. Şirket'in hem müşterisi hem de tedarikçisi konumunda ilişkili tarafları mevcuttur. Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlıdır ve hisseleri, "Borsa İstanbul" da işlem görmektedir. 31 Aralık 2015 itibariyle, Borsa İstanbul'a kayıtlı %15,50 oranında hissesi mevcuttur. Şirket'in bünyesinde istihdam edilen personel sayısı 31 Aralık 2015 tarihi itibariyle 31 memur ve 90 işçi olmak üzere 121 kişidir (www.kap.gov.tr).

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1974 yılında Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.' nin bir iştiraki olarak kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet alanı her nevi tekerlek lastiği üretimi, pazarlama ve satışlarıdır. 1988 yılında Şirket, Bridgestone Corporation ile bir lisans sözleşmesi imzalayarak Bridgestone lastiklerini üretmeye ve satmaya başlamıştır. Şirket'in esas kontrolünü müşterek olarak elinde tutan taraflar; H.Ö. Sabancı Holding A.Ş. ve Bridgestone Corporation' dır. Şirket'in belirsiz süreli iş sözleşmesi ile görev yapan personel sayısı 2.600 kişidir. Brisa, Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlıdır ve hisseleri 1986 yılından bu yana Borsa İstanbul A.Ş.' de işlem görmektedir (www.kap.gov.tr).

Ege Endüstri ve Ticaret Anonim Şirketi Türkiye'de tüzel kişiliğe haiz anonim şirket şeklinde kurulmuştur. Şirket, 1964 yılında kurulmuş olup, ana faaliyet konuları kara taşıt araçlarında kullanılan parça ve komponentlerin imali, dâhili ticareti, ihracat ve ithalatını yapmaktır. Grup'un çoğunluk hisseleri Ege Endüstri Holding A.Ş.' ne aittir. Halka açıklık oranı %34,69 olan (31 Aralık 2014 - %34,69) Şirket'in hisse senetleri Borsa İstanbul'da ("BİST") işlem görmektedir. Şirketin 2015 yıl içerisinde çalışan ortalama personel sayısı 558'dir (www.kap.gov.tr).

Federal-Mogul İzmit Piston ve Pim Üretim Tesisleri Anonim Şirketi 16 Şubat 1967 tarihinde kurulmuştur. Şirket, piston ve pim imali ve ticareti konularında faaliyet göstermektedir. Şirket, faaliyetlerini tek bir coğrafi bölümde ve tek bir endüstriyel bölümde

(piston ve pim imali) yürütmektedir. Şirketin ana ortağı, Federal-Mogul Powertrain Otomotiv A.Ş.' dir. Şirketin hisselerinin %15'i halka arz olmuştur ve BIST' de işlem görmektedir. Şirketin merkezi, Kocaeli vilayeti İzmit ilçesindedir. Şirkette, 2015 yılı dönem içinde çalışan personel sayısı 64 kişidir (www.kap.gov.tr).

Türkiye'de kurulmuş olan ve faaliyet gösteren Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.' nin faaliyet konusu özellikle ticari sınıf araçlar olmak üzere motorlu araçların imalatı, montajı ve satışı, binek araçların ithalatı, satışı ve bu araçların yedek parçalarının üretimi, ithalatı ve satışlarıdır. Şirket, 1959 yılında kurulmuş olup halihazırda Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Halka açık olan Şirket'in hisselerinin %17,89'u Borsa İstanbul' da (BIST) işlem görmektedir. Şirket'in Kocaeli yerleşkesinde Transit ve Transit Custom model araçları ürettiği Gölcük Fabrikası ve Transit Courier model aracı ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir İnönü yerleşkesinde ise Cargo Kamyon Fabrikası ile kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca İstanbul Sancaktepe' de, satış pazarlama birimlerinin de bulunduğu yedek parça dağıtım merkezi ve Ar-Ge Merkezi bulunmaktadır. 31 Aralık 2015 itibarıyla Sancaktepe Ar-Ge merkezinde 1.257, Kocaeli yerleşkesi içerisindeki Ar-Ge merkezinde 242 Ar-Ge personeli olmak üzere toplam 1.499 (31 Aralık 2014: 1.426) çalışan ile hizmet ihracatına da konu olan araştırma ve geliştirme faaliyetleri yürütülmektedir (www.kap.gov.tr).

Goodyear Lastikleri T.A.Ş. radyal binek oto, kamyonet, minibüs, kamyon, otobüs dış lastikleri ile sırt kauçuğu üretimi ve bu ürünler ile birlikte radyal ve konvansiyonel iş makineleri dış lastikleri, çeşitli iç lastik ve kolon satışı faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket hisselerinin %49.25' i Borsa İstanbul da işlem görmektedir. 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla söz konusu hisselerin %25.40'ı Borsa İstanbul'da işlem görmekte, %23.85'i Goodyear S.A. tarafından tutulmaktadır. 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla ortalama çalışan sayısı 1.647'dir (www.kap.gov.tr).

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. 1963 yılında İstanbul' da kurulmuş olup, Türk Ticaret Kanunu kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket, otomotiv sektöründe faaliyet göstermekte olup, üretimini ağırlığını arazi araçları, zırhlı araçlar, minibüs, midibüs ve otobüs türü araçlar ile treyler, semi-treyler, hafif kamyon, kamyon üstü

uygulamaları oluşturmaktadır. Şirketin 31 Aralık 2015 itibarıyla personel sayısı 2105 kişidir (www.kap.gov.tr).

1968 yılında Türk-İtalyan ortaklığıyla kurulan Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.' nin faaliyet konusu Fiat Chrysler Automobiles Italy S.P.A. lisansı altında binek oto ve hafif ticari araç üretimi, ithalatı ve satışlarıdır. Koç Holding A.Ş. ve Fiat' ın ortak yönetiminde ve kontrolünde olan Tofaş ayrıca kendi otomobillerinde kullanılan çeşitli otomobil yedek parçaları da üretmektedir. Tofaş, SPK' ya kayıtlı olup, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' na 1991 yılında kote edilmiştir ve hisse senetleri halen Borsa İstanbul A.Ş.' de işlem görmektedir. Şirket ticari faaliyetlerinin önemli bir kısmını Koç Holding ve Fiat Grubu Şirketleri ile gerçekleştirmektedir (www.kap.gov.tr).

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. 1954 yılında Minneapolis Moline Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. adıyla kurulmuş olup, fiili faaliyet konusu tarım traktörleri, biçerdöver ve diğer tarım makine ve aletlerinin üretimi ve ticaretidir. Şirketin adı 1968 yılında hisselerinin %25' inin bir Koç Holding A.Ş. grup şirketi olan Ege Makine ve Ticaret A.Ş. tarafından satın alınmasının ardından Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla şirketin önemli sermayedarları Koç Holding ve CNHI Osterreich GmbH'dır. Şirketin 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla personel sayısı 3.129' dur. Şirket, yurtiçi pazarlama ve satış faaliyetlerini, yurtiçine dağılmış olan 137 traktör satış bayisi, 98 yedek parça bayisi ve 52 iş makinesi satış bayisi vasıtasıyla yapmaktadır. Şirket, CNHI International SA ile New Holland ve Case markalı iş makinalarının ithal edilerek, yurt içine yönelik satış, pazarlama ve satış sonrası hizmetlerini sağlama faaliyetlerine yönelik, ithalat ve distribütörlük sözleşmesi imzalamıştır. Şirketin hisseleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir (www.kap.gov.tr).

4.7. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Reel Dönem Kâr-Zarar Tutarlarının Hesaplanması ve Kâr Dağıtım Tablolarının Düzenlenmesi

Şirketlerin reel kârlarının tespit edilmesinde kullanılacak ve ülkemizde geçerli olan sekiz yıl geriye dönük, üretici fiyat endeksi ve devlet iç borçlanma senedi faiz oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 9
ÜFE – DİBS Oranları Tablosu

YILLAR	ÜRETİCİ FİYAT ENDEKSİ ORTALAMASI	DEVLET İÇ BORÇLANMA SENEDİ FAİZ ORANLARI
2008	% 8,11	% 19,2
2009	% 5,93	% 10,31
2010	% 8,87	% 8,97
2011	% 13,33	% 10,05
2012	% 2,45	% 8,57
2013	% 6,97	% 9,21
2014	% 11,43	% 9,25
2015	% 5,96	% 10,71

Kaynak : <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6121b7aa-7946-4353-b0f2>

Tablo 10
Anadolu Isuzu Otomotiv A.Ş 2008-2015 Yılları Dönem Sonu
Kâr Dağıtım ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	- 1.443.633	- 24.488.441	- 7.028.958	14.947.635	- 354.559	210.895.895	38.689.759	18.005.467
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	669.051	774.110	804.060	887.295	760.045	11.191.620	21.336.120	1.256.875
KURUMLAR VERGİSİ	- 133.810	- 154.822	- 160.812	- 177.459	- 152.009	- 2.238.324	- 4.267.224	- 251.375
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	-1.577.443	-24.643.263	-7.189.770	14.770.176	-506.568	208.657.571	34.422.535	17.754.092
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI	-	-	-	- 14.972.467	-	- 7.828.815	- 12.838.357	- 6.694.367
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-	-	-	- 11.288.320	-	- 10.344.818	- 10.389.747	-12.029.642
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	-1.577.443	-24.643.263	-7.189.770	- 11.490.611	-506.568	190.483.938	11.194.431	-969.917
I. TERTİP YEDEK AKÇE						-9.524.197	-559.722	-
I. TEMETTÜ	-	-	-	-	-	-1.270.985	-1.270.985	-
II.TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	-	-	-	-	-	179.688.756	9.363.724	-
II.TERTİP YEDEK AKÇE						-17.968.876	-936.372	-
II. TEMETTÜ	-	-	-	-	-	161.719.880	8.427.352	-
ORTAKLARIN KÂR PAYI	-	-	-	-	-	162.990.865	9.698.337	-
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-	-	-	-	-	- 24.448.630	-1.454.750	-
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	-	-	-	-	-	138.542.235	8.243.587	-
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	-	-	-	14.770.176	-	18.173.633	23.228.104	17.754.092

ANADOLU ISUZU OTOMOTİV A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, 2008, 2009, 2010 ve 2012 yıllarında zarar ettiği için kâr dağıtımını yapmamıştır. Kâr payı dağıtımını yapamadığı için ortaklara kâr payı adı altında özsermayenin bir kısmı da dağıtılmayacağından dolayı, şirketin bu dönemlerde özsermaye maliyeti göz ardı edilmiştir. Geriye kalan diğer dört yılda ise şirket dönem kârı elde etmiş ve elde etmiş olduğu bu dönem net kârının hepsini ortaklarına tamamen dağıttığı kabul edilerek, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek; 2011 yılında 14.770.176 TL, 2013 yılında 18.173.633 TL, 2014 yılında 23.228.104 TL ve 2015 yılında ise 17.754.092 TL ortaklara kâr payı adı altında kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Şirketin özellikle 2011 ve 2015 yıllarında dönem net kârına sahip olmasına rağmen, bu kâr tutarından paranın zaman değeri kapsamında özsermayenin yıllık değer kaybı ve özsermayenin yıllık maliyeti düşüldükten sonra şirketin reelde zarara geçtiği tespit edilmiş ve kâr payı dağıtımını engellenerek, şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınmıştır.

Tablo 11
Bosch Fren Sis. San. Tic. A.Ş. 2008-2015 Yılları Dönem Sonu
Kâr Dağıtım ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	- 13.860.017	- 6.501.714	4.677.789	- 2.403.056	30.622.377	10.688.405	11.306.208	14.786.782
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	-	-	-	-	1.704.935	11.107.960	11.289.140	7.379.135
KURUMLAR VERGİSİ	-	-	-	-	- 340.987	- 2.221.592	- 2.257.828	- 1.475.827
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	- 13.860.017	- 6.501.714	4.677.789	- 2.403.056	30.281.390	8.466.813	9.048.380	13.310.955
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI	-	-	-2.717.474	-	-750.599	-2.135.377	-3.501.773	-1.825.946
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-	-	-2.748.110	-	-2.625.564	-2.821.638	-2.833.893	-3.281.189
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	- 13.860.017	- 6.501.714	-787.795	- 2.403.056	26.905.227	3.509.798	2.712.714	8.203.820
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-	-1.345.261	-175.490	-135.636	-410.191
I. TEMETTÜ	-	-	-	-	-125.000	-125.000	-125.000	-125.000
II.TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	-	-	-	-	25.434.966	3.209.308	2.452.078	7.668.629
II.TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-	-2.543.497	-320.931	-245.208	-766.863
II. TEMETTÜ	-	-	-	-	22.891.469	2.888.377	2.206.870	6.901.766
ORTAKLARIN KÂR PAYI	-	-	-	-	23.016.469	3.013.377	2.331.870	7.026.766
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-	-	-	-	-3.452.470	-452.006	-349.780,5	-1.054.015
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	-	-	-	-	19.563.999	2.561.371	1.982.089,5	5.972.751
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	-	-	4.677.789	-	3.376.163	4.957.015	6.335.666	5.107.135

BOSCH FREN SİS. SAN. TİC. A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, 2008, 2009 ve 2011 yıllarında zarar ettiği için kâr dağıtımını yapılmamıştır. Kâr payı dağıtımını yapılamadığı için ortaklara kâr payı adı altında özsermayenin bir kısmı da dağıtılmayacağından dolayı, şirketin bu dönemlerde özsermaye maliyeti göz ardı edilmiştir. Geriye kalan diğer beş yılda ise şirket dönem kârı elde etmiş ve elde etmiş olduğu bu dönem net kârının hepsini ortaklarına tamamen dağıttığı kabul edilerek, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek; 2010 yılında 4.677.789 TL, 2012 yılında 3.376.163 TL, 2013 yılında 4.957.015 TL, 2014 yılında 6.335.666 TL ve 2015 yılında ise 5.107.135 TL ortaklara kâr payı adı altında kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Şirket özellikle 2010 yılında dönem net kârına sahip olmasına rağmen, bu kâr tutarından paranın zaman değeri kapsamında özsermayenin yıllık değer kaybı ve özsermayenin yıllık maliyeti düşüldükten sonra şirketin reelde zarara geçtiği tespit edilmiş ve bu dönem kâr payı dağıtımını engellenerek, şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınmıştır.

Tablo 12

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş. 2008-2015 Yılları Dönem Sonu

Kâr Dağıtım ve Kanuni Kesintiler Tablosu

ACIKLAMA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	39.586.671	48.363.285	70.400.281	89.575.740	117.722.815	154.257.222	211.285.478	198.326.855
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	46.753.480	52.927.700	78.050.380	93.677.765	106.509.935	109.634.245	98.872.045	41.145.860
KURUMLAR VERGİSİ	-9.350.696	-10.585.540	-15.610.076	-18.735.553	-21.301.987	-21.926.849	-19.774.409	-8.229.172
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	30.235.975	37.777.745	54.790.205	70.840.187	96.420.828	132.330.373	191.511.069	190.097.683
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI	-29.204.319	-21.354.083	-31.941.099	-48.001.673	-8.822.513	-25.099.150	-41.159.725	-21.462.114
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-69.139.695	-37.126.575	-32.301.201	-36.190.309	-30.860.791	-33.165.447	-33.309.488	-38.566.986
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	-68.108.039	-20.702.913	-9.452.095	-13.351.795	56.737.524	74.065.776	117.041.856	130.068.583
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-	-2.836.876	-3.703.289	-5.852.093	-6.503.429
I. TEMETTÜ	-	-	-	-	-15.255.844	-15.255.844	-15.255.844	-15.255.844
II. TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	-	-	-	-	38.644.804	55.106.643	95.933.919	108.309.310
II. TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-	-3.864.480	-5.510.664	-9.593.392	-10.830.931
II. TEMETTÜ	-	-	-	-	34.780.324	49.595.979	86.340.527	97.478.379
ORTAKLARIN KÂR PAYI	-	-	-	-	50.036.168	64.851.823	101.596.371	112.734.223
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-	-	-	-	-7.505.425	-9.727.773	-15.239.456	-16.910.133
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	-	-	-	-	42.530.743	55.124.050	86.356.915	95.824.090
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	30.235.975	37.777.745	54.790.205	70.840.187	39.683.304	58.264.597	74.469.213	60.029.100

BRİSA BRİDGESTONE SABANCI LASTİK SAN. VE TİC. A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, tüm yıllarda dönem net kârı elde etmiş, zira 2008, 2009, 2010 ve 2011 yıllarında, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek, 2008 yılında 30.235.975 TL, 2009 yılında 37.777.745 TL, 2010 yılında 54.790.205 TL ve 2011 yılında ise 70.840.187 TL kâr payı adı altında kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Geriye kalan diğer dört yılda ise şirket dönem kârı elde etmiş ve elde etmiş olduğu bu dönem net kârının hepsini ortaklarına tamamen dağıttığı kabul edilerek, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek; 2012 yılında 39.683.304 TL, 2013 yılında 58.264.597 TL, 2014 yılında 74.469.213 TL ve 2015 yılında ise 60.029.100 TL ortaklara kâr payı adı altında kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Şirket özellikle 2008, 2009, 2010 ve 2011 yıllarında dönem net kârına sahip olmasına rağmen, bu kâr tutarından paranın zaman değeri kapsamında özsermayenin yıllık değer kaybı ve özsermayenin yıllık maliyeti düşüldükten sonra şirketin reelde zarara geçtiği tespit edilmiş ve bu dönem kâr payı dağıtımını engellenerek, şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınmıştır.

Tablo 13

Ege Endüstri ve Ticaret Anonim Şirketi 2008-2015 Yılları

Dönem Sonu Kâr Dağıtım ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	3.768.469	- 554.179	4.668.403	29.600.864	21.197.430	34.010.667	65.338.295	115.495.173
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	5.306.850	-	2.656.105	7.162.100	12.205.920	21.234.960	40.451.675	69.575.675
KURUMLAR VERGİSİ	-1.061.370	-	-531.221	-1.432.420	-2.441.184	-4.246.992	-8.090.335	-13.915.135
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	2.707.099	- 554.179	4.137.182	28.168.444	18.756.246	29.763.675	57.247.960	101.580.038
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI KARŞILIĞI	-2.373.725	-	-2.596.170	-3.901.572	-717.093	-2.040.057	-3.345.459	-1.744.439
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-5.619.668	-	-2.625.439	-2.941.545	-2.508.362	-2.695.685	-2.707.392	-3.134.721
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	-5.286.294	- 554.179	-1.084.427	21.325.327	15.530.791	25.027.933	51.195.109	96.700.878
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-1.066.266	-776.540	-1.251.397	-2.559.755	-4.835.044
I. TEMETTÜ	-	-	-	-157.500	-157.500	-157.500	-157.500	-157.500
II.TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	-	-	-	20.101.561	14.596.751	23.619.036	48.477.854	91.708.334
II.TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-2.010.156	-1.459.675	-2.361.904	-4.847.785	-9.170.833
II. TEMETTÜ	-	-	-	18.091.405	13.137.076	21.257.132	43.630.069	82.537.501
ORTAKLARIN KÂR PAYI	-	-	-	18.248.905	13.294.576	21.414.632	43.787.569	82.695.001
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-	-	-	-2.737.336	-1.994.186	-3.212.195	-6.568.135	-12.404.250
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	-	-	-	15.511.569	11.300.390	18.202.437	37.219.434	70.290.751
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	2.707.099	-	4.137.182	6.843.117	3.225.455	4.735.742	6.052.851	4.879.160

EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, 2009 yılında zarar ettiği için kâr dağıtımını yapılmamıştır. Kâr payı dağıtımını yapamadığı için ortaklara kâr payı adı altında özsermayenin bir kısmı da dağıtılmayacağından dolayı, şirketin bu dönemde özsermaye maliyeti göz ardı edilmiştir. Geriye kalan diğer yedi yılda ise şirket dönem kârı elde etmiş ve elde etmiş olduğu bu dönem net kârının hepsini ortaklarına tamamen dağıttığı kabul edilerek, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek; 2008 yılında 2.707.099 TL, 2010 yılında 4.137.182 TL, 2011 yılında 6.843.117 TL, 2012 yılında 3.225.455 TL, 2013 yılında 4.735.742 TL, 2014 yılında 6.052.851 TL ve 2015 yılında ise, 4.879.160 TL ortaklara kâr payı adı altında kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Fakat özellikle 2008 ve 2010 yıllarında şirket dönem net kârına sahip olmasına rağmen, bu kâr tutarından paranın zaman değeri kapsamında özsermayenin yıllık değer kaybı ve özsermayenin yıllık maliyeti düşüldükten sonra şirketin reelde zarara geçtiği tespit edilmiş ve bu dönemlerde ortaklara kâr payı dağıtımını engellenerek, şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınmıştır.

Tablo 14
Federal Mogul İzmit Piston Pim Üretim Tesis. A.Ş. 2008-2015
Yılları Dönem Sonu Kâr Dağıtım Ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ ZARARI (TİCARİ KAR)	15.517.475	2.471.185	7.472.895	11.895.172	6.698.250	9.478.780	11.019.722	17.585.911
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	19.917.420	3.052.490	8.279.635	13.015.225	5.545.065	8.124.990	9.517.245	12.783.485
KURUMLAR VERGİSİ	-3.983.484	-610.498	-1.655.927	-2.603.045	-1.109.013	-1.624.998	-1.903.449	-2.556.697
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	11.533.991	1.860.687	5.816.968	9.292.127	5.589.237	7.853.782	9.116.273	15.029.214
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI KARŞILIĞI	-1.157.935	-846.677	-1.266.446	-1.903.239	-349.808	-995.167	-1.631.960	-850.961
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-2.741.350	-1.472.048	-1.280.724	-1.434.925	-1.223.613	-1.314.991	-1.320.702	-1.529.159
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	7.634.706	-458.038	3.269.798	5.953.963	4.015.816	5.543.624	6.163.611	12.649.094
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-381.735	-	-163.490	-297.698	-200.791	-277.181	-380.181	-632.455
I. TEMETTÜ	-713.840	-	-713.840	-713.840	-713.840	-713.840	-713.840	-713.840
II.TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	6.539.131	-	2.392.468	4.942.425	3.101.185	4.552.603	5.069.590	11.302.799
II.TERTİP YEDEK AKÇE	-653.913	-	-239.247	-494.242	-310.118	-455.260	-506.959	-1.130.280
II. TEMETTÜ	5.885.218	-	2.153.221	4.448.173	2.791.067	4.097.343	4.562.631	10.172.519
ORTAKLARIN KÂR PAYI	6.599.058	-	2.867.061	5.162.013	3.504.907	4.811.183	5.276.471	10.886.359
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-989.859	-	-430.059	-774.302	-525.737	-721.677	-791.471	-1.632.954
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	5.609.199	-	2.437.002	4.387.711	2.979.171	4.089.506	4.485.000	9.253.405
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	3.899.285	1.860.687	2.547.170	3.338.164	1.573.421	2.310.158	2.952.662	2.380.120

FEDERAL MOGUL İZMİT PİSTON PİM ÜRETİM TESİS. A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, tüm yıllarda dönem net kârı elde etmiş dolayısıyla tüm dönemlerde, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek, 2008 yılında 3.899.285 TL, 2009 yılında 1.860.687 TL, 2010 yılında 2.547.170 TL, 2011 yılında ise 3.338.164 TL, 2012 yılında 1.573.421 TL, 2013 yılında 2.310.158 TL, 2014 yılında 2.952.662 TL ve 2015 yılında ise, 2.380.120 TL, kâr payı adı altında ortaklara kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Şirket özellikle 2009 yılında dönem net kârına sahip olmasına rağmen, bu kâr tutarından paranın zaman değeri kapsamında özsermayenin yıllık değer kaybı ve özsermayenin yıllık maliyeti düşüldükten sonra şirketin reelde kâr değil zarara geçtiği tespit edilmiş ve böylelikle bu dönem ortaklara kâr payı dağıtımını engellenerek, şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınmıştır.

Tablo 15
Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. 2008-2015 Yılları Dönem Sonu
Kâr Dağıtım ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	616.484.071	408.537.388	618.994.239	800.072.719	641.582.558	452.104.806	390.412.250	865.828.239
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	574.232.210	410.530.780	709.568.695	843.910.395	449.596.360	19.465.875	44.800.910	3.544.075
KURUMLAR VERGİSİ	114.846.442	-82.106.156	141.913.739	168.782.079	-89.919.272	-3.893.175	- 8.960.182	-708.815
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	501.637.629	326.431.232	477.080.500	631.290.640	551.663.286	448.211.631	381.452.068	865.119.424
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI KARŞILIĞI	-30.723.136	-22.464.636	-33.602.246	-50.498.077	-9.281.342	-26.404.470	-43.300.301	-22.578.285
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-72.735.414	-39.057.402	-33.981.076	-38.072.443	-32.465.755	-34.890.269	-35.041.801	-40.572.723
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	398.179.079	264.909.194	409.497.178	542.720.120	509.916.189	386.916.892	303.109.966	801.968.416
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-19.908.953	-13.245.459	-20.474.859	-27.136.006	-25.495.809	-19.345.844	-15.155.498	-40.098.421
I. TEMETTÜ	-17.545.500	-17.545.500	-17.545.500	-17.545.500	-17.545.500	-17.545.500	-17.545.500	-17.545.500
II.TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	360.724.626	234.118.235	371.476.819	498.038.614	466.874.880	350.025.548	270.408.968	744.324.495
II.TERTİP YEDEK AKÇE	-36.072.463	-23.411.823	-37.147.682	-49.803.861	46.687.488	-35.002.555	-27.040.897	-74.432.450
II. TEMETTÜ	324.652.163	210.706.412	334.329.137	448.234.753	420.187.392	315.022.993	243.368.071	669.892.045
ORTAKLARIN KÂR PAYI	342.197.663	228.251.912	351.874.637	465.780.253	437.732.892	332.568.493	260.913.571	687.437.545
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-51.329.649	-34.237.787	-52.781.196	-69.867.038	-65.659.934	-49.885.274	-39.137.036	-103.115.632
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	290.868.014	194.014.125	299.093.441	395.913.215	372.072.958	282.683.219	221.776.535	584.321.913
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	103.458.550	61.522.038	67.583.322	88.570.520	41.747.097	61.294.739	78.342.102	63.151.008

FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, tüm yıllarda dönem net kârı elde etmiş dolayısıyla tüm dönemlerde, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek, 2008 yılında 103.458.550 TL, 2009 yılında 61.522.038 TL, 2010 yılında 67.583.322 TL, 2011 yılında ise 88.570.520 TL, 2012 yılında 41.747.097 TL, 2013 yılında 61.294.739 TL, 2014 yılında 78.342.102 TL ve 2015 yılında ise, 63.151.008 TL, kâr payı adı altında ortaklara kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Böylelikle şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınarak, şirketin sürekliliği sağlanmaya çalışılmıştır.

Tablo 16
Goodyear Lastikleri T.A.Ş. 2008-2015 Yılları Dönem Sonu
Kâr Dağıtım ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	9.803.041	1.293.231	29.144.248	76.938.488	61.766.047	87.521.566	60.090.022	90.396.089
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	27.349.320	-	85.035.360	123.643.830	94.871.200	102.953.850	68.574.815	99.752.495
KURUMLAR VERGİSİ	-5.469.864	-	-17.007.072	-24.728.766	-18.974.240	-20.590.770	13.714.963	19.950.499
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	4.333.177	1.293.231	12.137.176	52.209.722	42.791.807	66.930.796	46.375.059	70.445.590
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI KARŞILIĞI	-7.787.902	-5.694.483	-8.517.718	-12.800.584	-2.352.695	-6.693.179	-10.976.045	-5.723.292
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-18.437.450	-9.900.526	-8.613.746	-9.650.853	-8.229.633	-8.844.215	-8.882.625	-10.284.640
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	-21.892.175	-14.301.778	-4.994.288	29.758.285	32.209.479	51.393.402	26.516.389	54.437.658
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-1.487.914	-1.610.474	-2.569.670	-1.325.819	-2.723.683
I. TEMETTÜ	-	-	-	-595.883	-595.883	-595.883	-595.883	-595.883
II. TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	-	-	-	27.674.488	30.003.122	48.227.849	24.594.687	51.118.092
II. TERTİP YEDEK AKÇE	-	-	-	-2.767.448	-3.000.312	-4.822.785	-2.459.469	-5.111.809
II. TEMETTÜ	-	-	-	24.907.040	27.002.810	43.405.064	22.135.218	46.006.283
ORTAKLARIN KÂR PAYI	-	-	-	25.502.923	27.598.693	44.000.947	22.731.101	46.602.166
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-	-	-	-3.825.438	-4.139.805	-6.600.142	-3.409.665	-6.990.324
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	-	-	-	21.677.485	23.458.888	37.400.804	19.321.436	39.611.841
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	4.333.177	1.293.231	12.137.176	22.451.437	10.582.328	15.537.394	19.858.670	16.007.932

GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, tüm yıllarda dönem net kârı elde etmiş dolayısıyla tüm dönemlerde, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek, 2008 yılında 4.333.177 TL, 2009 yılında 1.293.231 TL, 2010 yılında 12.137.176 TL, 2011 yılında ise 22.451.437 TL, 2012 yılında 10.582.328 TL, 2013 yılında 15.537.394 TL, 2014 yılında 19.858.670 TL ve 2015 yılında ise, 16.007.932 TL, kâr payı adı altında ortaklara kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Ayrıca özellikle 2008, 2009 ve 2010 yıllarında şirketin dönem net kârına sahip olmasına rağmen, bu kâr tutarından paranın zaman değeri kapsamında özsermayenin yıllık değer kaybı ve özsermayenin yıllık maliyeti düşüldükten sonra şirketin reelde kâr değil zarara geçtiği tespit edilmiş ve böylelikle bu dönem ortaklara kâr payı dağıtımını engellenerek, şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınmış ve böylelikle şirketin sürekliliği sağlanmaya çalışılmıştır.

Tablo 17
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. 2008-2015 Yılları
Dönem Sonu Kâr Dağıtım Ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	36.565.736	35.674.865	20.076.855	61.776.341	84.182.465	108.248.320	81.783.848	87.840.303
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	35.335.685	-	22.907.595	58.168.195	19.384.735	218.380.025	22.909.270	33.318.210
KURUMLAR VERGİSİ	-7.067.137	-	-4.581.519	-11.633.639	-3.876.947	-43.676.005	-4.581.854	-6.663.642
VERGİ SONRASI KÂRI/ZARAR	29.498.599	35.674.865	15.495.336	50.142.702	80.305.518	64.572.315	77.201.994	81.176.661
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI KARŞILIĞI	-6.223.860	-4.550.862	-6.807.106	-10.229.845	-1.880.205	-5.348.989	-8.771.728	-4.573.885
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-14.734.662	-7.912.206	-6.883.850	-7.712.675	-6.576.878	-7.068.033	-7.098.730	-8.219.178
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	8.540.077	23.211.797	1.804.380	32.200.182	71.848.435	52.155.293	61.331.536	68.383.598
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-427.004	-1.160.590	-90.219	-1.610.009	-3.592.422	-2.607.765	-3.066.577	-3.419.180
I. TEMETTÜ	-1.200.000	-1.200.000	-1.200.000	-1.200.000	-1.200.000	-1.200.000	-1.200.000	-1.200.000
II. TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	6.913.073	20.851.207	514.161	29.390.173	67.056.013	48.347.528	57.064.959	63.764.418
II. TERTİP YEDEK AKÇE	-691.307	-2.085.121	-51.416	-2.939.017	-6.705.601	-4.834.753	-5.706.496	-6.376.442
II. TEMETTÜ	6.221.766	18.766.086	462.745	26.451.156	60.350.412	43.512.775	51.358.463	57.387.976
ORTAKLARIN KÂR PAYI	7.421.766	19.966.086	1.662.745	27.651.156	61.550.412	44.712.775	52.558.463	58.587.976
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-1.113.265	-2.994.913	-249.412	-4.147.673	-9.232.562	-6.707.366	-7.883.769	-8.788.196
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	6.308.501	16.971.173	1.413.333	23.503.483	52.317.850	38.005.409	44.674.694	49.799.780
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	20.958.522	12.463.068	13.690.956	17.942.520	8.457.083	12.417.022	15.870.458	12.793.063

OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, tüm yıllarda dönem net kârı elde etmiş dolayısıyla tüm dönemlerde, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek, 2008 yılında 20.958.522 TL, 2009 yılında 12.463.068 TL, 2010 yılında 13.690.956 TL, 2011 yılında ise 17.942.520 TL, 2012 yılında 8.457.083 TL, 2013 yılında 12.417.022 TL, 2014 yılında 15.870.458 TL ve 2015 yılında ise, 12.793.063 TL, kâr payı adı altında ortaklara kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Böylelikle şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınarak, şirketin sürekliliği sağlanmaya çalışılmıştır.

Tablo 18

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. 2008-2015 Yılları

Dönem Sonu Kâr Dağıtım Ve Kanuni Kesintiler Tablosu

ACIKLAMA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	219.819	269.921	391.739	508.088	497.440	477.075	472.253	617.987
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	-	-	6.010	24.360	107.970	88.485	87.770	75.505
KURUMLAR VERGİSİ	-	-	-1.202	-4.872	-21.594	-17.697	-17.554	-15.101
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	219.819	269.921	390.537	503.216	475.846	459.378	454.699	602.886
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI KARŞILIĞI	-68.804	-50.310	-75.251	-113.089	-20.785	-59.132	-96.970	-50.563
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-162.890	-87.468	-76.100	-85.262	-72.706	-78.136	-78.475	-90.862
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	-11.875	132.143	239.186	304.865	382.355	322.110	279.254	461.461
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-	-6.607	-11.959	-15.243	-19.118	-16.105	-13.963	-23.073
I. TEMETTÜ	-	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000
II.TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	-	100.536	202.227	264.622	338.237	281.005	240.291	413.388
II.TERTİP YEDEK AKÇE	-	-10.054	-20.223	-26.462	-33.824	-28.100	-24.029	-41.339
II. TEMETTÜ	-	90.482	182.004	238.160	304.413	252.905	216.262	372.049
ORTAKLARIN KÂR PAYI	-	115.482	207.004	263.160	329.413	277.905	241.262	397.049
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-	-17.322	-31.051	-39.474	-49.412	-41.686	-36.189	-59.557
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	-	98.160	175.953	223.686	280.001	236.219	205.073	337492
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	219.819	137.778	151.351	198.351	93.491	137.268	175.445	141.425

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, tüm yıllarda dönem net kârı elde etmiş dolayısıyla tüm dönemlerde, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek, 2008 yılında 219.819 TL, 2009 yılında 137.778 TL, 2010 yılında 151.351 TL, 2011 yılında ise 198.351 TL, 2012 yılında 93.491 TL, 2013 yılında 137.268 TL, 2014 yılında 175.445 TL ve 2015 yılında ise, 141.425 TL, kâr payı adı altında ortaklara kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Ayrıca özellikle 2008 yılında şirketin dönem net kârına sahip olmasına rağmen, bu kâr tutarından paranın zaman değeri kapsamında özsermayenin yıllık değer kaybı ve özsermayenin yıllık maliyeti düşüldükten sonra şirketin reelde kâr değil zarara geçtiği tespit edilmiş ve böylelikle bu dönem ortaklara kâr payı dağıtımı engellenerek, şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınmış ve böylelikle şirketin sürekliliği sağlanmaya çalışılmıştır.

Tablo 19
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. 2008-2015 Yılları
Dönem Sonu Kâr Dağıtım ve Kanuni Kesintiler Tablosu

<u>ACIKLAMA</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
DÖNEM KÂRI/ZARARI (TİCARİ KAR)	66.791.556	30.955.024	222.645.982	341.830.063	318.150.965	320.254.571	293.446.885	301.610.265
KURUMLAR VERGİSİ MATRAHI (MALİ KÂR)	85.431.140	32.695.905	238.881.985	329.378.490	286.334.515	276.230.450	208.410.165	201.311.405
KURUMLAR VERGİSİ	-17.086.228	-6.539.181	-47.776.397	-65.875.698	-57.266.903	-55.246.090	-41.682.033	-40.262.281
VERGİ SONRASI KÂR/ZARAR	49.705.328	24.415.843	174.869.585	275.954.365	260.884.062	265.008.481	251.764.852	261.347.984
SERMAYENİN YILLIK DEĞER KAYBI KARŞILIĞI	-7.492.290	-5.478.333	-8.194.404	-12.314.701	-2.263.392	-6.439.120	-10.559.418	-5.506.048
ÖZSERMAYE MALİYETİ KARŞILIĞI	-17.737.604	-9.524.724	-8.286.787	-9.284.527	-7.917.253	-8.508.507	-8.545.460	-9.894.257
REEL DÖNEM KÂRI/ZARARI	24.475.434	9.412.786	158.388.394	254.355.137	250.703.417	250.060.854	232.659.974	245.947.679
I. TERTİP YEDEK AKÇE	-1.223.772	-470.639	-7.919.420	-12.717.757	-12.535.171	-12.503.043	-11.632.999	-12.297.384
I. TEMETTÜ	-2.668.450	-2.668.450	-2.668.450	-2.668.450	-2.668.450	-2.668.450	-2.668.450	-2.668.450
II. TERTİP YEDEK AKÇE MATRAHI	20.583.212	6.273.697	147.800.524	238.968.930	235.499.796	234.889.361	218.358.525	230.981.845
II. TERTİP YEDEK AKÇE	-2.058.321	-627.370	-14.780.052	-23.896.893	-23.549.980	-23.488.936	-21.835.852	23.098.185
II. TEMETTÜ	18.524.891	5.646.327	133.020.472	215.072.037	211.949.816	211.400.425	196.522.673	207.883.660
ORTAKLARIN KÂR PAYI	21.192.341	8.314.777	135.688.922	217.740.487	214.618.266	214.068.875	199.191.123	210.552.110
GELİR VERGİSİ TEVKİFATI	-3.178.851	-1.247.217	-20.353.338	-32.661.073	-32.192.740	-32.110.331	-29.878.668	-31.582.817
ORTAKLARA DAĞITILACAK NET TUTAR	19.073.007	7.067.560	115.335.584	185.079.414	182.425.526	181.958.544	169.312.455	178.969.293
DÖNEMSONU ÖZKAYNAKLAR DEĞİŞİM TUTARI	25.229.894	15.003.057	16.481.191	21.599.228	10.180.645	14.947.627	19.104.878	15.400.305

TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş. nin yukarıda yer alan sekiz yıl geriye dönük kâr dağıtım tablosu çalışma kapsamındaki öneri şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu bağlamda şirket, tüm yıllarda dönem net kârı elde etmiş dolayısıyla tüm dönemlerde, özsermayenin yıllık enflasyon oranında sermayenin değer kaybı ve özsermayenin maliyeti de kârdan düşülerek, 2008 yılında 25.229.894 TL, 2009 yılında 15.003.057 TL, 2010 yılında 16.481.191 TL, 2011 yılında 21.599.228 TL, 2012 yılında 10.180.645 TL, 2013 yılında 14.947.627 TL, 2014 yılında 19.104.878 TL ve 2015 yılında ise, 15.400.305 TL, kâr payı adı altında ortaklara kaçacak olan özsermayenin değer kaybı ve maliyeti şirket bünyesinde tutulmuştur. Böylelikle şirketin sermayesi ciddi anlamda koruma altına alınarak, şirketin sürekliliği sağlanmaya çalışılmıştır.

4.8. Uygulamannın Muhasebe Kayıtları

Ülkemizde uzun yıllardır uygulanagelen VUK, GVK, KVK gibi belli başlı kanunlar kapsamında hareket eden genel muhasebe sistemi ve yine ülkemizde son birkaç yıldır uygulanan ve uluslararası bir boyut taşıyan UMS ve UFRS kapsamındaki muhasebe sistemlerinin uygulaması işletmeden işletmeye değişiklik göstermekte ve halen işletmelerin birçoğunda uluslararası boyut taşıyan muhasebe sistemi uygulanmamaktadır. Ayrıca bu iki farklı muhasebe sistemi, uygulamada ve kayıtlarda çoğu zaman birbirinden birçok farklılık göstermektedir. Genel muhasebe sisteminde geçerli olan bir kayıt, uluslararası muhasebe sisteminde birçok durumda kabul görmemektedir. Bu tez çalışması kapsamında yapılacak olan muhasebe kayıtları hem genel muhasebe sistemine hem de uluslararası muhasebe sistemine uygun olarak yapılmaya çalışılacaktır. Bu bağlamda muhasebe kayıtlarında kullanılacak veriler her ne kadar uluslararası muhasebe sisteminin çekilmiş olsa da, yapılacak kayıt ve vergilendirme usulleri, VUK, GVK ve KVK gibi kanunlar ve genel muhasebe sistemi ile de ters düşmediğinden, tek düzen hesap cetvelinde hali hazırda yer alan ilgili hesap kodları kullanılacak ve sermayenin korunabilmesi adına yapılacak bu muhasebe kayıtlarında tek düzen hesap cetveli için de iki yeni hesap önerilecektir. Bir önceki bölümde hazırlanan dönem sonu kâr ve kâr dağıtım tablolarının, muhasebe kayıtlarının tüm şirketlerde aynı şekilde yapılacak olmasından dolayı, bu bölümde, aynı muhasebe kayıtları tekrar tekrar yapılmayacak, yukarıda alfabetik sıraya göre düzenlenen şirketlerden sadece son sırada yer alan Türk Traktör ve

Ziraat Aletleri A.Ş. nin dönem sonu muhasebe kayıtları çalışmada yer alacaktır. Bu bağlamda yapılan muhasebe kayıtları aşağıda yer almaktadır.

Yukarıda hazırlanan Türk Traktör ve Ziraat Aletleri A.Ş.’ nin reel kâr-zarar ve kâr dağıtım tablosundan hareketle, şirketin 2015 yılı dönem sonu ve 2016 yılı içindeki kâr dağıtım ve kurumlar vergisi ödemesine ilişkin yevmiye kayıtları aşağıdaki gibi olacaktır:

	BORÇ	ALACAK
691 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK. KARŞ. Kurumlar ve Gelir Vergisi Toplamı	40.262.281	
370 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK. KARŞ. <i>Kurumlar vergisi karşılık ayrılması kaydı</i>		40.262.281
690 DÖNEMKÂRI VEYA ZARARI	301.610.265	
691 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK. KARŞ.		40.262.281
692 DÖNEMNET KÂRI VEYA ZARARI <i>Dönem kârının ilgili hesaplara devri</i>		261.347.984
692 DÖNEMNET KÂRI VEYA ZARARI	261.347.984	
52X ÖDENMİŞ SERMAYENİN FIRSAT MALİYETİ Öd. sermayenin faiz gideri		9.894.257
50X ÖDENMİŞ SERMAYENİN DEĞER KAYIPLARI Öd. sermayenin yıllık enflasyon ortamında değer kaybı		5.506.048
590 DÖNEMNET KÂRI <i>2015 yılı Dönem net kârının bilançoya aktarılmasının kaydı</i>		245.947.679
Yeni yıl başında yapılacak kayıt ise:		
590 DÖNEMNET KÂRI	245.947.679	
570 GEÇMİŞ YILLAR KÂRLARI <i>2015 yılı dönem net kârının geçmiş yıl kârlarına devri</i>		245.947.679

Kurumlar vergisi beyannamesi dönemi Nisan ayında şirketlerin yapacağı kayıtlar aşağıdaki gibi olacaktır.

570 GEÇMİŞ YILLAR KÂRLARI 2015 yılı dönem net kârı	245.947.679	
540 YASAL YEDEKLER I. Tertip Yedek Akçe II. Tertip Yedek Akçe		35.395.569
360 ÖDENECEK VERGİ VE FONLAR		31.582.817
331 ORTAKLARA BORÇLAR <i>Yedek ve temettü kayıtları</i>		178.969.293
/ /		
360 ÖDENECEK VERGİ VE FONLAR	178.969.293	
331 ORTAKLARA BORÇLAR	31.582.817	
10X HAZIR DEĞERLER		210.552.110
<i>Ortaklara temettü ödemesi ve gelir vergisi tevkifatı kaydı</i>		

Türk Traktör ve Ziraat Aletleri A.Ş.’nin yukarıda yer alan 2015 yılı dönem sonu kâr ve ilgili dönem kâr dağıtımının muhasebe kayıtları kapsamında; vergi usulleri ile ters düşmemek adına şirketin 2015 yılı ticari dönem kârından kanunen kabul edilen ilaveler ve çıkarmalar ile geçmiş yıl kâr-zararları mahsup edildikten sonra şirketin 2015 yılı mali dönem kârı tespit edilmiş ve matrah üzerinden kurumlar vergisi düşüldükten sonra, şirketin 2015 yılı dönem sonu gelir tablosunda dönem net kârı bulunmuş ve bununla ilgili muhasebe kayıtları yapılmıştır. Gelir tablosunda bulunan bu dönem net kârı üzerinden, ayrıştırlan ödenmiş sermayenin yıllık değer kaybı ve maliyeti, vergi usulleri ile ters düşmemek adına gelir tablosunda dönem kârından düşülmemiş fakat gelir tablosunun kapsamlı gelir/gider bölümünde raporlanmıştır.

Dönem net kârından ayrıştırlarak özsermayeyi koruma adına, dönem net kârı ile beraber bilançoya aktarılan öz sermaye maliyeti ve öz sermayenin zaman değeri özkaynaklar hesap grubu içerisinde muhasebeleştirilmiştir. Özkaynaklar içerisinde muhasebeleştirilen bu tutarlardan, sermayenin enflasyon oranı kadar yıllık değer kaybı “50” kod numaralı ödenmiş sermaye hesap grubunda raporlanmış, şirkete yatırılan sermayenin, minimum getiri oranı olarak kabul edilen, öz sermayenin faizi ise ödenmiş sermayenin yıllık maliyeti olarak “52” kod numaralı sermaye yedekleri hesap grubunda muhasebeleştirilerek raporlanmıştır. Geriye kalan kâr tutarı üzerinden ise, ilgili kanunlar nezdinde

yasal yedekler ve vergiler düşüldükten sonra kârın hepsinin ortaklara nakden ödemesi yapılarak, kâr dağıtımının muhasebe kayıtları yapılmıştır.

Anlatılan muhasebe kayıtları şirketlerin dönem kârı elde ettiği ve elde edilen kârın hepsini vergiler ve yasal yedekler düşüldükten sonra ortaklara nakden tamamının dağıtıldığı durumlar için geçerlidir. Tam aksine, yapılan analizlerde, dönem net kârına sahip birkaç şirketin, bazı dönemlerinde, bu firmaların dönem net kârlarından, şirketin sermayesinin dönemsel zaman değeri ve yıllık maliyeti ayrıldıktan sonra şirketin zarara geçtiği izlenmektedir. Bu durum şirketin mali tablolarında gözüken dönem net kâr tutarının fiktif bir tutar olduğunun ve şirketin reelde zarar ettiğinin bir göstergesidir. “Sermayenin Korunabilmesi ve Devamlılığı” odaklı yapılan bu tez çalışması kapsamında yapılan analizlerde, böyle bir duruma örnek teşkil eden muhasebe kayıtları aşağıdaki gibi yapılmalıdır.

Anadolu Isuzu Otomotiv Anonim Şirket’ inin 2015 yılı ticari kârı 18.005.467 TL ve kurumlar vergisi matrahı olan mali kârı ise, 1.256.875 TL dir. Şirketin 2015 dönemi için ödediği kurumlar vergisi tutarı ise, 251.375 TL dir. İlgili vergi karşılığı düşülmüş dönem net kârı ise, 17.754.092 TL’ dir. Şirketin bu dönem net kârından, ödenmiş sermayenin yıllık değer kaybı ve ödenmiş sermayenin yıllık maliyeti ayrıldıktan sonra şirket, 2015 yılında reelde 969.917 TL tutarında dönem net zararına ulaşmıştır.

Bu bağlamda “Sermayenin Korunabilmesi ve Devamlılığı” açısından Anadolu Isuzu Otomotiv Anonim Şirket’ inin 2015 yılı için yapması gereken kayıtlar şöyle olacaktır:

	BORÇ	ALACAK
691 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK. KARŞ. Kurumlar ve Gelir Vergisi Toplamı	251.375	
370 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK. KARŞ. <i>Kurumlar ve vergisi karşılık ayırılması kaydı</i>		251.375
690 DÖNEMKÂRI VEYA ZARARI	18.005.467	
691 DÖNEMKÂRI VERGİ VE DİĞER YASAL YÜK. KARŞ.		251.375
692 DÖNEM NET KÂRI VEYA ZARARI <i>Dönem kârının ilgili hesaplara devri</i>		17.754.092
692 DÖNEM NET KÂRI VE YA ZARARI	17.754.092	
591 DÖNEM NET ZARARI	969.917	
52X ÖDENMİŞ SERMAYENİN FIRSAT MALİYETİ Öd. sermayenin faiz gideri		12.029.642
50X ÖDENMİŞ SERMAYENİN DEĞER KAYIPLARI Öd. sermayenin yıllık enflasyon oranında değer kaybı		6.694.367
<i>2015 yılı Dönem net kârının bilançooya aktarılmasının kaydı</i>		

Yapılan bu muhasebe kayıtları ile; şirketin kâr payı adı altında ortaklara dağıtımına konu olacakken; aksine gerçek anlamda kâr değil, şirketin sermayesinin bir parçası olan 17.754.092 TL şirket bünyesinde tutularak, dönem sonu itibariyle özkaynaklar toplamını arttırmış ve böylelikle sermayenin korunması ve devamlılığı kuramı gerçek anlamda sağlanmıştır.

4.9. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Özkaynak ve Performans Değerlemeleri

Araştırma kapsamında çalışmaya alınan on adet otomotiv şirketinin sekiz yıl geriye dönük reel dönem kârları, vergi usul kanunu kapsamında öngörülen vergi matrah ve tutarları bozulmadan yukarıdaki tablolarda yer almaktadır. Aynı şekilde şirketlerin hesaplanan bu reel dönem kârları üzerinden, yasal yedeklerle, ilgili vergiler ayrıldıktan sonra, şirket ortaklarına dağıtılacak kâr payları ve ortaklara dağıtmak yerine şirket bünyesinde tutulacak sermaye tutarları, ilgili tablolarda hesaplanarak gösterilmiştir. Şirket bünyesinde tutulacak bu sermaye maliyetleri, şirketlerin gelir tablolarının kapsamlı gelir-gider bölümünde raporlanarak, dönem sonu bilançosuna aktarılmıştır. Bilançooya aktarılan bu dönem kârları, şirketlerin bilançolarında yer alan özkaynaklar toplamında, hem muhasebesel hem de reel bazda artış sağlamış, dolayısıyla şirketlerin özsermaye tutarları da değişmiştir. Şirketlerin özkaynak tutarlarının değişmesi; şirketlerin sermaye yapılarının,

Şirket değerlerinin ve Şirketlerin performans analizlerinin yeniden yapılmasını ve bulunan sonuçların eski değerlerle karşılaştırılması sonucunu ortaya çıkarmıştır.

Bu bağlamda araştırma kapsamındaki Şirketlerin; özsermaye, sermaye yapısı, Şirket değeri ve dönemsel performans analizleri Tablo 19’da karşılaştırmalı olarak sunulmuştur.

Tablo 20
Özkaynak ve Performans Değerleme Tablosu

ŞİRKETLER	YIL	ÖZKAYNAK TOPLAMI		ÖZKAYNAK KÂRLİLİĞİ		ÖZSERMAYE ÇARPANI		FAVÖK		FİRMA DEĞERİ		FD / FAVÖK	
		D.Ö.	D.S.	D.Ö.	D.S.	D.Ö.	D.S.	D.Ö.	D.S.	D.Ö.	D.S.	D.Ö.	D.S.
	2008	185.462.823	-*	-%0,85	-*	1,93	-*	17.630.361	-13.044.665	146.911.735	-*	8,33	-
	2009	166.338.185	-*	-%14,8	-*	1,67	-*	-17.301.433	-35.542.459	159.840.325	-*	-	-
	2010	161.792.840	-*	-%4,4	-*	2,03	-*	8.913.630	-11.124.541	155.417.209	-*	17,43	-
ANADOLU	2011	175.145.963	201.406.750	%8,4	-%5,7	2,01	1,74	30.686.546	4.425.759	167.186.417	193.447.204	5,44	43,70
ISUZU	2012	166.065.669	-*	-%0,3	-*	2,56	-*	23.796.085	11.418.246	220.991.539	-*	9,28	19,35
OTOMOTİV A.Ş.	2013	365.334.419	383.508.052	%57,1	%49,6	1,77	1,68	37.383.308	19.209.675	219.591.881	237.765.514	5,87	12,37
	2014	333.902.403	357.130.507	%10,3	%3,1	2,07	1,93	49.541.624	26.313.520	267.467.032	290.695.136	5,39	11,04
	2015	323.361.734	342.085.743	%5,4	%0,2	2,72	2,57	46.718.823	27.994.814	395.826.782	414.553.791	8,47	14,80
	2008	10.143.537	-*	-%140	-*	6,44	-*	261.725	-8.105.153	2.559.411	-*	9,77	-
	2009	5.605.413	-*	-%115,9	-*	13,08	-*	1.567.826	-3.407.571	2.418.778	-*	1,54	-
	2010	7.138.355	12.603.939	%65,5	-%6,2	9,98	5,65	6.866.660	1.401.076	6.464.888	11.930.472	0,94	8,51
BOSCH	2011	5.094.759	-*	-%47,1	-*	16,83	-*	9.493.610	2.330.753	2.405.324	-*	0,25	4,10
REN SİS.	2012	33.183.397	36.559.560	%91,2	%73,5	1,97	1,79	32.715.368	29.339.205	10.431.108	13.807.271	0,31	0,47
SAN. TIC. A.Ş.	2013	42.079.875	47.036.890	%20,1	%7,4	1,46	1,31	13.163.645	8.206.630	10.581.936	15.538.951	0,80	1,89
	2014	51.005.877	57.341.543	%17,7	%4,7	1,46	1,30	13.876.494	7.540.828	22.418.985	28.754.651	1,61	3,81
	2015	52.376.845	57.483.980	%25,4	%14,2	1,36	1,24	16.570.512	11.463.377	25.374.647	30.481.782	1,53	2,65

* Şirket bu dönemlerde zarar ettiği için, özsermaye değer kaybı ve maliyeti göz ardı edilerek düzeltilme yapılmadığından ilgili tutarlarda değişiklik yoktur.

Tablo 20'nin Devamı

	2008	417.309.537	515.653.551	%7,2	-%13,2	1,74	1,41	59.206.859	-39.137.155	538.776.201	637.120.215	9,09	-
BRİSA	2009	427.466.931	485.947.589	%8,8	-%4,2	1,54	1,36	58.308.670	-171.988	494.715.504	553.196.162	8,48	-
BRIDGESTONE	2010	448.972.211	513.214.511	%12,2	-%1,8	1,76	1,54	121.355.126	57.112.826	490.581.613	554.823.913	4,04	9,71
	2011	471.758.874	555.950.856	%15	-%2,4	2,25	1,91	158.473.078	74.281.096	591.629.335	675.821.317	3,73	9,09
SABANCI	2012	490.320.730	530.004.034	%19,6	%10,7	2,53	2,34	230.330.603	190.647.299	513.578.051	553.261.355	2,22	2,90
LASTİK	2013	568.466.501	626.731.098	%23,2	%11,8	2,47	2,24	283.623.479	225.358.882	928.971.666	987.236.263	3,27	4,38
SAN. VE	2014	604.877.619	679.346.832	%31,6	%17,2	2,60	2,32	358.154.331	283.685.118	1.069.027.741	1.143.496.954	2,98	4,03
TİC. A.Ş.	2015	647.380.969	707.410.069	%29,6	%18,3	3,28	3	400.573.024	340.543.924	1.121.243.974	1.181.273.074	2,79	3,46
	2008	16.093.219	19.992.504	%71,6	%38,1	2,14	1,73	3.261.847	-637.438	6.541.981	10.441.266	2	-
FEDERAL	2009	18.193.181	20.511.906	%10,2	-%2,2	1,95	1,55	3.873.032	1.554.307	6.846.465	9.165.190	1,76	5,89
MOGUL İZMİT	2010	24.363.514	26.910.684	%23,8	%12,1	1,06	0,96	8.841.693	6.294.523	10.119.666	12.666.836	1,14	2,01
PİSTON PİM	2011	28.656.669	31.994.833	%32,4	%18,6	1,05	0,94	9.205.689	5.867.525	12.448.276	15.786.440	1,35	2,69
ÜRETİM	2012	25.768.430	27.341.851	%21,6	%14,6	1,09	1,02	6.375.627	4.802.206	10.124.062	11.697.483	1,58	2,43
TESİS A.Ş.	2013	29.563.694	31.873.852	%26,5	%17,3	1,08	1	5.707.119	3.396.961	11.842.072	14.273.211	2,07	4,20
	2014	32.954.825	35.907.487	%27,6	%17,1	1,14	1,05	10.770.916	7.818.254	16.361.470	19.314.132	1,51	2,47
	2015	40.620.526	43.000.646	%36,9	%29,4	1,10	1,04	15.888.964	13.508.844	17.748.831	20.128.951	1,11	1,49
	2008	1.711.760.462	1.815.219.012	%29,3	%21,9	1,58	1,49	773.433.358	669.974.808	1.807.393.833	1.910.852.383	2,33	2,85
FORD	2009	1.649.643.633	1.711.165.671	%19,7	%15,4	1,70	1,64	559.995.614	498.473.576	1.636.107.273	1.670.367.111	2,92	3,35
OTOMOTİV	2010	1.755.044.031	1.822.627.353	%27,1	%22,4	1,90	1,82	784.228.968	716.645.646	1.685.701.930	1.753.285.252	2,14	2,44
	2011	1.898.218.483	1.986.789.003	%33,2	%27,3	2,32	2,22	873.917.869	785.347.349	1.881.905.331	1.970.475.851	2,15	2,50
SANAYİ A.Ş.	2012	1.995.664.835	2.037.411.932	%27,6	%25	2,32	2,28	771.398.738	729.651.641	2.712.543.575	2.754.290.672	3,51	3,77
	2013	2.236.604.334	2.297.899.073	%20	%16,8	2,67	2,60	854.606.201	793.311.462	3.356.072.596	3.417.367.335	3,92	4,30
	2014	2.754.181.696	2.832.524.071	%13,8	%10,7	2,62	2,31	841.712.164	763.370.062	3.686.165.171	3.764.507.546	4,37	4,93
	2015	3.059.855.348	3.123.006.356	%28,2	%25,6	2,75	2,69	1.429.700.583	1.366.549.575	3.624.259.470	3.687.410.478	2,53	2,69

Tablo 20'nin Devamı

	2008	259.939.294	286.164.646	%1,6	-%7,6	1,77	1,61	21.433.519	-4.791.833	259.821.216	286.046.568	12,12	-
	2009	259.611.875	275.206.884	%0,5	-%5,2	1,54	1,45	27.576.720	11.981.711	240.072.133	255.667.142	8,70	21,33
	2010	273.396.236	290.527.700	%4,4	-%1,7	1,87	1,76	56.038.686	38.907.222	279.429.697	296.561.161	4,98	7,62
GOODYEAR	2011	332.239.616	354.691.053	%15,7	%8,3	1,96	1,83	98.533.267	76.081.830	363.852.122	386.303.559	3,69	5,07
LASTİKLERİ	2012	369.497.209	380.079.537	%11,5	%8,4	1,57	1,52	100.745.433	90.163.105	380.315.035	390.897.363	3,77	4,33
T.A.Ş.	2013	428.330.394	443.867.788	%15,6	%11,5	1,48	1,43	114.059.203	98.521.809	401.195.414	416.732.808	3,51	4,22
	2014	413.016.727	432.875.397	%11,2	%6,1	1,47	1,40	87.405.727	67.547.057	399.935.335	419.794.005	4,57	6,21
	2015	475.370.847	491.378.779	%14,8	%11	1,70	1,65	113.386.051	97.378.119	381.908.810	397.916.742	3,36	4,08
	2008	39.481.413	47.474.806	%6,8	-%11,1	2,02	1,68	9.351.072	1.357.679	47.655.136	55.648.529	5,09	40,98
	2009	36.001.522	-*	-%1,5	-*	1,80	-*	4.108.651	-644.652	37.889.412	-*	9,22	-
	2010	39.941.083	45.162.692	%10,3	-%2,4	2,14	1,89	8.406.243	3.184.634	45.465.152	50.686.761	5,40	15,91
EGE ENDÜSTRİ	2011	66.235.227	73.078.344	%42,5	%29,1	2,26	2,05	34.466.952	27.623.835	92.643.069	99.486.186	2,68	3,60
VE	2012	74.722.042	77.947.497	%25,1	%19,9	1,61	1,54	23.818.404	20.592.949	61.931.907	65.157.362	2,60	3,16
TİCARET A.Ş.	2013	93.077.893	97.813.635	%31,9	%25,5	1,47	1,40	42.119.153	37.383.411	92.392.857	97.128.599	2,19	2,59
	2014	133.346.493	139.399.344	%42,9	%36,7	1,19	1,14	67.577.295	61.524.444	108.794.220	114.847.071	1,60	1,86
	2015	200.608.886	205.488.046	%50,6	%47	1,36	1,33	111.660.679	106.781.519	112.817.434	117.696.594	1,01	1,10
	2008	147.897.591	168.856.113	%19,9	%5	3,43	3	59.329.859	38.371.337	86.435.984	107.394.506	1,45	2,79
	2009	173.122.964	185.586.032	%20,6	%12,5	3,47	3,23	65.532.827	53.069.759	218.695.368	231.158.436	3,33	4,35
OTOKAR	2010	173.501.278	187.192.234	%8,9	%0,9	3,66	3,39	40.440.628	26.749.672	160.792.348	174.483.304	3,97	6,52
OTOMOTİV VE	2011	213.347.882	231.290.402	%23,5	%13,9	4	3,69	91.254.333	73.311.813	301.477.278	319.419.798	3,30	4,35
SAVUNMA	2012	241.732.860	250.189.943	%33,2	%28,7	4,29	4,14	141.572.473	133.115.390	459.377.028	467.834.111	3,24	3,51
SANAYİ A.Ş.	2013	273.269.580	285.686.602	%23,6	%18,2	5,03	4,81	196.232.860	183.815.838	679.320.808	691.737.830	3,46	3,76
	2014	244.327.376	260.197.834	%31,6	%23,5	5,05	4,74	165.706.570	149.836.112	550.723.783	566.594.241	3,32	3,78
	2015	245.239.099	258.032.162	%33,1	%26,5	6,54	6,22	184.847.897	172.054.834	761.436.411	774.229.474	4,11	4,49

Tablo 20'nin Devamı

	2008	1.119.461	1.351.155	%19,6	-%0,8	3,18	2,64	467.358	235.664	2.029.588	2.261.282	4,34	9,59
TOFAŞ TÜRK	2009	1.422.238	1.560.016	%18,9	%8,4	3,07	2,79	476.655	338.877	1.980.526	2.118.304	4,15	6,25
	2010	1.705.875	1.857.226	%22,8	%12,8	3,09	2,84	909.133	757.782	2.098.451	2.249.802	2,30	2,96
OTOMOBİL	2011	1.789.327	1.987.678	%28,1	%15,3	3,52	3,17	1.099.381	901.030	2.226.166	2.424.517	2,02	2,69
	2012	2.062.101	2.155.592	%23	%17,7	2,93	2,80	878.741	785.250	1.959.485	2.052.976	2,22	2,61
FABRİKASI	2013	1.898.814	2.036.082	%24,1	%15,8	3,12	2,91	698.094	560.826	1.689.240	1.826.508	2,41	3,25
A.Ş.	2014	2.241.171	2.416.616	%20,2	%11,5	3,17	2,94	831.648	656.203	2.076.457	2.251.902	2,49	3,43
	2015	2.582.291	2.723.716	%23,3	%16,9	3,82	3,62	1.046.075	904.650	2.952.590	3.094.015	2,82	3,42
	2008	285.552.805	310.782.699	%17,4	%7,8	2,87	2,64	97.039.443	71.809.549	190.742.136	215.972.030	1,96	3
	2009	300.700.934	315.703.991	%8,1	%2,9	2,05	1,96	60.111.290	45.108.233	318.066.640	333.069.697	5,29	7,38
TÜRK TRAKTÖR	2010	468.170.913	484.652.104	%37,3	%32,6	1,89	1,82	226.589.523	210.108.332	275.848.825	292.330.016	1,21	1,39
VE ZİRAAT	2011	595.592.482	617.191.710	%46,3	%41,2	2,08	2	326.766.565	305.167.337	494.958.353	516.557.581	1,51	1,69
MAKİNELERİ	2012	663.790.097	673.970.742	%39,3	%37,2	1,98	1,95	323.821.907	313.641.262	503.265.425	513.446.070	1,55	1,63
A.Ş.	2013	743.317.722	758.265.349	%35,6	%32,9	2,12	2,06	373.846.502	358.898.875	899.478.305	914.425.932	2,40	2,54
	2014	704.862.715	723.967.593	%35,7	%32,1	2,71	2,64	335.516.378	316.411.500	906.937.865	926.042.743	2,70	2,92
	2015	650.907.405	666.307.710	%40,1	%36,9	3,09	3,02	437.134.789	421.734.484	918.131.091	933.531.396	2,10	2,21

* Şirket bu dönemlerde zarar ettiği için, özsermaye değer kaybı ve maliyeti göz ardı edilerek düzeltme yapılmadığından ilgili tutarlarda değişiklik yoktur.

4.10. Araştırma Bulgularının Karşılaştırılması ve Araştırmanın Sonuçlandırılması

Otomotiv sektöründe faaliyet gösteren ve borsada işlem gören on adet şirketin sekiz yıl geriye dönük özsermaye ve performans analizleri yapılmış ve yapılan analizlerde şirketlerin değişen dönem kârları, şirketlerin özkaynak toplamlarını, özkaynak kârlılıklarını, özsermaye çarpanlarını (sermaye yapılarını); faiz, amortisman, vergi öncesi kârlarını ve şirket değerlerini etkileyerek değiştirmekte ve bu durum, şirket değerlendirme konusunu tekrar gün yüzüne çıkarmaktadır.

Tablo 19' dan hareketle, araştırma kapsamındaki şirketlerin özkaynak ve performans değerlemeleri aşağıdaki gibi izah edilebilir:

Anadolu Isuzu Otomotiv A.Ş.: 2008, 2009, 2010 ve 2012 yıllarında dönem kârı elde etmediğinden bu yıllarda kâr dağıtımını yapmamış ve böylelikle sermayenin ortaklara kayması otomatik olarak ortadan kalkmıştır. Bu durum bu dönemler için şirket bünyesinde özsermaye maliyeti ayırmayı, muhasebesel açıdan gereksiz kılmakta ve böylelikle değişmeyen dönem kârı, şirketin, özkaynak toplamında, kârlılığında, sermaye yapısında ve performans değerlemesinde önceki rakamlara göre herhangi bir değişiklik sağlamamaktadır. 2011, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise şirket dönem kârı elde etmiş ve bu kârı tamamen ortaklarına dağıtmıştır.

Kâr edilen yıllar için dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, 2011 yılında özkaynak toplamını 26.260.787 TL, 2013 yılında 18.173.633 TL, 2014 yılında 23.228.104 TL ve 2015 yılında ise 18.724.009 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2011 yılında 0,27 puan, 2013 yılında 0,15 puan, 2014 yılında 0,14 puan ve 2015 yılında 0,15 puan oranında güçlendirmiştir. Aynı zamanda özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2011 yılında % 2.7, 2013 yılında % 7.5, 2014 yılında % 7.2 ve 2015 yılında ise kârdan zarara çevirerek % 5.6 oranında düşürmüştür. Şirketin kâr ettiği yıllarda FAVÖK tutarlarından sermayenin yıllık değer kaybı ve sermayenin maliyeti de düşülerek, nakit faaliyet kârının reel ve cari değeri tespit edilmiştir. Son olarak yapılan değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve 2011 yılında şirketin değerini, 167.186.417 TL den, 193.447.204 TL' ye, 2013 yılında 219.591.881 TL den, 237.765.514 TL ye, 2014 yılın-

da 267.467.032 TL den, 290.695.136 TL ye ve 2015 yılında ise 395.826.782 TL den, 414.553.791 TL ye yükseltmiştir. Şirket birleşmelerinde ve şirket değerlemede son yıllarda piyasalarda en gözde yöntem olan, “Firma Değeri / FAVÖK” oranı değerlemesinde ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını 2011 yılında 38.26 puan, 2012 yılında 10.07 puan, 2013 yılında 6.5 puan, 2014 yılında 5.65 puan ve 2015 yılında ise 6.33 puan düşürmüştür.

Bosch Fren Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.: 2008, 2009 ve 2011 yıllarında dönem kârı elde etmediğinden bu yıllarda kâr dağıtımını yapmayacak ve böylelikle sermayenin ortaklara kayması otomatik olarak ortadan kalkacaktır. Bu durum bu dönemler için şirket bünyesinde özsermaye maliyeti ayırmayı, muhasebesel açıdan gereksiz kılmakta ve böylelikle değişmeyen dönem kârı, şirketin, özkaynak toplamında, kârlılığında, sermaye yapısında ve performans değerlemesinde önceki rakamlara göre herhangi bir değişiklik sağlamamaktadır. 2010, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise şirket dönem kârı elde etmiş ve bu kârı tamamen ortaklarına dağıtmıştır.

Kâr edilen yıllar için dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2010 yılında 5.465.584 TL, 2012 yılında 3.376.163 TL, 2013 yılında 4.957.015 TL, 2014 yılında 6.335.666 TL ve 2015 yılında ise, 5.107.135 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2010 yılında 4.33 puan, 2012 yılında 0,18 puan, 2013 yılında 0,15 puan, 2014 yılında 0,16 puan ve 2015 yılında ise 0.12 puan oranında güçlendirmiştir. Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2010 yılında % 71.7, 2012 yılında % 17.7, 2013 yılında % 12.7, 2014 yılında % 13 ve 2015 yılında ise % 11.2 oranında düşürmüştür.

Şirketin kâr ettiği yıllarda FAVÖK tutarlarından, sermayenin yıllık değer kaybı ve sermayenin maliyeti de düşülerek, nakit faaliyet kârının reel ve cari değeri tespit edilmiştir. Son olarak yapılan değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve 2010 yılında şirketin değerini, 6.464.888 TL den, 11.930.472 TL' ye, 2012 yılında 10.431.108 TL den, 13.807.271 TL ye, 2013 yılında 10.581.936 TL den, 15.538.951 TL ye, 2014 yılında 22.418.985 TL den,

28.754.651 TL ye ve 2015 yılında ise, 25.374.647 TL' den 30.481.782 TL' ye yükseltmiştir. Şirket birleşmelerinde ve şirket değerlemede son yıllarda piyasalarda en gözde yöntem olan, "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemesinde ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını 2010 yılında 7.57 puan, 2012 yılında 0.16 puan, 2013 yılında 1.09 puan, 2014 yılında 2.2 puan ve 2015 yılında ise 1.12 puan düşürmüştür. Bu şirketin özellikle 2010 yılına dönülecek olursa, şirket bu yılda 4.677.789 TL dönem net kârına sahip gözükürken ve bu fiktif kâr tutarını ortaklarına dağıtacakken, bu dönem kârından dönemin sermaye maliyetlerini düşünce, şirket dönem zararına girmekte ve kâr dağıtım yapmamaktadır.

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.: Tüm yıllarda dönem kârı elde etmiş fakat sadece 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise elde etmiş olduğu bu kârı tamamen ortaklarına dağıtmıştır. Kâr edilen yıllar için dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 30.235.975 TL, 2009 yılında 37.777.745 TL, 2010 yılında 54.790.205 TL, 2011 yılında 70.840.187 TL, 2012 yılında 39.683.304 TL, 2013 yılında 58.264.597 TL, 2014 yılında 74.469.213 TL ve 2015 yılında ise 60.029.100 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.33 puan, 2009 yılında 0.18 puan, 2010 yılında 0.22 puan, 2011 yılında 0.34 puan, 2012 yılında 0,19 puan, 2013 yılında 0,23 puan, 2014 yılında 0,28 puan ve 2015 yılında ise 0.28 puan oranında güçlendirmiştir.

Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2008 yılında % 20.4, 2009 yılında % 13, 2010 yılında % 14, 2011 yılında % 17.4, 2012 yılında % 8.9, 2013 yılında % 11.4, 2014 yılında % 14.4 ve 2015 yılında ise % 11.3 oranında düşürmüştür. Şirketin kâr ettiği yıllarda FAVÖK tutarlarından, sermayenin yıllık değer kaybı ve sermayenin maliyeti de düşülerek, nakit faaliyet kârının reel ve cari değeri tespit edilmiştir. Son olarak yapılan değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 538.776.201 TL'den 637.120.215 TL' ye, 2009 yılında 494.715.504 TL' den 553.196.162 TL' ye, 2010 yılında 490.581.613 TL den 554.823.913 TL' ye, 2011 yılın-

da 591.629.335 TL' den 675.821.317 TL' ye, 2012 yılında 513.578.051 TL den, 553.261.355 TL ye, 2013 yılında 928.971.666 TL den, 987.236.263 TL ye, 2014 yılında 1.069.027.741 TL den 1.143.496.954 TL ye ve 2015 yılında ise, 1.121.243.974 TL' den 1.181.273.074 TL' ye yükseltmiştir.

Şirket birleşmelerinde ve şirket değerlemede son yıllarda piyasalarda en gözde yöntem olan, "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemesinde ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2010 yılında 5.67 puan, 2011 yılında 5.36 puan, 2012 yılında 0.68 puan, 2013 yılında 1.11 puan, 2014 yılında 1.05 puan ve 2015 yılında ise 0.67 puan düşürmüştür. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı, 2008 ve 2009 yıllarında şirketin FAVÖK tutarı zarara dönüştüğü için hesaplanmamıştır. Bu şirketin özellikle 2008, 2009, 2010 ve 2011 yıllarına dönülecek olursa, şirket bu yıllarda dönem net kârına sahip gözüken ve bu fiktif kâr tutarlarını ortaklarına dağıtacakken, bu dönem kârından dönemin sermaye maliyetlerini düşünce, şirket dönem zararına girmekte ve bu yıllarda kâr dağıtım yapmamaktadır. Bu dört yılda kâr etmiş gibi gözüken şirket reelde zarar etmekte olduğu için, bu yıllarda özkaynak kârlılığı da zarara dönüşmektedir.

Federal Mogul İzmit Piston Pim Üretim Tesisleri A.Ş.: Tüm yıllarda dönem kârı elde etmiş fakat 2009 yılı hariç; diğer yılların tümünde ortaklarına bu dönem kârlarını tamamen dağıtmıştır. Kâr edilen yıllar için dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 3.899.285 TL, 2009 yılında 1.860.687 TL, 2010 yılında 2.547.170 TL, 2011 yılında 3.338.164 TL, 2012 yılında 1.573.421 TL, 2013 yılında 2.310.158 TL, 2014 yılında 2.952.662 TL ve 2015 yılında ise 2.380.120 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.41 puan, 2009 yılında 0.4 puan, 2010 yılında 0.1 puan, 2011 yılında 0.11 puan, 2012 yılında 0,07 puan, 2013 yılında 0,08 puan, 2014 yılında 0,09 puan ve 2015 yılında ise 0.06 puan oranında güçlendirmiştir.

Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2008 yılında % 33.5, 2009 yılında % 12.4, 2010 yılında % 11.7, 2011 yılında % 13.8, 2012 yılında % 7, 2013 yılında % 9.2, 2014 yılında % 10.5 ve 2015 yılında ise % 7.5 oranında düşürmüştür. Şirketin kâr ettiği yıllarda FAVÖK tutarlarından, sermayenin yıllık değer

kaybı ve sermayenin maliyeti de düşülerek, nakit faaliyet kârının reel ve cari değeri tespit edilmiştir. Son olarak yapılan değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 6.541.981 TL'den 10.441.266 TL' ye, 2009 yılında 6.846.465 TL' den 9.165.190 TL' ye, 2010 yılında 10.119.666 TL den 12.666.836 TL' ye, 2011 yılında 12.448.276 TL' den 15.786.440 TL' ye, 2012 yılında 10.124.062 TL den, 11.697.483 TL ye, 2013 yılında 11.842.072 TL den, 14.273.211 TL ye, 2014 yılında 16.361.470 TL den 19.314.132 TL ye ve 2015 yılında ise, 17.748.831 TL' den 20.128.951 TL' ye yükseltmiştir.

“Firma Değeri / FAVÖK” oranı değerlemesinde ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2009 yılında 4.13 puan, 2010 yılında 0.87 puan, 2011 yılında 1.34 puan, 2012 yılında 0.85 puan, 2013 yılında 2.13 puan, 2014 yılında 1.32 puan ve 2015 yılında ise 0.38 puan oranında düşürmüştür. “Firma Değeri / FAVÖK” oranı, 2008 yılında, şirketin FAVÖK tutarı zarara dönüştüğü için hesaplanmamıştır. Bu şirketin özellikle 2009 yılına bakılacak olursa, şirket bu yılda 1.860.687 TL dönem net kârına sahip gözükürken ve bu fiktif kâr tutarını ortaklarına dağıtacakken, bu dönem kârından dönemin sermaye maliyetlerini düşükten sonra, şirket dönem zararına girmekte ve bu yıl kâr dağıtım yapmamaktadır. 2009 yılında kâr etmiş gibi gözükürken şirket reelde zarar etmekte olduğu için, bu yıllarda özkaynak kârlılığı da beraberinde zarara dönüşmektedir.

Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.: Analiz edilen sekiz yılın tamamında dönem kârı elde etmiş ve bu yılların tümünde ortaklarına bu dönem kârlarını tamamen dağıtmıştır. Kâr dağıtımının yapıldığı tüm yıllar için, dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 103.458.550 TL, 2009 yılında 61.522.038 TL, 2010 yılında 67.583.322 TL, 2011 yılında 88.570.520 TL, 2012 yılında 41.747.097 TL, 2013 yılında 61.294.739 TL, 2014 yılında 78.342.102 TL ve 2015 yılında ise 63.151.008 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.09 puan, 2009 yılında 0.06 puan, 2010 yılında 0.08 puan, 2011 yılında 0.1 puan, 2012 yılında 0.04 puan, 2013 yılında 0.07 puan, 2014 yılında 0.31 puan ve 2015 yılında ise 0.06 puan oranında güçlen-

dirmiştir. Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2008 yılında % 7.4, 2009 yılında % 4.3, 2010 yılında % 4.7, 2011 yılında % 5.9, 2012 yılında % 2.6, 2013 yılında % 3.2, 2014 yılında % 3.1 ve 2015 yılında ise % 2.6 oranında düşürmüştür.

Şirketin kâr ettiği yıllarda FAVÖK tutarlarından, sermayenin yıllık değer kaybı ve sermayenin maliyeti de düşülerek, nakit faaliyet kârının reel ve cari değeri tespit edilmiştir. Son olarak yapılan değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 1.807.393.833 TL'den 1.910.852.383 TL' ye, 2009 yılında 1.636.107.273 TL' den 1.670.367.111 TL' ye, 2010 yılında 1.685.701.930 TL den 1.753.285.252 TL' ye, 2011 yılında 1.881.905.331 TL' den 1.970.475.851 TL' ye, 2012 yılında 2.712.543.575 TL den, 2.754.290.672 TL ye, 2013 yılında 3.356.072.596 TL den, 3.417.367.335 TL ye, 2014 yılında 3.686.165.171 TL den 3.764.507.546 TL ye ve 2015 yılında ise, 3.624.259.470 TL' den 3.687.410.478 TL' ye yükseltmiştir. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemede ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2008 yılında 0.52 puan, 2009 yılında 0.43 puan, 2010 yılında 0.3 puan, 2011 yılında 0.35 puan, 2012 yılında 0.26 puan, 2013 yılında 0.38 puan, 2014 yılında 0.56 puan ve 2015 yılında ise 0.16 puan oranında düşürmüştür.

Goodyear Lastikleri T.A.Ş.: Tüm yıllarda dönem kârı elde etmiş fakat 2008, 2009 ve 2010 yıllarında kâr dağıtımını yapamamış, diğer yılların tümünde ortaklarına dönem kârlarını tamamen dağıtmıştır. Kâr edilen tüm yıllar için dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 4.333.177 TL, 2009 yılında 1.293.231 TL, 2010 yılında 12.137.176 TL, 2011 yılında 22.451.437 TL, 2012 yılında 10.582.328 TL, 2013 yılında 15.537.394 TL, 2014 yılında 19.858.670 TL ve 2015 yılında ise 16.007.932 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.16 puan, 2009 yılında 0.09 puan, 2010 yılında 0.11 puan, 2011 yılında 0.13 puan, 2012 yılında 0.05 puan, 2013 yılında 0.05 puan, 2014 yılında 0.07 puan ve 2015 yılında ise 0.05 puan oranında güçlendirmiştir. Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkay-

nak kârlılığını 2008 yılında % 9.2, 2009 yılında % 5.7, 2010 yılında % 6.1, 2011 yılında % 7.4, 2012 yılında % 3.1, 2013 yılında % 4.1, 2014 yılında % 6.1 ve 2015 yılında ise % 3.8 oranında düşürmüştür.

Firma değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 259.821.216 TL'den 286.046.568 TL' ye, 2009 yılında 240.072.133 TL' den 255.667.142 TL' ye, 2010 yılında 279.429.697 TL den 296.561.161 TL' ye, 2011 yılında 363.852.122 TL' den 386.303.559 TL' ye, 2012 yılında 380.315.035 TL den, 390.897.363 TL ye, 2013 yılında 401.195.414 TL den, 416.732.808 TL ye, 2014 yılında 399.935.335 TL den 419.794.005 TL ye ve 2015 yılında ise, 381.908.810 TL' den 397.916.742 TL' ye yükseltmiştir. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemede ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2009 yılında 12.63 puan, 2010 yılında 2.64 puan, 2011 yılında 1.11 puan, 2012 yılında 0.56 puan, 2013 yılında 0.71 puan, 2014 yılında 1.64 puan ve 2015 yılında ise 0.72 puan oranında düşürmüştür. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı, 2008 yılında, şirketin FAVÖK tutarı zarara dönüştüğü için hesaplanmamıştır.

Ege Endüstri ve Ticaret A.Ş.: 2009 yılında dönem kârı elde etmediğinden bu yılda kâr dağıtımını yapmamış ve böylelikle sermayenin ortaklara kayması otomatik olarak ortadan kalkmıştır. Bu durum bu dönemler için şirket bünyesinde özsermaye maliyeti ayırmayı, muhasebesel açıdan gereksiz kılmakta ve böylelikle değişmeyen dönem kârı, şirketin, özkaynak toplamında, kârlılığında, sermaye yapısında ve performans değerlemede önceki rakamlara göre herhangi bir değişiklik sağlamamaktadır. 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise şirket dönem kârı elde etmiş fakat sadece 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, elde etmiş olduğu bu kârı tamamen ortaklarına dağıtmıştır. 2008 ve 2010 yıllarında ise şirket her ne kadar kâr etmiş gibi gözükse de; özsermaye maliyetlerini kârdan düşünce şirket dönemi zararı kapatmakta ve reelde olmayan kârın ortaklara kaçması engellenmektedir.

Kâr edilen yıllar için dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 2.707.099 TL, 2010 yılında 4.137.182 TL, 2011 yılında 6.843.117 TL, 2012 yılında 3.225.455 TL, 2013 yılında 4.735.742 TL, 2014 yılında

6.052.851 TL ve 2015 yılında ise 4.879.160 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.34 puan, 2010 yılında 0.25 puan, 2011 yılında 0.21 puan, 2012 yılında 0.07 puan, 2013 yılında 0.07 puan, 2014 yılında 0.05 puan ve 2015 yılında ise 0.03 puan oranında güçlendirmiştir. Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2008 yılında % 17.9, 2010 yılında % 12.7, 2011 yılında % 13.4, 2012 yılında % 5.2, 2013 yılında % 6.4, 2014 yılında % 6.2 ve 2015 yılında ise % 3.6 oranında düşürmüştür.

Firma değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 47.655.136 TL'den 55.648.529 TL'ye, 2010 yılında 45.465.152 TL den 50.686.761 TL'ye, 2011 yılında 92.643.069 TL' den 99.486.186 TL'ye, 2012 yılında 61.931.907 TL den, 65.157.362 TL ye, 2013 yılında 92.392.857 TL den, 97.128.599 TL ye, 2014 yılında 108.794.220 TL den 114.847.071 TL ye ve 2015 yılında ise, 112.817.434 TL' den 117.696.594 TL'ye yükseltmiştir. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemede ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2008 yılında 35.89 puan, 2010 yılında 10.51 puan, 2011 yılında 0.92 puan, 2012 yılında 0.56 puan, 2013 yılında 0.4 puan, 2014 yılında 0.26 puan ve 2015 yılında ise 0.09 puan oranında düşürmüştür. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı, 2009 yılında, şirketin zarar ettiği için hesaplanmamıştır.

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.: Analiz edilen sekiz yılın tamamında dönem kârı elde etmiş ve bu yılların tümünde ortaklarına bu dönem kârlarını tamamen dağıtmıştır. Kâr dağıtımının yapıldığı tüm yıllar için, dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 20.958.522 TL, 2009 yılında 12.463.068 TL, 2010 yılında 13.690.956 TL, 2011 yılında 17.942.520 TL, 2012 yılında 8.457.083 TL, 2013 yılında 12.417.022 TL, 2014 yılında 15.870.458 TL ve 2015 yılında ise 12.793.063 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.43 puan, 2009 yılında 0.21 puan, 2010 yılında 0.27 puan, 2011 yılında 0.31 puan, 2012 yılında 0.15 puan, 2013 yılında 0.22 puan, 2014 yılında 0.31 puan ve 2015 yılında ise 0.32 puan

oranında güçlendirmiştir. Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2008 yılında % 14.9, 2009 yılında % 8.1, 2010 yılında % 8, 2011 yılında % 9.6, 2012 yılında % 4.5, 2013 yılında % 5.4, 2014 yılında % 8.1 ve 2015 yılında ise % 6.6 oranında düşürmüştür.

Şirketin kâr ettiği yıllarda FAVÖK tutarlarından, sermayenin yıllık değer kaybı ve sermayenin maliyeti de düşülerek, nakit faaliyet kârının reel ve cari değeri tespit edilmiştir. Son olarak yapılan değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 86.435.984 TL'den 107.394.506 TL'ye, 2009 yılında 218.695.368 TL'den 231.158.436 TL'ye, 2010 yılında 160.792.348 TL'den 174.483.304 TL'ye, 2011 yılında 301.477.278 TL'den 319.419.798 TL'ye, 2012 yılında 459.377.028 TL'den, 467.834.111 TL'ye, 2013 yılında 679.320.808 TL'den, 691.737.830 TL'ye, 2014 yılında 550.723.783 TL'den 566.594.241 TL'ye ve 2015 yılında ise, 761.436.411 TL'den 774.229.474 TL'ye yükseltmiştir. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemesinde ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2008 yılında 1.34 puan, 2009 yılında 1.02 puan, 2010 yılında 2.55 puan, 2011 yılında 1.05 puan, 2012 yılında 0.27 puan, 2013 yılında 0.3 puan, 2014 yılında 0.46 puan ve 2015 yılında ise 0.38 puan oranında düşürmüştür.

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.: Tüm yıllarda dönem kârı elde etmiş olmasına rağmen; 2008 yılında kâr dağıtımını yapamamış, diğer yılların tümünde ortaklarına dönem kârlarını tamamen dağıtmıştır. 2008 yılında ise şirket her ne kadar kâr etmiş gibi gözükse de; özsermaye maliyetlerini kârdan düşünce şirket dönemi zararlı kapatmakta ve reelde olmayan kârın ortaklara kaçması engellenmektedir. Kâr edilen tüm yıllar için dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 219.819 TL, 2009 yılında 137.778 TL, 2010 yılında 151.351 TL, 2011 yılında 198.351 TL, 2012 yılında 93.491 TL, 2013 yılında 137.268 TL, 2014 yılında 175.445 TL ve 2015 yılında ise 141.425 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.54 puan, 2009 yılında 0.28 puan, 2010 yılında 0.25 puan, 2011 yılında 0.35 puan, 2012

yılında 0.13 puan, 2013 yılında 0.21 puan, 2014 yılında 0.23 puan ve 2015 yılında ise 0.2 puan oranında güçlendirmiştir.

Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2008 yılında % 20.4, 2009 yılında % 10.5, 2010 yılında % 10, 2011 yılında % 12.8, 2012 yılında % 5.3, 2013 yılında % 8.3, 2014 yılında % 8.7 ve 2015 yılında ise % 6.4 oranında düşürmüştür. Firma değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 2.029.588 TL'den 2.261.282 TL' ye, 2009 yılında 1.980.526 TL' den 2.118.304 TL' ye, 2010 yılında 2.098.451 TL den 2.249.802 TL' ye, 2011 yılında 2.226.166 TL' den 2.424.517 TL' ye, 2012 yılında 1.959.485 TL den, 2.052.976 TL ye, 2013 yılında 1.689.240 TL den, 1.826.508 TL ye, 2014 yılında 2.076.457 TL den 2.251.902 TL ye ve 2015 yılında ise, 2.952.590 TL' den 3.094.015 TL' ye yükseltmiştir. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemede ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2008 yılında 5.25, 2009 yılında 2.1 puan, 2010 yılında 0.66 puan, 2011 yılında 0.67 puan, 2012 yılında 0.39 puan, 2013 yılında 0.84 puan, 2014 yılında 0.94 puan ve 2015 yılında ise 0.6 puan oranında düşürmüştür.

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.: Analiz edilen sekiz yılın tamamında dönem kârı elde etmiş ve bu yılların tümünde ortaklarına bu dönem kârlarını tamamen dağıtmıştır. Kâr dağıtımının yapıldığı tüm yıllar için, dönem kârından ayrılan ve sermayeyi korumak adına, şirket bünyesinde tutulan, sermayenin yıllık zaman değeri ve sermayenin maliyeti, şirketin özkaynak toplamını, 2008 yılında 25.229.894 TL, 2009 yılında 15.003.057 TL, 2010 yılında 16.481.191 TL, 2011 yılında 21.599.228 TL, 2012 yılında 10.180.645 TL, 2013 yılında 14.947.627 TL, 2014 yılında 19.104.878 TL ve 2015 yılında ise 15.400.305 TL tutarında özkaynak toplamını arttırmıştır. Bu yıllarda artış gösteren özkaynak toplamı, şirketin sermaye yapısını da, 2008 yılında 0.23 puan, 2009 yılında 0.09 puan, 2010 yılında 0.07 puan, 2011 yılında 0.08 puan, 2012 yılında 0.03 puan, 2013 yılında 0.06 puan, 2014 yılında 0.07 puan ve 2015 yılında ise 0.07 puan oranında güçlendirmiştir. Bununla birlikte özkaynak toplamının artması, şirketin özkaynak kârlılığını 2008 yılında % 9.6, 2009 yılında % 5.2, 2010 yılında % 4.7, 2011 yılında

% 5.1, 2012 yılında % 2.1, 2013 yılında % 2.7, 2014 yılında % 3.6 ve 2015 yılında ise % 3.2 oranında düşürmüştür.

Firma değerlemede, şirketin kâr ettiği yıllarda, özkaynak toplamının artması, firma değerlerine de olumlu etki yapmış ve şirketin değerini 2008 yılında 190.742.136 TL'den 215.972.030 TL'ye, 2009 yılında 318.066.640 TL'den 333.069.697 TL'ye, 2010 yılında 275.848.825 TL'den 292.330.016 TL'ye, 2011 yılında 494.958.353 TL'den 516.557.581 TL'ye, 2012 yılında 503.265.425 TL'den, 513.446.070 TL'ye, 2013 yılında 899.478.305 TL'den, 914.425.932 TL'ye, 2014 yılında 906.937.865 TL'den 926.042.743 TL'ye ve 2015 yılında ise, 918.131.091 TL'den 933.531.396 TL'ye yükseltmiştir. Şirketin kâr ettiği yıllarda FAVÖK tutarlarından, sermayenin yıllık değer kaybı ve sermayenin maliyeti de düşülerek, nakit faaliyet kârının reel ve cari değeri tespit edilmiştir. "Firma Değeri / FAVÖK" oranı değerlemesinde ise, şirketin kâr ettiği yıllarda artan firma değeri ve bununla beraber düşen FAVÖK tutarları, şirketin dönemsel performanslarını, 2008 yılında 1.04, 2009 yılında 2.09 puan, 2010 yılında 0.18 puan, 2011 yılında 0.18 puan, 2012 yılında 0.08 puan, 2013 yılında 0.14 puan, 2014 yılında 0.22 puan ve 2015 yılında ise 0.11 puan oranında düşürmüştür.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bilgi toplumu haline gelen dünyamızda, hızla büyüyen, gelişen günümüz rekabetçi ve küresel ekonomilerinde; işletmelerin, bölgesel, ulusal ve küresel ölçekte yönetilebilmeleri açısından, gerekli olan en önemli unsur; doğru, güvenilir, çok yönlü olan ve zamanında edinilen bilgidir. Günümüzde işletmeler açısından temel sermaye olan bilgi; işletmelerin gidişatını belirleyen, işletmelerin geleceğini şekillendiren ve çoğu zaman işletmelerin geleceği ile ülke ekonomisini yönlendiren en önemli kaynaktır. İşletmelerin tepe yönetimine, işletmenin geleceği adına karar verebilmeleri için, sürekli bilgi taşıyan muhasebe sistemleri de, bu bilginin doğru, güvenilir, çok yönlü olmasından ve zamanında taşınabilmesinden sorumlu olan en önemli sistemdir. Muhasebe sistemlerinin ürettiği bilgi sadece işletme yönetimlerini bağlamamakta; aynı zamanda, işletme ortaklarından yeni yatırımcılara, borsalardan para-sermaye piyasalarına ve hatta ülke ekonomisinden uluslararası piyasalara kadar birçok yapının geleceğini de şekillendirmektedir. Bu bağlamda, tam zıt şekilde üretilecek yanıltıcı ve zamansız gelen bilgiler, işletmeler ile birlikte işletme ortaklarını, yatırımcıları, para ve sermaye piyasalarıyla beraber ülke ekonomisinin geleceğini de yanlış yönlendirmekte ve makro bazda tüm taraflar açısından tehdit oluşturmaktadır.

Gelişen dünyamızda büyüyen piyasalar ve bu piyasalarda yarışan şirketler; spekülasyonlara, bilanço dışı sanal varlıklara, aşırı değerlendirme sonucu oluşan finansal balonlara, nakit çıkışı sağlamamasına rağmen gösterilen giderler sonucu gerçekleşen, gerçekte olmayan zararlara veya daha fazla fon elde edebilmek adına oluşturulan fiktif kârlara, alabildiğine müsaade eden geleneksel muhasebe sistemi, daha fazla yanlış içeren liberal finansal politikaları da beraberinde getirmektedir. Bu durum, muhasebe sistemlerinin, uluslararası boyutlara taşınmasını ve böylelikle tüm muhasebe sistemleri için tek bir dil oluşturulmasını ortaya çıkarmıştır. Uluslararası boyutta ve son yıllarda ülkemizde de uygulanmaya çalışılan uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartları ile şirketlerin mali yapılarına şeffaflık getirilerek, muhasebesel açıdan doğru, güvenilir ve zamanında elde edilecek finansal bilgilere ulaşılmaya çalışılmaktadır.

Global bağlamda her geçen gün önemi artan muhasebe sistemlerinin ürettiği bilgiler tüm işletme ilgilileri tarafından kullanılmakta ve işletmelere bu finansal bilgiler ile piyasalarda bir değer biçilmektedir. Bu finansal bilgiler içerisinde; ortaklar, yatırımcılar,

borsalar, sektördeki rakipler ve devlet gibi işletmeyle bağı olan birçok taraf açısından en önemli şirket değerlendirme kriteri ise “Dönemsel Kârlılık” tır. Halihazırda uluslararası muhasebe sistemlerinden önce halen ülkemizde uygulanmakta olan geleneksel muhasebe sisteminin ürettiği mali tablolarda gözüken dönemsel kârlılık tutarları, tamamen vergi amaçlı icra edilen muhasebenin bir ürünü olan vergisel kâr veya zarar rakamları olup, şirketlerin reel kârlılığını yansıtmaktan çok uzak bir görünüm arz etmektedir. Vergisel bağlamda ortaya çıkan bu kâr-zarar tutarları üzerinden ise, şirketler vergilendirilmekte, şirket ortaklarına temettü dağıılmakta ve şirketlerin performansları değerlendirilerek, piyasalarda şirketlere değer biçilmektedir.

Doğru finansal bilgileri üretmek adına son yıllarda ülkemizde de kısım kısım uygulamaya başlayan uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartlarının (TMS-TFRS) “Kavramsal Çerçeve” sinde, şirketlere “Sermayenin Korunması” başlıklı bir kuram getirilerek, dönem kârının reel değerinin nasıl hesaplanması gerektiği ile ilgili muhasebe sistemine atıf yapılmaktadır. Bu atıf doğrultusunda “Sermayenin Korunması ve Devamlılığı” için, reel dönem kârının tespiti; şirketin dönem sonu özkaynak toplamından, dönem başı özkaynak toplamının ulusal fiyat endeksleri ile düzeltilmiş değerinin çıkarılması ile yapılmaktadır. Ayrıca bu atıfta; bu durumun nasıl muhasebeleştirilmesi ve raporlanması gerektiği üzerinde de durulmamakta ve atıf muğlak bir görüntü almaktadır. Atıfta belirtilen formülü biraz daha açacak olursak; dönem kârından özkaynağın yıllık enflasyon yıpranmasını düşmek, sadece, dönem kârının yılsonu itibariyle cari değerini hesaplamaktan öteye geçmemektedir. Dönem kârını cari değerine taşımak, sermayenin korunması ve şirketin devamlılığı açısından yetersiz kalacağı için, sorgulanması ve geliştirilmesi gereken bir konudur. Zira; dönem kârını cari değeri ile şirket bilançosunda raporlamak, sadece özkaynakları paranın zaman değeri açısından itibari(nominal) olarak korurken, reel anlamda bir koruma ve devamlılık sağlamaz. Çünkü ülke ekonomisinden hareketle, nadir istisnalar olsa da, tüm sektörler, minimum ülkedeki ortalama ekonomik büyüme oranı kadar büyümektedirler. Şirketlere yabancı sermaye finansmanı sağlayan kurumlar tarafından ise, minimum bu büyüme oranı kadar, ilgili şirketten borcun faizi(yabancı sermayenin maliyeti) tahsil edilirken ve bu tutar, muhasebe sistemlerinde dönem kârı hesaplamasında dikkate alınırken; muhasebe sistemleri özsermaye maliyetlerini kârlılık hesaplamasında göz ardı etmektedirler. Böylelikle şirketler, büyüyen sektörden daha düşük oranda büyümekte veya sürekli büyüyen ve geli-

şen sektörler içerisinde şirketler sürekli küçülmekte ve bu durum şirketlerin sürekliliğinin tehlikeye girmesine neden olmaktadır. Literatürel açıdan da, muhasebe sistemlerinde yer alan “Sermayenin Korunması ve Şirketin Devamlılığı” kuramının yeniden ele alınarak, bu kuramın geliştirilmesinin gerekliliği bir sonuç olarak ortaya çıkmaktadır.

Muhasebesel olarak bir başka açıdan bakılacak olunursa; şirketlerin tüm sermayeleri içerisinde yer alan, yabancı sermayenin maliyetinin dönem kârından düşülerek, özsermaye maliyetinin göz ardı edilmesi; şirketlerin dönem kârlarının fiktif tutarlara ulaşmasına neden olmaktadır. Bu durum ise, reelde dönem kârına sahip olsun ya da olmasın, kâr etmiş gibi görünen her şirketin, ortaklarına gerçek anlamda kâr payını değil, farkında olmadan özkaynaklarının belirli bir kısmını dağıtmalarına neden olmaktadır. Nominal olarak gözüken zira reelde olmayan kârın şirket ortaklarına dağıtılması, özsermayenin zaman içerisinde erimesine neden olmaktadır. Dönemler içerisinde küçülen özsermaye toplamı ise, domino taşı etkisi yaparak, şirketlerin sermaye yapılarının bozulmasını, sermaye finansmanı sorununun ortaya çıkmasını, şirketin finansal sıkıntı maliyetlerine katlanmasını, yeni yatırımcı ve fırsatları kaybetmesini, özellikle konsolidasyonlarda veya şirket satışlarında, şirket değerlerinin yanlış biçilmesini ve şirketlerin dönemsel performanslarının yanlış değerlendirilmesini tetiklemekte ve bu durum, şirket ortaklarının birçok ek maliyete ve güçlüklerle katlanmasına neden olmaktadır. Tüm bu nedenler, şirketlerin, büyüyen ve gelişen piyasalarda, sürekliliğini tehdit ederek, piyasalarda şirketlerin uluslararası sermaye akımlarına kolay lokma olmalarına neden olmaktadır.

Bu tez çalışmasında; şirketlerin sermaye yapıları ve muhasebesel açıdan dönem kârları analiz edilerek, “TFRS Kavramsal Çerçeve” de üzerinde önemle durulan “Sermayenin Korunması” kavramının kapsamı genişletilerek, tıpkı yabancı kaynakların maliyeti gibi, özsermayenin maliyeti de bir gider kalemi olarak kâr-zarar hesaplamasına yansıtılarak, şirketlerin gerçek kâr veya zarar tutarlarının doğru ve cari değerleriyle hesaplanması sağlanmıştır. Değişen bu dönem kâr tutarlarıyla, şirketler için yeni kâr dağıtım tabloları hazırlanarak, hem vergi usul kanununa hem de TMS-TFRS muhasebe sistemine uygun olacak şekilde, şirketlerin kâr dağıtımlarının ve dönem kârlarının muhasebe kayıtları yeniden düzenlenmiştir. Çalışma kapsamında, değişen reel dönem kâr-zarar tutarları üzerinden şirketlerin, şirket değeri, kârlılık ve dönemsel performans değerlemesi önceki

oranlarla karşılaştırılarak yeniden yapılmış ve gerek literatüre gerekse uygulamaya katkı yapacak birçok anlamlı sonuç elde edilmiştir.

Yapılan uygulamada, sermayenin zaman değeri ve maliyeti tutarları dönem kârından düşülüp, bu tutarların şirket bünyesinde tutularak, kalan kârın ortaklara dağıtımının yapılması ve bu durumun muhasebesel olarak bilançonun özkaynaklar grubunda raporlanması; sermayeyi sadece nominal olarak korumakla kalmayıp, bununla beraber gerçek anlamda da şirketlerde sermayenin korunmasını ve devamlılığını sağlamaktadır. Dönem kârından ayrıştırılarak, şirket bünyesinde tutulan özsermaye maliyetleri, şirketlerin dönem sonu özkaynaklar toplamını arttırmakta ve bu durum ilgili şirketin piyasalardaki defter değerine de olumlu katkılar yapmaktadır. Artan özkaynaklar toplamı ile şirketlerin sermaye yapıları da özkaynaklara doğru kaymakta ve böylelikle güçlenen özkaynak yapısı ile şirketler piyasalarda finansman ihtiyacı sorununu daha kolay aşarak, finansal sıkıntı maliyetlerine katlanmak zorunda kalmamaktadırlar. Benzer şekilde şirketlerin defter değerinin yükselmesi, özellikle şirket birleşmelerinde son yıllarda piyasalarda en çok kullanım alanı bulan ve en gözde değerlendirme yöntemi olan “ Şirket Değeri / FAVÖK “ oranlamasındaki şirket değerlerini arttırıcı yönde etki sağlayarak, piyasalarda şirketlerin doğru değerlemesine de etki etmektedir.

Ayrıca çalışmada, şirketlerin esas faaliyetlerinden elde etmiş oldukları nakit kârlılıklarını gösteren FAVÖK oranları yeniden düzenlenerek, özsermaye maliyetleri de bu FAVÖK tutarlarından düşülerek, esas faaliyet kârının yalın ve cari değeri tespit edilmiştir. Yukarıda değinilen performans değerlendirme yönteminde özsermaye maliyetlerinin şirket bünyesinde tutularak ortaklara dağıtılmaması, şirket değerini yükseltirken; FAVÖK tutarını düşürmüştür. Artan şirket değeri ve düşen FAVÖK tutarının oranlanması ile; şirketlerin değerlemesi yeniden yapılmış ve sonuç olarak şirket satın almalarında şirkete yapılacak yatırımın geri dönüş süresinin daha da uzadığı tespit edilmiştir. Özkaynaklar toplamının artması ile dönem kârının yalın ve cari değerine indirilmesi; şirketin özkaynak kârlılığını ve faiz amortisman vergi öncesi kârını düşürmektedir. Bu durum yatırımcılar açısından irdelendiğinde ise; yatırımcıların şirketin kârlılığını daha yalın ve şeffaf görerek, şirkete yapacakları yatırımların daha net değerlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır.

Muhasebe sistemleri açısından bu tez çalışmasının özüne inildiğinde ise; çalışmada, gerek vergi kanunlarına ters düşmeyecek ve gerekse uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartlarına uygun olacak şekilde, gerekli muhasebe kayıtları yapılarak, bu durumun finansal olarak nasıl raporlanması gerektiği gösterilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda dönem kârının elde edilmesinde, şirketlerin kullandığı yabancı ve özsermayelerin zaman değeri ve maliyeti kârdan ayrıştırılmalıdır. Hali hazırda yabancı sermayenin maliyeti bir gider kalemi olarak, şirketin dönem kârından düşülürken, özsermayenin maliyeti şirketten nakit çıkışı sağlamadığı ve vergi kanunları ile ters düşmemek adına, dönem kârından düşülmemeli, fakat dönem kârından ayrıştırılan bu tutar, yine de şirketlerin gelir tablosunun kapsamlı gelir bölümünde raporlandıktan sonra, dönem sonu bilançosunun özkaynaklar grubunda raporlanmalı ve geriye kalan kâr tutarı ortaklara dağıtılmalıdır.

Tekdüzen Muhasebe Sistemindeki Tek Düzen Hesap Planı (TDHP) açısından getirilecek öneri ise; özsermayenin ulusal fiyat endeksi ile düzeltilmiş yıllık zaman değeri, “(50)” kod numaralı “Ödenmiş Sermaye” grubunda “ Ödenmiş Sermayenin Değer Kayıpları” hesabı adıyla raporlanabilirken; diğer maliyet kalemi olan, ödenmiş sermayenin dönemlik faiz maliyeti ise “(52)” kod numaralı “Sermaye Yedekleri” hesap grubunda “Ödenmiş Sermayenin Fırsat Maliyeti” hesap adıyla muhasebeleştirilerek raporlanabilir.

Vergi kanunları açısından çalışmanın ulaştığı sonuç ise; reel kâr-zararın tespiti ile önerilen kâr dağıtım tablosu ve muhasebeleştirilmesi, hali hazırdaki vergi kanunları ile ters düşmemektedir. Ayrıca dönem kârından düşülen, ödenmiş sermayenin yıllık zaman değeri, şirkete yatırılan özsermayenin bir maliyeti değil; sadece dönem sonu bilançosunda raporlanan özsermayeyi, dönem sonundaki cari değeri ile ifade etmektir. Fakat çalışma sonucunda, vergi kanunları ve ülke ekonomisi için getirilen öneri ise; vergisel açıdan, kârdan indirilmemiş olmasına rağmen, özkaynak ve şirket bünyesinde bir sermaye yedeği olarak tutulan ve ortaklara kaçması engellenen özsermaye maliyeti; kurumlar vergisi oranı kadar vergilendirilebilir. Zira günümüzde, Almanya ve İngiltere gibi birçok ülkenin muhasebe sisteminde, özsermaye maliyeti olarak kârdan ayrıştırılan bu tutar, dönem kârından düşülmekte ve bu düşülen tutar üzerinden de vergi oranı karda ayrıca bir vergilendirme yapılmaktadır. Ülkemizde ise özellikle son yıllarda, sermayeyi korumak adına devlet tarafından çıkarılan “Nakit Sermaye Artırımında Faiz

İndirimi” konulu teşvik edici vergi kanunları da, çalışmanın geçerliliğini daha da sağlamlaştırarak, her geçen gün bu çalışmanın muhasebe sistemleri için bir gereklilik olduğunun ayak seslerini oluşturmaktadır.

Çalışmada önerilen bu uygulamanın tüm bu olumlu yönlerine karşılık, ortaklar açısından tek olumsuz tarafı ise; dönem kârlarının yalın ve cari değerlerinin tespitiyle, bu durumun muhasebe kayıtlarına dökülerek raporlanması ve ortaklara hesaplanan bu tutar üzerinden kâr dağıtımını yapmak; şirket ortaklarının daha düşük temettü elde etmesini sağlayacaktır. Bu durum ortakların şirket üzerinden elde edeceği geliri düşüreceğinden, ortaklar açısından olumsuz bir durumun ortaya çıkmasına neden olabilecektir.

Sürekli büyüyen ve tek bir pazar haline gelen tüm dünya piyasalarındaki işletmeler, ancak, gerçek ticari kârlılıklarını sürekli hale getirdikleri, sermayelerini koruyabildikleri ve doğru sermaye yapısı ve kârlılık ile yatırımcıları çekebildikleri takdirde, ayakta kalmayı başarabileceklerdir.

Sonuç olarak bu tez çalışması ile gelinen noktada; şirketlerin reel dönem kâr-zarar tutarlarının tespitiyle, bu kâr tutarları üzerinden ortaklara temettü dağıtımını yapmak ve bu durumu muhasebe kayıtlarına yansıtmak;

- Sermayenin korunması ve şirketin devamlılığı,
- Şirketlerin sermaye yapılarının güçlenerek, piyasa değerlerinin artması,
- Yatırımcıların doğru bilgilendirilerek, yatırımcılara doğru tercih imkânlarının sunulması,
- Piyasalarda spekülâtif ve manipülâtif atakların önüne geçilmesi,
- Vergi kanunları ile ters düşmeyerek, muhasebe sistemlerine ve vergi kanunlarına öneri getirilmesi,
- Şirketlerimizi uluslararası sermaye piyasalarında gerçek değerlerine kavuşturarak ülke ekonomisine katma değer sağlaması ve
- Çalışma “Muhasebe-Finansman” akademik camiasına, benzer ülkelerdeki uygulamaları araştırmak, vergi kanunlarını analiz etmek veya muhasebe sistemlerini daha da geliştirmek,

gibi konularda çalışma yapma imkânı sunması açısından da önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Akgüç Ö.(1998) *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Ataman Ü.(2000) *Şirketler Muhasebesi*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Berk N. (2000) *Finansal Yönetim*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Brealey, R. A, S. C. Myers ve A. J. Marcus (2007), *İşletme Finansının Temelleri*, (Çev.: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), Beşinci Basım, Literatür Yayıncılık: İstanbul.
- Ceylan A. (1995) *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Yayınevi.
- Chambers N. (2009) *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Çabuk A ve İ. Lazol (2009) *Mali Tablolar Analizi*, Ekin Kitabevi: İstanbul.
- Çakıcı C. (2008) *Ekonomik Katma Değer (EVA) Yaklaşımı*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Damodaran A. (2007) *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Now publishers Inc.
- Ercan M. ve Ü. Ban(2005) *Finansal Yönetim* Ankara: Gazi Kitabevi
- Ercan K. M. (2008) *İndirgenmiş Nakit akımları Yöntemi ile Firma Değerlemesi Özellikli Durumlar*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Gürbüz O. ve Y. Ergincan (2004) *Şirket Değerlemesi*. Literatür Yayınevi: İstanbul.
- Haftacı V. (2013) *İşletmelerde Finansal Çözümleme*. Kocaeli: Umuttepe Yayınları
- Hançerlioğlu O.(1973), *Ekonomi Sözlüğü*. İstanbul: Remzi Kitabevi
- İvgen H. (2003) *Şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayınları.
- Konuralp G. “Sermaye Piyasaları Analizler Kuramlar ve Portföy Yönetimi”, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti. , İstanbul, 2005
- Okka O. (2009) *Analitik Finans* Konya: Basılmamış Kitap Taslağı.
- Özerhan Y. ve S. Yanık (2012) , TMS - TFRS TÜRMOB Yayınları: Ankara.
- Öztürk H. (2009) *Şirket Değerlemesinin Esasları-Teorik ve Pratik Yaklaşımlar*, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Pike R. ve B. Neale (1999) *Corporate Finance and Investment Decisions and Strategies* Prentice Hall Europe, England.

- Sağmanlı M. (2001) *Şirket Değerleme Teori ve Pratik Uygulama*. İstanbul: Tümay Yayınları
- Uyar A. (2001), *Temel Analiz (Bilanço Okuma Teknikleri)*. İstanbul: Beta Basım-Yayım Dağıtım.
- Türko M.(1999) *Finansal Yönetim* İstanbul: Alfa Yayınevi.
- Yüksel A. S. (1982) *Para Bulma ve Yatırım İşletmelerde Sermaye Yönetimi*. İstanbul: Beta Yayınları
- Yüksel Ü. ve A. Yüksel (2005) *Marka Yönetimi ve Marka Değerinin Ölçülmesi* Beta Yayınları, İstanbul.

Sürelî Yayınlar

- Abdioğlu H. ve Dinç E.(2009). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi : İMKB–100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 12, Sayı:21, s.157-184,.
- Akbaba B.A.N.(2014). Turizm İşletmelerinde Sosyal Sorumluluk Muhasebesi, 9. *International Conference: New Perspectives In Tourism And Hospitality Bildiri Kitabı*, s.s.508-538,2014.
- Akkaya G. C.(2008). Sermaye Yapısı Varlık Verimliliği ve Kârlılık İMKB’de Faaliyet Gösteren Deri- Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Erciyes Üniversitesi, İİBF Dergisi*, S:30, 2008.
- Akyüz Y. (2013). Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Analizi : İMKB de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde bir Uygulama, *S.D. Üni. İİBF. Dergisi C 18. Sayı 2. 2013.*
- Alp A., K. Demirgüneş, Ü. Ban, ve M. Başaran (2009). Ekonomik Katma Değer Bakış Açısıyla Finanslama Kararları *Celal Bayar Üni . S.B.Dergisi C.7S.2 2009*
- Aydın Y.(2012) Firma Değerleme Yöntemleri. *Kırklareli Üni. İİBF. Dergisi C:1 Sayı :1*
- Baskin, J. B. (1989), “An Empirical Investigation Of The Pecking Order Hypothesis”, *Financial Management*, c.18, ss. 26-35.
- Bayraktaroğlu A. ve U. Ünlü(2009). Performans Değerlemede EVA ve MVA Ölçüleri. *Süleyman Demirel Üni. İİBF. Dergisi Y. C. 14 S.1 s.287-312.*
- Bilir H. ve İ. Kulalı (2014) İşletme Değeri ve Özkaynak Çarpanlarının Karşılaştırmalı Analizi *Uşak Üni. Sosyal Bilimler Dergisi s:7 (1),38-64*
- Buferna F, K. Bangassa ve L. Hodgkinson (2005), “Determinants of capital structure evidence from Libya, *University of Liverpool Research Paper Series* ss.1-32.

- Burca, N. (2008) “Sermaye Yapısı ve Hisse Senedi Değeri Arasındaki İlişkinin Değişik Borsalarda Mukayeseli Olarak İncelenmesi”, *Yayımlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.*
- Cheng Q.(2005). What Determines Residual Income.
- Chevron J. (2000). Valuing Brands, On Paper and In Truth. *Brandweek*, C. 1, S. 4.
- Civan M. ve H. Cenger (2013). Borsada İşlem Gören Turizm İşletmelerinin Finansal Yapı Ve Karlılık Oranları Arasındaki İlişkinin Analizi (2009-2012), *17. Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı* s.354-363, 2013.
- Çam M. (2006). Stratejik Bir Yönetim Aracı Olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Faaliyet Tabanlı Maliyet Yönteminin (FTMY) Birlikte Kullanımı *Çukurova Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 15, Sayı 2.
- Demir V. (2008) Yönetim Muhasebesindeki Değişim ve Değişimi Etkileyen Faktörler, *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, Yıl 8, Sayı 26, s. 51-70.
- Demir Y. ve D. Çoşkun (2009) Finansal Bilgi Sisteminin İşletmelerin Yönetim Fonksiyonu Üzerine Etkisi, *Uşak Sosyal Bilimler Dergisi* 2/2, s.1-21.
- Dinç, E. ve H. Abdioğlu (2009) İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İmkb–100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma, *Balıkesir Üniversitesi SBE Dergisi*, Cilt 12, Sayı 21, Haziran, ss.157-184.
- Duman H., R. Özpeynirci ve M. Bezirci (2014) Bilgi Çağının Değiştirdiği 21. >Yüzyılın Rekabet Anlayışına Bağlı Olarak Geleneksel Muhasebeden Stratejik Muhasebeye, *III. Uluslararası Türk Dünyası Sosyal Bilimler Kongresi.*
- Gökdeniz Ü.(2005) İşletmelerde Muhasebe Bilgi Sistemine Yaklaşım, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:27, s.86-93.
- Erkuş H.(2004) Geleneksel Raporlama Yöntemlerinin Yeni Ekonomi Karşısındaki Durumunun İrdelenmesi, *Süleyman Demirel Üni. İ.İ.B.F Dergisi* . , C.9, S:2.
- Ertuğrul M.(2009) Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, *Anadolu Üni. Sosyal Bilimler Dergisi* , 19 – 46.
- Ertuğrul M. (2008) Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi* s: 3.
- Fırat D. ve C. Badem (2008) Marka Değerleme Yöntemleri ve Marka Değerlerinin Mali Tablolara Yansıtılması, *Mufad*, Nisan s.63-81.
- Fıratoğlu B.(2005) Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler, *SPK Araştırma Raporu.*

- Frank M.Z. ve V. K. Goyal (2005), "Tradeoff and pecking order theories of debt", *Working Paper*, University of British Columbia.
- Gökdeniz Ü.(2005) İşletmelerde Muhasebe Bilgi Sistemine Yaklaşım, *Marmara Üni İİBF Dergisi* 14/3. 2005.
- Hacırüstemoğlu R., M. Şakrak ve V. Demir (2001) Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) *Marmara Üni.İİBF. Dergisi* 7/2, s.86-97.
- Haugen, R. A. ve L.W. Senbet. (1978) The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, *The Journal of Finance*, Volume: 33, Issue: 2, s. 383-393.
- Hamilton, R.T. ve M.A. Fox (1998), "The Financing Preferences Of Small Firm Owners," *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, c.4. S. 3. ss. 239-248.
- Jaggi, B. ve F. A. Gul (1999) An Analysis Of Joint Effects Of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows And Size On Corporate Debt Policy. *Review Of Quantitative Finance And Accounting*, c.12, S. 4. ss. 371-381.
- Jensen M. ve H.W. Meckling (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Volume: 3, Issue: 4, s. 305-360.
- Kahveci M. ve B. Gidersoy (2003) Yönetim Muhasebesinde Kantitatifsel Bir Boyut, *Mali Çözüm*, Sayı: 64, 124-129.
- Kaya Y.(2006) Marka Değerleme İhtiyacı ve Marka Değerleme Yöntemleri *Pazarlama Dünyası Dergisi*, Yıl 20, Sayı 6.142-160.
- Kaygusuz S.(2005) Yenilikçi Yönetim Muhasebesi Anlayışında Sorumluluk Muhasebesi Sisteminin Değerlendirilmesi, *Muhasebe ve Denetim Bakış*, Sayı:16,s.61-80.
- Kırlı M., D. Kuğu, T. Kara ve İ. Emre (2013) Finansal Performansın Ölçümünde Nakit Katma Değer Yöntemi ve Borsa İstanbul'a Kote Şirketlerde Bir Uygulama *Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi* 13/26.
- Kırlioğlu H. ve Altınkaynak F.(2016) TFRS Kapsamında Sermayenin Korunabilirliğinin Ekonomik Kâr Analizi ve Getirilen Öneri Üzerine Bir Uygulama *Journal of Accounting Finance Auditing Studies.*, Vol:2. 155-169.
- Korkmaz T, Ü. Başaran ve R.İ. Gökbulut (2009). İMKB'de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi *İktisat İşletme Ve Finans Dergisi*, Cilt: 24, 277-291.
- Kula V. (2001) İşletmelerin Sermaye Yapılarını Açıklamada Finansal Hiyerarşi Teorisi, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, No. 18, 1-11.

- Kurtuldu H. ve Ç. Şahin (2006) Marka Sermayesinin Hesaplanmasında Kullanılan Davranışsal Modellere Yönelik Bir İnceleme Ve Değerlendirme *Pazarlama Dünyası Dergisi*, Sayı -3, 42-52.
- Leifer A.(2002) Brands and Customer Values, *The Staple Inn Actuarial Society Report* s.20-31.
- Modigliani, F. ve M. Miller(1958) The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, Volume: 48, Issue: 3, s. 261-297.
- Okur S. (2001) Şirket Değer Tespit Metotlarından İndirgenmiş Nakit Akımları Ve Pratikte Uygulaması. *Active Bankacılık Ve Finans*, No:21, s:141-162.
- Öztürk H.(2010) Artık Kar, Özsermayeye Serbest Nakit Akımı ve Defter Değerlerinin Şirketlerin Piyasa Değerleri Üzerindeki Etkileri. *Bahçeşehir Üni. Dergisi* Y:24 s:89-101.
- Sakarya Ş. (2008) Hissedar Değeri ve Hesaplanması Üzerine Bir Uygulama *Muhasebe-Finansman Dergisi* Sayı.40 s:243-262.
- Seetharaman A. (2001) A Conceptual Study On Brand Valuation. *The Journal of Product & Brand Management*, c. 10, s. 4-20.
- Short H., K. Keasey ve D. Duxbury (2002) Capital structure, management ownership and large external shareholders: a UK analysis”, *International Journal of the Economics of Business*, c. 9. S.3. ss. 375–399.
- Suto M. (2003) Capital structure and investment behavior of Malaysian firms in the 1990s: a study of corporate governance before the crisis”, *Corporate Governance: An International Review*, c.11. S.1. ss. 25-39.
- Şaban M. ve Atalay,B.(2005) Yönetim Muhasebecileri Açısından Etik ve Etik Davranışın Önemi, *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, Sayı:16, s.49-6.
- Şaban, M. ve Erdoğan, S. (2007) Performans Ölçümleme Ve Ekonomik Katma Değer”, *Mali Çözüm*, İSMMMOMO Yayın Organı.2/45-64
- Şamiloğlu F. (2010) Faaliyet Karı,Artık Gelir ve Ekonomik Katma Değer: Hangisi Hisse Senedi Getirileri İle Daha Yüksek İlişkilidir? *İstanbul Üni. İşletme Fakültesi Dergisi* C.33 S.1 s.7-20.
- Şamiloğlu, F. (2004) Performans Ölçümünde EVA ve MVA: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Şirketlerde Ampirik Bir Uygulama. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2/22-40.
- Şenel K.(2006) Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, *Muhasebe Ve Mali Analiz*, TSPAKB. 12- 165-172

- Taner B, F. Küçükbay ve D. Demirhan (2004) Entelektüel Sermaye Kavramı ve Firma Piyasa Değeri Üzerine İnceleme. *İTÜ İşletme Fakültesi ve Finans Bilim Platformu Bildiri Kitabı*, s.143-168.
- Topal Y .(2008) Ekonomik Katma Değer ve Pazar Katma Değer Arasındaki İlişki-İMKB de Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF Dergisi*, s.2-249-261
- Toraman C ve M. Körpi.(2015) Firma Değerinin Piyasa Çarpanları İle Tahmin Edilmesi: BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayi Sektöründe Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan, s:124-145
- Türker İ. (2005) Ekonomik Katma Değer (EVA)'in Hesaplanması ve Gerekli Muhasebe Düzeltmeleri, *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, 1/125-150
- Usul H. (2010) Modern Yönetim Muhasebesi Anlayışına Post-Modern bir Yaklaşım, *Review of Social, Economic & Business Studies*, Vol.5/6, 423-455.
- Ülgen M ve S. Teker (2005) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda İşlem Gören Sanayi Şirketleri İçin Bir Analitik Değerleme Tekniği Uygulaması. *DTÜ, SBE Dergisi/b*, Cilt:2, Sayı:1,s:225-247.
- Yıldız, M. E., A. Yalama ve S. Güven (2009) Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Panel Veri Analizi Kullanılarak İMKB-İmalat Sektörü Üzerinde Ampirik Bir Uygulama. *İktisat/İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 24, Sayı: 278, s. 25-45.
- Yılmaz H. (1999) İşletmelerin Finansal Yönetiminde Nakit Akış Rasyo Analizi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi* Cilt:14, Sayı:1 s:278-293.
- Yılmaz T. ve E. Bastı (2013) İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer ve Piyasa Katma Değerine Dayalı Performans Analizi. *Fatih Üniversitesi Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, S:21 s:196-211.
- Zimmermann R. (2001), Brand Equity Excellence Project, *Brand Equity Review* Cilt 1s:171-192.

Diğer Yayınlar

- Arkan F. (2010) *Finansal Yapı ve Firma değerlemesi İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme A.B.D. Danışman Doç. Dr. Mikail Altan Konya.
- Coşkun E. (2006) *Finansal Sıkıntı Maliyetleri ve Yeniden Yapılandırma Sonrası Şirket Performansı*. Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü: Ankara, 2006.
- Durukan M. B. (1997) İşletmelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Ampirik Olarak Saptanması. *Yayımlanmamış Doktora Tezi*, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Karadeniz E. (2008) *Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi* Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi
- Özhan Ü. (2005) *Markanın Ekonomik Değeri ve Değerleme Metotları*, T.C. Türk Patent Enstitüsü Markalar Dairesi Başkanlığı Uzmanlık Tezi Ankara-2005.
- Resmi Gazete. “SPK Kâr Payı Tebliği”, Sayı:28891, 23/01/2014
- Saban M. ve Y. Köse (2013) *Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar*, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Ders Notları.
- Tanışman O. (2004) *Şirket Değerleme Yöntemleri*, Eğitim Notları.
- Yakar R. (2011) *Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’ de Ampirik Bir Çalışma*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.
- Yazıcı K. (1997) *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. DPT Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Yavuzarslan E.(2007) *Artık Kâr Yöntemi ve Şirket Değerlemesinde Kullanımı*, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Yıldız F.(2006) *Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama*, Erciyes Ün. SBE, Yüksek Lisans Tezi, Kayseri.
- Yücel E. (2006) *Firmaların Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana’da Sınai İşletmeler Üzerinde Bir Uygulama*, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Yücel İ. (2001) *Türkiye’deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi*, Atatürk Üni. SBE, Yüksek Lisans Tezi, Erzurum.

İnternet Kaynakları

https://www.icsa.org.uk/assets/files/pdfs/BusinessPractice_and_IQS_docs/studytexts/managementaccounting/b_Mgmt_Accounting_StudyText_Chapter_1.pdf,

<http://muhasebe.istanbul.edu.tr>

www.kap.gov.tr

www.kgk.gov.tr

www.tcmb.gov.tr

www.tuik.gov.tr

ÖZGEÇMİŞ

Fırat Altınkaynak, 1978 yılında Erzurum 'da doğdu. İlk orta öğrenimini Erzurum'da, lise öğrenimini ise Muğla'da tamamladı. 2001 yılında Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümünü, 2010 yılında Sakarya Üniversitesi' nde yüksek lisans eğitimini tamamlamıştır. 2012 yılında, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı "Muhasebe ve Finansman" Bilim Dalı'nda başladığı doktora eğitimine "Şirketlerde Sermaye Yapısı İle Sermayenin Korunabilirliğinin TFRS Kapsamında Analizi Ve Muhasebeleştirilmesi" konulu doktora tez çalışması ile devam ettirmektedir. 2003 yılında Abdi İbrahim İlaç A.Ş.' inde tıbbi satış temsilcisi görevine başlayarak, aynı şirkette bölge satış şefliği görevini de yürüttükten sonra 2010 yılında Tunceli Üniversitesi' nde öğretim görevlisi olarak göreve başlamış ve 2011 yılı sonunda Sakarya Üniversitesi Karasu Meslek Yüksekokulu Muhasebe ve Vergi Uygulamaları bölümüne geçiş yapmış ve 2012 yılı sonundan itibaren halen aynı okulda müdür yardımcılığı görevini yürütmektedir. Evli ve bir kız çocuk babasıdır.